

**ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL RETURN
DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM
DAN SETELAH MERGER DAN AKUISISI
(Studi Kasus: Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode 2008-2013)**



SKRIPSI

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

Disusun oleh:

DHITTA AYU LESTARI

NIM. 12010110141185

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2014**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Mahasiswa : Dhitta Ayu Lestari
Nomor Induk Mahasiswa : 12010110141185
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen
Judul Skripsi : **ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL
RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN
SAHAM SEBELUM DAN SETELAH
MERGER DAN AKUISISI (Studi Kasus:
Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode
2008-2013)**
Dosen Pembimbing : Dra. Hj. Endang Tri Widyarti, MM

Semarang, 23 September 2014

Dosen Pembimbing,

(Dra. Hj. Endang Tri Widyarti, MM)

NIP. 195909231986032001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Dhitta Ayu Lestari
Nomor Induk Mahasiswa : 12010110141185
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen
Judul Skripsi : **ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL
RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN
SAHAM SEBELUM DAN SETELAH
MERGER DAN AKUISISI (Studi Kasus:
Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode
2008-2013)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal30 September 2014

Tim penguji

1. Dra. Hj. Endang Tri Widyarti, MM (.....)
2. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM (.....)
3. Drs. H. Prasetiono, M.Si (.....)

PENYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Dhitta Ayu Lestari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SETELAH MERGER DAN AKUISISI (Studi Kasus: Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode 2008-2013)** adalah benar 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 rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pedapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat 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, 23 September 2014

Yang membuat pernyataan,

(Dhitta Ayu Lestari)

NIM: 12010110141185

MOTTO

"Banyak kegagalan dalam hidup ini dikarenakan orang-orang tidak menyadari betapa dekatnya mereka dengan keberhasilan saat mereka menyerah."

(Thomas Alva Edison)

“selalu berusaha dan berdoa”

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

1. Ibu dan Bapak
2. Kakak
3. Sahabat dan teman-teman

ABSTRACT

Merger and acquisition constitute important information for shareholders. Merger can be defined as amalgamation two or more companies engaged in the same industry into one new corporation or defend one of the companies to strengthen the position of the company. While the acquisition is a takeover part or all of the stock or assets other companies but both companies are operating. This research aims to analyze the difference in abnormal return, and trading volume activity before and after the merger and acquisition. In which investors can use the announcement mergers and acquisitions as consideration invest.

This research uses event study method to observe abnormal return, and trading volume activity within five days before and after the announcement. This research takes population from all of the banking that done merger and acquisition activity in period of 2008-2013. The samples of this research consists of 9 banks in the period of 2008-2013. This research uses secondary data that collected from Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2008 up to 2013, www.idx.co.id.

The analysis used to test the hypothesis of this research is quantitative analysis with statistical methods of data normality test, paired sample t-test and wilcoxon signed rank test. The results from the paired sample t-test shows that there were significant difference for abnormal return after merger and acquisitions in period of observation and testing. And the result from the wilcoxon signed rank test shows that there were no significant difference for trading volume activity after merger and acquisition in period of observation.

Keywords: merger and acquisition, abnormal return, trading volume activity, paired sample t-test.

ABSTRAK

Merger dan akuisisi merupakan informasi penting bagi para pemegang saham. Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih yang bergerak dalam industri yang sama menjadi satu perusahaan baru atau mempertahankan salah satu perusahaan untuk memperkuat posisi perusahaan. Sedangkan akuisisi merupakan pengambilalihan (*take over*) sebagian atau keseluruhan saham atau aset perusahaan lain namun kedua perusahaan masih beroperasi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan *abnormal return*, dan volume perdagangan saham sebelum dan setelah merger dan akuisisi. Sehingga investor dapat menggunakan pengumuman merger dan akuisisi sebagai pertimbangan berinvestasi.

Penelitian ini menggunakan *event study*, dimana dilakukan pengamatan terhadap *abnormal return*, dan volume perdagangan saham selama lima hari sebelum pengumuman dan lima hari setelah pengumuman. Populasi sampel dalam penelitian ini adalah perbankan yang melakukan merger dan akuisisi pada periode 2008-2013. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 9 perbankan pada periode 2008-2013. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2008 sampai dengan 2013, www.idx.co.id.

Analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah analisis kuantitatif dengan metode statistik dengan menggunakan uji normalitas data, *paired sample t-test* dan *wilcoxon signed rank test*. Hasil dari pengujian *paired sample t-test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* setelah merger dan akuisisi pada periode pengamatan dan pengujian. Dan hasil dari pengujian *wilcoxon signed rank test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada volume perdagangan saham setelah merger dan akuisisi pada periode pengamatan.

Kata Kunci: Merger dan akuisisi, *abnormal return*, volume perdagangan saham, *paired sample t-test*.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas berkah dan limpahan rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SETELAH MERGER DAN AKUISISI (Studi Kasus: Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode 2008-2013)** untuk memenuhi syarat guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Manajemen Universitas Diponegoro.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini, penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah memberikan bantuan, bimbingan, dan dukungan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan, kepada:

1. Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si, Akt, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang, yang telah memberikan ijin penulisan skripsi.
2. Dra. Hj. Endang Tri Widyarti, MM selaku dosen pembimbing atas waktu, perhatian dan segala bimbingan serta arahannya selama penulisan skripsi.
3. Dr. Irene Rini Demi Pengestuti, ME selaku dosen wali yang telah memberikan bantuan selama penyusunan skripsi ini.
4. Seluruh Pengajar dan Pegawai Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang, atas ilmu dan bantuan yang telah diberikan.

5. Ibu (Alm. Listiani) dan Bapak (Bambang Sudi Irianto) yang selalu memberikan doa, dukungan, semangat dan nasehat sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
6. Kakak (Adhika Ditta Irianto) atas doa, motivasi, semangat dan nasehat yang diberikan dalam penyelesaian skripsi ini.
7. Keluarga besar Alm. Sofwan yang telah memberikan dukungan dan dorongan semangat dalam menyelesaikan skripsi ini.
8. Yosevine, Ifa, Via, Hessy, Farah, Rosi, Nuri dan semua teman-teman Manajemen R2 kelas C yang tidak dapat disebutkan satu per satu atas semangat dan motivasi yang diberikan.
9. Teman-teman kost Mbak Fithri, Mbak Etty, Mila, Ayu, Dewi, Saras, Kiki, Lutfi, Belinda, Rifna.
10. Semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Semarang, 23 September 2014

Penulis,

Dhitta Ayu Lestari

12010110141185

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO	v
ABSTRACT.....	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah	9
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	11
1.4 Sistematika Penulisan	11
BAB II TELAAH PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu	13
2.1.1 <i>Corporate Action</i>	13
2.1.2 Merger dan Akuisisi	14
2.1.2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi.....	14
2.1.2.2 Klasifikasi Merger dan Akuisisi.....	17
2.1.2.3 Alasan Melakukan Merger dan Akuisisi.....	21
2.1.2.4 Motif Merger dan Akuisisi.....	23
2.1.2.5 Keunggulan dan Kelemahan Merger dan Akuisisi	31
2.1.3 Teori Efisiensi Pasar	33
2.1.4 <i>Signaling Theory</i>	34
2.1.5 <i>Return Saham</i>	35
2.1.5.1 <i>Return Realisasi</i>	36
2.1.5.2 <i>Return Ekspektasi</i>	37
2.1.5.3 <i>Abnormal Return</i>	37
2.1.6 Volume Perdagangan Saham	39
2.1.7 <i>Event Study</i>	40
2.1.8 Penelitian Terdahulu	40
2.2 Kerangka Pemikiran.....	45
2.3 Hipotesis.....	46
2.3.1 Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Abnormal Return	46

2.3.2 Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Volume Perdagangan Saham	46
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	48
3.1.1 Variabel Penelitian	48
3.1.2 Definisi Operasional Variabel.....	49
3.2 Populasi dan Sampel	51
3.3 Jenis dan Sumber Data	52
3.3.1 Jenis Data	52
3.3.2 Sumber Data.....	53
3.4 Metode Pengumpulan Data	53
3.5 Metode Analisis	53
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	57
4.2 Analisis Data	58
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif	58
4.2.2 Uji Normalitas Data	61
4.2.3 Pengujian Hipotesis.....	63
4.3 Pembahasan.....	65
BAB V PENUTUP	
5.1 Kesimpulan	68
5.2 Keterbatasan Penelitian	69
5.3 Saran.....	70
DAFTAR PUSTAKA	71
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	73

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Rata-rata Variabel <i>Abnormal Return</i> dan Volume Perdagangan Saham 9 Perbankan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2008-2013.....	6
Tabel 1.2 <i>Research Gap</i>	8
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	42
Tabel 3.1 Daftar Sampel	52
Tabel 4.1 Perbankan yang Melakukan Merger dan Akuisisi	57
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i>	58
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Volume Perdagangan Saham	60
Tabel 4.4 Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i>	62
Tabel 4.5 Uji Normalitas Volume Perdagangan Saham	63
Tabel 4.6 Uji <i>Paired Sample T-Test Abnormal Return</i>	64
Tabel 4.7 Uji <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Volume Perdagangan Saham	65

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Skema Merger	15
Gambar 2.2 Skema Akuisisi.....	17
Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	45
Gambar 4.1 Grafik Rata-Rata Abnormal Return pada Periode Merger dan Akuisisi	59
Gambar 4.2 Grafik Rata-Rata Volume Perdagangan Saham pada Periode Merger dan Akuisisi	61

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Sampel Penelitian	73
Lampiran B Return Saham.....	75
Lampiran C Return Ekspektasi	78
Lampiran D Abnormal Return	80
Lampiran E Volume Perdagangan Saham	83
Lampiran F Hasil Pengujian Abnormal Return	85
Lampiran G Hasil Pengujian Volume Perdagangan Saham	88

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dewasa ini perkembangan dunia perbankan semakin pesat dan modern baik dari segi ragam produk, kualitas pelayanan, dan teknologi yang dimiliki. Perbankan semakin mendominasi perkembangan ekonomi dan bisnis suatu negara. Bahkan aktivitas dan keberadaan perbankan sangat menentukan kemajuan suatu negara dalam bidang ekonomi. Perbankan memiliki peran yang sangat penting dalam mengembangkan perekonomian nasional. Buruknya kondisi perbankan bisa berdampak buruk pula pada perekonomian secara keseluruhan. Oleh karena itu tidak heran apabila perbankan suatu negara hancur maka akan mengakibatkan kehancuran perekonomian negara yang bersangkutan seperti yang terjadi di Indonesia pada masa krisis tahun 1998 dan 1999.

