

PERBEDAAN ACTUAL RETURN, ABNORMAL RETURN, TRADING VOLUME ACTIVITY DAN SECURITY RETURN VARIABILITY SAHAM SEBELUM DAN SETELAH MERGER

Nurussobakh

Program Studi Pendidikan Ekonomi, STKIP PGRI Pasuruan,
Jl. Kihadjar Dewantoro, Pasuruan.

Abstract: A research was needed for knowing how far merger could build positive impact to the development of a company. By compiling this research, we tried to know the average of actual return, abnormal return, trading volume activity (TVA) and security return variability (SRV) of share before and after merger in 2006 at the companies listed in BEI. This research used purposive sampling in defining the samples of research. The period of research was 50 days divided into 25 days before merger and 25 days after merger. Besides, the examination was done continuously for 40 days, 30 days, 20 days, and 10 days in the period of research to know how fast merger showed the significant difference to the four variables examined. The research showed that the average of actual return and abnormal return of share of the companies had gone higher or relative low before and after merger. On the other hand, the average of TVA had gone higher or relative high and the average of SRV had gone lower down or relative high. The statistic showed that there was no significant difference happened to actual return, abnormal return and SRV of share of companies before and after merger. On other hand, TVA of share showed a significant difference based on asymptotic significant.

Keywords: actual return, abnormal return, Trading Volume Activity (TVA), Security Return Variability (SRV), merger.

Merger dilakukan oleh perusahaan-perusahaan untuk memperoleh manfaat sinergi sebagai akibat dari penggabungan dua atau lebih perusahaan. Di Indonesia merger pernah dilakukan oleh perusahaan perbankan, dimana ketika bank-bank swasta atau bank pemerintah dipandang tidak efisien lagi dalam menjalankan usahanya atau dalam hal memenuhi persyaratan permodalan yang disyaratkan oleh Bank Indonesia dimana ketika

mereka tidak memenuhi syarat maka cara yang paling strategis yang diambil manajemen dan pemilik perusahaan adalah dengan melakukan merger. Merger dilakukan dengan harapan dapat dicapai efisiensi dan pada ujungnya adalah untuk meningkatkan *return* atau penerimaan perusahaan. Beberapa bank swasta yang melakukan merger adalah seperti bank Bali, Permata Bank atau bank pemerintah seperti

Korespondensi dengan Penulis:

Nurussobakh: Telp +62 343 421 984

E-mail: sangadji_23@yahoo.com

dahulu Bank Pembangunan Indonesia (BAPINDO) dimerger dan mengambil nama baru menjadi Bank Mandiri. Fenomena ini juga banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan swasta di luar lembaga keuangan dan perbankan. Ketika saham mereka mengalami penurunan harga di bursa efek, kemampuan investasi menjadi lemah, kemampuan membayar hutang-hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang menjadi lemah maka biasanya cara yang ditempuh untuk meningkatkan kinerja perusahaan baik itu kinerja keuangan maupun kinerja usaha maka jalan yang ditempuh adalah dengan melakukan merger. Penelitian Martono dkk (2002) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan mengadakan merger pada umumnya disebabkan oleh berbagai alasan yaitu alasan upaya peningkatan penjualan, penghematan biaya operasi, perbaikan manajemen, pengaruh informasi, pertumbuhan perusahaan, pengalihan kekayaan, alasan-alasan pajak, keuntungan-keuntungan *leverage* dan alasan pribadi. Birgham dan Gapenski (2006) juga mengemukakan bahwa alasan utama perusahaan melakukan merger adalah untuk memperoleh manfaat sinergi sebagai kakibat penggabungan dua atau lebih perusahaan, sedangkan Weston dan Brigham (2005) mengemukakan bahwa pada merger yang bersifat sinergistik akan mengakibatkan nilai perusahaan setelah merger lebih besar dari penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger. Namun demikian keputusan merger selain membawa manfaat ia juga tidak lepas dari permasalahan yang akan dihadapi. Karena dalam melaksanakan merger membutuhkan waktu yang lama, kurang tepatnya waktu merger akan mengakibatkan biaya tinggi yang berpotensi menimbulkan konflik dan hasilnya belum tentu sesuai dengan harapan. Yang menjadi persoalan adalah apakah merger itu selalu akan mendatangkan peningkatan *Actual Return*, *Abnormal Return*, *Trading Volume Activity* (TVA), dan *Security Return Variability* (SRV) Saham Sebelum dan Setelah Merger dan peningkatan

