

**PENGARUH METODE PEMBAYARAN DALAM  
MERGER DAN AKUISISI TERHADAP  
*ABNORMAL RETURN* SAHAM YANG LISTED DI  
BEI TAHUN 2005-2011**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**MARINA SULISTYA**

**NIM. C2A009064**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS DIPONEGORO**

**SEMARANG**

**2013**

## PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Marina Sulistya  
Nomor Induk Mahasiswa : C2A009064  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **PENGARUH METODE PEMBAYARAN  
DALAM MERGER DAN AKUISISI  
TERHADAP ABNORMAL RETURN  
SAHAM YANG LISTED DI BEI  
TAHUN 2005-2011**

Dosen Pembimbing : Dr. Irene Rini Demi Pengestuti, ME.

Semarang, 19 Juni 2013

Dosen Pembimbing

(Dr. Irene Rini Demi Pengestuti, ME.)  
NIP. 196008201986032001

## PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Marina Sulistya  
Nomor Induk Mahasiswa : C2A009064  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen  
Judul Skripsi : **PENGARUH METODE PEMBAYARAN  
DALAM MERGER DAN AKUISISI  
TERHADAP ABNORMAL RETURN  
SAHAM YANG LISTED DI BEI  
TAHUN 2005-2011**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 4 Juni 2013**

Tim Penguji :

1. Dr. Irene Rini Demi Pengestuti, ME. (.....)
2. *Erman Denny* Arfinto, SE, MM (.....)
3. Drs. R. Djoko Sampurno, M.M (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Marina Sulistya menyatakan bahwa skripsi dengan judul **PENGARUH METODE PEMBAYARAN DALAM MERGER DAN AKUISISI TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM YANG LISTED DI BEI TAHUN 2005-2011** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan /atau tidak terdapat satu bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 19 Juni 2013

Yang membuat pernyataan,

Marina Sulistya  
NIM. C2A009064

## **ABSTRACT**

*The aim of this study is to analyze the effect of payment type that is used in merger and acquisition (cash or stock) toward abnormal return of bidder firm's stock. This study also can be used to see the reaction toward M&A announcement, which is published by a company in market. This study is done because there are still some differences in data between one researcher to the others.*

*Event Study is a technique that is used in analyzing reactions that caused by M&A announcement. The object of the study is abnormal return from bidder firm's stock. The writer uses market model in this study to get abnormal return data, with 100 days of estimates period and 11 days of window period. The writer uses statistical test to verify her hypothesis with Microsoft Office Excel 2007 and SPSS software (Statistical Program for Social Science).*

*The result of this study shows that the effect from M&A announcement, which paid by cash, is not capable yet to produce abnormal return. While M&A announcement, which paid by stock, can produce significant negative abnormal return when the announcement is being published. The result of two average difference test also shows that there is a different abnormal return between M&A that is paid using cash and M&A that is paid using stock. The abnormal return average that produced by cash payment gets higher positive response than that produced by stock.*

*Keywords: merger and acquisition, announcement effect, bidder firm, abnormal return, event study, market model.*

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh jenis pembayaran yang digunakan dalam merger dan akuisisi (baik kas maupun saham) terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi. Selain itu penelitian ini juga dapat membantu melihat reaksi yang ada didalam pasar terhadap suatu pengumuman M&A yang dipublikasikan oleh perusahaan. Penelitian ini dilakukan karena masih terdapat perbedaan antara hasil penelitian satu dengan penelitian lainnya.

*Event Study* merupakan tehnik yang digunakan dalam menganalisis reaksi dari adanya suatu pengumuman M&A, dimana objek yang digunakan adalah *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi. Dalam mencari *abnormal return* pada penelitian ini menggunakan model pasar, dengan jumlah periode estimasi selama 100 hari dan periode jendela selama 11 hari. Penelitian ini menggunakan uji t-statistik untuk menguji hipotesisnya dan dilakukan dengan alat bantu yaitu *Microsoft Office Excel 2007* dan *SPSS (Statistical Program for Social Science)*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A yang pembayarannya menggunakan kas belum mampu menghasilkan *abnormal return*, sedangkan M&A yang pembayarannya menggunakan saham menghasilkan *abnormal return* yang negatif signifikan pada saat pengumuman tersebut dikeluarkan. Hasil uji beda dua rata-rata juga menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham, dimana rata-rata *abnormal return* yang dihasilkan dengan kas mendapatkan respon positif yang lebih banyak dibandingkan dengan saham.

Kata kunci : Merger dan Akuisisi, dampak pengumuman, perusahaan pengakuisisi, *abnormal return* , *event study*, model pasar

## **KATA PENGANTAR**

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah memberikan rahmat, taufik serta karuniaNya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul : **PENGARUH METODE PEMBAYARAN DALAM MERGER DAN AKUISISI TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM YANG LISTED DI BEI TAHUN 2005-2011**, sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam penulisan skripsi ini, penulis menyadari bahwa tanpa adanya dukungan, petunjuk, bimbingan serta bantuan berbagai pihak, penyusunan skripsi ini tidak dapat terselesaikan dengan baik. Oleh karena itu penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Drs. Mohammad Nasir, M.Si., Ak., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk dapat menyelesaikan skripsi ini sebagai salah satu syarat kelulusan.
2. Ibu Dr. Irene Rini Demi Pengestuti, ME. selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan banyak waktu untuk membimbing, meberikan arahan, saran, masukan dan motivasi bagi penulis saat proses penyusunan skripsi ini.

3. Kepada orang tua penulis, Bapak Joko Sulistyono dan Ibu Supartini yang telah banyak mendoakan penulis, memberikan dukungan, pengorbanan baik secara materil maupun imateril, perhatian, serta cinta dan kasih sayang yang tiada henti diberikan kepada penulis.
4. Bapak Idris, S.E., M.Si selaku dosen wali yang telah memberikan pengarahan dan nasehat selama perkuliahan di Program Studi Manajemen S1 Reguler 1 Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
5. Bapak Erman Denny Arfinto, SE, MM dan Bapak Drs. R. Djoko Sampurno, MM selaku dosen penguji penulis, yang telah membantu dalam proses penyempurnaan skripsi ini.
6. Seluruh staff pengajar yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan yang bermanfaat sehingga penyusunan skripsi ini dapat diselesaikan.
7. Seluruh pegawai dan staff Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah bersedia memberikan bantuan selama penulis menyelesaikan masa studi.
8. Kakak dan keponakan penulis, Corry Yulianti dan Verrel Yogensha Arunata yang selalu memberikan dukungan serta semangat kepada penulis.
9. Kepada Aldino Rahardian yang telah bersedia meluangkan waktu untuk membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi serta memberikan doa dan dukungan baik secara langsung maupun tidak langsung.



10. Sahabat-sahabat penulis dari awal masa perkuliahan, Rahayu Suciana P, Sulis K Adiyanti, Habsari Candra Ditya, Medikatama H, Gratia A Barus, Intania D Putri, Aulia H Nityasari, Jahot Rizal, Edwin Amanullah yang telah banyak memberikan semangat, dukungan, serta doa tiada henti bagi penulis.
11. Kepada teman-teman kos Wahyu Aktorina, Ninditaria, Jully, Yustina, Eda, Kis, Dison dan Kak Dhita atas bantuan, kebersamaan, dan motivasinya.
12. Kepada sahabat lama penulis saat penulis masih duduk di bangku sekolah Risa Evilia, Rina Mega, Puput Anzaini, Sinta dan Dania yang telah memberikan motivasi dan semangat baik secara langsung maupun tidak.
13. Seluruh teman-teman Manajemen 2009 terimakasih atas kebersamaanya dalam proses perkuliahaan.
14. Semua pihak yang juga tidak dapat disebutkan satu persatu oleh penulis, yang telah banyak memberikan bantuan doa secara tulus dan ikhlas kepada penulis.

Semoga skripsi ini dapat bermanfaat terutama bagi instansi terkait yaitu FEB UNDIP, diri pribadi penulis serta pihak-pihak yang berkepentingan pada topik yang sama. Segala kritik dan saran yang membangun atas skripsi ini tentunya akan sangat bermanfaat untuk penyempurnaan selanjutnya.

Semarang, 19 Juni 2013

Penulis,

Marina Sulistya

## DAFTAR ISI

	Halaman
<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>i</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN</b> .....	<b>ii</b>
<b>PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN</b> .....	<b>iii</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI</b> .....	<b>iv</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>v</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>vi</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>vii</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xiii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xv</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	11
1.3 Tujuan Penelitian .....	12
1.4 Manfaat Penelitian .....	13
1.5 Sistematika Penulisan .....	14
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA</b> .....	<b>16</b>
2.1 Landasan Teori .....	16
2.1 Teori Efisiensi Pasar .....	16
2.2 Teori Signaling ( <i>Signaling Theory</i> ).....	18
2.2 Penggabungan Usaha .....	19
2.2.1 Merger.....	20
2.2.2 Akuisisi .....	26
2.2.3 Metode Pembayaran Merger dan Akuisisi .....	31
2.2.4 <i>Return</i> .....	32

2.2.5 <i>Abnormal Return</i> .....	33
2.2.6 <i>Expected Return</i> .....	34
2.3 Penelitian Terdahulu .....	34
2.4 Pengaruh Metode Pembayaran M&A Terhadap <i>Abnormal Return</i> ...	42
2.5 Kerangka Pemikiran .....	45
2.6 Hipotesis .....	46
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>47</b>
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	47
3.2 Populasi dan Sampel .....	48
3.3 Jenis dan Sumber Data .....	49
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	49
3.5 Teknik Analisa Data .....	50
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>59</b>
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	59
4.2 Pengujian Hipotesis .....	61
4.2.1 Pengujian Hipotesis 1 .....	61
4.2.2 Pengujian Hipotesis 2 .....	66
4.2.3 Pengujian Hipotesis 3 .....	69
4.3 Pembahasan Hipotesis .....	75
4.3.1 Pembahasan Hipotesis 1 .....	75
4.3.2 Pembahasan Hipotesis 2 .....	77
4.3.3 Pembahasan Hipotesis 3 .....	79
<b>BAB V PENUTUP .....</b>	<b>82</b>
5.1 Kesimpulan .....	82
5.2 Keterbatasan .....	84
5.3 Saran .....	84
5.3.1 Saran Untuk Investor .....	84

5.3.2 Saran Untuk Perusahaan .....	86
5.3.3 Saran Untuk Penelitian Selanjutnya .....	86
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>88</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>90</b>

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Tahun 2005-2011...	10
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu .....	39
Tabel 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel .....	47
Tabel 4.1 Daftar Nama Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Tahun 2005-2011 yang Listed di BEI .....	59
Tabel 4.2 Hasil Uji Signifikan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Menggunakan Kas .....	64
Tabel 4.3 Hasil Uji Signifikan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Menggunakan Saham .....	68
Tabel 4.4 Hasil Uji Normalitas Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Harian Perusahaan yang Melakukan M&A Menggunakan Kas .....	70
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Harian Perusahaan yang Melakukan M&A Menggunakan Saham.....	71
Tabel 4.6 Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Melakukan M&A Menggunakan Kas dan Saham .....	72