Selain krisis ekonomi global yang terjadi pada tahun 1998, krisis ekonomi global juga terjadi pada tahun 2008. Krisis tersebut berawal dari krisis ekonomi yang terjadi di Amerika Serikat yang kemudian menyebar ke negara-negara lain di seluruh dunia, termasuk Indonesia. Krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia, menimbulkan permasalahan yang cukup rumit sehingga menimbulkan terjadinya inflasi. Krisis ini juga membuat sistem perbankan menjadi rapuh karena nilai tukar rupiah yang merosot. Kondisi ini menyebabkan lembaga perbankan terus menerus merugi dan modalnya semakin terkuras sehingga dapat berakibat pada likuidasi.

Untuk memperkuat industri perbankan harus dilakukan upaya yang berkesinambungan. Salah satu upaya tersebut adalah restrukturisasi perbankan. Dengan restrukturisasi diharapkan akan terjadi peningkatan skala ekonomi. Dalam proses restrukturisasi dilakukan merger dan akuisisi sebagai upaya meningkatkan permodalan.

Menurut Naga dan Tabbasum (2013) pertumbuhan perusahaan dapat dilakukan dengan dua cara, yakni organik dan anorganik. Pertumbuhan organik disebut sebagai pertumbuhan internal, yakni terjadi ketika perusahaan tumbuh dari kegiatan usahanya sendiri dengan menggunakan dana dari satu tahun untuk mengembangkan perusahaan pada tahun berikutnya. Sedangkan pertumbuhan anorganik disebut sebagai pertumbuhan eksternal, yakni terjadi ketika perusahaan tumbuh dengan merger atau akuisisi bisnis lain. Pertumbuhan eksternal lebih disukai karena dianggap sebagai cara yang paling cepat untuk tumbuh dibandingkan pertumbuhan internal yang dianggap sebagai cara yang lambat untuk memperluas perusahaan yang ingin tumbuh lebih cepat.

Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih yang bergerak dalam industri yang sama menjadi satu perusahaan baru atau mempertahankan salah satu perusahaan untuk memperkuat posisi perusahaan. Sedangkan akuisisi bisnis lain merupakan pengambilalihan (*take over*) sebagian atau keseluruhan saham atau aset perusahaan lain namun kedua perusahaan masih beroperasi. Pada perusahaan yang melakukan akuisisi, perusahaan yang diakuisisi masih berhak untuk melakukan kegiatan operasionalnya sendiri tanpa adanya campur tangan perusahaan akuisitor. Sedangkan perusahaan yang melakukan

merger, perusahaan yang diambil alih atau dimerger (*merged firm*) menjalankan kegiatan operasionalnya sepenuhnya dengan adanya campur tangan perusahaan yang mengambil alih atau memerger (*surviving firm*).

Kegiatan merger dan akuisisi sudah mulai berlangsung pada tahun 1970-an di Amerika, seperti bergabungnya Bank of Amerika dengan Security Pacific, Chase Manhattan Bank, dengan Chemical Bank, Bank of New York dengan Irving Trust.

Merger dan akuisisi di Asia Tenggara khususnya Indonesia terjadi pada tahun 1999, yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan agar dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak. Keputusan untuk melakukan merger atau akuisisi pada sektor perbankan dilakukan pertama kali oleh empat bank pemerintah, yaitu Bank Bumi Daya, Bank Dagang Negara, Bank Ekspor Impor Indonesia dan Bank Pembangunan Indonesia yang secara resmi bergabung menjadi satu bank baru bernama Bank Mandiri pada tanggal 2 Oktober 1998 dan efektif mulai beroperasi pada Juli 1999 sukses bertahan hingga sekarang. Diikuti oleh bank-bank papan atas seperti Bank Permata, Bank Danamon. Sehingga merangsang bank-bank papan menengah seperti Bank Hana dan Bank Hana untuk bergabung dengan pihak bank asing Rabobank. Bahkan dalam perkembangannya kita melihat adanya minat dari bank-bank kecil menengah (Bank Harta, Bank Mitraniaga, Bank Harmoni) untuk melakukan strategi serupa.

Strategi merger dan akuisisi merupakan salah satu bentuk strategi populer, yang awalnya naik daun pada era tahun 1970-an. Proses ini didorong oleh 3 faktor utama (Indupurnahayu, 2012):

- a. Semakin menyatunya sistem perekonomian regional dan perekonomian dunia,
- b. Adanya ekspansi perusahaan-perusahaan MNC ke berbagai negara,
- c. Berbagai terobosan teknologi informasi dan telekomunikasi setelah tahun 1980 yang memudahkan proses alih informasi dan kapital.

Keputusan untuk melakukan merger dan akuisisi dapat membantu perusahaan mendapatkan keuntungan dari pangsa pasar yang lebih dan efisiensi biaya. Merger menciptakan sinergi, pertumbuhan, diversifikasi, dan skala ekonomi. Tujuan umum perusahaan menggunakan merger dan akuisisi antara lain sebagai strategi untuk mencapai ukuran yang lebih besar, memperluas operasi, menambah kekuatan pangsa pasar, meningkatkan segi keuangan, memotong biaya, pertumbuhan yang lebih cepat dan menjadi lebih kompetitif dalam skala ekonomi.

Tujuan dilakukannya merger ini adalah untuk membentuk suatu bank hasil merger yang lebih solid, tangguh dan sehat yang ditunjang dari modal & aset yang besar & kuat, jaringan usaha dan pelayanan yang semakin luas, teknologi yang canggih, sumber daya manusia yang lebih profesional dan diversifikasi produk-produk perbankan yang lebih bervariasi (Indupurnahayu, 2012). Selain itu dengan merger dan akuisisi ini dimaksudkan untuk mewujudkan suatu bank yang unggul

dan memberikan manfaat yang besar bagi para pemegang saham, karyawan, para nasabah, masyarakat, maupun negara sebagai langkah untuk mempersiapkan bank dalam menghadapi era globalisasi.

Abdul Moin (2003) menyatakan bahwa merger dan akuisisi bisa didekati dari perspektif yaitu keuangan perusahaan (*corporate finance*) dan dari manajemen strategi (*strategic management*). Dari sisi keuangan perusahaan, merger dan akuisisi adalah salah satu bentuk keputusan investasi jangka panjang (penganggaran modal/ *capital budgeting*) yang harus diinvestigasi dan dianalisis dari aspek kelayakan bisnisnya. Sementara itu dari perspektif manajemen strategi, merger dan akuisisi adalah alternatif strategi pertumbuhan melalui jalur eksternal untuk mencapai tujuan perusahaan.

Salah satu motif perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah karena merger dan akuisisi dianggap dapat menciptakan sinergi, di mana nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi lebih besar daripada nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Selain itu terdapat berbagai keuntungan yang dapat diterima apabila sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, antara lain peningkatan kemampuan dalam pemasaran, riset, *skill* manajerial, transfer teknologi, dan efisiensi berupa penurunan biaya produksi (Hitt, 2002).

Informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar. Salah satu informasi tersebut adalah pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan. Kandungan informasi yang

dimiliki dalam suatu pengumuman akan menimbulkan reaksi suatu pasar (Aritonang, dkk; 2009).

Reaksi suatu pasar yang ditimbulkan akibat pengumuman merger dan akuisisi dapat dilihat pada berubahnya harga saham, baik pada perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Perubahan harga saham mengindikasikan besarnya kemakmuran yang diperoleh para pemegang saham melalui jumlah *abnormal return* yang mereka terima sebagai dampak pengumuman merger dan akuisisi (Kunjono, 2003).

Selain dilihat pada perubahan harga saham, reaksi pasar akibat pengumuman merger dan akuisisi juga dapat dilihat dari volume perdagangan saham perusahaan emiten. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi para investor.

Perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi pada perbankan yang akan diteliti dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 1.1

Rata-Rata Variabel *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan Saham 9 Perbankan yang Melakukan Merger dan Akuisisi pada Periode 2008-2013

No	Variabel	Kode Saham	Lima Hari Sebelum Merger dan Akuisisi	Lima Hari Setelah Merger dan Akuisisi
1	Rata-rata <i>Abnormal Return</i>	NISP	0.008334815	0.015007094
		BBRI	0.003697555	0.004155212
		MCOR	0.005088376	-0.0354045
		BNGA	0.014954889	-0.005384305

2	Rata-rata Volume Perdagangan Saham	BNLI	0.011266954	0.034289526
		BNGA	0.000392596	0.000736225
		BBKP	0.255426657	0.19082433
		BMRI	0.023175768	0.013707715

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Tabel 1.1 di atas menunjukkan bahwa terdapat dampak yang berbeda-beda pada kedua variabel setelah perbankan melakukan merger dan akuisisi. Pada variabel *abnormal return* di mana merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* yang diharapkan oleh investor), beberapa bank yang mengalami peningkatan setelah merger dan akuisisi di antaranya terjadi pada Bank OCBC NISP (NISP) dan Bank Rakyat Indonesia (BBRI) sedangkan penurunan setelah merger dan akuisisi diantaranya terjadi pada Bank Windu Kentjana Internasional (MCOR) dan Bank CIMB Niaga (BNGA). Pada variabel volume perdagangan saham yang merupakan indikator untuk mengetahui kegiatan perdagangan saham atas reaksi pasar modal terhadap suatu pengumuman, sejumlah perbankan yang mengalami peningkatan setelah melakukan merger dan akuisisi di antaranya adalah Bank CIMB Niaga (BNGA) dan Bank Permata (BNLI). Sebaliknya sejumlah bank justru mengalami penurunan setelah melakukan merger dan akuisisi antara lain Bank Bukopin (BBKP) dan Bank Central Asia (BBCA).

Penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi lebih banyak melihat kinerja saham akuisitor dengan hasil yang berbeda-beda. Secara ringkas penelitian terdahulu yang pernah dilakukan dapat dilihat dalam tabel, sebagai berikut:

Tabel 1.2
Research Gap

Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil	Penelitian Sebelumnya
Merger dan Akuisisi	<i>Abnormal Return</i>	Terdapat perbedaan signifikan	Aritonang, <i>et al</i> (2009) Rani, <i>et al</i> (2013)
		Tidak terdapat perbedaan signifikan	Dyaksa Widyaputra (2006)
	Volume Perdagangan Saham	Terdapat perbedaan signifikan	Ulfi Maryati (2012)
		Tidak terdapat perbedaan signifikan	Aritonang, <i>et al</i> (2009)

Sumber: Penelitian Sebelumnya

Tabel 1.2 menunjukkan adanya perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Pada variabel *abnormal return*, penelitian yang dilakukan oleh Aritonang, *et al* (2009) memperoleh kesimpulan bahwa terdapat perbedaan pada nilai rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, dan Rani, *et al* (2013) yang memperoleh hasil adanya perubahan *abnormal return* yang signifikan positif pada hari pengumuman serta perubahan CAR beberapa setelah hari pengumuman. Hasil yang berlawanan dengan penelitian tersebut didapatkan dari penelitian yang dilakukan oleh Dyaksa Widyaputra (2006) dengan hasil yang ditunjukkan adalah *abnormal return* perusahaan sebelum merger dan akuisisi tidak berbeda dengan *abnormal return* setelah merger dan akuisisi.

Perbedaan hasil penelitian untuk variabel volume perdagangan saham terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Ulfi Maryati (2012) dengan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kumulatif rata-rata TVA setelah *event* lebih besar dibandingkan dengan sebelum *event*, dan pengumuman merger

berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan saham, dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aritonang, *et al* (2009) dengan hasil tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Penelitian ini difokuskan pada sektor perbankan. Hal ini dikarenakan perbankan memiliki peran yang sangat penting dalam mengembangkan perekonomian nasional. Aktivitas yang dilakukan oleh perbankan sangat menentukan kemajuan suatu negara dalam bidang ekonomi. Ketika aktivitas tersebut dikatakan berhasil, investor akan tertarik untuk berinvestasi.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, dilakukan penelitian dengan judul **“ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SETELAH MERGER DAN AKUISISI (Studi Kasus: Perbankan yang Terdaftar di BEI, Periode 2008-2013)”**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan latar belakang sebelumnya, dapat diketahui bahwa terdapat dua permasalahan yang terjadi. Permasalahan yang pertama terjadinya *fenomena gap* setelah merger dan akuisisi pada perbankan sampel untuk setiap variabelnya. Berdasarkan Tabel 1.1 di atas dapat dilihat bahwa bank OCBC NISP (NISP) dan Bank Rakyat Indonesia (BBRI) mengalami kenaikan *abnormal return* setelah melakukan merger dan akuisisi. Sedangkan beberapa bank yang mengalami penurunan *abnormal return* setelah merger dan akuisisi antara lain

Bank Windu Kentjana Internasional (MCOR) dan Bank CIMB Niaga (BNGA). Peningkatan volume perdagangan saham setelah melakukan merger dan akuisisi diantaranya terjadi pada Bank CIMB Niaga (BNGA) dan Bank Permata (BNLI). Sebaliknya penurunan volume perdagangan saham setelah melakukan merger dan akuisisi antara lain terjadi pada Bank Bukopin (BBKP) dan Bank Central Asia (BBCA).

Permasalahan yang kedua adalah adanya *research gap* dari penelitian sebelumnya yang nampak pada Tabel 1.2. Aritonang, *et al* (2009) *abnormal return* menghasilkan kesimpulan terdapat perbedaan pada nilai rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi serta tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada pengujian aktivitas volume perdagangan saham. Sebaliknya, penelitian Dyaksa Widyaputra (2006) menyatakan bahwa *abnormal return* perusahaan sebelum merger dan akuisisi tidak berbeda dengan *abnormal return* setelah merger dan akuisisi. Ulfi Maryati (2012) menunjukkan hasil bahwa pengumuman merger berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan saham.

Berdasarkan kedua permasalahan tersebut, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger & akuisisi?
2. Bagaimana perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah merger & akuisisi?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis bagaimana perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger & akuisisi.
2. Menganalisis bagaimana perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah merger & akuisisi.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah:

1. Bagi para investor: penelitian ini dapat memberikan tambahan wawasan dan dijadikan pertimbangan pengambilan keputusan investasi saham dari perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.
2. Bagi para akademis: penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi ilmu yang bermanfaat dalam dunia akademis untuk memahami pengaruh yang ditimbulkan dari pengumuman merger dan akuisisi.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah yang mendasari penelitian ini, merumuskan masalah yang diteliti, tujuan dan kegunaanya. Serta bagian sistematika penulisan yang berisi ringkasan bagian-bagian lain dalam penelitian ini, kemudian

BAB II : TELAAH PUSTAKA

Bab ini menjelaskan tentang landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini serta penelitian terdahulu yang pernah dilakukan, kerangka pemikiran teoritis serta hipotesa yang digunakan dalam penelitian, selanjutnya

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang variabel penelitian dan definisi operasional serta penentuan sampel, jenis dan sumber data yang digunakan, metode pengumpulan yang dipakai serta metode analisa yang digunakan untuk membahas dan menganalisa penelitian, kemudian

BAB IV : HASIL DAN ANALISIS

Bab ini akan menguraikan tentang hasil dan pembahasan yaitu deskripsi objek penelitian serta analisa data pembahasan, dan

BAB V : PENUTUP

Merupakan bab terakhir yang berisi kesimpulan, hasil penelitian dan saran.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 *Corporate Action*

Corporate action atau aksi emiten adalah suatu kegiatan yang dilakukan oleh suatu perusahaan yang bobotnya cukup material sehingga mempunyai kemungkinan mempengaruhi harga saham dari perusahaan yang bersangkutan di bursa efek (Robert Ang, 1997). Tindakan/aksi emiten yang pada umumnya mempunyai keterkaitan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan kinerja keuangan perusahaan, kelangsungan hidup perusahaan, mempengaruhi pertumbuhan perusahaan serta manajemen perusahaan, maka akan memberikan pengaruh terhadap harga saham perseroan di bursa efek. Beberapa tindakan-tindakan emiten meliputi:

1. Aliansi strategis (*atrategic alliances*)
2. *Private placement*
3. Divestasi (*divesteture*)
4. Akuisisi (*acquisition*)
5. *Hostile acquisition*
6. Merger (penggabungan usaha)
7. *Consolidation*
8. *Tender offer*

2.1.2 Merger dan Akuisisi

2.1.2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi

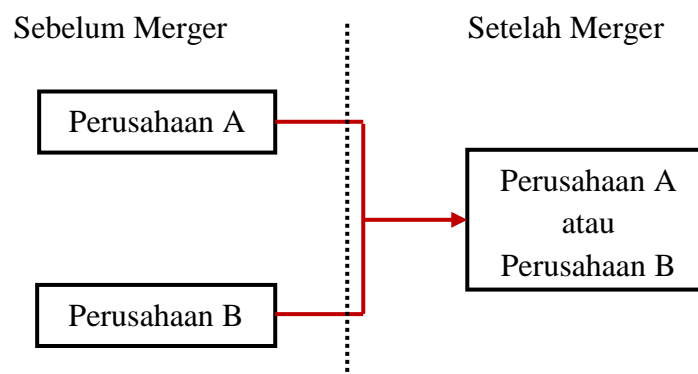
Merger merupakan salah satu strategi yang diambil perusahaan untuk mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. Merger dalam bahasa latin berasal dari kata “*mergere*” yang artinya bergabung bersama, menyatu, berkombinasi, yang menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan sesuatu. Secara umum, merger merupakan bentuk dari penggabungan perusahaan satu dengan yang lain. Secara lebih terperinci, merger dapat dikatakan sebagai proses penggabungan dua perusahaan dengan salah satu perusahaan tetap berdiri dengan nama perusahaan tersebut sementara yang lain bubar (Abdul Moin, 2003).