tingkat kesehatan perusahaan yang lain yang dapat dilihat melalui indikator kinerja keuangan sebuah perusahaan. Pertanyaan ini menjadi penting diajukan karena, perusahaan jangan sampai serta merta mengadakan merger tanpa memperhatikan variabel-variabel apa sajakah yang berpengaruh terhadap keberhasilan merger itu. Jika tidak diperhatikan variabel-variabel tertentu maka merger justru akan membuat perusahaan menjadi terpuruk. Variabel-variabel itu seperti *actual Return*, *Abnormal Return*, *TradingVolume Activity* dan *Security Return Variabiity*. Di samping itu kondisi ekonomi dunia dan Indonesia yang sedang mengalami kelesuan ekonomi jika tidak dipertimbangkan dengan baik maka merger tidak akan membawa manfaat yang banyak bagi usaha perusahaan setelah merger. Berdasarkan alasan itulah maka penelitian ini dianggap penting untuk dilakukan. Penelitian ini didasari oleh teori signal atau *signaling theory* (Husnan, 2001) yang mengatakan bahwa suatu kebijakan yang diambil oleh emiten, pemerintah atau investor pada prinsipnya memberikan signal atau pertanda kepada pasar tentang kecenderungan atau tren di masa yang akan datang. Hal itu juga sesuai dengan *efficiency market hypothesis* (Nugraha, 2004) yang menyatakan bahwa informasi yang menyebar di pasar modal akan direaksi oleh investor dengan kebijakan harga yang akan diambil terhadap instrumen keuangan di pasar modal, baik informasi itu bersifat *good news* atau *bad news*. Di beberapa negara maju perkembangan merger perusahaan menunjukkan pengaruh yang positif terhadap perkembangan perusahaan hal ini seperti ditunjukkan oleh penelitian (Belkaoui dan Riahi, 2006) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan setelah melakukan merger ternyata mengalami pertumbuhan perusahaan yang sangat signifikan. Dengan merger kondisi keuangan perusahaan jauh lebih sehat, nilai saham perusahaan mengalami kenaikan di bursa, pasar produk menjadi luas yang, dalam jangka penjang sangat

membantu naiknya nilai perusahaan secara menyeluruh. Hasil penelitian lain juga didukung oleh penelitian Al-Najjar (2008) menyimpulkan bahwa potensi pertumbuhan perusahaan setelah merger adalah sangat tinggi yang diukur oleh profitabilitas dan reputasi perusahaan. Beberapa penelitian lain yang dilakukan di Indonesia mengenai pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan diantaranya adalah yang dilakukan Payamta dan Setiawan (2004) meneliti pengaruh merger dan akuisisi kinerja keuangan perusahaan Indonesia yang melakukan merger dan akuisisi. Dari rasio-rasio keuangan yang terdiri rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas hanya rasio *total asset turnover*, *fixed asset turnover*, *return on investment*, *return on equity*, *net profit margin*, *operating profit margin*, *total asset to debt*, *net worth to debt* yang mengalami penurunan signifikan setelah merger dan akuisisi. Sedangkan rasio lainnya tidak mengalami perubahan signifikan. Dari sisi *abnormal return* menunjukkan sebelum merger dan akuisisi positif, namun setelah pengumuman merger dan akuisisi justru negatif. Penelitian ini menyimpulkan kinerja keuangan dari sisi rasio keuangan, merger dan akuisisi tidak menimbulkan sinergi bagi perusahaan melakukan dengan kata lain, motif ekonomis bukanlah motif utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Sedangkan dari sisi kinerja saham mengalami penurunan setelah pengumuman merger dan akuisisi dimana investor menganggap merger dan akuisisi yang dilakukan tidak menimbulkan sinergi bagi perusahaan, bahkan menjadi *reserve synergy*. Widjanarko (2006) meneliti perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 1998-2002. Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan pada kinerja keuangan berdasarkan rasio profitabilitas dan *leverage*. Penelitian tersebut menyimpulkan penyebab kemungkinan tidak signifikan karena cara merger dan akuisisi dan pemilihan perusahaan target yang salah. Penelitian ini menyimpulkan adanya *abnormal*

return yang signifikan saat pengumuman merger dan akuisisi oleh akuisitor mengakibatkan *abnormal return* bagi saham non akuisitor atau terjadi transfer informasi. Sutrisno dan Sumarsih (2004) meneliti pengaruh merger dan akuisisi terhadap return saham dalam jangka panjang. Hasilnya menunjukkan merger dan akuisisi memiliki dampak terhadap *return* saham, dimana *return* saham dapat bernilai positif atau negatif walaupun tidak signifikan secara statistik. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui sejauhmana perbedaan *actual return*, *abnormal return*, TVA, dan SRV saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.

HIPOTESIS

- H₁ : Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *actual return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.
- H₂ : Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.
- H₃ : Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *trading volume activity* (TVA) saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.
- H₄ : Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *security return variability* (SRV) saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.

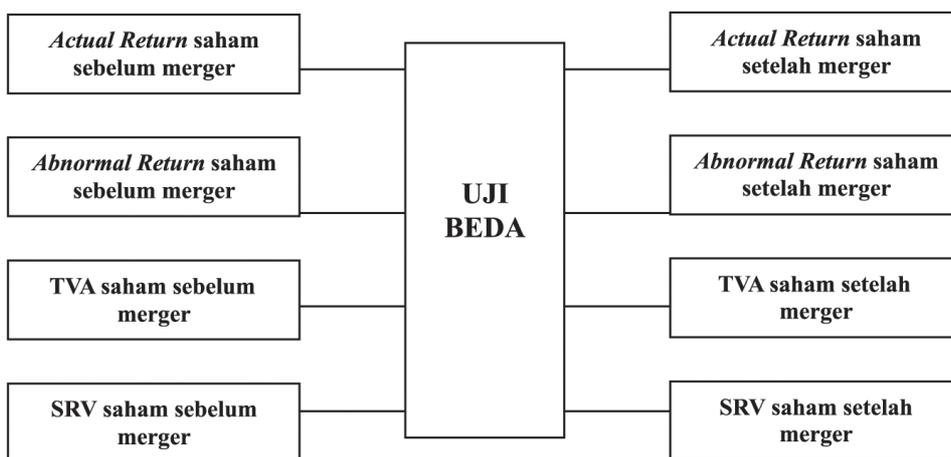
METODE

Penelitian ini menggunakan *event study*, yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu

peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2003). *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga untuk menguji efisiensi pasar setengah kuat. Pengujian kandungan informasi digunakan untuk melihat reaksi pasar atas adanya suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi. Sedangkan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat secara informasi jika para investor bereaksi dengan cepat untuk menyerap *abnormal return*. Penelitian ini merupakan penelitian komparasi kausal yang bersifat kuantitatif. Maksudnya penelitian ini bertujuan untuk melihat perbedaan empat variabel yaitu antara *actual return*, *abnormal return*, *trading volume activity* (TVA), dan *security return variability* (SRV) saham pada saat sebelum dan setelah pengumuman merger. Berikut ini rancangan penelitian dalam Gambar 1.

Event dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman merger yang dilakukan oleh perusahaan merger tahun 2006 dan telah *listing* di BEI. Periode waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah periode jendela, yaitu selama 51 hari pergerakan bursa, yang dibagi menjadi tiga periode pengamatan yaitu 25 hari pergerakan bursa sebelum merger, 1 hari saat pengumuman merger, dan 25 hari pergerakan bursa setelah merger. Periode sebelum peristiwa (*pre event*) digunakan untuk melihat apakah terjadi kebocoran informasi sebelum informasi diumumkan, periode saat peristiwa (*event date*) digunakan untuk melihat reaksi pasar pada saat informasi tersebut diumumkan di pasar, dan periode setelah peristiwa (*post event*) digunakan untuk melihat seberapa cepat informasi yang tersedia digunakan oleh pasar.

Dalam penelitian ini periode estimasi dilakukan selama 100 hari sebelum tanggal pengumuman merger dan 51 hari *event period*. Hal itu dipilih dengan pertimbangan bahwa jika penelitian sebelumnya banyak peneliti yang menggunakan t_{-22} , t_0 dan t_{+22} maka peneliti kali ini



Gambar 1. Model Rancangan Penelitian

KEUANGAN ■■■■■

mencoba periode yang sedikit lebih panjang selain untuk membedakan penelitian ini dengan sebelumnya, juga karena penelitian menggunakan data harian dan peristiwa merger dianggap memiliki nilai ekonomis yang sulit ditentukan maka periode jendelanya dapat lebih panjang (Jogiyanto, 2003).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan merger tahun 2006, dan diperoleh 9 perusahaan. Kemudian dengan teknik *purposive sampling* diambil sampel sebanyak 4 perusahaan sebagai berikut:

Tabel 1. Daftar Sampel Penelitian

No.	Kode Emiten	Nama emiten	Sektor	Tanggal Pengumuman
1	KLBF	PT.Kalbe Farma,Tbk.	Farmasi	16 Januari 2006
2	MITI	PT.Siwani Trimitra,Tbk.	Jasa Keuangan	20 April 2006
3	BUMI	PT.Bumi Resources,Tbk.	Pertambangan	16 Juni 2006
4	META	PT.Meta Media Technologis,Tbk	Grosir dan retail	14 Agustus 2006

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2006*,
Harian Bisnis Indonesia

HASIL

Adapun jenis-jenis data dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 2.

Rata-rata *Actual Return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 2. Jenis Data dan Sumber Data

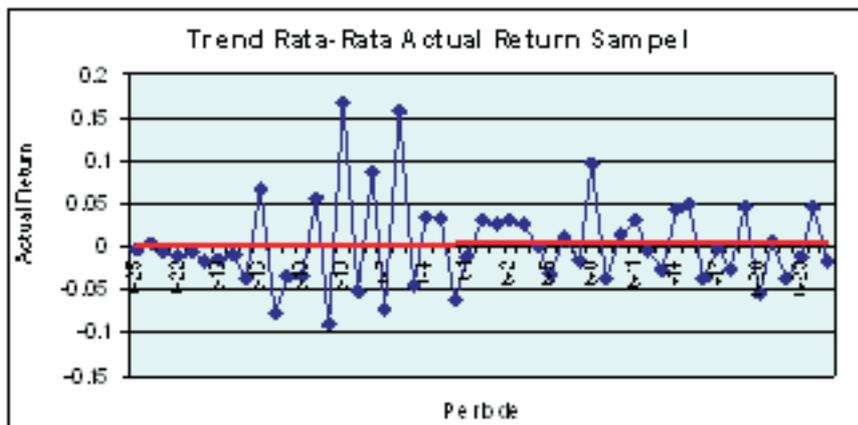
No.	Jenis Data	Sumber Data
1.	Daftar perusahaan emiten yang telah ditetapkan menjadi sampel penelitian beserta tanggal pengumuman merger.	<i>JSX Monthly Statistic 2006</i> , <i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2006</i> , dan www.jsx.co.id .
2.	Daftar harga saham harian perusahaan sampel selama 51 hari periode pengamatan yang diperoleh.	www.jsx.co.id , <i>Daily Stock Quotation</i> , <i>Harian Bisnis Indonesia</i> periode 2005 - 2006.
3.	Daftar jumlah saham beredar harian selama 51 hari periode pengamatan.	<i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2006</i>
4.	Daftar jumlah saham yang diperdagangkan (dalam harian) selama 51 hari periode pengamatan.	<i>Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2006</i>
5.	Daftar Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian selama 51 hari periode pengamatan.	<i>Harian Bisnis Indonesia</i> periode 2005 - 2006.