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Visualisasi Merger.....	22
Gambar 2.2 Visualisasi Akuisisi.....	27
Gambar 2.3 Kerangka Penelitian Pengaruh Metode Pembayaran (Kas dan Saham) dalam Merger dan Akuisisi Terhadap <i>Abnormal Return</i> .....	45
Gambar 3.1 Periode Estimasi dan Periode Jendela .....	51
Gambar 3.2 Visualisasi Periode Estimasi dan Periode Jendela.....	52
Gambar 4.1 Nilai Rata-Rata Harian <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Menggunakan Kas .....	62
Gambar 4.1 Nilai Rata-Rata Harian <i>Abnormal Return</i> Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Menggunakan Saham.....	66

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Nilai Harga Saham dan Nilai IHSG Periode Estimasi Pembayaran Menggunakan Kas .....	90
Lampiran B <i>Return</i> Saham dan <i>Return</i> Pasar Periode Estimasi Pembayaran Menggunakan Kas .....	94
Lampiran C Nilai Harga Saham dan Nilai IHSG Periode Jendela Pembayaran Menggunakan Kas .....	98
Lampiran D <i>Return</i> Saham dan <i>Return</i> Pasar Periode Jendela Pembayaran Menggunakan Kas .....	99
Lampiran E <i>Expected Return</i> dan <i>Abnormal Return</i> Pembayaran Menggunakan Kas.....	100
Lampiran F Nilai Harga Saham dan Nilai IHSG Periode Estimasi Pembayaran Menggunakan Saham.....	101
Lampiran G <i>Return</i> Saham dan <i>Return</i> Pasar Periode Estimasi Pembayaran Menggunakan Saham.....	105
Lampiran H Nilai Harga Saham dan Nilai IHSG Periode Jendela Pembayaran Menggunakan Saham.....	109
Lampiran I <i>Return</i> Saham dan <i>Return</i> Pasar Periode Jendela Pembayaran Menggunakan Saham.....	110
Lampiran J <i>Expected Return</i> dan <i>Abnormal Return</i> Pembayaran Menggunakan Saham.....	111

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Adanya globalisasi dan perdagangan bebas memacu perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya, keadaan seperti ini mendorong terciptanya persaingan. Perusahaan dituntut untuk dapat bersaing dengan cara mengembangkan strategi agar perusahaan mampu bertahan bahkan berkembang menjadi lebih besar. Perusahaan harus dapat meningkatkan posisi persaingan mereka demi menjamin kelangsungan hidupnya dengan membuat berbagai macam strategi. Perusahaan diharapkan dapat membuat strategi ditingkat perusahaan (*corporate strategy*) yang dapat dijadikan tujuan jangka panjang perusahaan. Dalam membuat *corporate strategy*, perusahaan tidak dapat terlepas dari keputusan-keputusan strategik yang harus diambilnya.

Keputusan strategik dapat dikelompokkan menjadi keputusan investasi, keputusan deviden, dan keputusan pembiayaan. Ekspansi merupakan keputusan investasi yang bisa dilakukan oleh perusahaan untuk dapat mengembangkan usahanya. Ekspansi dapat dilakukan baik secara internal maupun eksternal. Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan salah satu ekspansi eksternal yang dilakukan perusahaan untuk dapat mempertahankan usahanya atau bahkan mengembangkan usahanya. Hidayat (2004) menyatakan bahwa merger dan akuisisi merupakan suatu



strategi yang dilakukan untuk mengambil alih kepemilikan perusahaan lain sehingga perusahaan pengakuisisi (*bidding firm*) dapat mengendalikan perusahaan yang diambil alih (*target firm*). Alasan utama perusahaan lebih memilih melakukan merger dan akuisisi (M&A) sebagai strategi utama perusahaan dalam pengembangan perusahaannya adalah karena dengan strategi M&A perusahaan tidak perlu memulai bisnis yang baru dimana bisnis *share* perusahaan telah terbentuk sebelumnya, sehingga tujuan perusahaan akan dapat terwujud dengan lebih cepat. Sedangkan menurut Nurussobakh (2009) dalam jurnalnya menyatakan bahwa alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi agar dapat mencapai efisiensi dan pada ujungnya adalah untuk meningkatkan return atau penerimaan perusahaan.

Merger dan Akuisisi (M&A) bukan suatu fenomena yang baru di dunia usaha. Perusahaan multinasional di Amerika Serikat dan Eropa sudah melakukan merger maupun akuisisi sejak tahun 1960-an. Sedangkan aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia sudah dikenal secara sektoral khususnya di bidang perbankan, jauh sebelum berlakunya Undang-Undang No.1 Tahun 1995 mengenai perseroan. Istilah M&A menjadi semakin populer semenjak adanya merger empat bank milik pemerintah yang bergabung karena adanya krisis ekonomi, kemudian menghasilkan Bank Mandiri pada tahun 1998. Merger dan akuisisi (M&A) di Indonesia umumnya didominasi oleh perusahaan pengakuisisi yang telah *go public* dengan perusahaan target yang belum *go public*. Dalam M&A biasanya perusahaan besar berencana untuk membeli perusahaan lain yang dilakukan dengan cara negoisasi dan membeli

perusahaan yang dikehendaki setelah menemukan kesepakatan. Dengan demikian jarang sekali terjadi sebuah perusahaan menawarkan untuk dibeli oleh perusahaan lain, kecuali perusahaan tersebut benar-benar dalam kondisi keuangan yang sulit.

Merger berarti menggabungkan dua atau lebih perusahaan yang melebur menjadi satu perusahaan baru. Sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan perusahaan lain yang kemudian dijadikan anak perusahaan atau digabungkan menjadi satu (Sartono, 2001). Keduanya memang memiliki pengertian yang berbeda, tapi secara umum motif perusahaan melakukan M&A tidak jauh berbeda. Bila diamati secara kuantitas, aktivitas merger dan akuisisi mengalami kenaikan yang cukup signifikan seiring dengan semakin populernya istilah M&A itu sendiri di kalangan pelaku usaha. Meskipun biaya yang dikeluarkan untuk melakukan M&A tidak sedikit, tapi masih ada perusahaan yang melakukan M&A.

Kenaikan aktivitas M&A didukung dengan adanya peraturan perundang-undangan yang mempermudah masuknya investor asing, hal tersebut dibuktikan dengan adanya peningkatan pelaksanaan M&A. Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) juga mencatat bahwa sepanjang tahun 2010, terdapat sekurang-kurangnya 7 notifikasi M&A yang masuk dan 3 diantaranya melibatkan pelaku usaha asing. Begitu pula pada tahun 2011, terdapat 45 notifikasi M&A yang masuk dan 18 diantaranya melibatkan unsur asing. Bukti tersebut menunjukkan bahwa lebih dari sepertiga aktivitas M&A di Indonesia melibatkan unsur asing (Rosmiati, 2011). Hal

tersebut merupakan dampak dari fenomena penguatan aliansi strategis yang dirancang untuk menghadapi kompetisi global. Saat ini gelombang merger dan akuisisi (M&A) asing secara otomatis dapat membawa dampak positif bagi banyak sektor, terutama masuknya arus investasi ke Indonesia. Keadaan seperti ini merupakan capaian yang baik bagi peningkatan investasi Indonesia, sebab perekonomian nasional memperoleh sokongan permodalan yang cukup kuat. Arus investasi yang mengalami peningkatan memungkinkan roda perekonomian terus berputar mengikuti hantaman arus globalisasi di luar sana (Yudanov, 2013).

Merger dan akuisisi (M&A) dilakukan oleh perusahaan dengan harapan mendatangkan sejumlah keuntungan. Kondisi saling menguntungkan tersebut akan terjadi jika peristiwa M&A tersebut memperoleh sinergi. Sartono (2001) dalam bukunya menjelaskan bahwa “*dengan merger dapat diperoleh synergism yaitu nilai keseluruhan lebih besar dari penjumlahan nilai bagian-bagiannya ( $4 + 4 = 10$ )*”, oleh karena itu dengan M&A perusahaan dapat dikatakan memperoleh sinergi ketika perusahaan mencapai skala ekonomis yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Skala ekonomis yang dimaksud bukan hanya dalam artian proses produksi saja melainkan bidang pemasaran, personalia, keuangan dan juga administrasi. Intinya skala ekonomis yang ingin dicapai dalam melakukan merger adalah memanfaatkan secara maksimal dalam menggunakan sumber daya yang ada.

Beberapa perusahaan ada yang berhasil adapula yang gagal dalam melakukan kegiatan merger dan akuisisi, tapi aktivitas ini menunjukkan adanya usaha yang dilakukan perusahaan dalam mempertahankan atau bahkan mengembangkan perusahaannya. Keberhasilan merger dan akuisisi dapat tercipta dengan tidak mengabaikan faktor-faktor internal maupun eksternal, karena melakukan M&A tanpa memperhatikan faktor-faktor apa sajakah yang berpengaruh terhadap keberhasilan M&A justru akan membuat keadaan perusahaan semakin terpuruk.

Metode pembayaran merupakan salah satu faktor eksternal yang harus dipertimbangkan dalam menciptakan kesuksesan M&A. Pernyataan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Muktiyanto (2005) menyatakan bahwa faktor eksternal seperti jenis metode pembayaran yang dipilih (baik kas maupun saham); serta penilaian atas nilai perusahaan dari para pelaku pasar yang dipengaruhi informasi asimetris (*undervalued* atau *overvalued*) merupakan faktor-faktor yang harus dipertimbangkan dalam melakukan M&A guna memperoleh keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Faktor eksternal tersebut berdasarkan penelitiannya dapat mempengaruhi perubahan *abnormal return* perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam kesepakatan M&A, baik *bidding firm* dan atau *target firm*.

Intinya keputusan melakukan M&A dianggap sebagai salah satu strategi dalam upaya pengembangan perusahaan dengan harapan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan (*return*) atas aktivitas M&A. Dengan pemilihan metode

pembayaran yang tepat nantinya juga dapat membantu perusahaan dalam meningkatkan *return* bagi pemegang sahamnya. Kemampuan perusahaan dalam meningkatkan *return* nantinya akan menjadi daya tarik serta motivasi yang mendorong investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Namun investor yang rasional akan menggunakan informasi yang relevan sebelum mengambil suatu keputusan investasi.

Pengumuman informasi M&A yang dilakukan oleh perusahaan akan memberikan sinyal kepada pasar. Informasi tersebut akan dijadikan sebagai pertimbangan dalam melakukan keputusan berinvestasi. Dalam kenyataannya keputusan investasi yang dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima dan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, *return* saham, serta aktifitas dari perdagangan saham perusahaan yang terlibat (Aritonang, dkk 2009). Adanya reaksi ini dapat dilihat dari perubahan harga saham yang nantinya juga dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang dapat diukur menggunakan *return*.

Pernyataan ini didukung dalam konsep *new economy*, bahwa perubahan harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh pendapatan dan laba perusahaan, tapi juga oleh pengumuman kerjasama M&A (Mayasari, 2012). Selanjutnya bila harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia maka perubahan harga saham juga mencerminkan adanya informasi yang baru. Perubahan harga saham itu dapat mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham

sebagai dampak dari pengumuman M&A. *Abnormal return* juga dapat dijadikan sebagai suatu pengukuran kemakmuran yang diterima pemegang saham atas investasi yang mereka lakukan (Setiawan, 2008). Adanya *abnormal return* juga dipandang sebagai reaksi yang diberikan oleh pasar atas adanya pengumuman M&A dan dapat dijelaskan sebagai implikasi terangkatnya nilai saham *target firm* seiring dengan peningkatan nilai saham *bidding firm* (Muktiyanto, 2005).