Definisi merger menurut Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 27 1998 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas menyebut merger sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar.

Penyatuan kepentingan memiliki makna yang sama dengan terminologi merger dan PSAK No. 22 mendefinisikan penyatuan kepentingan sebagai suatu penggabungan usaha dimana para pemegang saham perusahaan yang bergabung bersama-sama menyatukan kendali atas seluruh, atau secara efektif seluruh aktiva netto dan operasi perusahaan yang bergabung tersebut dan selanjutnya memikul bersama segala risiko dan manfaat yang melekat pada entitas gabungan, sehingga tidak ada pihak yang dapat diidentifikasi sebagai perusahaan pengakuisisi.

Merger adalah salah satu bentuk absorpsi atau penyerapan oleh perusahaan terhadap perusahaan lain. Jika dua perusahaan (perusahaan A dan perusahaan B) melakukan merger, maka hanya akan ada satu perusahaan saja yang bertahan yaitu perusahaan A atau perusahaan B. Perusahaan yang masih hidup dinamakan *surviving firm*. Sementara itu perusahaan yang berhenti dan bubar setelah terjadinya merger dinamakan *merged firm*. *Surviving firm* dengan sendirinya memiliki ukuran (*size*) yang semakin besar karena seluruh aset dan kewajiban dari *merged firm* dialihkan ke *surviving firm*. Perusahaan yang dimerger akan meninggalkan status hukumnya sebagai entitas yang terpisah dan setelah merger statusnya berubah menjadi bagian dari *surviving firm*. Dengan demikian ia tidak bisa lagi bertindak hukum atas namanya sendiri. Ilustrasi merger dapat dilihat pada Gambar 2.1.

Gambar 2.1
Skema Merger



Sumber: Abdul Moin (2003)

Akuisisi berasal dari kata *acquisitio* (Latin) dan *acquisition* (Inggris), secara harfiah akuisisi mempunyai makna membeli atau mendapatkan

sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Akuisisi dalam terminologi bisnis dapat diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa baik perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah (Abdul Moin, 2003).

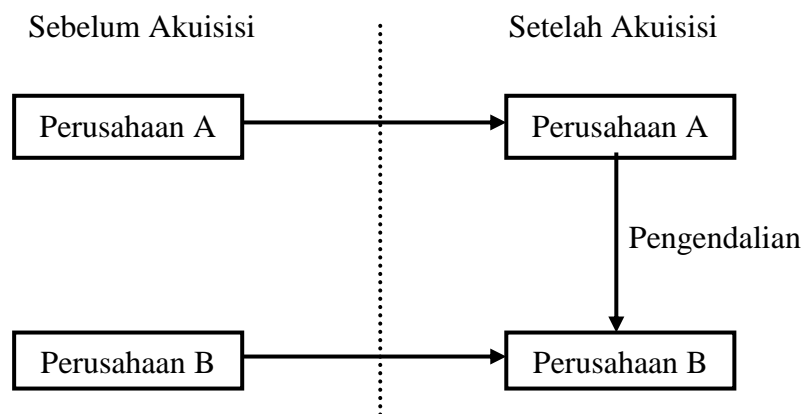
Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 27 tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas mendefinisikan akuisisi adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.

PSAK No. 22 mendefinisikan akuisisi sebagai suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.

Akuisisi adalah bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi (*acquirer*) sehingga akan mengakibatkan berpindahya kendali atas perusahaan yang diambil alih (*acquiree*) tersebut. Maksud dari kendali atas perusahaan adalah kekuatan yang berupa kekuasaan untuk:

1. Mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan
2. Mengangkat dan memberhentikan manajemen
3. Mendapat hak suara mayoritas dalam rapat redaksi

Gambar 2.2
Skema Akuisisi



Sumber: Abdul Moin (2003)

2.1.2.2 Klasifikasi Merger dan Akuisisi

Berdasarkan aktivitas ekonomi, merger dan akuisisi dapat diklasifikasikan menjadi lima tipe sebagai berikut (Abdul Moin, 2003) :

1. Merger Horisontal

Merger horisontal adalah merger antara dua atau lebih perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama. Sebelum terjadi merger perusahaan-perusahaan ini bersaing satu sama lain dalam pasar/industri yang sama. Salah satu tujuan utama merger dan akuisisi horisontal adalah untuk mengurangi persaingan atau untuk meningkatkan efisiensi melalui penggabungan aktivitas produksi, pemasaran dan distribusi, riset dan pengembangan dan fasilitas

administrasi. Efek dari merger horisontal ini adalah semakin terkonsentrasinya struktur pasar pada industri tersebut. Apabila hanya terdapat sedikit pelaku usaha, maka struktur pasar bisa mengarah pada bentuk oligopoli, bahkan akan mengarah pada monopoli.

2. Merger Vertikal

Merger vertikal adalah integrasi yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam tahapan-tahapan proses 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. Tidak semua perusahaan memiliki bidang usaha yang lengkap mulai dari penyediaan input sampai pemasaran. Untuk menjamin bahwa pasokan input berjalan dengan lancar maka perusahaan tersebut bisa mengakuisisi atau merger dengan pemasok. Merger dan akuisisi vertikal ini dibagi dalam dua bentuk yaitu integrasi ke belakang atau ke bawah (*backward/downward integration*) dan integrasi ke depan atau ke atas (*forward/upward integration*).

3. Merger Konglomerat

Merger konglomerat adalah merger dua atau lebih perusahaan yang masing-masing bergerak dalam industri yang tidak terkait. Merger dan akuisisi konglomerat terjadi apabila sebuah perusahaan berusaha mendiversifikasi bidang bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis yang berbeda sama sekali dengan bisnis semula. Apabila merger dan akuisisi konglomerat ini dilakukan secara terus menerus oleh perusahaan, maka terbentuklah sebuah

konglomerasi. Sebuah konglomerasi memiliki bidang bisnis yang sangat beragam dalam industri yang berbeda.

4. Merger Ekstensi Pasar

Merger ekstensi pasar adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk secara bersama-sama memperluas area pasar. Tujuan merger dan akuisisi ini terutama untuk memperkuat jaringan pemasaran bagi produk masing-masing perusahaan. Merger ekstensi pasar sering dilakukan oleh perusahaan-perusahaan lintas negara dalam rangka ekspansi dan penetrasi pasar. Strategi ini dilakukan untuk mengakses pasar luar negeri dengan cepat tanpa harus membangun fasilitas produksi dari awal di negara yang akan dimasuki. Merger ekstensi pasar dilakukan untuk mengatasi keterbatasan ekspor karena kurang memberikan fleksibilitas penyediaan produk terhadap konsumen luar negeri.

5. Merger Ekstensi Produk

Merger ekstensi produk adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk memperluas lini produk masing-masing perusahaan. Setelah merger perusahaan akan menawarkan lebih banyak jenis dan lini produk sehingga akan menjangkau konsumen yang lebih luas. Merger ini dilakukan dengan memanfaatkan kekuatan departemen riset dan pengembangan masing-masing untuk mendapatkan sinergi melalui efektivitas riset sehingga lebih produktif dalam inovasi.

Berbeda dengan klasifikasi merger berdasarkan aktivitas ekonomisnya, klasifikasi akuisisi berdasarkan aktivitas ekonomis hanya dibagi menjadi tiga

kelompok besar, yaitu akuisisi horisontal, akuisisi vertikal, dan akuisisi konglomerat (Hariyani,dkk 2011). Selain berdasarkan aktivitas ekonomisnya, akuisisi dapat diklasifikasikan berdasarkan objek yang diambil alih. Berdasarkan objek yang diambil alih, akuisisi dibedakan menjadi empat kelompok, yaitu :

1. Akuisisi terhadap Saham Perusahaan

Akuisisi saham adalah pengambilalihan perusahaan dengan cara membeli saham mayoritas perusahaan sehingga pihak pengakuisisi berhak menjadi pemegang saham pengendali. Semakin besar nilai saham yang dimiliki, semakin besar pula pengaruh pemilik saham tersebut dalam menentukan arah perusahaan.

Akuisisi saham menyebabkan timbulnya hubungan antara induk perusahaan dan anak perusahaan. Induk perusahaan adalah perusahaan yang mengendalikan atau mengakuisisi saham anak perusahaan. Akuisisi saham pada umumnya dilakukan dengan cara membeli mayoritas saham biasa. Induk dan anak perusahaan disebut perusahaan afiliasi. Perusahaan pengakuisisi memperlakukan kepemilikannya di anak perusahaan sebagai investasi. Perusahaan pengakuisisi tidak memiliki secara hukum aset perusahaan yang diakuisisi, kecuali seluruh atau sebagian besar saham yang diakuisisi.

2. Akuisisi Aset atau Aktiva Perusahaan

Akuisisi aset dilakukan dengan cara membeli sebagian atau seluruh aktiva atau aset perusahaan. Apabila aset yang dibeli hanya sebagian maka hal tersebut digolongkan sebagai akuisisi parsial. Akuisisi parsial terjadi jika pihak pengakuisisi membeli aset perusahaan yang akan diakuisisi lebih dari

50% tapi masih kurang dari 100%. Sementara itu, akuisisi penuh terjadi jika pihak pengakuisisi membeli semua aset milik perusahaan yang akan diakuisisi. Akuisisi aset dapat dilakukan dengan menggunakan dua cara berikut:

- a. Membeli aset perusahaan yang akan diambil alih secara tunai.
- b. Membeli aset perusahaan dengan cara ditukar saham milik perusahaan yang mengakuisisi atau yang lazim dikenal sebagai *assets for share exchange*.