Tabel 3. Rata—rata Harian *Actual Return* Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Keterangan	Periode Pengamatan	
	Sebelum	Setelah
Rata-rata <i>Actual Return</i>	0,0011	0,0050
Standar Deviasi	0,0651	0,0400

Sumber: Data Diolah, 2007.

Rata-rata *actual return* sebelum pengumuman merger sebesar 0,0011 dan rata-rata *actual return* setelah pengumuman merger adalah sebesar 0,0050 menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *actual return* sebesar 0,0039 pada periode setelah merger. Hal ini mengindikasikan bahwa kandungan informasi dari pengumuman merger tersebut cepat diserap oleh pasar, sehingga mampu memberi kesempatan yang besar untuk memperoleh *actual return* yang lebih tinggi. Pergerakan *actual return* saham seluruh perusahaan sampel yang terjadi selama periode pengamatan ditunjukkan pada Gambar 3.



Gambar 3. Grafik Rata-rata Harian *Actual Return* Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Adapun perubahan nilai *actual return* saham pada setiap perusahaan sampel selama periode pengamatan, disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Rata-rata Harian *Actual Return* Saham Setiap Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Kode Emiten	Periode		Selisih	Keterangan
	Sebelum	Setelah		
KLBF	0,0100	0,0059	-0,0041	Turun
MITI	-0,0025	-0,0091	-0,0065	Turun
BUMI	-0,0053	0,0024	0,0077	Naik
META	0,0018	0,0208	0,0190	Naik

Sumber: Data diolah, 2007.

Rata-rata abnormal return saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang listing di BEI ditunjukkan pada Tabel 5.

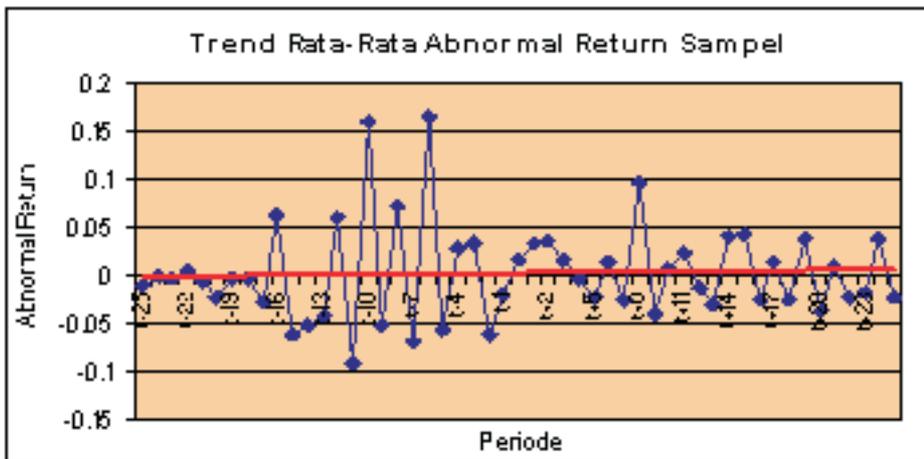
Tabel 5. Rata-rata Harian *Abnormal Return* Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Keterangan	Periode Pengamatan	
	Sebelum	Setelah
Rata-rata <i>Abnormal Return</i>	-0,0003	0,0052
Standar Deviasi	0,0648	0,0336

Sumber: Data diolah, 2007.

Berdasarkan Tabel 5, dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman merger adalah sebesar -0,0003 dan nilai rata-rata *abnormal return* saham setelah pengumuman merger adalah sebesar 0,0052. Hal itu mengindikasikan bahwa terjadi peningkatan rata-rata *abnormal return* saham pada seluruh perusahaan sampel.

Perubahan nilai rata-rata tersebut juga memberikan makna bahwa pengumuman merger mengandung informasi yang mampu menimbulkan terjadinya *abnormal return*. Secara grafik pergerakan rata-rata *abnormal return* saham pada seluruh perusahaan sampel sebagaimana pada Gambar 4.



Gambar 4. Grafik Rata-rata Harian *Abnormal Return* Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Adapun perubahan nilai *abnormal return* saham pada setiap perusahaan sampel selama periode pengamatan, disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6. Rata-rata Harian *Abnormal Return* Saham Setiap Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Kode Emiten	Periode		Selisih	Keterangan
	Sebelum	Setelah		
KLBF	0,0049	0,0058	0,0009	Naik
MITI	-0,009	-0,0056	0,0034	Naik
BUMI	0,0028	0,0021	-0,0007	Turun
META	0,0001	0,0183	0,0181	Naik

Sumber: Data diolah, 2007.

