

**DAMPAK MERGER DAN AKUISISI TERHADAP *ABNORMAL RETURN*
DAN KINERJA KEUANGAN *BIDDER FIRM* DI SEKITAR TANGGAL
PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI PADA PERUSAHAAN YANG
TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2009-2012**

Vally Auqie

Jurusan Akuntansi / Fakultas Bisnis dan Ekonomika
vallyauqie@yahoo.com

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah pengumuman M&A ini memberikan dampak pada *return* saham dan perubahan kinerja perusahaan bagi pemegang saham *bidder firm* disekitar tanggal pengumuman dengan menguji *abnormal return* (AR), *cumulative abnormal return* (CAR) dan *Return On Asset* (ROA). Analisis yang digunakan untuk mengetahui dampak pengumuman M&A pada *return* saham adalah dengan menggunakan *One Sample t-test* dan Uji *Wilcoxon Signed Rank*. Sedangkan untuk mengetahui perbedaan kinerja sebelum dan sesudah pengumuman M&A dengan menggunakan *Paired T-test*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 32 badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan M&A selama periode 2009-2012 dan 15 badan usaha yang memiliki laporan keuangan satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah pengumuman M&A.

Berdasarkan hasil uji *One Sample T-test*, *Wilcoxon* dan *Paired-T* diperoleh hasil adanya penurunan baik dalam *Abnormal Return*, *Cumulative Abnormal Return* maupun *Return On Asset*. Hal ini menandakan bahwa tidak ada dampak signifikan yang diterima oleh pemegang saham *bidder firm* baik dilihat dari efisiensi pasar maupun kinerja keuangan. Berdasarkan hasil yang diperoleh disarankan agar manajemen perusahaan lebih teliti lagi dalam mengambil keputusan dan akuntan dapat melakukan analisis yang lebih mendalam serta diharapkan investor dapat menggunakan laporan keuangan sebaik-baiknya dan mengambil keputusan secara tepat.

Kata kunci : *merger and acquisition, abnormal return, cumulative abnormal return, return on assets, bidder firm*

Abstract – This study aimed to see if the announcement of M&A have an impact on stock returns and changes in the company's performance for the bidder firm stockholders around the announcement date to examine the abnormal return (AR), cumulative abnormal return (CAR) and Return on Assets (ROA). Analysis used to determine the impact of M&A announcements on stock returns using the One Sample t-test and Wilcoxon Signed Rank Test. As for knowing the difference in performance before and after the announcement of M&A by using paired T-test. This study used a sample of 32 enterprises listed on the Indonesia Stock Exchange who perform M&A during the 2009-2012 period and 15 entities that have financial statements one year before and one year after the announcement of M&A.

Based on the results of the One Sample T-test, Wilcoxon Signed Rank test

and Paired-T obtained a result in a decrease of Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return and Return on Assets. This indicates that no significant impacts are acceptable to the bidder firm shareholders better views of market efficiency and financial performance. Based on the results obtained suggested that the company's management more thoroughly in making decisions and accountants can perform in-depth analysis as well as investors are expected to use their best financial report and take appropriate decisions.

Keywords: *merger and acquisition, abnormal return, cumulative abnormal return, return on assets, bidder firm*

PENDAHULUAN

Era globalisasi saat ini menuntut perusahaan untuk selalu mengembangkan strategi agar dapat bertahan, memiliki daya saing dan terus berkembang di tengah persaingan usaha. Salah satu strategi yang dapat digunakan adalah melalui penggabungan usaha antara dua perusahaan atau lebih, yang biasa disebut Merger dan Akuisisi (M&A). Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu kekuatan untuk memperkuat posisi perusahaan, sedangkan akuisisi merupakan pengambil-alihan sebagian atau keseluruhan saham atau aset perusahaan lain sehingga perusahaan pengambil-alih mempunyai hak kontrol atas perusahaan target (Moin, 2003). Alasan sebuah perusahaan bergabung dengan perusahaan lain atau membeli perusahaan lain, karena M&A ini lebih cepat dan prosesnya lebih mudah daripada jika perusahaan harus membangun usaha sendiri. Terdapat beberapa faktor yang mendasari perusahaan melakukan M&A ini, yaitu motif ekonomi, sinergi, diversifikasi dan non-ekonomi.