3. Akuisisi Kombinasi (Saham dan Aset)

Akuisisi kombinasi adalah akuisisi perusahaan yang dilakukan dengan cara membeli saham dan aset milik perusahaan target.

4. Akuisisi Bertahap

Akuisisi bertahap adalah proses akuisisi (pengambilalihan) yang dilakukan secara bertahap atau tidak secara langsung.

2.1.2.3 Alasan Melakukan Merger dan Akuisisi

Beberapa tahun terakhir ini banyak terjadi peristiwa merger dan akuisisi, dimana setiap perusahaan yang melakukan memiliki alasan yang beragam. Menurut Agus Sartono (2001) ada beberapa alasan yang mendorong perusahaan untuk melakukan merger maupun akuisisi, diantaranya:

1. Skala yang ekonomis

Yang dimaksud dengan skala yang ekonomis adalah skala operasi dengan biaya rata-rata terendah. Tidak jarang dengan melakukan merger maka usaha

pemasaran dapat lebih efisien dan sistem akuntansi akan lebih baik. Skala ekonomis bukan hanya dalam artian proses produksi saja melainkan dalam bidang pemasaran, personalia, keuangan, tetapi juga bidang administrasi.

2. Memperbaiki manajemen

Kurangnya motivasi untuk mencapai profit yang tinggi, kurangnya keberanian untuk mengambil resiko sering mengakibatkan perusahaan kalah dalam persaingan yang semakin sengit. Dengan merger atau akuisisi maka perusahaan dapat mempertahankan karyawannya hanya pada tingkat yang memang diperlukan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat ditingkatkan.

3. Penghematan pajak

Sering perusahaan mempunyai potensi memperoleh penghematan pajak, tetapi karena perusahaan tidak pernah dapat memperoleh laba maka penghematan itu kecil. Dari sisi perusahaan yang sedang berkembang, hal ini mempunyai manfaat ganda. Disamping adanya penghematan pajak, merger dan akuisisi juga dilakukan untuk memanfaatkan dana yang menganggur karena perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan pada umumnya memiliki surplus kas sehingga beban pajaknya dapat menjadi besar.

4. Diversifikasi

Alasan ini adalah pendorong bagi perusahaan yang ingin memiliki jenis usaha yang lebih besar tanpa harus melakukan dari awal. Dengan diversifikasi maka resiko yang harus dihadapi atas suatu saham dapat dikompensasi oleh saham yang lain dengan demikian resiko secara keseluruhan menjadi lebih kecil.

2.1.2.4 Motif Merger dan Akuisisi

Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi yaitu motif ekonomi dan motif non-ekonomi. Motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Termasuk motif ekonomi adalah motif untuk mencapai sinergi dan motif untuk mencapai posisi strategis. Motif strategis dimaksudkan untuk membangun keunggulan kompetitif jangka panjang perusahaan yang pada akhirnya bermuara pada peningkatan nilai perusahaan atau peningkatan kemakmuran pemegang saham. Di sisi lain, motif non-ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan tersebut, tetapi didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan. Secara garis besar motif perusahaan melakukan merger dan akuisisi menurut Abdul Moin (2003) adalah sebagai berikut:

1. Motif Ekonomi

Esensi tujuan perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan, adalah seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan dan bagi pemegang saham. Nilai Pemegang Saham (*shareholder value*) adalah imbalan yang diperoleh pemegang saham atas pembelian saham perusahaan. Imbalan tersebut dapat dilihat dari *return* saham yang diterima oleh pemegang saham, yang pada akhirnya mengindikasikan besarnya *abnormal return* yang diterima oleh pemegang saham. Merger dan akuisisi memiliki motif ekonomi yang tujuan jangka panjangnya adalah untuk

mencapai peningkatan nilai tersebut. Di samping itu motif ekonomi merger dan akuisisi yang lain meliputi:

- a. Mengurangi waktu, biaya dan risiko kegagalan memasuki pasar baru
- b. Mengakses reputasi teknologi, produk, dan merk dagang
- c. Memperoleh individu-individu sumber daya manusia yang professional
- d. Membangun kekuatan pasar (*market power*)
- e. Membangun kekuatan monopoli
- f. Memperluas pangsa pasar
- g. Mengurangi persaingan
- h. Mendiversifikasi lini produk
- i. Mempercepat pertumbuhan
- j. Menstabilkan *cash flow* dan keuntungan

2. Motif Strategis

Motif strategis juga termasuk motif ekonomi ketika aktivitas merger dan akuisisi diarahkan untuk mencapai posisi strategis perusahaan agar memberikan keunggulan kompetitif dalam industri. Merger dan akuisisi juga memiliki motif strategis jika dilakukan untuk mengendalikan perusahaan lain. Pengendalian ini bisa dilakukan oleh sebuah perusahaan dengan mengakuisisi *supplier* untuk menjamin suplai input. Untuk mendapatkan posisi strategis dalam industri, perusahaan harus mendapatkan salah satu keunggulan melalui strategi kepemimpinan pasar (*market leadership*), kepemimpinan biaya (*cost leadership*), dan fokus. Apabila perusahaan menginginkan sebagai pemimpin pasar, perusahaan dapat melakukan merger dengan perusahaan lain yang

berada pada industri yang sama sehingga pangsa pasar yang dimiliki semakin besar. Kepemimpinan biaya juga bisa dicapai melalui merger atau akuisisi untuk mendapatkan *economic of scale* dan *economic of scope*.

3. Motif Politis

Motif politis seringkali dilakukan oleh pemerintah untuk memaksa perusahaan baik BUMN atau swasta untuk melakukan merger dan akuisisi. Muatan politis ini diambil untuk kepentingan masyarakat umum atau ekonomi secara makro. Alasan pemerintah untuk mem merger bank-bank yang berada di bawah badan penyehatan perbankan nasional adalah untuk menghindari likuidasi dan merupakan langkah politis untuk menyelamatkan perbankan nasional. Melalui merger diharapkan bank-bank tersebut mampu beroperasi secara maksimal karena akan memiliki struktur permodalan yang kuat yang selanjutnya bisa meningkatkan kinerja bank.

4. Motif Perpajakan

Motif perpajakan termasuk motif yang mendasari merger dan akuisisi meskipun masih memerlukan pembuktian empirik. Apabila perusahaan memiliki kelebihan kas dan tidak ada kesempatan investasi internal yang layak secara ekonomis, maka perusahaan bisa melakukan akuisisi sebagai cara penghindaran pajak.

Menurut Weston dan Copeland (2010) pengaruh pajak merupakan faktor motivasi yang penting dalam beberapa kasus. Argumen sinergi pajak adalah merger mempermudah pemanfaatan pelindung pajak yang belum sepenuhnya tersedia karena tidak adanya transaksi akuisisi. Sekalipun dalam

penggabungan yang dilaksanakan untuk motif lain (misalnya, untuk mencapai sinergi operasi), transaksi distruktur untuk memaksimalkan keuntungan pajak dan meminimalkan kewajiban pajak sekaligus mematuhi peraturan Dinas Perpajakan.

5. Motif Sinergi

Salah satu motif utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah menciptakan sinergi, dimana manfaat ekstra atau sinergi ini tidak bisa diperoleh seandainya perusahaan-perusahaan tersebut bekerja secara terpisah. Secara sederhana sinergi ditunjukkan dengan sebuah fenomena $2 + 2 = 5$. Dari angka ini terlihat manfaat ekstra ketika elemen-elemen, unit-unit, dan sumber daya kedua perusahaan bergabung. Dalam konteks merger dan akuisisi sinergi diartikan sebagai hasil ekstra yang diperoleh jika dua atau lebih perusahaan melakukan kombinasi bisnis.

Menurut Brigham dalam Hariyani, dkk (2011) pengaruh sinergi bisa timbul dari empat sumber (1) Penghematan operasi, yang dihasilkan dari skala ekonomis dalam manajemen, pemasaran, produksi atau distribusi; (2) Penghematan keuangan, yang meliputi biaya transaksi yang lebih rendah dan evaluasi yang lebih baik oleh para analisis sekuritas; (3) Perbedaan efisiensi, yang berarti bahwa manajemen salah satu perusahaan, lebih efisien dan aktiva perusahaan yang lemah akan lebih produktif setelah merger dan (4) Peningkatan penguasaan pasar akibat berkurangnya persaingan. Bentuk-bentuk sinergi diantaranya meliputi:

- Sinergi Operasi

Menurut Weston dan Copeland (2010) sinergi operasi (*operating synergy*) atau ekonomi operasi dapat berupa merger horisontal atau vertikal. Dalam merger horisontal, sumber-sumber ekonomi operasi haruslah menghasilkan suatu bentuk ekonomi skala. Selanjutnya, sumber-sumber ekonomi tersebut akan mencerminkan keterpaduan dan pemanfaatan kapasitas secara lebih baik setelah terjadinya merger tersebut. Atau timbul unsur-unsur yang saling melengkapi dalam kemampuan organisasi sehingga mampu membuahkan keuntungan tertentu yang tidak akan mungkin dicapai dari investasi internal dalam jangka pendek.

Bidang lain untuk mencapai suatu ekonomi operasi adalah dengan merger vertikal. Dengan menggabungkan tahap-tahap yang berbeda-beda dari suatu bidang industri menjadi satu kesatuan akan membuahkan suatu koordinasi yang lebih efisien dari tahap-tahap industri tersebut. Alasannya ialah bahwa biaya komunikasi dan berbagai bentuk penawaran serta kecenderungan berspekulasi dapat dihindarkan dengan adanya integrasi vertikal.