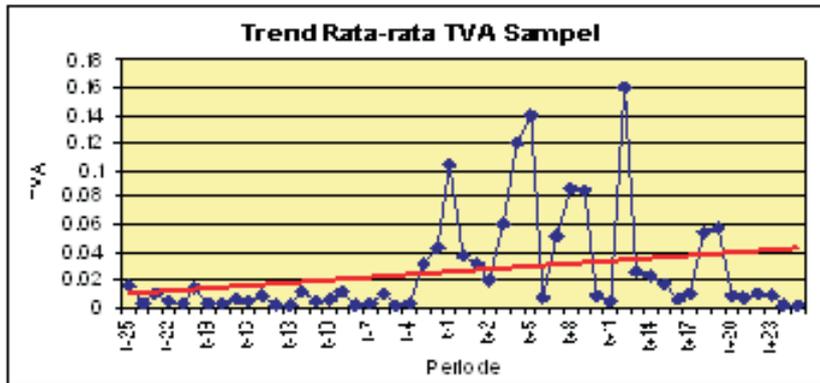
Sedangkan rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham perusahaan sebelum dan setelah merger pada tahun 2006 perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEI ditunjukkan pada Tabel 7.

Tabel 7. Rata-rata Harian *Trading Volume Activity* (TVA) Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Keterangan	Periode Pengamatan	
	Sebelum	Setelah
Rata-rata TVA	0,0123	0,0402
Standar Deviasi	0,0213	0,0013

Sumber: Data diolah, 2007.

Dari Tabel 7 dapat diketahui bahwa nilai rata-rata TVA seluruh perusahaan sampel pada periode sebelum merger adalah sebesar 0,0123 dan nilai rata-rata TVA pada periode setelah merger adalah sebesar 0,0402. Berdasarkan nilai tersebut menunjukkan secara rata-rata terjadi peningkatan aktivitas volume perdagangan sebesar 0,0279 selama periode pengamatan (25 hari sebelum merger, 1 hari pada saat merger dan 25 hari setelah merger). Adapun pergerakan rata-rata TVA pada seluruh sampel selama periode pengamatan, disajikan pada Gambar 5.



Gambar 5. Grafik Rata-rata Harian *Trading Volume Activity* (TVA) Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Adapun nilai TVA pada setiap perusahaan sampel selama periode pengamatan disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8. Rata-rata Harian *Trading Volume Activity* (TVA) Saham Setiap Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Kode Emiten	Periode		Selisih	Keterangan
	Sebelum	Setelah		
KLBF	0,004	0,0041	0,0001	Naik
MITI	0,041	0,1519	0,1109	Naik
BUMI	0,0043	0,0018	-0,0025	Turun
META	0,0000	0,0032	0,0032	Naik

Sumber: Data diolah, 2007.

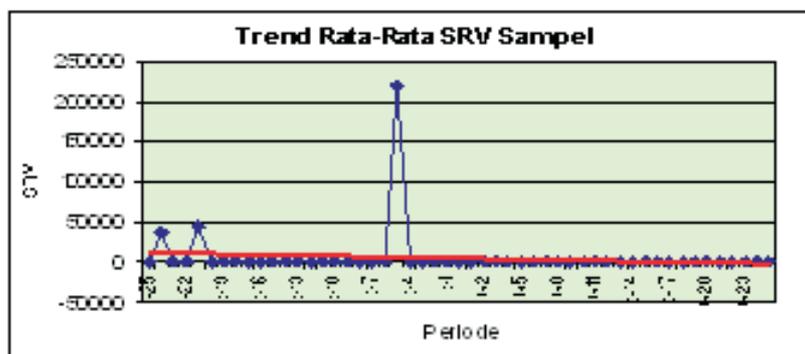
Rata-rata *Security Return Variability* (SRV) saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI ditunjukkan pada Tabel 9.

Tabel 9. Rata-rata Harian *Security Return Variability* (SRV) Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Keterangan	Periode Pengamatan	
	Sebelum	Setelah
Rata-rata SRV	12241,0811	102,8892
Standar Deviasi	44818,0584	170,4589

Sumber: Data diolah, 2007.

Dari Tabel 9 dapat diketahui bahwa nilai rata-rata SRV seluruh perusahaan sampel sebelum pengumuman merger sebesar 12241,0811 lebih tinggi dari pada SRV setelah pengumuman merger yang bernilai sebesar 102,8892. Hal itu berarti bahwa terjadi penurunan rata-rata SRV seluruh perusahaan sampel karena terjadinya pengumuman merger. Untuk mengetahui fluktuasi pergerakan rata-rata SRV seluruh perusahaan sampel sebagaimana terinci dapat dilihat pada Gambar 6.



Gambar 6. Grafik Rata-rata Harian *Security Return Variability* (SRV) Saham Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

KEUANGAN ■■■■■

Adapun nilai rata-rata SRV pada setiap perusahaan sampel selama periode pengamatan ditunjukkan pada Tabel 10.

Tabel 10. Rata-rata Harian Security Return Variability (SRV) Saham Setiap Perusahaan Sampel Selama Periode Pengamatan

Kode Emiten	Periode		Selisih	Keterangan
	Sebelum	Setelah		
KLBF	13282,75	232,7109	-13050,0391	Turun
MITI	35585,61	73,0787	-35512,5313	Turun
BUMI	45,3712	54,7425	9,3713	Naik
META	50,5889	51,0244	0,4357	Naik

Sumber: Data diolah, 2007.