Berkaitan dengan metode pembayaran yang digunakan perusahaan dalam membiayai M&A juga merupakan informasi yang digunakan oleh investor sebelum melakukan keputusan berinvestasi. Metode pembayaran tersebut menggambarkan tingkat kemampuan atau sebagai kapabilitas perusahaan pengakuisisi (*bidding firm*) dalam melakukan akuisisi, serta dapat menunjukkan ekspektasi pasar terhadap sinergi yang dihasilkan oleh keputusan M&A. Oleh karena itu pengumuman M&A beserta informasi metode pembayaran yang digunakan dapat mempengaruhi *return* saham perusahaan yang terlibat (baik *bidder firm* maupun *target firm*). Adanya pengaruh metode pembayaran terhadap *abnormal return* juga telah banyak dibuktikan oleh para peneliti sebelumnya.

Beberapa peneliti mengungkapkan hasil yang berbeda-beda dalam mengamati *abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham perusahaan yang melakukan M&A, dalam kaitannya dengan metode pembayaran. Sherif (2012) menyatakan bahwa M&A yang pembayarannya menggunakan kas menghasilkan *return* terbaik

bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Selain itu M&A yang pembayaran menggunakan kas lebih banyak dipilih oleh perusahaan yang melakukan M&A. Penelitian lain dilakukan oleh Travlos (1987) hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan metode pembayaran (*cash* dan *stock offers*) menghasilkan *abnormal return* yang berbeda pula. Ketika pembayaran M&A menggunakan saham, pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif signifikan disepuluh tanggal pengumuman, sehingga pembayaran menggunakan kas lebih disukai oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan M&A. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Isa dan Lee (2010) hasilnya menyatakan bahwa selama periode pengamatan, M&A yang pembayarannya menggunakan kas menghasilkan *cumulative abnormal return* yang lebih besar dibandingkan dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

Bila perusahaan dengan *sustainable growth* yang tinggi cenderung membutuhkan dana (*cash*) untuk mendukung pertumbuhannya, sehingga bila perusahaan melakukan M&A akan lebih memilih saham sebagai metode pembayaran yang digunakan dalam kegiatan tersebut. Pemilihan metode pembayaran yang sesuai tersebut akan memperbesar kesempatan pemegang saham perusahaan pengakuisisi dalam menikmati *abnormal return* (Budiardjo, 2007). Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Chatterejje dan Kuenzi (2001) dimana hasilnya mengindikasikan bahwa pembayaran melalui *exchange stock* (pertukaran saham) mengakibatkan pergerakan saham mengarah ke *abnormal return* yang positif

signifikan saat periode pengumuman M&A. Penelitian lain dilakukan oleh Vannieuwenhuyze (2010) menyatakan bahwa *cumulative abnormal return* yang diterima pada saat pembayaran M&A menggunakan saham lebih besar dibanding pembayaran dengan kas.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Nayar dan Switzer (1998) menganggap hutang sebagai pertimbangan yang dapat digunakan untuk akuisisi yang lebih bermanfaat, hal tersebut mendukung hasil penelitiannya yang menyatakan bahwa *mean* dari *cumulative abnormal return* yang pembayaran seluruhnya menggunakan kas atau sebagian hutang lebih besar dibanding pembayaran seluruhnya menggunakan saham atau sebagian hutang.

Isa dan Lee (2010), dan Sherif (2012) membuktikan pembayaran menggunakan tunai (*cash*) menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, serta lebih menarik dan disukai oleh pemegang saham *target firm* dan atau oleh *bidder firm*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Budiardjo (2007), Chatterejje dan Kuenzi (2001), Vannieuwenhuyze (2010) menyatakan bahwa pembayaran dengan saham menghasilkan *abnormal return* yang lebih baik bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Penelitian lain dilakukan oleh Nayar dan Switzer (1998) yang menganggap hutang sebagai pertimbangan yang bermanfaat dalam pembiayaan M&A.



Menurut perkembangannya pada tahun 1970-an uang tunai merupakan alat yang populer digunakan di Indonesia dalam membiayai kegiatan M&A. Sedangkan pada tahun 1990-an perusahaan melakukan M&A yang pembayarannya menggunakan saham lebih banyak diminati (Hidayat, 2004). Pada Tabel 1.1 menunjukkan data perusahaan yang melakukan M&A pada tahun 2005-2011 :

**Tabel 1.1**  
**Perusahaan yang Melakukan M&A Tahun 2005-2011**

Keterangan	Jumlah Perusahaan							Jumlah
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>M&amp;A dengan saham</b>	0	4	1	1	1	1	1	9
<b>M&amp;A dengan kas</b>	3	2	2	0	0	0	0	7
<b>Jumlah</b>	3	6	3	1	1	1	1	16

Sumber : IDX (*Indonesia Stock Exchange*), OJK (Otoritas Jasa Keuangan), diolah

Berdasarkan tabel 1.1 dapat diketahui bahwa di Indonesia terdapat 16 perusahaan melakukan pengumuman informasi M&A tahun 2005-2011. Dimana jumlah perusahaan yang melakukan M&A dengan memilih saham sebagai metode pembayaran sebanyak 9, sedangkan 7 perusahaan lain memilih kas sebagai metode pembayaran yang digunakan dalam M&A.

Bila pembayaran M&A dilakukan dengan cara pertukaran saham, umumnya pemegang saham pengakuisisi dan diakuisisi akan menanggung seluruh risiko jika sinergi gagal tercapai. Berbeda dengan penggunaan kas, pemegang saham pengakuisisi akan menanggung seluruh risiko jika sinergi gagal tercapai. Pembayaran

M&A menggunakan tunai merupakan transaksi yang dikenakan pajak, sedangkan dengan saham akan bebas pajak. Akan tetapi pembayaran dengan kas lebih mudah dilakukan dibandingkan dengan saham, karena pembayaran dengan saham harus melalui persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selain itu pembayaran menggunakan saham juga seringkali menimbulkan masalah mengenai bagaimana mempertahankan kepentingan perusahaan-perusahaan yang bergabung dalam perusahaan baru (Winata, 2010).

## **1.2 Rumusan Masalah**

Terdapat fenomena gap atas M&A di Indonesia pada tahun 2005 sampai dengan 2011. Dimana jumlah perusahaan di Indonesia yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran M&A lebih banyak dibandingkan jumlah perusahaan yang menggunakan kas, sedangkan menurut Sherif (2012) di UK, perusahaan lebih banyak menggunakan kas sebagai metode pembayaran M&A. Menurut Vannieuwenhuyze (2010) penggunaan kas juga lebih sering digunakan oleh perusahaan yang melakukan M&A di Eropa. Sejalan dengan penelitian Isa dan Lee (2010) di Malaysia, menyatakan bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan kas dalam pembiayaan M&A.

Selain itu terdapat hasil penelitian terdahulu yang berbeda mengenai pengaruh metode pembayaran dengan kas dan saham terhadap *abnormal return*, berdasarkan permasalahan tersebut maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika kas digunakan sebagai pembayaran M&A?
2. Bagaimana pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika saham digunakan sebagai pembayaran M&A?
3. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Pengumuman M&A diduga dapat mempengaruhi pergerakan harga saham dan menghasilkan *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian mengenai *abnormal return* yang didapat oleh pemegang saham perusahaan yang melakukan pembayaran M&A dengan kas dan dengan saham. Berdasarkan uraian latar belakang dan perumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dilakukannya penelitian ini memiliki tujuan yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh M&A yang pembayarannya menggunakan kas terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi disepertar tanggal pengumuman M&A.

2. Untuk menganalisis pengaruh M&A yang pembayarannya menggunakan saham terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi diseperti tanggal pengumuman M&A.
3. Untuk menganalisis ada atau tidaknya perbedaan *abnormal return* ketika pembayaran M&A menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Adapun penelitian ini dilakukan dengan harapan dapat bermanfaat bagi :

1. Investor

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai sumber informasi mengenai dampak dari pengumuman M&A yang dilakukan perusahaan khususnya dengan metode pembayaran yang digunakan baik kas maupun saham, agar nantinya investor akan lebih tepat dalam melakukan investasi yang akan dilakukan seperti pengambilan keputusan dalam melakukan pembelian, sehingga investor memperoleh *return* yang sesuai atas investasi yang dilakukannya.

2. Perusahaan

Dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan bagi perusahaan-perusahaan yang akan melakukan M&A dimasa yang akan datang, serta pertimbangan dalam menentukan jenis pembayaran yang tepat, sehingga tujuan perusahaan melakukan M&A tercapai.

### 3. Akademisi

Penelitian ini dapat menambah wawasan, serta dijadikan sebagai referensi tambahan bagi peneliti-peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian lebih lanjut dalam topik yang serupa, khususnya dalam mengamati pengaruh metode pembayaran terhadap *abnormal return* perusahaan yang melakukan aktivitas M&A.

## 1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini disusun secara berurutan yang terdiri dari beberapa bab yaitu :

### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini berisi latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

### **BAB II : TELAAH PUSTAKA**

Bab ini berisi mengenai landasan teori merger dan akuisisi sebagai penunjang penelitian, penelitian terdahulu yang sejenis, konsep yang mendasari penelitian ini, serta hipotesis yang diajukan dalam penelitian.

### **BAB III : METODE PENELITIAN**

Bab ini akan diuraikan mengenai metode penelitian yang berisi variabel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data

serta metode analisis yang digunakan untuk memberikan jawaban atas permasalahan yang digunakan.

**BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN**

Bab ini akan menjelaskan mengenai deskripsi objek penelitian, analisis data, dan intepretasi hasil.

**BAB V : PENUTUP**

Bab ini merupakan bagian penting yang menjelaskan kesimpulan dari analisis data dan pembahasan. Selain itu juga berisi saran-saran yang direkomendasikan kepada pihak tertentu serta mengungkapkan keterbatasan penelitian ini.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

##### **2.1.1 Teori Efisiensi Pasar**

Dalam efisiensi pasar disebutkan bahwa terdapat sebuah hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan. Menurut Fama diacu oleh Jogiyanto (2000) informasi yang tersedia di dalam pasar adalah kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien. Pasar dikatakan efisien ketika seluruh harga sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi yang tersedia (*information available*). Pasar yang efisien secara informasi juga disebut sebagai pasar yang adil. Dikatakan adil ketika semua pelaku pasar memperoleh informasi yang sama kualitas serta jumlahnya, dan diterima pada saat yang sama, sehingga investor tidak bisa menikmati adanya *abnormal return*. Berdasarkan deskripsi tersebut dapat disimpulkan bahwa harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada.

Bentuk efisiensi pasar dapat juga dilihat dari kecanggihan para pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis informasi yang tersedia. Bila pasar efisien ditinjau berdasarkan kecanggihan pelaku pasar

dalam mengambil keputusan disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan. Sedangkan bila pasar yang efisien ditinjau dari sudut informasi saja disebut efisiensi pasar secara informasi. Terdapat tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar yang ditinjau dari sudut informasi :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga-harga sekuritasnya secara penuh (*fully reflect*) mencerminkan informasi masa lalu yang sudah terjadi. Dimana investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk memperoleh *abnormal return*.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar yang efisien setengah kuat berarti bahwa harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*). Jika pasar efisien berbentuk setengah kuat maka investor tidak dapat menikmati *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien bentuk kuat ketika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk kuat, maka tidak ada satupun investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.