- Sinergi Finansial

Sinergi finansial (*Financial synergy*) dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun. Struktur permodalan yang kuat akan menjamin berlangsungnya aktivitas operasi

perusahaan tanpa menghadapi kesulitan likuiditas. Akses yang semakin mudah terhadap sumber-sumber dana dimungkinkan ketika perusahaan memiliki ukuran yang semakin besar. Perusahaan memiliki struktur permodalan yang kuat dan *size* yang besar akan diberi kepercayaan dan kepercayaan yang positif oleh publik. Kondisi seperti ini akan memberikan dampak positif bagi perusahaan karena makin meningkatnya kepercayaan pihak lain seperti lembaga-lembaga keuangan sehingga mereka bersedia meminjamkan dana. Perusahaan yang memiliki kepercayaan dari publik seperti itu memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil daripada yang tidak memiliki kepercayaan publik.

- Sinergi Manajerial

Sinergi manajerial (*mangerial synergy*) dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan *skill* dari perusahaan yang satu ke perusahaan lain atau ketika secara bersama-sama mampu memanfaatkan kapasitas *know-how* yang mereka miliki. Manajemen yang seperti ini mampu bersinergi dalam mengambil keputusan-keputusan startegik. Transfer kapabilitas terutama sekali terjadi ketika sebuah perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang lebih baik merger dengan perusahaan lain yang memiliki kinerja manajerial yang kurang bagus. Merger dan akuisisi memungkinkan perusahaan yang bidang manajemennya kurang baik mengambil manajemen pihak lain. Dengan penggabungan itu manajemen pun dapat ditingkatkan agar lebih efektif dan efisien. Perusahaan yang belum memiliki manajerial yang bagus perlu

pembelajaran internal (*internal learning*) melalui merger dengan perusahaan lain apabila ingin memiliki keunggulan manajerial.

Weston dan Copeland (2010) menjeaskan bahwa manajer perusahaan dapat memanfaatkan suatu merger untuk mengurangi risiko diversifikasi yang tidak sistematis. Apabila para pemegang saham dapat bermain-main dengan risiko yang tidak sistematis dari suatu diversifikasi, maka para direksi perusahaan sangat berkepentingan dengan semua risiko karena sebagian besar dari kekayaan serta reputasinya sebagai eksekutif terikat erat dengan prestasinya dalam satu perusahaan. Ini merupakan contoh lain dari masalah organisasi yang dikaitkan dengan perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan direksi.

- Sinergi Teknologi

Sinergi teknologi bisa dicapai dengan memadukan keunggulan teknik sehingga saling memetik manfaat. Perusahaan yang kebetulan agak tertinggal bidang perkembangan teknologinya dapat belajar banyak dari pihak perusahaan lain. Sinergi teknologi dapat terjadi misalnya pada departemen riset dan pengembangan, departemen disain dan *engineering*, proses *manufacturing*, dan teknologi informasi.

- Sinergi Pemasaran

Perusahaan yang melakukan merger akan memperoleh manfaat dari semakin luas dan terbukanya produk, bertambahnya lini produk yang dipasarkan, dan semakin banyak konsumen yang bisa dijangkau.

6. Motif Diversifikasi

Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing. Akan tetapi jika melakukan diversifikasi yang semakin jauh dari bisnis semula, maka perusahaan tidak lagi berada pada koridor yang mendukung kompetensi inti (*core competence*). Disamping memberikan manfaat seperti transfer teknologi dan pengalokasian modal, diversifikasi juga membawa kerugian yaitu adanya subsidi silang.

7. Motif Non-Ekonomi

Aktivitas merger dan akuisisi terkadang dilakukan bukan untuk kepentingan ekonomi saja tetapi juga untuk kepentingan yang bersifat non-ekonomi, seperti prestis dan ambisi. Motif non-ekonomi bisa berasal dari manajemen perusahaan atau pemilik perusahaan.

a. *Hubris Hypothesis*

Hipotesis ini menyatakan bahwa merger dan akuisisi semata-mata didorong oleh motif “ketamakan” dan kepentingan pribadi para eksekutif perusahaan. Alasannya adalah menginginkan ukuran perusahaan yang lebih besar. Dengan semakin besarnya perusahaan maka semakin besar kompensasi yang akan diterima. Alasan prestis juga mengemuka ketika para eksekutif berhasil memimpin perusahaan yang memiliki skala ukuran yang lebih besar. Kompensasi yang akan diterima bukan hanya berupa materi namun juga berupa pengakuan dan aktualisasi diri.

Dalam hipotesis ini menerangkan alasan mengapa manajer bersedia membayar premium yang sangat tinggi terhadap perusahaan target. Hal ini disebabkan oleh kepercayaan diri yang berlebihan terhadap prospek perusahaan yang diakuisi dan bahwa penilaian mereka terhadap nilai perusahaan target lebih akurat disbanding dengan penilaian menurut pasar.

b. Ambisi Pemilik

Adanya ambisi dari pemilik perusahaan untuk menguasai berbagai sektor bisnis. Menjadikan aktivitas merger dan akuisisi sebagai strategi perusahaan untuk menguasai perusahaan-perusahaan yang ada untuk membangun “kerajaan bisnis”. Hal ini biasanya terjadi dimana pemilik perusahaan memiliki kendali dalam pengambilan keputusan perusahaan.

2.1.2.5 Keunggulan dan Kelemahan Merger dan Akuisisi

Alasan mengapa perusahaan melakukan merger atau akuisisi adalah adanya manfaat lebih yang diperoleh darinya. Secara spesifik, keunggulan manfaat merger dan akuisisi menurut Abdul Moin (2003) dan Hariyani, dkk (2011) adalah sebagai berikut:

1. Mendapatkan *cashflow* dengan cepat karena produk dan pasar sudah jelas
2. Memperoleh kemudahan dana/pembiayaan karena kreditor lebih percaya dengan perusahaan yang telah berdiri dan mapan
3. Memperoleh karyawan yang telah berpengalaman
4. Mendapatkan pelanggan yang telah mapan tanpa harus merintis dari awal
5. Memperoleh sistem operasional dan administratif yang mapan

6. Mengurangi risiko kegagalan bisnis karena tidak harus mencari konsumen baru
7. Menghemat waktu untuk memasuki bisnis baru
8. Memperoleh infrastruktur untuk mencapai pertumbuhan yang lebih cepat
9. Merupakan investasi yang menguntungkan
10. Memperoleh kendali atas perusahaan lain
11. Menguasai pasokan bahan baku dan bahan penolong
12. Melakukan diversifikasi usaha
13. Memperbesar ukuran perusahaan
14. Memperkecil risiko usaha
15. Memperkecil tingkat persaingan usaha
16. Memperoleh teknologi baru milik perusahaan lain

Disamping memperoleh berbagai manfaat, merger dan akuisisi juga memiliki kelemahan sebagai berikut:

1. Proses integrasi yang tidak mudah
2. Kesulitan menentukan nilai perusahaan target secara akurat
3. Biaya konsultasi yang mahal
4. Meningkatnya kompleksitas birokrasi
5. Biaya koordinasi yang mahal
6. Seringkali menurunkan moral organisasi
7. Tidak menjamin peningkatan nilai perusahaan
8. Tidak menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham

2.1.3 Teori Efisiensi Pasar

Menurut Jogiyanto (2003), kunci untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga saham dengan informasi. Informasi yang digunakan untuk menilai keefisienan pasar yaitu informasi yang memiliki keterkaitan dengan sekuritas tersebut. Menurut Fama (dalam Jogiyanto, 2003) informasi yang digunakan untuk menilai keefisienan pasar yaitu: informasi masa lalu, informasi yang sekarang sedang dipublikasikan dan informasi privat. Karakteristik suatu pasar modal yang efisien yaitu terdapatnya investor-investor yang berpengetahuan luas dan tersedianya informasi yang memadai sehingga mereka dapat merespon secara cepat atas informasi baru yang terjadi di pasar.

Fama (dalam Jogiyanto, 2003) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu:

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan *random walk theory* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka harga-harga masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saat ini. Hal tersebut berarti bahwa untuk pasar efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*).

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat. Investor selalu membutuhkan informasi mengenai kondisi pasar dan kondisi perusahaan yang menjadi tempat investasi investor.

2.1.4 Signaling Theory

Teori sinyal atau *signaling theory* (Husnan,2002) mengatakan bahwa suatu kebijakan yang diambil oleh emiten, pemerintah, atau investor pada prinsipnya memberikan sinyal atau pertanda kepada pasar tentang kecenderungan atau tren di masa yang akan datang. Aktivitas merger dan akuisisi mempunyai nilai informatif bagi investor sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi dalam bentuk perubahan harga saham karena adanya transaksi yang meningkat atau menurun (Sutrisno, 2004).

Signaling theory juga menunjukkan adanya informasi asimetri antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak lain yang dilakukan oleh manajemen. Informasi asimetri adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lainnya (Pramastuti, 2007). Dalam hal ini terjadi pada manajemen yang memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan investor. Informasi tersebut diharapkan menjadi kabar baik (*good news*) yang dapat direspon secara positif dalam bentuk investasi pada perusahaan, atau menjadi kabar buruk (*bad news*) sehingga tidak melakukan investasi (respon negatif).