Pengujian Hipotesis Penelitian

Hasil Pengujian Normalitas Data

Tabel 11. Hasil Uji Normalitas Data pada Setiap Variabel Penelitian

Variabel	Positif	Negatif	K-S Z*	Sig**
Actual Return	0,225	-0,197	3,215	0,000
Abnormal Return	0,226	-0,209	3,227	0,000
TVA	0,389	-0,378	5,558	0,000
SRV	0,502	-0,462	7,166	0,000

Sumber: Data diolah, 2007.

Keterangan:

* : Kolmogorof-Smirnov test Z

** : Asymp. Sig. 2-tailed

Suatu data dikatakan berdistribusi normal jika probabilitas nilai $(K-S) = \mu$ dengan tingkat signifikansi 5%, maka data tersebut disebut

normal. Begitu pula sebaliknya, jika probabilitas nilai $(K-S) = \mu$ dengan tingkat signifikansi 5%, maka data tersebut disebut tidak normal. Dengan demikian, dari Tabel 11 dapat diketahui bahwa semua variabel penelitian berdistribusi tidak normal karena nilai *Asymp. Sig. 2-tailed* pada semua variabel bernilai 0,000 = 0,05 (di bawah tingkat signifikansi). Jika distribusi data yang tidak normal diuji dengan menggunakan statistik parametrik akan menimbulkan nilai yang bias, sehingga dalam menguji hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan statistik non parametrik dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

Hasil Pengujian Hipotesis

Perbedaan signifikansi rata-rata *actual return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI ditunjukkan pada Tabel 12.

Berdasarkan hasil uji hipotesis dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan tingkat signifikansi 5% dapat diketahui bahwa, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *actual return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI. Hal ini dibuktikan dari hasil *asymptotic significance* dari rata-rata *actual return* seluruh sampel yang bernilai sebesar 0,476 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (0,476=0,05) yang berarti H_0 diterima.

Adapun perbedaan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 ditunjukkan pada Tabel 13.

Tabel 12. Hasil Uji Hipotesis Actual Return Saham Sebelum dan Setelah Merger

Periode Pengamatan	N	Rata-rata		Sig.
		Negatif	Positif	
Sebelum-setelah merger PT. Kalbe Farma, Tbk	25	12,67	11,27	0,670
Sebelum-setelah merger PT. Siwani Trimitra, Tbk	25	7,45	11,21	0,924
Sebelum-setelah merger PT. Bumi Resources, Tbk	25	9,96	15,50	0,558
Sebelum-setelah merger PT. Meta Media Tech., Tbk	25	13,50	11,90	0,415
Sebelum-setelah merger Seluruh Sampel	100	12,36	13,50	0,476

Sumber: Data diolah, 2007.

Hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan rata-rata SRV saham perusahaan sebelum dan setelah merger secara signifikan selama periode pengamatan. Hal itu ditunjukkan dari hasil *asymptotic significance* dari rata-rata SRV seluruh sampel adalah sebesar 0,300 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 ($0,300 > 0,05$), yang berarti H_0 diterima.

PEMBAHASAN

Hasil analisis tentang perbedaan signifikansi rata-rata *actual return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI (Tabel 12) sejalan dengan hasil penelitian Darman (2006) yang menyatakan bahwa merger tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham bank umum di Indonesia. *Return* yang dimaksud dalam penelitiannya adalah *actual return* saham. Adapun nilai *asymptotic significance* dari penelitian ini adalah sebesar 0,297 lebih besar dari taraf signifikansi 5% yang digunakan dalam penelitian tersebut, sehingga hipotesis nol diterima.

Adapun dugaan tidak adanya perbedaan rata-rata *actual return* saham selama periode pengamatan ini, dikarenakan tersebarnya informasi asimetris di pasar membuat para pelaku pasar modal khususnya investor tidak mampu memperoleh keuntungan atau *profit taking* atas peristiwa pengumuman merger ini. Dugaan ini didasarkan atas Hartono (2005) yang mengatakan bahwa merger atau akuisisi merupakan peristiwa yang memerlukan evaluasi cukup lama bagi investor untuk menentukan sebagai kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*), sedangkan periode pengamatan dalam penelitian ini hanya selama 50 hari (25 hari sebelum dan 25 hari setelah merger).

Pasar dikatakan tidak efisien jika kecepatan penyesuaian cukup lama dan berlarut-larut,

sehingga ini mengindikasikan adanya distribusi informasi yang belum simetris (Hartono, 2005). Kondisi asimetris informasi ini menyebabkan rata-rata *actual return* saham tidak mengalami perubahan berarti (tidak berbeda dari sebelumnya).