### 2.1.2 Teori Signaling

Berkaitan dengan efisiensi pasar, dimana dalam *signaling theory* lebih menekankan pada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi kepada pihak yang berada diluar lingkup perusahaan. Connelly (2011) mengatakan bahwa informasi dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan yang akan dilakukan oleh seseorang. Adanya penyampaian informasi dapat menyebabkan seseorang merubah perilaku mereka. Informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor, karena informasi memberikan sejumlah penjelasan dan gambaran di pasar modal yang dapat digunakan sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Menurut Nurussobakh (2009) keputusan yang diambil oleh perusahaan akan memberikan signal kepada pasar sebagai informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan bagi pelaku pasar, suatu keputusan yang diambil oleh perusahaan mempunyai nilai informatif yang akan digunakan sebagai bahan pertimbangan sebelum melakukan keputusan investasi. Pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Selanjutnya informasi yang menyebar dan diumumkan tersebut mengundang sejumlah reaksi dalam pasar. Reaksi tersebut dapat dilihat dari adanya pergerakan harga saham.

## 2.2 Penggabungan Usaha

Kebanyakan pertumbuhan usaha terjadi melalui ekspansi internal, tapi contoh pertumbuhan yang paling dramatis dan sering kali merupakan penyebab terjadinya kenaikan harga saham perusahaan yang terbesar adalah akibat dari adanya penggabungan usaha. Penggabungan usaha (*Business Combination*) adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan (entitas) yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain (Standar Akuntansi Keuangan No 22 Paragraf 08). Aktivitas ini bisa dilakukan dengan berbagai cara, misalnya suatu entitas mengakuisisi saham atau bertukar saham dengan entitas lain sehingga menyebabkan timbulnya induk dan anak perusahaan, atau suatu entitas mengakuisisi asset dan liabilitas dari entitas lain.

Penggabungan usaha adalah suatu keadaan dimana dua perusahaan berada dibawah pengawasan orang yang sama dan diperlakukan sebagai anggota dari suatu kelompok perusahaan atau mungkin sebenarnya telah dilebur menjadi satu perusahaan. Dalam penggabungan usaha masing-masing perusahaan mempunyai status yang sama di dalam perundingan-perundingan sebelum melakukan penggabungan. Beberapa situasi kadang menyatakan penggabungan usaha tidak lain adalah pengambilalihan. Dasarnya kedua istilah tersebut tidak berbeda, hanya saja dalam pengambilalihan salah satu perusahaan bermaksud membeli perusahaan lain dan kerap kali berada di luar kemauan pimpinan perusahaan atau kelompok-

kelompok pemegang saham. Merger dan akuisisi (M&A) adalah suatu kegiatan penggabungan usaha yang banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan baik yang berada didalam negeri maupun luar negeri.

### **2.2.1 Merger**

Merger berasal dari bahasa latin "*mergerer*" yang artinya (1) bergabung, bersama, menyatu, berkombinasi (2) menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan sesuatu. Merger biasa digunakan dalam perusahaan sebagai proses penggabungan suatu usaha. Merger juga dapat dilakukan dengan cara eksternal maupun internal. Merger eksternal terjadi ketika perusahaan sasaran berada dalam group kepemilikan yang berbeda, sedangkan merger internal terjadi ketika perusahaan sasaran berada dalam satu group kepemilikan yang sama.

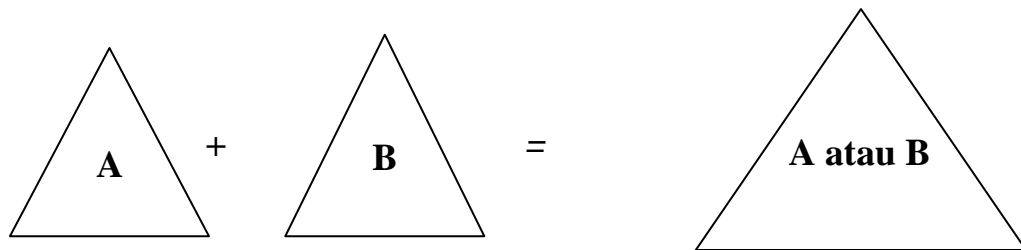
Merger secara umum dapat dikatakan sebagai strategi pertumbuhan melalui jalur eksternal atau cara untuk memperluas perusahaan dengan menggabungkan dua atau lebih perusahaan, dimana salah satu perusahaan akan hilang dan hanya satu yang masih tetap hidup (Suad, 1994). Menurut UU No.40 Tahun 2007 (UUPT), merger dikenal dengan istilah penggabungan. Hal ini diatur dalam Pasal 1 ayat 9 UUPT, berbunyi :

*Penggabungan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari perseroan yang menggabungkan beralih karena hukum kepada perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum.*

Merger juga dikatakan sebagai bentuk investasi jangka panjang yang dilakukan oleh perusahaan. Merger biasanya dilakukan dengan cara pembelian perusahaan, ketika sebuah perusahaan melakukan pembelian terhadap perusahaan lainnya, maka perusahaan itu dikatakan sedang melakukan investasi. Aktivitas pembelian perusahaan adalah hal yang lebih kompleks dibanding bentuk transaksi pembelian yang lainnya. Sartono (2001) mengartikan merger adalah penggabungan perusahaan atau pembelian perusahaan oleh perusahaan lainnya, dapat dilakukan melalui pembelian saham perusahaan ataupun pembelian asset perusahaan yang ingin dibeli. Singkatnya perusahaan yang akan dibeli ditutup, sementara pemegang saham lamanya akan menerima uang tunai dan atau sekuritas dari perusahaan yang akan membeli. Dimana hak dan kewajiban perusahaan target ditanggung kepada perusahaan yang mengambil alih tersebut. Dengan adanya merger berarti terjadi pengalihan hak dan kewajiban dari perusahaan target kepada perusahaan yang mengambil alih.

Berdasarkan penjelasan diatas, proses merger dapat digambarkan sebagai berikut :

**Gambar 2.1**  
**Visualisasi Merger**



Selanjutnya perusahaan yang ingin mengakuisisi perusahaan lain dapat disebut sebagai perusahaan pengakuisisi (*bidder firm*) dan perusahaan yang diakuisisi dengan (*target firm*). Sartono (2001) dilihat dari sudut analisis keuangan, jenis merger dibagi menjadi : merger operasi dan merger keuangan

1. Merger operasi adalah merger yang memadukan operasi dari kedua perusahaan dengan harapan akan diperoleh efek sinergistik.
2. Merger keuangan adalah penggabungan usaha yang tidak menyatukan operasi dari kedua perusahaan sehingga perbaikan operasi tidak banyak diharapkan dari merger ini.

Proses merger secara umum dilakukan melalui beberapa tahapan. Pertama kali *bidder firm* mengidentifikasi *target firm*, kemudian menentukan harga beli yang bersedia dibayarkan. Atas dasar ini manajer perusahaan yang

akan membeli menghubungi perusahaan yang ditargetkan untuk melakukan negoisasi. Jika kedua manajer tersebut setuju, maka mereka akan memberikan rekomendasi kepada pemegang saham bahwa penggabungan perusahaan tersebut memberikan manfaat bagi keduanya. Selanjutnya jika pemegang saham menyetujui, maka penggabungan itu dapat dilaksanakan baik melalui pembayaran tunai ataupun dengan saham perusahaan. Merger seperti ini bisa disebut merger bersahabat (*friendly merger*), yaitu merger yang disetujui oleh kedua manajer perusahaan.

Dalam kondisi lain manajer perusahaan yang akan dibeli mungkin enggan untuk melakukan penggabungan. Hal ini disebabkan bahwa harga yang ditetapkan terlalu rendah atau mungkin karena manajer takut kehilangan pekerjaan. Jika hal ini terjadi perusahaan yang ingin membeli perusahaan lain dapat saja melakukan negoisasi secara langsung dengan pemegang saham perusahaan yang akan dibeli. Manajer perusahaan yang akan membeli mengajukan penawaran (*tender offer*) langsung kepada pemegang saham perusahaan yang akan diinginkan. Saat penawaran tender ini sering kali (namun tidak selalu) disertai dengan penolakan dari manajemen perusahaan sasaran. Dalam penawaran tersebut biasanya harga beli dinyatakan dalam rupiah per lembar saham untuk saham perusahaan yang akan dibeli. Karena penawaran ini langsung kepada pemegang saham perusahaan yang akan dibeli, maka tidak memerlukan persetujuan manajer yang bersangkutan. Merger

semacam ini disebut merger paksa (*hostile merger*), yaitu merger yang dilakukan dimana manajemen perusahaan target menolak dilakukannya kegiatan tersebut.

Brigham dan Houston (2006) mengklasifikasikan jenis merger menjadi :

#### 1. Merger Horizontal

Merger Horizontal adalah merger yang menggabungkan dua perusahaan atau lebih, dari perusahaan yang memproduksi jenis barang atau jasa yang sejenis. Dalam merger horizontal perusahaan yang bergabung berada pada lini bisnis yang sama dan kemungkinan perusahaan tersebut dulunya bersaing. Tujuan merger ini dilakukan untuk mengurangi persaingan atau meningkatkan efisiensi. Merger ini ditolak jika dianggap antikompetitif atau menciptakan kekuatan pasar yang terlalu besar.

#### 2. Merger Vertikal

Suatu merger terjadi diantara sebuah perusahaan dengan salah satu pemasok atau pelanggannya. Merger ini melibatkan perusahaan dengan berbagai tingkat produksi atau operasi. Merger vertikal dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang bermaksud untuk mengintegrasikan usahanya terhadap pemasok dan atau pengguna produk dalam rangka stabilisasi pasokan dan pengguna. Tujuan dari merger vertikal umumnya untuk menjamin bahwa pasokan input berjalan dengan lancar, karena tidak semua perusahaan memiliki bidang usaha yang

lengkap mulai dari penyedia input sampai pemasaran, maka perusahaan bisa mengakuisisi dengan pemasok.

### 3. Merger Kongenerik

Kongenerik berarti saling mendukung dalam sifat atau tindakan. Suatu merger perusahaan-perusahaan di dalam industri umum yang sama, dimana tidak terdapat hubungan pelanggan atau pemasok diantara keduanya. Maksudnya, merger ini akan melibatkan perusahaan-perusahaan yang saling berhubungan tetapi bukan merupakan produsen dari suatu produk yang sama (horizontal) atau perusahaan yang memiliki hubungan produsen-pemasok (vertikal).

### 4. Merger Konglomerat

Merger konglomerat adalah penggabungan perusahaan-perusahaan dari industri yang sama sekali berbeda. Merger ini terjadi dengan lini bisnis yang tidak berhubungan. Merger konglomerat dapat terjadi ketika sebuah perusahaan berusaha mendiversifikasi bidang bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis yang berbeda sama sekali dengan bisnis semula. Jika dilakukan secara terus menerus oleh perusahaan, maka dapat membentuk suatu konglomerasi dimana perusahaan memiliki bidang bisnis yang beragam dalam industry yang berbeda.

Merger jenis horizontal dan vertikal umumnya memberikan keuntungan operasi sinergi yang lebih besar, namun mereka juga memiliki kemungkinan paling besar untuk diserang sebagai antikompetitif.