Suatu pasar akan bereaksi apabila di dalam suatu pengumuman memiliki kandungan informasi. Jika pengumuman mengandung informasi, maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada investor. Sebaliknya, peristiwa yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada investor (Jogiyanto, 2003).

2.1.5 Return Saham

Return (Jogiyanto, 2003) adalah hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. *Return* sering disebut sebagai *return* total, di mana *return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu.

2.1.5.1 Return Realisasi

Return realisasi atau *realized return* (Jogiyanto, 2003) adalah *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* ini juga digunakan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko di masa mendatang. Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return* total (*total return*). *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return* total terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain* atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan harga periode yang lalu. Untuk saham, *yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Dividen biasanya dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada hari ke t

P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

2.1.5.2 Return Ekspektasi

Return ekspektasi (*expected return*) dalam Jogiyanto, 2003 merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. *Return* ekspektasi bersifat belum terjadi. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis, karena *return* ekpektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang dilakukan. *Return* ekspektasi dengan menggunakan *market adjusted model* merupakan penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tertentu. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. *Return* ekspektasi dapat dihitung dengan:

$$E(R_{it}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi pada hari ke t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t-1

2.1.5.3 Abnormal Return

Penilaian kinerja perusahaan dapat dinilai dengan melihat *abnormal return* atau *return* tidak normal, khususnya untuk mengetahui apakah ada perubahan

kinerja perusahaan dari segi *return*. *Abnormal return* (Jogiyanto, 2003) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian, *abnormal return* adalah selisih dari *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Abnormal return* dapat dianalisis dengan menggunakan Metode *Market Adjusted Model*.

Abnormal return saham perusahaan mempunyai 2 arah yaitu positif dan negatif. *Abnormal return* positif menunjukkan pemegang saham perusahaan memperoleh *return* saham diatas *return* pasar pada hari perdagangan tersebut. Sedangkan *abnormal return* negatif berarti *return* saham yang diperoleh lebih kecil dari *return* pasar. Menghitung *abnormal return*:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *return* sesungguhnya saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi pasar pada hari ke t

Pengujian *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*) seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Menghitung rata-rata *abnormal return*:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = Average Abnormal Return pada hari ke t

AR_{it} = abnormal return untuk sekuritas i pada hari ke t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

2.1.6 Volume Perdagangan Saham

Volume perdagangan saham merupakan indikator untuk mengetahui kegiatan perdagangan saham atas reaksi pasar modal terhadap suatu pengumuman. Volume perdagangan saham merupakan jumlah saham yang diperdagangkan di bursa pada suatu waktu tertentu. Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif.

Naiknya volume perdagangan merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Semakin meningkat volume penawaran dan permintaan suatu saham, semakin besar pengaruhnya terhadap fluktuasi harga saham di bursa, dan semakin meningkatnya volume perdagangan saham menunjukkan semakin diminatinya saham tersebut oleh investor sehingga akan membawa pengaruh terhadap naiknya harga atau *return* saham.

Perhitungan *Trading Volume Activity* dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu

dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dari perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Menurut Foster (1986) *Trading Volume Activity* dapat dihitung dengan:

$$TVA = \frac{\text{jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{jumlah saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Keterangan:

TVA = *Trading Volume Activity* (volume perdagangan saham)

2.1.7 *Event Study*

Pembahasan mengenai *event study* tidak lepas dari bentuk efisiensi pasar setengah kuat. Di dalam bentuk pasar setengah kuat, informasi yang tercermin secara penuh adalah informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan tersebut dapat berupa informasi yang mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (Jogiyanto, 2003).

Contoh dari informasi tersebut antara lain: pengumuman laba, pengumuman pembagian deviden, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan, dan sebagainya.

2.1.8 **Penelitian Terdahulu**

Nike Astria (2013) meneliti dampak pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham pada perusahaan akuisitor dari tahun 2006

sampai tahun 2008. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Rani, *et al* (2013) meneliti mengenai respon pasar saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi yang terjadi di India pada tahun 2003-2008. Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut yaitu terdapat perubahan *abnormal return* yang signifikan positif pada hari pengumuman serta perubahan CAR beberapa setelah hari pengumuman.

Alberto Cybo-Ottone dan Maurizio Murgia (2000) meneliti tentang dampak merger dan akuisisi pada sektor perbankan di Eropa terhadap kesejahteraan pemegang saham. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa Terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan setelah merger dan akuisisi pada kombinasi bank targer dan bidder untuk periode jangka pendek.

Dyaksa Widyaputra (2006) meneliti perbandingan kinerja perusahaan dan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hasil yang ditunjukkan dalam penelitian terhadap *abnormal return* tersebut menunjukkan bahwa *abnormal return* perusahaan sebelum merger dan akuisisi tidak berbeda dengan *abnormal return* setelah merger dan akuisisi.

Aritonang, *et al* (2009) meneliti tentang *return*, *abnormal return*, dan aktivitas volume perdagangan saham atas pengumuman merger dan akuisisi. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return*

saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Pengujian *abnormal return* menghasilkan kesimpulan terdapat perbedaan pada nilai rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Pengujian aktivitas volume perdagangan untuk periode lima hari di seputar pengumuman, menghasilkan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Ulfi Maryati (2012) meneliti mengenai pengaruh pengumuman merger terhadap harga dan volume perdagangan memperoleh hasil bahwa hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa hasil pengujian kumulatif rata-rata TVA dengan event window 11 hari menunjukkan bahwa kumulatif rata-rata TVA setelah event lebih besar dibandingkan dengan sebelum event, dan pengumuman merger berpengaruh signifikan terhadap harga dan volume perdagangan saham.

Secara ringkas penelitian terdahulu disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian / Peneliti	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1.	Mergers and shareholder wealth in European banking / Alberto Cybo-Ottone dan Maurizio Murgia (2000)	<i>abnormal return</i>	Statistik deskriptif, <i>Z - test</i> , <i>Wilcoxon</i> , <i>t - test</i>	Terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan antara sebelum dan setelah merger dan akuisisi pada kombinasi bank targer dan bidder untuk periode jangka pendek.

2.	Analisis perbandingan kinerja perusahaan dan <i>abnormal return</i> saham sebelum dan sesudah merger dan akuisisi / Dyaksa Widyaputra (2006)	<i>Abnormal return</i> dan kinerja perusahaan	Statistic deskriptif, uji normalitas data, <i>paired sample t-test</i> , <i>wilcoxon sign ranks test</i>	Hasil yang ditunjukkan dalam penelitian terhadap <i>abnormal return</i> tersebut menunjukkan bahwa <i>abnormal return</i> perusahaan sebelum merger dan akuisisi tidak berbeda dengan <i>abnormal return</i> setelah merger dan akuisisi.
3.	Analisis return, abnormal return, aktivitas volume perdagangan atas pengumuman merger dan akuisisi / Aritonang, <i>et al</i> (2009)	<i>Return</i> , <i>abnormal return</i> , dan volume perdagangan saham	Statistik deskriptif, dan <i>pair two sample for means</i>	tidak ada perbedaan yang signifikan antara <i>return</i> saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, terdapat perbedaan pada nilai rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, tidak terdapat perbedaan yang signifikan atas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

4	Pengaruh pengumuman merger bursa efek Jakarta dan bursa efek Surabaya terhadap harga dan volume perdagangan / Ulfi Maryati (2012)	Harga saham, volume perdagangan saham	Statistik deskriptif, <i>sample t - test</i>	kumulatif rata-rata TVA setelah event lebih besar dibandingkan dengan sebelum event, dan pengumuman merger berpengaruh signifikan terhadap harga dan volume perdagangan saham.
5	Analisis dampak pengumuman merger dan akuisisi terhadap abnormal return saham perusahaan akuisitor yang terdaftar di BEI tahun 2006-2008 / Nike Astria (2013)	<i>Abnormal return</i>	Statistik deskriptif, uji normalitas data, uji beda (<i>wilcoxon signed ranks test</i>)	terdapat perbedaan signifikan <i>abnormal return</i> pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.
6	Market response to the announcement of mergers and acquisitions: an empirical study from India / Rani, <i>et al</i> (2013)	<i>Abnormal return, cumulative average abnormal return</i>	<i>The crude dependence adjustment test (CDA), generalized sign test (GSignz)</i>	terdapat perubahan <i>abnormal return</i> yang signifikan positif pada hari pengumuman serta perubahan CAR beberapa setelah hari pengumuman.

Sumber: Dari berbagai jurnal yang diringkas

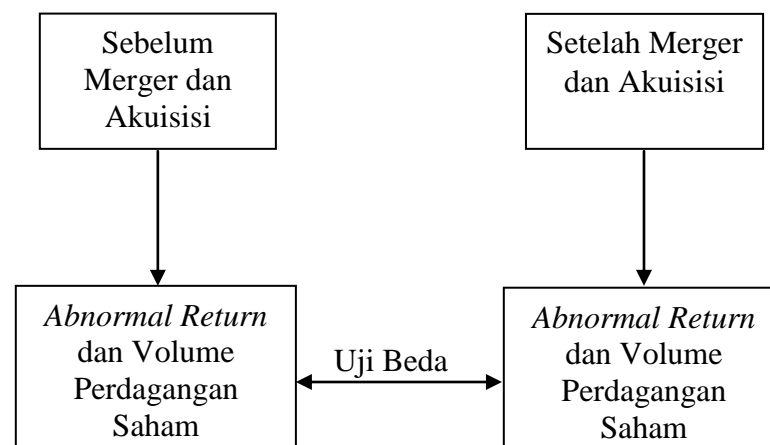
Penelitian ini memiliki beberapa perbedaan dengan penelitian terdahulu yang telah dilakukan. Perbedaan tersebut terletak pada perbedaan variabel yang

digunakan dalam penelitian. Serta perbedaan tahun periode sampel penelitian yang digunakan adalah dari tahun 2008 hingga tahun 2013.