Begitu pula dengan hasil perhitungan *acid test* yang diketahui dari nilai *asymptotic significance* selama 40 hari pengamatan sebesar 0,737, selama 30 hari pengamatan sebesar 0,910, selama 20 hari pengamatan sebesar 0,508 dan selama 10 hari pengamatan sebesar 0,686 membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan rata-rata *actual return* saham sebelum dan setelah merger. Hal ini menunjukkan bahwa pengujian secara beruntun terhadap *actual return* saham selama 50 sampai 10 hari pengamatan tidak mampu membuktikan adanya perbedaan yang signifikan, atau dengan kata lain merger tidak dapat memberikan manfaat sinergi bagi perusahaan selama periode ini (memerlukan periode yang lebih panjang). Hal ini sampai terjadi diduga kuat disebabkan oleh distorsi kondisi ekonomi yang diakibatkan krisis ekonomi. Hasil penelitian juga mendukung penelitian Payamta dan Setyawan (2004) yang menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan kinerja perusahaan manufaktur yang *go public* diukur dari rasio keuangan dimana dari 10 rasio yang hanya memenuhi persyaratan hanya 1 rasio. Begitu pula penelitian Yudyatmoko (2003) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan (*Net Profit Margin*) selama 3 tahun sebelum dan 3 sesudah dilakukan merger dan akuisisi. Temuan ini sesungguhnya jika dikaitkan dengan kajian teori maka nampaknya bertentangan, akan tetapi secara rasional dapat dijelaskan bahwa hal ini sampai terjadi karena kondisi ekonomi sampai penelitian ini dilakukan masih belum pulih benar sehingga sangat mempengaruhi kondisi ekonomi nasional dan kehidupan bursa efek. Banyak pemain saham (Investor) masih *wait and see* dalam melakukan transaksi saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Prabowo (2005) yang menyatakan bahwa akuisisi secara jangka pendek berpengaruh secara signifikan terhadap aktivitas perdagangan saham. Namun hasil ini tidak mendukung hasil penelitian dari Prasetyo (2002) yang mengatakan bahwa harga saham dan volume perdagangan saham selama 22 hari sebelum dan 22 hari setelah merger dan akuisisi tidak berbeda secara signifikan dengan hasil perhitungan probabilitas t sebesar 0,441 lebih besar dari taraf signifikansi 5%. Begitu pula yang dikemukakan pada *signaling theory* (Husnan, 2001), yang sejalan dengan hasil penelitian ini. Pada *signaling theory* menyatakan bahwa suatu kebijakan yang diambil oleh emiten, pemerintah atau investor pada prinsipnya memberikan *signal* atau pertanda kepada pasar tentang kecenderungan atau tren di masa yang akan datang, yang tercermin dari respon investor secara bersama-sama terhadap informasi yang ada sehingga dapat berpengaruh pada nilai perusahaan dan tercermin pada perubahan harga saham. Demikian halnya dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan adanya pengaruh TVA saham karena pengumuman merger, yang berarti bahwa kebijakan yang dilakukan emiten yang dalam hal ini adalah merger mampu memunculkan reaksi investor dalam bentuk terjadinya perbedaan rata-rata TVA saham sebelum dan setelah merger. Hasil penelitian mendukung penelitian Johnsen (2002), Charest (2003) yang menyatakan bahwa harga saham dan TVA bereaksi positif dan signifikan setelah dilakukan merger perusahaan. Begitu pula hasil penelitian Altunbas dan Yener (2006) menyatakan bahwa ada perubahan yang signifikan dari skala ekonomi perbankan akibat merger, penelitian ini mengungkapkan akibat merger bank-bank kecil profit efisiensinya lebih baik dibandingkan dengan bank-bank besar, sedangkan efisiensi biaya bank-bank kecil dan besar meningkat. Hasil perhitungan *acid test* secara beruntun selama 40 hari, 30 hari, 20 hari, dan 10 hari pengamatan menunjukkan hasil yang

berbeda dari periode pengamatan sebelumnya (50 hari pengamatan). Jika selama 50 hari pengamatan rata-rata TVA saham perusahaan sampel mengalami perbedaan signifikan, tidak demikian dengan hasil perhitungan *acid test*. Selama 40 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,093 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 40 hari pengamatan merger tidak terbukti terdapat perbedaan secara signifikan. Selama 30 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,334 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 30 hari pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata TVA saham pada perusahaan sampel.

Selama 20 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,959 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 20 hari pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata TVA saham pada perusahaan sampel. Begitu pula selama 10 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,225 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 10 hari pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata TVA saham pada perusahaan sampel. Dari hasil pengujian kecepatan secara beruntun ini, dapat disimpulkan bahwa rata-rata TVA saham mengalami perbedaan signifikan selama 50 hari pengamatan saja dan tidak berbeda secara signifikan selama periode 40 hari sampai 10 hari pengamatan.

Walaupun secara deskriptif rata-rata SRV mengalami penurunan, tetapi hasil analisis secara statistik menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan (Tabel 15). Hal ini berarti bahwa informasi asimetris di pasar telah mengalami penurunan karena ada sebagian pelaku pasar yang memiliki informasi lebih dibandingkan pelaku pasar yang lain sehingga mereka mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pada pelaku pasar yang tidak memiliki informasi

tersebut. Namun hal itu tidak terbukti secara statistik.