Motif ekonomi bertujuan untuk mencapai peningkatan nilai. Oleh karena itu, seluruh aktivitas dan pengambilan keputusan harus diarahkan untuk mencapai tujuan ini. Misalnya, melalui efisiensi produksi, peningkatan penjualan, pemberdayaan dan peningkatan produktivitas sumberdaya manusia. Sinergi merupakan kondisi dimana keadaan secara keseluruhan lebih besar daripada jumlah masing-masing bagian. Menurut Brigham (2006) dalam Moin (2003) mengatakan bahwa pada suatu M&A, sinergi dan nilai setelah M&A akan melebihi jumlah nilai dari perusahaan-perusahaan secara terpisah sebelum M&A terjadi. Nilai tambah yang dimaksud tersebut lebih bersifat jangka panjang. M&A tidak hanya terjadi karena adanya motif ekonomi, melainkan ada motif non

ekonomi juga seperti prestis dan ambisi. Motif ini berasal dari kepentingan personal baik dari manajemen perusahaan maupun dari pemilik perusahaan. Alasan dari motif ini adalah karena para eksekutif didorong oleh “ketamakan” dan kepentingan pribadi. Mereka ingin membangun “kerajaan bisnis” dengan menguasai berbagai sektor industri.

Selain itu, perubahan yang terjadi setelah suatu perusahaan melakukan M&A akan tampak pada kinerja perusahaan dan penampilan keuangan perusahaannya. Hal ini dapat dilihat dalam laporan keuangan perusahaan yang melakukan M&A. Untuk menilai bagaimana keberhasilan M&A yang dilakukan, dapat dilihat dari kinerja pada laporan keuangan perusahaan sebelum dan sesudah melakukan M&A baik bagi *bidder firm* maupun *target firm*. *Bidder Firm* yang dimaksudkan disini adalah perusahaan pengakuisisi, sedangkan *target firm* adalah perusahaan yang diakuisisi. Setelah mengakuisisi, *Bidder Firm* akan tetap berdiri dengan menggunakan identitas dan namanya yang lama dan mendapatkan aset serta kewajiban dari *target firm*, sedangkan *target firm* akan hilang dan menjadi bagian dari *bidding firm* (Ramakrishnan, 2010).

Kinerja merupakan indikator yang dapat menentukan baik atau buruknya suatu keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Pengukuran kinerja ini digunakan oleh perusahaan agar perusahaan dapat terus bersaing dengan perusahaan lain dan bagi investor, informasi ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan apakah akan tetap berinvestasi di perusahaan tersebut atau tidak (Munawir, 1995). Selain itu, nilai pasar dari saham yang dimiliki oleh berbagai pemegang saham merupakan representasi dari kekayaan yang dimiliki oleh pemegang saham. Peningkatan terhadap harga saham dalam pasar modal akan berdampak pada kekayaan pemegang saham. Sebaliknya, jatuhnya harga saham juga menunjukkan adanya penurunan kekayaan pemegang saham. Sebuah peristiwa seperti pengumuman merger, pengumuman perubahan dividend dan pengumuman mendapatkan paten baru kepada publik dapat meningkatkan atau justru menurunkan harga saham perusahaan berkaitan dengan proses yang terjadi (baik *bidder firms* dan *target firms*) karena reaksi yang terjadi dalam *stock market*.

Penelitian ini merupakan *event study*. Dengan menggunakan data pasar keuangan, *event study* mengukur dampak peristiwa tertentu terhadap nilai

perusahaan. Jogiyanto (2008) menjelaskan ada 3 macam bentuk efisiensi pasar, dimana *event study* merupakan salah satu studi yang digunakan untuk mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman dan diukur menggunakan *abnormal return*. Jika *abnormal return* yang dihasilkan ini positif berarti terjadi peningkatan kemakmuran pemegang saham, tetapi jika *abnormal return* yang dihasilkan ini negatif berarti terjadi penurunan kemakmuran pemegang saham (Ramakrishnan, 2010). Selain itu, jika pengumuman M&A ini tidak menghasilkan *abnormal return* ($AR = 0$) menandakan bahwa pengumuman M&A ini tidak memiliki pengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Perubahan kemakmuran inilah yang ingin diukur dengan menggunakan *abnormal return* yaitu dengan membandingkan antara keuntungan yang sesungguhnya (*actual return*) dengan keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