2.2 Kerangka Pemikiran

Merger dan akuisisi merupakan salah satu strategi dapat dilakukan perusahaan untuk mempercepat pertumbuhan perusahaan. Pengumuman merger dan akuisisi dapat mengakibatkan timbulnya reaksi pada pasar saham. Reaksi tersebut dapat dilihat dari perubahan harga saham yang pada akhirnya dapat mengindikasikan besarnya jumlah *abnormal return* diterima oleh para pemegang saham dan dapat dilihat dari perubahan volume perdagangan saham. Adapun kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.3 di bawah ini:

Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Jurnal oleh Nike Astria (2013), Aritonang, *et al* (2009), dan Ulfi Maryati (2012) yang disesuaikan

2.3 Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap *Abnormal Return*

Berdasarkan landasan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, suatu kegiatan (merger dan akuisisi) yang dilakukan oleh suatu perusahaan mempunyai kemungkinan mempengaruhi harga saham dari perusahaan yang bersangkutan di bursa efek. Tindakan/aksi emiten mempunyai keterkaitan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan kinerja keuangan perusahaan, kelangsungan hidup perusahaan, mempengaruhi pertumbuhan perusahaan serta manajemen perusahaan, sehingga akan memberikan pengaruh terhadap harga saham. Perubahan harga saham yang terjadi dapat mengindikasikan besarnya kemakmuran yang diperoleh para pemegang saham melalui jumlah *abnormal return* yang mereka terima.

Nike Astria (2013) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Berbeda dengan Dyaksa Widyaputra (2006) yang menunjukkan bahwa *abnormal return* perusahaan sebelum merger dan akuisisi tidak berbeda dengan *abnormal return* setelah merger dan akuisisi.

H1: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi

2.3.2 Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Volume Perdagangan Saham

Informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar. Salah satu informasi tersebut adalah pengumuman

merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan. Kandungan informasi yang dimiliki dalam suatu pengumuman akan menimbulkan reaksi suatu pasar. Selain dengan melihat harga saham, reaksi suatu pasar juga dapat dilihat pada volume saham yang diperdagangkan. Volume perdagangan saham merupakan suatu fungsi peningkatan dari perubahan harga saham, dimana harga merefleksikan tingkat informasi.

Ulfi Maryati (2012) menunjukkan hasil pengujian kumulatif rata-rata TVA dengan event window 11 hari bahwa kumulatif rata-rata TVA setelah event lebih besar dibandingkan dengan sebelum event, dan pengumuman merger berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan saham. Aritonang, *et al* (2009) menghasilkan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi untuk periode lima hari di seputar pengumuman.

H2: Terdapat perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.1.1 Variabel Penelitian

Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*) yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*informasi content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Beberapa variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel independen, variabel dependen, dan variabel moderating.

1. Variabel independen

Variabel independen adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel dependen, baik berpengaruh secara positif maupun negatif. Variabel independen dalam penelitian ini adalah pengumuman merger dan akuisisi.

2. Variabel dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen. *Abnormal return* dan volume perdagangan saham digunakan dalam penelitian ini sebagai variabel dependen.

3.1.2 Definisi Operasional Variabel

Pengujian *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*) seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Menghitung rata-rata *abnormal return*:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = Average Abnormal Return pada hari ke t

AR_{it} = abnormal return untuk sekuritas i pada hari ke t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Abnormal return merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Menghitung *abnormal return*:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *return* sesungguhnya (*actual return*) saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi (*expected return*) pada hari ke t

Actual return saham diperoleh dengan mencari selisih antara harga saham penutupan harian dikurangi harga saham hari sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham hari sebelumnya. Menghitung *actual return*:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada hari ke t

P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

Selanjutnya *expected return* dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model*. Dalam model ini, *expected return* merupakan *return* saham yang diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Menghitung *expected return*:

$$E(R_{it}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi pada hari ke t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t-1

Volume perdagangan saham adalah jumlah saham yang diperdagangkan di bursa pada waktu tertentu. Untuk menghitung volume perdagangan saham diukur dengan:

$$TVA = \frac{\text{jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{jumlah saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Keterangan:

TVA = *Trading Volume Activity* (volume perdagangan saham)

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melakukan merger dan akuisisi.

3.2.2 Sampel

Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah perbankan yang melakukan merger dan akuisisi. Selain itu perbankan melakukan merger dan akuisisi setelah perbankan tersebut *go public*. Perbankan mempunyai tanggal merger dan akuisisi yang jelas. Perbankan masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian selama 6 tahun, yaitu dari tahun 2008 sampai tahun 2013.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan di atas, terdapat 9 perbankan yang melakukan merger dan akuisisi. Diantaranya 3 perbankan melakukan merger dan 6 perbankan melakukan akuisisi. Sejumlah perbankan yang dapat dijadikan sampel tersebut dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 3.1**Daftar Sampel**

No	Kode Saham	Nama Perbankan	Tanggal M&A	Keterangan
1	MCOR	PT Bank Windu Kentjana Internasional Tbk.	18 Jan 2008	Merger
2	BNGA	PT Bank CIMB Niaga Tbk.	3 Nov 2008	Merger
3	NISP	PT Bank OCBC NISP Tbk.	3 Jan 2011	Merger
4	BBKP	PT Bank Bukopin Tbk.	31 Mar 2008	Akuisisi
5	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk.	5 Mei 2008	Akuisisi
6	BBCA	PT Bank Central Asia Tbk.	12 Jun 2009	Akuisisi
7	BNLI	PT Bank Permata Tbk.	8 Des 2010	Akuisisi
8	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	3 Mar 2011	Akuisisi
9	BJBR	PT BPD Jawa Barat dan Banten Tbk.	28 Sept 2012	Akuisisi

Sumber: ICMD, dan IDX

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari pihak lain atau pihak luar yakni dari bank-bank yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data sekunder dalam penelitian ini adalah:

1. Data perbankan yang mengumumkan aktivitas merger dan akuisisi pada periode 2008-2013
2. Data mengenai tanggal pengumuman merger dan akuisisi untuk masing-masing sampel perbankan

3. Data harga saham harian dan Indeks Harga Saham Gabungan selama periode pengamatan
4. Data volume perdagangan saham harian selama periode pengamatan

3.3.2 Sumber Data

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari pihak lain yang telah dipublikasi. Adapun data-data dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai macam sumber, yaitu *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), yahoo finance, dan situs <http://www.idx.co.id>.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah mengumpulkan data yang dilakukan dengan sumber dokumen maupun buku-buku, koran, majalah, dan lain-lain.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis dilakukan dengan uji statistik melalui pengolahan data yang dilakukan dengan SPSS 21 for Windows. Sehingga pada akhirnya akan memperoleh kesimpulan diterima atau ditolaknya hipotesis penelitian yang ada. Langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut:

1. Menentukan periode peristiwa (*event period*) atau disebut juga sebagai periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Dalam periode ini menggunakan periode jendela 11 hari, 5 hari sebelum merger dan akuisisi

hingga 5 hari setelah merger dan akuisisi. Alasan menggunakan periode jendela 11 hari adalah untuk menghindari adanya pengaruh dari peristiwa lain. Jika periode jendela terlalu panjang akan menghilangkan dampak peristiwa tersebut.

2. Menghitung *return* realisasi (*realized return*) masing-masing sampel perbankan dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada hari ke t

P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

3. Menghitung *return* ekspektasi (*expected return*) dengan rumus:

$$E(R_{it}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi pada hari ke t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t-1

4. Menghitung *return* tidak normal (*abnormal return*), dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *return* realisasi (*realized return*) saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi (*expected return*) pada hari ke t

5. Menghitung rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*) menggunakan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k}$$

Keterangan:

AAR_t = Average Abnormal Return pada hari ke t

AR_{it} = abnormal return untuk sekuritas i pada hari ke t

k = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

6. Menghitung volume perdagangan saham menggunakan rumus:

$$TVA = \frac{\text{jumlah saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{jumlah saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Keterangan:

TVA = *Trading Volume Activity* (volume perdagangan saham)

7. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif (Ghozali, 2011) memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang terdiri dari jumlah sampel (N), rata-rata sampel (mean), nilai maksimum, nilai minimum, serta standar deviasi.

8. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data digunakan untuk melihat apakah suatu data berdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji *kolmogorov smirnov* untuk jumlah sampel banyak atau uji *shapiro-wilk* untuk jumlah sampel sedikit. Apabila data terdistribusi secara normal, maka uji hipotesis yang digunakan adalah *paired sample t-test*. Namun apabila data tidak terdistribusi secara normal, maka uji hipotesis yang digunakan adalah *wilcoxon signed rank test*.

9. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji statistik berupa uji parametik *paired sample t-test*. *Paired sample t-test* digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada perusahaan pelaku merger dan akuisisi pada saat sebelum dan setelah merger dan akuisisi dilakukan. *Wilcoxon Signed Rank Test* merupakan uji statistik non parametik yang digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perubahan signifikan *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada perusahaan pelaku merger dan akuisisi sebelum dan setelah merger dan akuisisi dilakukan.