Hasil penelitian ini tidak dapat dibandingkan dengan penelitian yang lain karena pada saat penelitian ini dilakukan peneliti belum menemukan penelitian lain yang mengukur SRV saham pada perusahaan yang melakukan merger. Berdasarkan *signaling theory* (Husnan, 2001) menyatakan bahwa suatu kebijakan yang diambil oleh emiten, pemerintah atau investor pada prinsipnya memberikan *signal* atau pertanda kepada pasar tentang kecenderungan atau tren di masa yang akan datang yang tercermin dari respon investor secara bersama-sama terhadap informasi yang ada sehingga dapat berpengaruh pada nilai perusahaan dan tercermin pada perubahan harga saham. Begitu pula dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan tren SRV ke depan tidak mengalami perubahan dari sebelumnya (sebelum merger). Hal ini terlihat dari tidak adanya respon investor pada informasi pengumuman merger yang dilakukan emiten, sehingga hal itu tidak mampu mempengaruhi penyimpangan distribusi *return* (SRV) saham selama periode pengamatan. Hasil perhitungan *acid test* secara beruntun selama 40 hari, 30 hari, 20 hari, dan 10 hari pengamatan menunjukkan hasil yang sejalan dengan periode pengamatan sebelumnya (50 hari pengamatan). Selama 40 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,681 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 40 hari pengamatan merger tidak terbukti terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata SRV saham perusahaan sampel. Selama 30 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,496 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 30 hari pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata SRV saham pada perusahaan sampel. Selama 20 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,959 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 20 hari

pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata SRV saham pada perusahaan sampel. Begitu pula selama 10 hari pengamatan diperoleh nilai *asymptotic significance* sebesar 0,893 lebih besar dari taraf signifikansi 5 % yang berarti selama 10 hari pengamatan terbukti tidak terdapat perbedaan secara signifikan rata-rata SRV saham pada perusahaan sampel. Dari hasil pengujian kecepatan secara beruntun ini, dapat disimpulkan bahwa rata-rata SRV saham tidak mengalami perbedaan signifikan selama 50 hari dengan sampai 10 hari periode pengamatan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari keputusan perusahaan untuk melakukan merger terhadap tingkat pengembalian (*return*) saham yang dalam hal ini adalah *actual return* dan *abnormal return*, tingkat aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*), dan tingkat variabilitas/risiko saham (*security return variability*). Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil penelitian maka disimpulkan: (1) Rata-rata *actual return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI mengalami peningkatan yang relatif kecil. (2) Rata-rata *abnormal return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI juga mengalami fluktuasi yang relatif rendah dan mengalami kenaikan dengan nilai yang relatif kecil. (3) Rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI mengalami peningkatan yang cukup tinggi dan terjadi fluktuasi TVA yang tinggi (4) Rata-rata

Security Return Variability (SRV) saham perusahaan sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI mengalami penurunan yang relatif besar. (5) Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *actual return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI. (6) Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI. (7) Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI. (8) Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *Security Return Variability* (SRV) saham sebelum dan setelah merger tahun 2006 pada perusahaan yang *listing* di BEI.

Saran

Bagi Perusahaan, sebaiknya perusahaan mempertimbangkan dan menganalisis secara teliti terlebih dahulu mengenai keputusan merger yang akan dilakukan, dengan menggunakan beberapa hasil penelitian yang akurat dan pengalaman perusahaan lain yang telah melakukan hal itu agar keputusan merger tersebut mampu memberikan sinergi yang positif bagi perusahaan termasuk para investor. Sebaiknya perusahaan memberikan informasi secara transparan mengenai rencana kebijakan merger yang akan dan telah dilakukan, agar tidak hanya menguntungkan beberapa pihak saja dan merugikan pihak yang lain khususnya para investor. Sebaiknya perusahaan menerapkan manajemen konflik yang baik terhadap sumber-sumber dalam perusahaan yang tergabung dalam merger, baik sumber daya manusia, teknologi, dan sumber daya alam (input) yang digunakan perusahaan dalam operasinya.

Bagi investor, dengan adanya informasi pengumuman merger yang akan dan telah dilakukan perusahaan emiten, sebaiknya para investor mengambil keputusan dengan menganalisis lebih lanjut mengenai kesahihan

informasi dan tingkat kepercayaan informasi yang tersebar di pasar agar tidak terjebak pada kondisi pasar yang kurang menguntungkan atau dapat dengan mudah dibodohi emiten. Sebaiknya para investor memiliki pengetahuan dan kemampuan yang baik dalam menganalisa kondisi pasar, sehingga mampu dengan cepat bereaksi dengan strategi dan analisa yang matang terhadap adanya suatu peristiwa atau informasi yang tersebar di pasar.

Bagi peneliti selanjutnya akan lebih baik jika penelitian berikutnya menggunakan sampel penelitian yang lebih banyak dan dalam satu jenis perusahaan (bidang yang sama), agar hasil perhitungannya lebih mewakili bentuk pasar modal Indonesia. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang (lama) agar efisiensi pelaksanaan merger lebih memperlihatkan hasil yang akurat, sebab menurut Hartono (2005) merger dan akuisisi membutuhkan waktu yang cukup lama untuk dievaluasi. Sebaiknya penelitian selanjutnya menambahkan variabel lain untuk mengukur efisiensi pelaksanaan merger serta memperhitungkan juga aspek non ekonomis dalam pengujian efisiensi pelaksanaan merger ini sehingga memperoleh hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, F. K. 2007. Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities. *Journal of Managerial Finance*, Vol 27, No.3, pp.72-30.
- Altunbas & Yener. 2006. Bank Ownership and Efficiency. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol.33, No.4.
- Astuti, P. 2000. Variabilitas Return Saham di Pasar Modal Indonesia Tahun Laporan 1996. *Kompak*, Vol.23, No.4, hal.617-632.