Selain itu, untuk mengukur keberhasilan merger dan akuisisi ini dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan merger dan akuisisi yang tercermin dalam laporan keuangan perusahaan (Barlian, 2003). Menurut teori dalam Moin (2003), ukuran perusahaan pasti akan bertambah besar setelah melakukan merger dan akuisisi. Berdasarkan pengukuran akuntansi, jika skala bertambah besar ditambah dengan sinergi yang diperoleh dari penggabungan usaha, maka laba perusahaan juga meningkat sehingga kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi seharusnya menjadi lebih baik jika dibandingkan dengan sebelum merger dan akuisisi (Payamta, 2004).

Tujuan Penelitian Merger dan Akuisisi

Berbagai penelitian tentang M&A telah banyak dilakukan. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tsung-Ming and Hoshino (2000) di Taiwan mengidentifikasi dampak dari M&A pada harga saham perusahaan pengakuisisi dan kinerja perusahaan dengan mengambil sampel sebanyak 20 perusahaan di Taiwan pada periode 1987-1992. Hasil penelitiannya menemukan adanya *cumulative abnormal return* negatif secara signifikan serta gagal dalam mencapai ekspektasi perbaikan kinerja di masa depan pada operasi perusahaan pengakuisisi. Hal ini bisa terjadi karena adanya ketidaktepatan integrasi *post-merger* pada perusahaan yang diakuisisi dengan perusahaan pengakuisisi yang seperti kita

ketahui bahwa M&A jarang terjadi di Taiwan dan pengalaman manajerialnya yang masih kurang memadai. Penelitian lain dilakukan oleh S utrisno dan Sumarsih (2004) yang meneliti tentang *return* saham sebuah perusahaan yang melakukan M&A dalam jangka panjang, hasilnya menunjukkan bahwa M&A tidak berpengaruh secara signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Pettway, Sichernan and Spiess (1993) melaporkan bahwa adanya peningkatan positif bagi pemegang saham perusahaan Jepang di Amerika Serikat yang melakukan M&A. Penelitian lain yang dilakukan oleh Martynova, *et al* (2006), Payamta dan Setiawan (2004), Healy, Palepu dan Ruback (1992) serta Restika (2013) menemukan bahwa tidak ada peningkatan terhadap kinerja perusahaan setelah pengumuman merger dan akuisisi.

Penelitian ini memiliki tujuan *explanatory research*, karena penelitian ini digunakan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi (M&A) dilihat dari aspek pasar (*abnormal return*) maupun dari aspek kinerja keuangan *bidder firm* yang terdaftar di BEI antara periode 2009-2012,

H₁ : Terdapat *abnormal return* disekitar pengumuman M&A bagi *bidder firms*.

H₂ : Terdapat perbedaan kinerja keuangan yang signifikan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan Merger dan Akuisisi (M&A) antara periode 2009-2012 dan yang dijadikan dasar untuk pengambilan sampel adalah (1) badan usaha yang mengumumkan merger dan akuisisi antara periode 2009-2012, (2) badan usaha yang mengumumkan M&A tercatat dalam Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), (3) memiliki data *closing price* secara lengkap, baik periode estimasi (120 hari) maupun periode jendela (5 hari), (4) badan usaha yang menjadi subjek penelitian *abnormal return* memiliki laporan keuangan 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah pengumuman M&A, (5) Data-data tersebut menggunakan rupiah sebagai mata uang pelaporannya. Pengambilan sampel ini menggunakan metode *nonprobability sampling-purposive sampling*.

Periode estimasi yang digunakan adalah 120 hari yang dihitung sejak t-125 sampai dengan t-6. Hal ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Campbell et al. (1997) yang menyatakan bahwa periode estimasi pada analisis *event study* berkisar mulai t-120 sampai dengan t-210. Untuk menghindari adanya kemungkinan transaksi hilang karena kurangnya pengamatan yang cukup selama periode estimasi, maka peneliti memilih menggunakan periode estimasi selama 120 hari perdagangan (-125,-6). Sedangkan periode jendela yang digunakan adalah 5 hari yang dihitung sejak t-2 sampai t+2.