### 2.2.2 Akuisisi

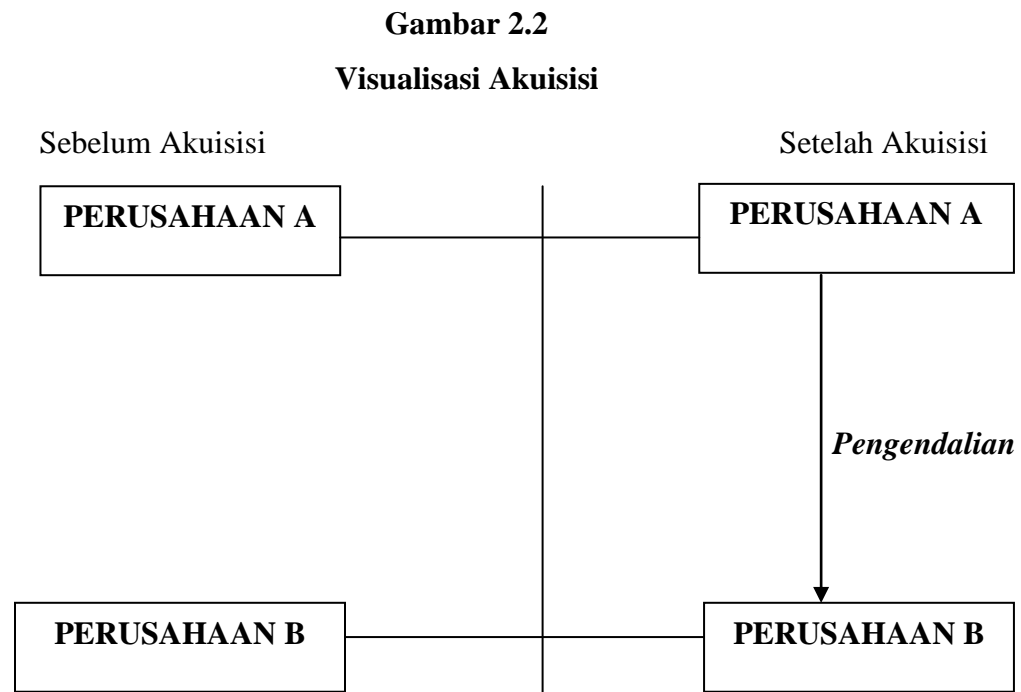
Akuisisi berasal dari bahasa “*acquisitio*” yang artinya memperoleh. Akuisisi juga termasuk salah satu strategi eksternal dalam pengembangan bisnis perusahaan. Akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian (*control*) atas asset atau saham suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya, namun perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih masih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah (Moin, 2004). Dalam Peraturan Pemerintah No.27 Tahun 1998 tentang penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan perseroan terbatas mendefinisikan akuisisi sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut. Akuisisi dikenal dengan istilah pengambilalihan, hal ini diatur dalam Pasal 1 ayat 11 UUPT, berbunyi :

*Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambilalih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan publik.*

Dalam akuisisi yang terjadi hanyalah pengambilalihan saham atau aktiva yang menyebabkan berpindahnya kendali. Kendali yang dimaksud adalah kekuatan untuk dapat :

1. Mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan
2. Mengangkat dan memberhentikan manajaemen perusahaan
3. Mendapatkan hak suara mayoritas dalam sebuah rapat

Selanjutnya berdasarkan penjelasan diatas, dapat digambarkan menjadi skema atas akuisisi sebagai suatu strategi sebagai berikut :



Sumber : Moin Abdul (2004)

Selain itu terapat motif yang melatarbelakangi perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Beberapa perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan harapan memperoleh keuntungan. Perusahaan dikatakan memperoleh keuntungan ketika setelah adanya merger dan akuisisi membuat nilai dua

perusahaan lebih besar jika disatukan daripada berdiri sendiri. Agus (2001) menjelaskan motif yang mendorong perusahaan melakukan merger dan akuisisi :

#### 1. Skala ekonomi

Merger diharapkan dapat mencapai *economic of scale* maksudnya skala operasi dengan biaya rata-rata terendah. Tidak jarang dengan melakukan merger diperoleh duplikasi dimana fasilitas operasi dapat dihilangkan, begitu juga dengan usaha pemasaran dapat lebih efisien, sistem akuntansi akan lebih baik, pengadaan, dan proses produksi dapat dikonsolidasikan. *Sales force* dapat dikurangi untuk menghindari duplikasi usaha pemasaran menyangkut wilayah. Maka dapat dikatakan dengan merger diperolehlah *synergism*. Skala ekonomis yang diharapkan tidak hanya proses produksi tapi bidang pemasaran, personalia, keuangan juga administrasi.

#### 2. Memperbaiki manajemen

Beberapa perusahaan dikelola dengan cara yang kurang efisien, akibatnya profitabilitasnya menjadi rendah. Dengan demikian alasan lain perusahaan untuk melakukan merger adalah untuk memperbaiki manajemen. Kurangnya motivasi untuk mencapai profit yang tinggi, kurangnya keberanian untuk mengambil resiko sering mengakibatkan perusahaan kalah dalam persaingan yang semakin sengit. Efisiensi dan produktifitas karyawan dapat ditingkatkan.

Tidak jarang pula perusahaan memperoleh manajer yang profesional dengan cara penggabungan (membeli) perusahaan lain.

### 3. Penghematan pajak

Perusahaan sering memiliki potensi penghematan pajak, tapi karena perusahaan tidak pernah dapat memperoleh laba maka tidak dapat memanfaatkannya. Untuk itu lebih baik menggabungkan dengan perusahaan lain yang memperoleh laba dengan maksud agar penghematan pajak yang dibayarkan oleh perusahaan yang *profitable* dapat lebih kecil. Dari sisi perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan, merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan mempunyai manfaat ganda, disamping adanya penghematan pajak juga memanfaatkan dana yang menganggur karena perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan umumnya memiliki surplus kas sehingga beban pajaknya dapat menjadi lebih besar. Apabila kas yang besar dibagikan pemegang saham hal ini juga akan mengakibatkan pajak yang harus dibayar oleh pemegang saham menjadi lebih besar.

### 4. Meningkatkan *Corporate Growth Rate*

Suatu perusahaan akan mengalami hambatan kalau hanya mendasarkan diri atas perkembangan dari dalam. Meningkatnya pertumbuhan dimungkinkan karena penguasaan jaringan pemasaran menjadi lebih luas, manajemen yang lebih baik dan efisiensi yang lebih tinggi.

### 5. Diversifikasi atau *Risk Reduction*

Faktor lain yang mendukung perusahaan melakukan merger adalah untuk diversifikasi usaha. Cara ini memang paling mudah diyakini dengan menggabungkan dua perusahaan yang berbeda maka kini dimiliki jenis usaha yang lebih besar tanpa harus melakukan dari awal. Diversifikasi menjadikan risiko yang dihadapi atas suatu saham dapat dikompensasi oleh saham yang lain dengan demikian risiko secara keseluruhan menjadi lebih kecil.

Sedangkan menurut Brealey, dkk (2008) menyatakan bahwa diversifikasi merupakan alasan yang meragukan untuk melakukan merger dan akuisisi. Manajer perusahaan dengan kas yang melimpah memang menginvestasikan kas itu untuk melakukan akuisisi. Masalahnya disini bahwa diversifikasi lebih mudah dan murah bagi para pemegang saham dibandingkan perusahaan. Mengapa perusahaan A harus membeli perusahaan B untuk melakukan diversifikasi ketika pemegang saham perusahaan A dapat lebih mudah membeli saham perusahaan B untuk mendiversifikasi portofolio mereka? Jauh lebih mudah dan murah bagi investor individual untuk melakukan diversifikasi dibanding dengan melakukan penggabungan operasi. Kadang motif diversifikasi dipertimbangkan pula sebelum melakukan merger dan akuisisi, karena kalau tujuan utamanya adalah diversifikasi pemegang saham dapat melakukan itu dengan jauh lebih mudah.

### 2.2.3 Metode Pembayaran M&A

Metode pembayaran adalah cara yang digunakan dalam transaksi M&A antara *bidding firm* dan *target firm*. Dalam pemilihan metode pembayaran yang digunakan, *bidding firm* maupun *target firm* harus benar-benar mempertimbangkan agar menguntungkan dari segi waktu dan biaya. Pemilihan metode pembayaran yang tepat dapat mempengaruhi keberhasilan M&A. Dalam PSAK No.22 serta Moin (2004) menyatakan bahwa pengambilalihan asset atau saham perusahaan dapat dilakukan dengan pembayaran yang menggunakan kas, hutang, saham, atau kombinasi ketiganya (Moin, 2004).

1. Kas (*cash*) adalah sejumlah uang kas yang dibayarkan dari *bidding firm* kepada target firm secara tunai. Pembayaran secara tunai ini dilakukan ketika perusahaan memiliki uang tunai yang cukup besar. Pembayaran dengan tunai umumnya berasal dari sumber dana laba ditahan (pembayaran yang dilakukan dengan cara pengurangan modal sendiri), menerbitkan saham baru dan menjualnya hanya kepada pemegang saham lama saja.
2. Hutang (*debt*), saat *bidding firm* menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga (hutang) yang biasa disebut dengan *leverage buy out*.
3. Saham (*stock*), jika *bidding firm* tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham *target firm* masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembayaran dengan cara pertukaran saham

ini dapat digunakan. Pembayaran dengan menggunakan saham ini terjadi ketika pemegang saham perusahaan pengakuisisi menyerahkan sejumlah sahamnya kepada pemegang saham perusahaan target sebesar harga yang dibeli. Perusahaan yang melakukan akuisisi dengan saham harus mendapat persetujuan dari pemilik saham lainnya.

4. Kombinasi kas, hutang dan saham (*combination*), pembayaran dengan menggabungkan kedua atau ketiga unsur tersebut dapat dilakukan bila perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup kas, tidak ingin menggunakan seluruh sahamnya, atau tidak ingin menggunakan hutang seluruhnya untuk membiayai transaksi M&A.

#### **2.2.4 Return**

Investor memiliki tujuan dalam setiap keputusan investasinya yaitu memperoleh *return*. *Return* merupakan motivasi bagi sejumlah investor untuk berinvestasi. Menurut Jogiyanto (2000) *return* saham adalah hasil yang diperoleh dari suatu investasi. Sumber-sumber *return* dari investasi terdiri dari dua komponen yaitu *yield* dan *capital gain/loss*. Tendelilin (2001) menjelaskan dua jenis *return* dalam manajemen investasi, yaitu :

1. *Return* yang terjadi (*actual return*) yang merupakan *return* yang diterima investor atas investasi yang telah dilakukan. *Return* ini dapat dihitung

berdasarkan data historis dan dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan.

2. *Return* yang diharapkan (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan oleh investor dimasa yang akan datang atas kegiatan investasi yang dilakukannya. *Return* ini belum terjadi, namun diharapkan investor akan terjadi di masa yang akan datang.