Data yang diperlukan berupa laporan pengumuman merger dan akuisisi, harga saham harian perusahaan (*closing price*) dan Indeks Harga Saham gabungan (IHSG) serta laporan keuangan *bidder firm*. Pengumuman merger dan akuisisi ini diperoleh dengan cara melihat dari website Bursa Efek Indonesia dan juga *download* di website Komisi Pengawas Persaingan Usaha, sedangkan data harga saham harian perusahaan dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diperoleh dengan cara *download* dari website *yahoo finance* serta laporan keuangan dapat diperoleh dengan *download* di website BEI.

Penelitian ini digunakan untuk menguji dampak dari pengumuman M&A terhadap *abnormal return* dan kinerja keuangan *bidder firm*. Model yang digunakan untuk mengetahui dampak dari M&A terhadap *abnormal return* dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *Single Market Model*. Hal ini dikarenakan dalam penelitian ini hanya mengukur kekayaan ketika waktu tertentu saja, tidak untuk keseluruhan dan diharapkan harga saham perusahaan berfluktuasi searah dengan Indeks Harga Saham. *Abnormal return* ini terjadi karena adanya selisih dari *actual return* dengan *expected return*. *Abnormal return* dihitung dengan menggunakan rumus (Ma, Pagan dan Yun, 2009) :

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

Keterangan :

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

R_{it} = *actual return* saham i pada periode t

R_{mt} = *market return* pada periode t

α_i = konstanta

β_i = *systematic risk* saham i

t = periode jendela (t-2,t-1,t0,t+1,t+2)

Sehingga langkah perhitungannya adalah :

- a. Menghitung *actual return* masing-masing *bidder firm* selama periode estimasi.

Rumus yang digunakan adalah :

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

Keterangan:

- R_{it} = *actual return* saham i pada periode t
- $P_{i,t}$ = harga saham i pada periode t-1
- $P_{i,t-1}$ = harga saham i pada periode t-1
- t = periode estimasi (t-125 sampai dengan t-6)

- b. Menghitung *market return* masing-masing *bidder firm* selama periode estimasi. Rumus yang digunakan adalah :

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

- $R_{m,t}$ = *market return* pada periode t
- $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t
- $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t-1
- t = periode estimasi (t-125 sampai dengan t-6)

- c. Memasukkan semua data selama periode estimasi untuk memperoleh *expected return* dengan menggunakan *Single Market Model*:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

- R_{it} = tingkat hasil saham i pada hari t
- R_{mt} = *Market return*
- α_i = tingkat hasil spesifik saham i
- β_i = ukuran sensitivitas tingkat hasil saham i terhadap tingkat hasil pasar
- e_{it} = *residual error* pada waktu t atau selisih antara tingkat hasil actual dengan tingkat hasil yang diharapkan

- d. Setelah diperoleh α_i dan β_i dari hasil regresi di atas, maka selanjutnya hasil tersebut akan digunakan untuk menghitung *abnormal return* untuk periode jendela.
- e. Menghitung kembali *actual return bidder firm* selama periode jendela (t-2 sampai t+2).
- f. Menghitung kembali *market return bidder firm* selama periode jendela (t-2 sampai t+2).
- g. Menghitung *abnormal return* masing-masing *bidder firm* selama periode jendela.
- h. Menghitung *cumulative abnormal return* masing-masing *bidder firm* selama periode jendela.

- i. Mengitung ROA satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah pengumuman M&A masing-masing *bidder firm* .

Sebelum melakukan uji hipotesis, peneliti harus menguji normalitas data terlebih dahulu. Uji Normalitas ini menggunakan Uji Kolmogrov-Smirnov. Kriteria data dikatakan normal adalah jika hasilnya melebihi level signifikansi sebesar 5%, sedangkan data akan dikatakan tidak normal jika hasilnya dibawah level signifikansi. Dari uji ini akan menunjukkan adanya hubungan linier (Efferin *et al*, 2008).

Uji Hipotesis 1

Untuk menguji hipotesis 1 ini digunakan uji one sample t-test untuk data normal dan uji wilcoxon signed rank untuk data tidak normal. Uji one sample t-test digunakan untuk menguji perbedaan rata-rata suatu sample dengan suatu nilai hipotesis, sedangkan uji wilcoxon signed rank digunakan untuk menentukan apakah lokasi (median) pengukuran sama dengan nilai tertentu. Selain itu, dilakukan juga uji tambahan yaitu uji paired T yang digunakan untuk memperkuat hasil dari pengujian *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman M&A. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan adalah 5%. Jika hasil uji t dan uji z lebih kecil daripada α maka H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti bahwa disekitar tanggal pengumuman M&A terdapat *abnormal return*.