#### **2.2.5 Abnormal Return**

*Abnormal Return* merupakan suatu keadaan yang menggambarkan bahwa *return* terjadi tidak sesuai dengan *return* yang diharapkan. Adanya selisih antara *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* yang diharapkan disebut *abnormal return*. Menurut Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa kelebihan dari *return* sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) dikatakan sebagai *abnormal return*. Reaksi pasar merupakan faktor yang dapat mempengaruhi terjadinya *abnormal return* dan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atas sekuritas perusahaan. *Abnormal return* dapat terjadi karena dipicu oleh adanya kejadian atau peristiwa tertentu, salah satunya pengumuman informasi M&A yang dilakukan perusahaan. Adanya pengumuman M&A yang dilakukan perusahaan menyebabkan beberapa pelaku pasar dapat menikmati *abnormal return*.



### **2.2.6 Expected Return**

*Expected Return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang dilakukan (Jogiyanto, 2008). Terdapat tiga model dalam mengestimasi *Expected Return*, yaitu sebagai berikut :

1. Model disesuaikan rata-rata (*Mean Adjusted Model*), dalam model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi.
2. Model pasar (*Market Model*), dalam model ini menggunakan dua tahapan untuk dapat mengestimasi *return* ekspektasi.
3. Model disesuaikan pasar (*Market Adjusted Model*), menganggap bahwa penduga terbaik dalam mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

### **2.3 Penelitian Terdahulu**

Budiarjo (2007) meneliti pengaruh struktur kepemilikan saham manajemen dan variabel-variabel fundamental perusahaan akuisitor terhadap metode pembayaran akuisisi dan pemilihan jenis akuisisi serta kinerja saham jangka panjang di Indonesia periode 1995-2000. Penelitian dilakukan kepada perusahaan publik yang bukan keuangan, dengan jumlah sample perusahaan yang melakukan pembayaran dengan kas adalah 10 perusahaan dan 38 perusahaan menggunakan saham. Hasil penelitian menyatakan bahwa *abnormal return* perusahaan akuisitor yang membayar akuisisi dengan kas berbeda signifikan dengan menggunakan saham, dimana rata-rata

*cumulative abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran dengan saham lebih baik (0,54%) dibanding pembayaran dengan kas (0,05%). Selanjutnya untuk melihat faktor yang mempengaruhi pilihan pembayaran digunakan variabel-variabel fundamental yang terdiri dari *Free Cash Flow*, *Financial Leverage*, *Relative Firm Size*, *Sustainable Growth*, *Market To Book Value*. Hasilnya menyatakan bahwa variabel fundamental tidak mempengaruhi cara pembayaran, hanya *Relative Firm Size* yang mempengaruhi metode pembayaran akuisisi dimana hubungannya *non-linear* yaitu semakin tinggi *relative firm size* perusahaan target dibanding perusahaan akuisitor maka probabilitas pembayaran dengan kas jauh lebih kecil.

Chatterjee dan Kuenzi (2001), penelitian dilakukan di UK dengan periode tahun 1991, 1995, dan 1999. Salah satu model yang digunakan dalam mengestimasi *expected return* adalah *market model*. Dalam meneliti dampak dari metode pembayaran terhadap harga saham pengakuisisi yang diukur melalui *return* dan *abnormal return*. Hasilnya mengungkapkan bahwa transaksi M&A dengan saham disepertar tanggal pengumuman tidak lagi mengarah pada *abnormal return* yang negatif, tapi mencapai *abnormal return* yang positif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pertimbangan M&A yang pembayarannya menggunakan saham tidak lagi dipandang sebagai *signal* yang negatif oleh pelaku pasar.

Sejalan dengan penelitian Vannieuwenhuyze (2010), penelitian dilakukan di Eropa tahun 2000-2007. Jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran menggunakan kas sebesar 164 dan 64 perusahaan menggunakan saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif signifikan khususnya pada satu hari sebelum pengumuman, pada saat pengumuman, dan satu hari setelah pengumuman M&A ketika pembayaran dilakukan dengan cara pertukaran saham. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *cumulative abnormal return* tertinggi dihasilkan oleh M&A yang pembayaran menggunakan saham.

Travlos (1987), penelitian dilakukan pada tahun 1972-1981 dengan sample sebesar 100 perusahaan melakukan pembayaran M&A menggunakan kas dan 60 perusahaan menggunakan saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode pengamatan, pembayaran M&A yang menggunakan kas tidak menghasilkan *abnormal return* yang signifikan, sedangkan M&A yang pembayarannya menggunakan saham menghasilkan *abnormal return* yang signifikan pada satu hari sebelum pengumuman dan pada saat pengumuman M&A. Tetapi hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan pembayaran dengan saham menghasilkan *abnormal return* negatif. Menurut penelitiannya hal tersebut diduga karena pembayaran M&A dengan cara pertukaran saham akan memberikan kemungkinan kegagalan yang lebih besar.

Isa dan Lee (2010), penelitian dilakukan di Malaysia periode 2000-2005, jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran dengan kas sebesar 99 perusahaan, 26 perusahaan menggunakan saham. Dalam melakukan perhitungan *expected return* model yang digunakan adalah *market model* dengan jumlah periode estimasi sebanyak 100 hari. Hasil penelitian menyatakan bahwa *abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi dipengaruhi oleh metode pembayaran yang digunakan, saat kas diusulkan sebagai metode pembayaran berdampak pada peningkatan harga saham. Hal tersebut dibuktikan dengan *cumulative abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi lebih besar ketika pembayaran M&A menggunakan kas dibandingkan dengan saham.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Travlos dan Waegelein (1992), penelitian dilakukan periode 1972-1986, terdapat 83 perusahaan menggunakan pembayaran saham, 163 perusahaan menggunakan kas. *Market model* adalah metode yang dipilih dalam menghitung *expected return*. Hasilnya penelitiannya menyatakan bahwa pembayaran menggunakan saham memberikan dampak negatif terhadap harga saham perusahaan.

Sherif (2012), penelitian dilakukan di UK periode 2000-2010 dengan jumlah sample sebesar 33 perusahaan menggunakan saham sebagai metode pembayaran, 35 perusahaan menggunakan kas. Dalam menghitung *expected return* menggunakan

*market model*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa pembayaran dengan saham menghasilkan *abnormal return* yang negatif signifikan pada saat pengumuman M&A. *Abnormal return* terendah juga diperoleh pada saat pembayaran M&A menggunakan saham. Kas menjadi pilihan metode pembayaran yang memberikan hasil terbaik, ini merupakan alasan mengapa kas menjadi pilihan yang populer dalam kegiatan M&A.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Nayar dan Switzer (1998) meneliti *Stock Price Reaction, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisition periode 1969-1989*, dengan jumlah perusahaan yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran sebesar 108, 152 perusahaan menggunakan kas, dan 41 perusahaan menggunakan hutang baru. Hasil penelitian menyatakan bahwa hutang merupakan pertimbangan yang seharusnya tidak diabaikan, karena bisa digunakan untuk menghasilkan akuisisi yang lebih bermanfaat. Kombinasi dengan hutang merupakan salah satu metode pembayaran yang bisa digunakan oleh perusahaan saat melakukan M&A. Hal ini dibuktikan dalam perhitungannya, dimana pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang menggunakan hutang sebagai metode pembayaran memperoleh *abnormal return* tertinggi.

Tabel 2.1

## Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Tahun	Judul	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
1.	Nickoalos G. Travlos (1987)	<i>Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns</i>	<i>Dependen : Abnormal Return</i> <i>Independen : Metode Pembayaran (Cash Offers, Stock Exchange Offers); Mergers, Tender Offers</i>	<i>Event Study Methodology</i>  <i>Market Model</i>	Pembayaran dengan saham menghasilkan <i>abnormal return</i> yang negatif signifikan diseputar tanggal pengumuman sedangkan pembayaran dengan kas menghasilkan <i>abnormal return</i> yang tidak berbeda dengan nol.
2.	Nandkumar Nayar dan Jeannette Switzer (1998)	<i>Firms Characteristic, Stock Price Reaction, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisition</i>	<i>Dependen : Abnormal Return</i> <i>Independen : Faktor yang Proporsi saham, proporsi cash, hutang, tax shield, slack dan insiderhldg</i>	<i>Market Model</i>	<i>Mean</i> dari <i>cumulative abnormal return</i> dimana pembayaran sepenuhnya menggunakan <i>cash</i> atau sebagian hutang lebih besar dibanding pembayaran sepenuhnya saham atau sebagian hutang.

3.	R Chatterjee dan A Kuenzi (2001)	<i>Merger and Acquisition : The Influence of Methods of Payment on Bidder's Share Price</i>	<i>Independen : Metode pembayaran (Cash, Stock) Dependensi : Harga saham pengakuisisi</i>	<i>Standart Event Study Methodology Market Model, Mean Adjusted Model dan Market Adjusted Model</i>	Transaksi M&A dengan saham tidak lagi mengarah pada <i>abnormal return</i> yang negatif pada saat periode pengumuman, tapi mencapai <i>abnormal return</i> yang positif signifikan.
4.	Djoni Budiardjo (2007)	Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Manajemen dan Variabel - Variabel Fundamental Perusahaan Akuisitor Terhadap Metode Pembayaran Akuisisi dan Pemilihan Jenis Akuisisi serta Kinerja Saham Jangka Panjang	<i>Dependen: Metode Pembayaran (Kas, Saham) Independen: Variabel Fundamental yaitu Free Cash Flow, Financial Leverage, Relative Firm Size, Sustainable Growth, Market To Book Value</i>	<i>Independent Sample T-Test</i>	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan antara M&A yang pembayarannya dengan kas dan dengan saham. Selain itu kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi diukur menggunakan rata-rata <i>cumulative abnormal return</i> tiga tahun menunjukkan perusahaan yang membayar akuisisi

					menggunakan saham kinerjanya akan lebih baik dibanding menggunakan kas.
5.	Phillip Vannieuw enhuyze (2010)	<i>M&amp;A in Continental Europe : Method of Payment, Private Targets and Announcement Effects</i>	<i>Dependen : Bidder return, Abnormal Return Independen : Method of payment, private target</i>	<i>Event Study Methodhology  Market Model, Mean Adjusted Model dan Market Adjusted Model</i>	Pembayaran M&A yang menggunakan saham memperoleh <i>abnormal return</i> positif signifikan di seputar tanggal pengumuman, selain itu pembayaran dengan saham menghasilkan <i>cumulative abnormal return</i> yang lebih tinggi dibandingkan dengan kas.
7.	Mansor Isa dan Siew-Peng Lee (2010)	<i>Method of Payment and Target Status : Announcement Return to Acquiring Firm in the Malaysian Market</i>	<i>Dependen : Kinerja perusahaan pengakuisisi Independen : Metode pembayaran, Status target firm</i>	<i>Market Model</i>	Secara keseluruhan pembayaran M&A menggunakan kas mendapatkan <i>abnormal return</i> yang lebih baik dibandingkan dengan pembayaran



					menggunakan saham.
8.	Sherif, M (2012)	<i>Gains and Payment of Mergers and Acquisitions Further Evidence from the UK</i>	<i>Dependen: Abnormal return Independen : common stock, cash, debt, preferred stock, and convertible bond securities</i>	<i>Standart Event Study Methodology Market Model</i>	Perusahaan memperoleh <i>cumulative abnormal return</i> yang negatif pada saat pengumuman ketika saham digunakan.

#### 2.4 Pengaruh Metode Pembayaran M&A Terhadap *Abnormal Return*

Merger dan akuisisi merupakan salah satu keputusan investasi yang dilakukan perusahaan, setiap keputusan investasi yang dilakukan perusahaan tentunya ada tujuan dan harapan yang ingin dicapai. Inti dari tujuan perusahaan melakukan M&A adalah memperoleh keuntungan. Dengan melakukan M&A juga diharapkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi maupun yang diakuisisi memperoleh kesejahteraan dan tambahan kemakmuran. Menurut Setiawan (2008) salah satu yang bisa digunakan untuk mengukur tingkat kesejahteraan bagi pemegang saham adalah harga saham perusahaan tersebut, adanya *abnormal return* juga menggambarkan tambahan kemakmuran yang didapatkan bagi pemegang saham.

Namun melakukan merger dan akuisisi tanpa memperhatikan faktor eksternal (dalam hal ini adalah metode pembayaran yang digunakan) justru akan membuat keadaan perusahaan menjadi terpuruk. Metode pembayaran merupakan faktor

eksternal yang harus diperhatikan sebelum melakukan M&A. Metode pembayaran yang digunakan dalam M&A dapat mempengaruhi *abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham (Aritonang, 2009).

Pengumuman M&A termasuk didalamnya metode pembayaran yang digunakan oleh perusahaan merupakan sebuah informasi penting bagi sejumlah pelaku pasar. Pengumuman yang dipublikasikan oleh perusahaan tersebut (termasuk metode pembayaran yang digunakan) dianggap sebagai nilai informatif bagi sejumlah pelaku pasar yang akan digunakan sebagai bahan pertimbangan sebelum melakukan keputusan berinvestasi. Pasar akan menganalisis dan menginterpretasikan informasi tersebut sebagai suatu *signal* positif atau negatif yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Respon dari adanya pengumuman M&A dapat dilihat dari reaksi pelaku pasar yang tercermin dalam aktivitas perdagangan sahamnya, bila investor bereaksi terhadap pengumuman yang ada dipasar, maka kecenderungan untuk dapat menikmati *abnormal return* akan lebih besar (Aritonang, 2009).

Beberapa peneliti terdahulu mencoba mengamati bagaimana metode pembayaran mempengaruhi *abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika pembayaran menggunakan kas dan ketika pembayaran menggunakan saham. Penelitian yang dilakukan Budiardjo (2007), dari hasil uji beda dua rata-rata menggunakan *independent sample t-test* menyimpulkan bahwa M&A yang pembayarannya menggunakan saham menghasilkan CAR yang

lebih besar dibandingkan pembayaran M&A yang menggunakan kas. Hasil perhitungan regresi juga menyimpulkan bahwa dari variabel fundamental seperti *free cash flow*, *financial leverage*, *sustainable growth*, dan *market to book value* tidak mempengaruhi perusahaan pengakuisisi dalam menentukan metode pembayaran yang akan digunakan (dalam hal ini kas dan saham). Hanya *relative firm size* yang dapat mempengaruhi perusahaan pengakuisisi dalam menentukan metode pembayaran yang akan digunakan dalam M&A.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Travlos (1987) dan Sherif (2012) yang mengamati bagaimana pengaruh metode pembayaran M&A terhadap *abnormal return* menggunakan metode *event study*. Selain mengelompokkan perusahaan berdasarkan metode pembayaran, perusahaan pengakuisisi juga dikelompokkan berdasarkan *successful* dan *unsuccessful take offers*, dan tipe dari akuisisi (baik merger proposal maupun *tender offers*). Hasilnya menyimpulkan bahwa M&A yang pembayarannya menggunakan kas menghasilkan *return* terbaik bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi pada kedua tipe akuisisi.

Penelitian lain dilakukan oleh Isa dan Lee (2011) yang mengamati bagaimana reaksi yang diberikan oleh pasar terhadap pengumuman M&A (termasuk metode pembayaran yang digunakan) terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi menggunakan *event study* serta *market model* adalah parameter yang digunakan dalam menghitung *expected return* dengan jumlah periode estimasi sebanyak 100

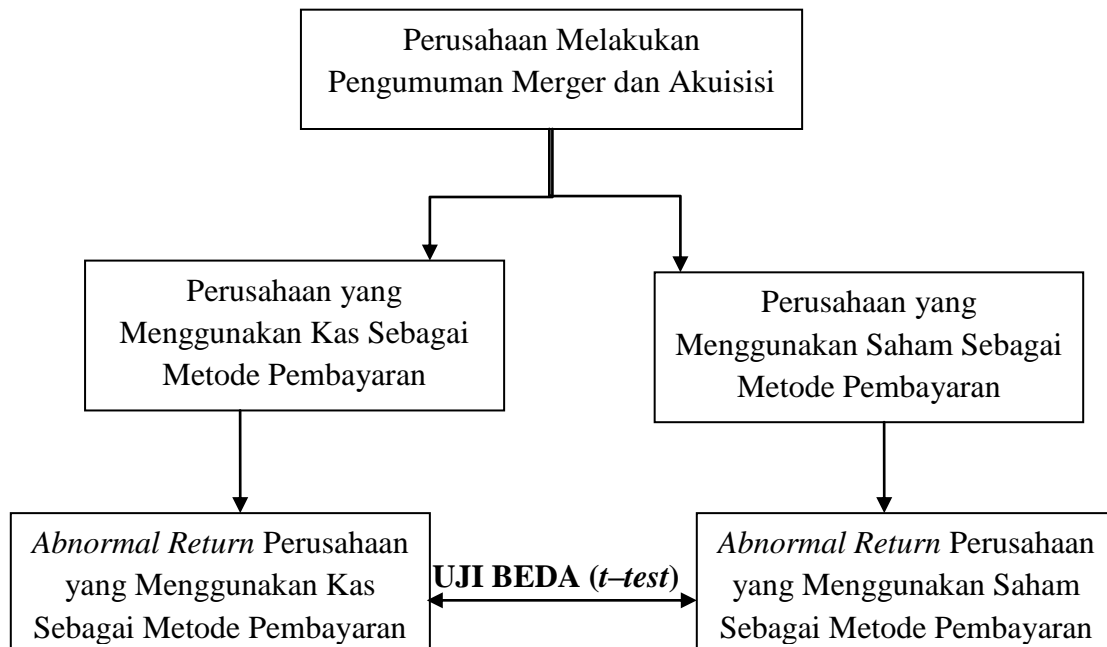
hari. Hasil penelitian juga menyimpulkan bahwa ketika kas digunakan, pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang positif signifikan. Dari beberapa penelitian terdahulu, penelitian ini memiliki persamaan yaitu sama-sama mengamati pengaruh adanya pengumuman M&A dengan *abnormal return* sebagai sebuah pengukurannya serta *event study* adalah metode yang digunakan dalam mengamati pengaruh tersebut.

## 2.5 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan telaah pustaka dan hasil penelitian terdahulu, Gambar 2.3 merupakan kerangka pemikiran dalam model penelitian :

**Gambar 2.3**

**Kerangka Pemikiran Pengaruh Metode Pembayaran Kas dan Saham dalam M&A Terhadap Abnormal Return**



Sumber : Berbagai Jurnal

Beberapa perusahaan yang listed di BEI dan melakukan kegiatan M&A, akan dilihat metode pembayaran yang digunakan dalam kegiatan tersebut. Terdapat perusahaan menggunakan saham sebagai metode pembayaran, sedangkan perusahaan lainnya menggunakan kas. Selanjutnya mencari *abnormal return* masing-masing perusahaan yang melakukan pembayaran dengan kas maupun dengan saham. Kemudian melakukan analisa dan membandingkan kedua *abnormal return* perusahaan yang melakukan pembayaran dengan kas dan perusahaan yang melakukan pembayaran dengan saham.

## 2.6 Hipotesis

Hipotesis yang penulis ajukan dalam penelitian ini adalah :

- H<sub>1</sub>** : Pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika pembayarannya menggunakan kas.
- H<sub>2</sub>** : Terdapat *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika saham digunakan sebagai metode pembayaran M&A.
- H<sub>3</sub>** : Terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

*Abnormal return* perusahaan merupakan variabel yang digunakan dalam penelitian ini. *Abnormal return* perusahaan merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh pemegang saham lebih dari pengharapan sebelumnya, singkatnya adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* yang nantinya akan diteliti dibagi menjadi dua yaitu *abnormal return* perusahaan yang menggunakan kas dalam membiayai kegiatan M&A dan *abnormal return* perusahaan yang menggunakan saham. Variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini secara ringkas dapat disajikan dalam Tabel 3.1 :

**Tabel 3.1**

#### Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Nama Variabel	Definisi	Pengukuran
1. <i>Abnormal Return</i>	Selisih dari <i>return</i> sesungguhnya dengan <i>return</i> yang diharapkan	$Actual\ Return - Expected\ Return$ ( $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ )

Sumber : Jogiyanto, 2008

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi adalah gabungan dari keseluruhan elemen yang berbentuk peristiwa, hal, atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena itu dipandang sebagai sebuah penelitian (Agusty, 2006). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan pengumuman merger dan akuisisi periode 2005 - 2011. Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 17 perusahaan.

Sampel adalah sebagian dari populasi yang dijadikan objek khusus dalam penelitian. Sampel dalam penelitian ini dibagi dalam dua kelompok, kelompok sample pertama yaitu perusahaan yang menggunakan kas dalam pembayaran M&A, dan kelompok sampel yang kedua adalah perusahaan yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran M&A.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sesuai dengan yang dikehendaki. Kriteria yang ditetapkan dalam pengambilan sampel adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dan melakukan pengumuman M&A periode 2005-2011.
2. Tanggal pengumuman M&A diketahui dengan jelas.

3. Metode pembayaran yang digunakan perusahaan adalah saham dan kas, yang harus dapat diketahui dengan jelas.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, jumlah sampel yang akan diteliti adalah 16 perusahaan, dimana 7 perusahaan menggunakan kas sedangkan 9 perusahaan lainnya menggunakan saham sebagai metode pembayaran.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

Data dalam penelitian ini bersifat *times series* yaitu data yang diamati selama periode tertentu terhadap objek penelitian. Penelitian ini menggunakan data sekunder (*secondary data*) yang diperoleh dari lembaga terkait. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa perusahaan yang melakukan pengumuman M&A, tanggal pengumuman M&A dan metode pembayaran yang digunakan. Data tersebut juga diperoleh dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*), OJK (Otoritas Jasa Keuangan) dan *website* perusahaan.

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Data-data yang diperlukan dikumpulkan dan kemudian dilakukan pencatatan atau didokumentasikan. Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang terdiri dari harga saham penutup perusahaan pengakuisisi (*closing price bidding firm*), data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data-data tersebut didapat dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*) dan *yahoofinance.com*.



### 3.5 Teknik Analisis Data

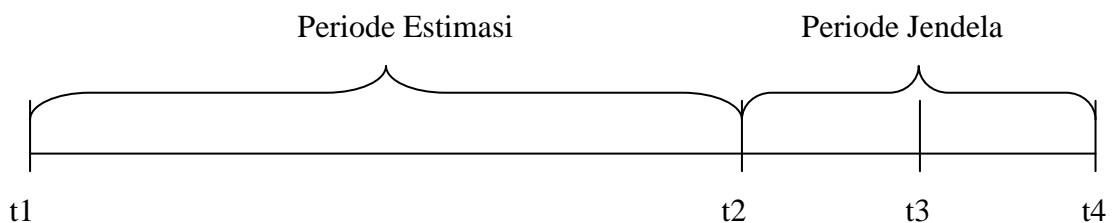
Untuk menganalisis data digunakan *event study*. *Event study* merupakan nama yang biasanya diberikan pada penelitian empiris atas hubungan antara harga sekuritas dengan kejadian ekonomi. Studi ini mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Kebanyakan *event study* memfokuskan pada perilaku harga saham untuk menguji apakah harga saham mereka dipengaruhi oleh suatu kejadian dalam perusahaan. Menurut Mackinlay (1997) yang diacu oleh Mayasari (2012) *event study* dapat digunakan untuk mengukur suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan. Kegunaan *event study* adalah memberikan rasionalitas didalam pasar bahwa efek suatu peristiwa akan segera dengan cepat terefleksikan pada harga suatu surat berharga di pasar modal. Pada penelitian *event study* objek yang paling sering digunakan adalah perubahan harga saham. Hal ini dikarenakan oleh kemampuan harga saham dalam merefleksikan secara tepat peristiwa yang terjadi dalam pasar modal.

Menurut Jogiyanto (2000) *event study* juga dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Dalam penelitian *event study* terdapat 2 periode penelitian yaitu periode estimasi (*estimation period*) dan periode jendela (*event window*). Periode estimasi (*estimation period*) adalah periode sebelum periode peristiwa. Tidak ada patokan untuk menentukan lamanya periode estimasi. Sedangkan periode jendela (*event window*) adalah periode dimana efek dari suatu

peristiwa secara statistik signifikan mempengaruhi harga surat berharga. Periode estimasi dan periode periode jendela dapat dilihat pada Gambar 3.1:

**Gambar 3.1**

**Periode Estimasi dan Periode Jendela**



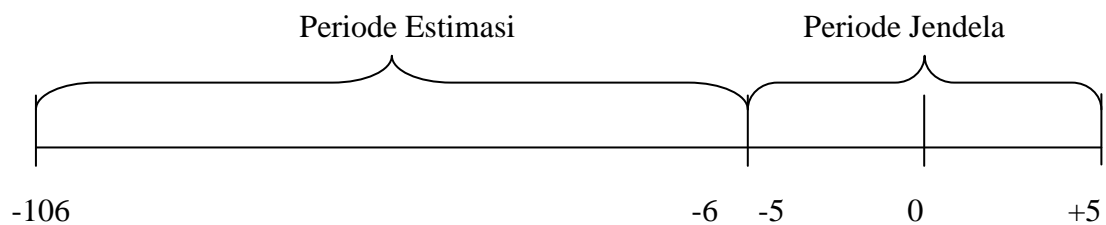
Sumber : Jogiyanto (2000)

Pada gambar 3.1,  $t_1$  sampai dengan  $t_2$  merupakan periode estimasi,  $t_3$  sampai dengan  $t_4$  merupakan periode jendela dan  $t_0$  merupakan saat terjadinya peristiwa. Panjang dari jendela ini juga bervariasi. Lama periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar 100 hari sampai dengan 250 hari atau selama setahun untuk hari-hari perdagangan dikurangi lamanya periode jendela untuk data harian dan berkisar 24 sampai 60 bulan untuk data bulanan.

Berdasarkan penelitian empiris yang telah dilakukan, para peneliti menggunakan periode penelitian yang berbeda-beda. Semakin panjang periode penelitian yang digunakan maka semakin banyak hal yang bisa dilihat namun hasil kesimpulannya dapat menjadi bias karena terpengaruh oleh *event* lainnya seperti

*corporate action* yang dilakukan perusahaan, *event* ekonomi ataupun politik yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham. Pada penelitian ini menggunakan *estimation period* selama 100 hari dan *event window* adalah 11 hari yaitu 5 hari perdagangan sebelum pengumuman M&A hingga 5 hari perdagangan setelah pengumuman M&A. Bila digambarkan menjadi sebagai berikut :

**Gambar 3.2**  
**Visualisasi Periode Estimasi dan Periode Jendela**



Pada penelitian ini akan diamati *abnormal return* antara perusahaan yang melakukan pembayaran M&A dengan kas dan dengan saham. Dalam melakukan perhitungan *abnormal return*, terlebih dahulu harus menghitung *expected return*. *Expected return* dihitung menggunakan *market model*. Perhitungan *Expected return* dengan model pasar (*Market Model*) dilakukan dengan dua tahap (Jogiyanto, 2000) :

1. Menentukan model ekspektasi menggunakan data realisasi selama periode estimasi
2. Menggunakan model ekspektasi ini untuk estimasi return ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan :

$R_{i,t}$  : Return realisasi sekuritas i pada periode estimasi ke t

$\alpha_i$  : Intercept untuk sekuritas ke- i

$\beta_i$  : Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas i

$R_{mt}$  : Return indeks pasar periode estimasi ke t

$\varepsilon_{it}$  : Kesalahan residu sekuritas i pada periode ke t

Sebelum melakukan perhitungan, perlu dilakukan pengelompokan terlebih dahulu. Kelompok dibagi menjadi dua yaitu kelompok perusahaan yang menggunakan kas sebagai metode pembayaran dan kelompok perusahaan yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran. Selanjutnya dalam menghitung *abnormal return* saham *bidder firm*, terdapat beberapa tahapan, antara lain :

1. Menentukan periode estimasi dan periode jendela. Periode estimasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah 100 hari sebelum periode peristiwa yaitu (t-6) sampai dengan (t-106). Sedangkan periode jendela (*event window*) yang akan diamati dalam penelitian ini adalah hari-hari diseputar pengumuman khususnya 5 hari sebelum pengumuman (t-5, t-4, t-3, t-2, t,1), saat pengumuman yaitu (t-0), dan 5 hari sesudah pengumuman M&A (t+1, t+2, t+3, t+4, t+5). Penentuan periode

jendela (*windows periode*) yang terlalu pendek (kurang dari 5 hari) atau terlalu panjang (lebih dari 5 hari) dapat memungkinkan bias dalam melihat pengaruhnya.

## 2. Periode estimasi

- a. Menghitung *return* saham individual harian (*actual return*) dengan rumus :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan :

$R_{i,t}$  : Return saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t}$  : Harga saham harian sekuritas i pada periode t

$P_{i,t-1}$  : Harga saham harian sekuritas i pada periode t – 1

- b. Menghitung *return* pasar harian (*market return*) dimana return IHSG yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga dari IHSG sekarang relatif terhadap harga IHSG sebelumnya (t-1). Perhitungannya dapat dilakukan dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan :

$R_{mt}$  : Return pasar IHSG pada periode t

$IHSG_t$  : Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$ : Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

- c. Selanjutnya *return* saham individual harian untuk hari -6 sampai -106 diregresikan dengan *return* pasar harian untuk hari yang sama -6 sampai -106 (untuk seluruh sekuritas) agar diperoleh nilai dari  $\alpha$  dan  $\beta$  setiap sekuritas. Setelah  $\alpha$  dan  $\beta$  diketahui barulah ditemukan model estimasinya.

### 3. Periode Jendela

- Menghitung *return* saham harian individual menggunakan rumus seperti periode estimasi sebelumnya
- Menghitung *return* pasar harian seperti periode estimasi
- Menghitung *expected return* selama periode jendela

### 4. Menghitung *abnormal return* harian individual dengan rumus :

$$\mathbf{AR}_{i,t} = \mathbf{R}_{i,t} - \mathbf{E} [\mathbf{R}_{i,t}] \quad \dots \dots \dots \quad (4)$$

Keterangan :

$\mathbf{AR}_{i,t}$  : *abnormal return* sekuritas ke-i periode peristiwa ke-t

$\mathbf{R}_{i,t}$  : *return* sesungguhnya (*actual return*) yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$\mathbf{E}[\mathbf{R}_{i,t}]$  : *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

### 5. Langkah selanjutnya yaitu mencari *average abnormal return*. Perhitungannya dapat dilakukan sebagai berikut :

$$\mathbf{AAR} = 1/n \sum_{t=1}^n \mathbf{AR} \quad \dots \dots \dots \quad (5)$$

Keterangan :

$\mathbf{AAR}$  : Rata-rata *abnormal return* harian untuk seluruh saham

$n$  : jumlah seluruh saham yang diteliti

6. Menghitung *abnormal return* yang signifikan dengan rumus :

$$t = \frac{AAR_t}{KSE_t} \dots\dots\dots (6)$$

Keterangan :

t : t-hitung

AAR<sub>t</sub> : Rata-rata *abnormal return* pada hari ke-t periode peristiwa

KSE<sub>t</sub> : Kesalahan standart estimasi

7. Menghitung Kesalahan Standart Estimasi untuk saham i pada hari ke-t dapat dilakukan dengan rumus :

$$KSE = \sqrt{\sum_{i=1}^K \frac{(AR_{it} - \bar{AR})^2}{k-1} \cdot 1/\sqrt{k}} \dots\dots\dots (7)$$

Keterangan :

KSE : Kesalahan Standar Estimasi pada hari ke-t periode pengamatan

AR<sub>it</sub> : *Abnormal return* saham i pada hari ke-t

$\bar{AR}$  : Rata-rata *abnormal return* saham i pada hari ke-t

K : Jumlah perusahaan pengakuisisi yang dijadikan sampel

8. Melakukan uji hipotesis yairu uji beda dua rata-rata pada taraf signifikan tertentu menggunakan SPSS *software (Statistical Program for Social Science)*.

10. Setelah mengetahui hasil dari perhitungan, langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian analisis data dengan cara :

a. Menetapkan *null hypothesis* ( $H_0$ ) dan *alternative hypothesis* ( $H_1$ )

Pada Hipotesis 1 :

$H_0$  : Pemegang saham perusahaan pengakuisisi tidak memperoleh *abnormal return* sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika pembayaran M&A menggunakan kas ( $\mu_1 = 0$ )

$H_1$  : Pemegang saham perusahaan pengakuisisi tidak memperoleh *abnormal return* sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika pembayaran M&A menggunakan kas ( $\mu_1 \neq 0$ ).

Pada Hipotesis 2 :

$H_0$ : Tidak terdapat *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika pembayaran M&A menggunakan saham ( $\mu_2 = 0$ ).

$H_1$  : Terdapat *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi sebagai dampak dari adanya pengumuman M&A ketika pembayaran M&A menggunakan saham ( $\mu_2 \neq 0$ ).

Pada Hipotesis 3 :

$H_0$  : Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara pembayaran M&A yang menggunakan kas dengan M&A yang menggunakan saham ( $\mu_1 = \mu_2$ )



$H_1$  : Terdapat perbedaan *abnormal return* antara pembayaran M&A yang menggunakan kas dengan M&A yang menggunakan saham ( $\mu_1 \neq \mu_2$ ).

Keterangan :

$\mu_1$  : Rata-rata *abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang melakukan M&A menggunakan kas.

$\mu_2$  : Rata-rata *abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang melakukan M&A menggunakan saham.

11. Mengidentifikasi t-statistik untuk dapat menentukan apakah penelitian ini menolak  $H_0$  dan menerima  $H_1$  atau menerima  $H_0$  dan menolak  $H_1$ . Dengan melihat t-tabel dan ketentuannya adalah sebagai berikut :

1. Jika T-hitung < T-tabel, maka  $H_0$  diterima
2. Jika T-hitung > T-tabel, maka  $H_0$  ditolak

Dimana pengujian dilakukan dengan secara dua arah (*two tail*)