Uji Hipotesis 2

Untuk menguji hipotesis 2 di gunakan uji Paired T. Uji ini digunakan untuk melihat perbedaan ROA *bidder firm* satu tahun sebelum pengumuman M&A dan satu tahun sesudah pengumuman M&A. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan adalah 5%, jika signifikansi uji paired-t lebih kecil daripada α maka H_0 ditolak sedangkan H_2 diterima, yang berarti bahwa pada sekitar tanggal pengumuman M&A terdapat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah pengumuman M&A .

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil uji Hipotesis 1:

- Uji one Sample t-test

One Sample t-test *Cummulative Abnormal Return*

Tabel 1

One Sample T: CAR (-1;+1), CAR (-2;+2)				
Variable	N	Mean	St. Dev	P-value
CAR (-1;+1)	32	0.004617	0.089284	0.772
CAR (-2;+2)	32	-0.002182	0.119328	0.918

One Sample t-test *Abnormal Return*

Tabel 2

One Sample T: t-2, t0, t+1, t+2				
Variable	N	Mean	St. Dev	P-value
t-2	32	-0.005884	0.055360	0.552
t0	32	0.003501	0.033797	0.562
t+1	32	0.005336	0.038400	0.438
t+2	32	-0.000915	0.027284	0.851

Pada pengujian One Sample t-test *cummulative abnormal Return* diatas, p-value pada CAR (-1,+1) sebesar 0.772 dan p-value pada CAR (-2,+2) sebesar 0.918, kedua CAR tersebut sama-sama melebihi level signifikansi (5%) maka H_1 ditolak. Begitu pula hasil pengujian pada tabel one Sample t-test *Abnormal Return*, p-value yang diperoleh semua melebihi *level* signifikansi (5%) maka dinyatakan bahwa H_1 ditolak.

- Uji Wilcoxon

Wilcoxon Signed Rank *Cummulative Abnormal Return*

Tabel 3

Wilcoxon Signed Rank CI: CAR(0,+1)				
	N	Estimated Median	P-value	
CAR(0,+1)	32	0.0006	0.830	

Wilcoxon Signed Rank *Abnormal Return*

Tabel 4

Wilcoxon Signed Rank CI: t-1				
	N	Estimated Median	P-value	
t-1	32	-0.0064	0.102	

Dari uji Wilcoxon diatas,diketahui bahwa p-value CAR sebesar 0,83 dan p-value AR t-1 sebesar 0.102 yang berarti melebihi level signifikan (5%), maka H_1 dinyatakan ditolak.

- Uji tambahan dengan Uji Paired t

Paired T-Test Abnormal Return

Tabel 5

Paired T-Test and CI: t+2, t-2				
	N	Mean	StDev	SE Mean
t+2	32	-0.000915	0.027284	0.004823
t-2	32	-0.005884	0.055360	0.009786
Difference	32	0.004969	0.063802	0.011279

T-Test of mean difference = 0 (vs not = 0) : T-Value = 0.44 P-Value = 0.663

Paired T-Test and CI: t+1, t-1				
	N	Mean	StDev	SE Mean
t+1	32	0.005336	0.038400	0.006788
t-1	32	-0.004221	0.053893	0.009527
Difference	32	0.009557	0.064520	0.011406

- T-Test of mean difference = 0 (vs not = 0) : T-Value = 0.84 P-Value = 0.408

Dari uji tambahan di atas, p-value yang terdapat pada baik t+2 dan t-2 maupun t+1 dan t-1 lebih besar dari level signifikan (5%). Hal ini membuktikan bahwa kedua uji beda yang dilakukan ini menunjukkan adanya perbedaan yang tidak signifikan antara t-2 dengan t+2 dan t-1 dengan t+1

Hasil Uji Hipotesis 2:

- Uji Paired T-Test

Paired T-Test Return On Asset

Tabel 6

Paired T-Test and CI: t-1, t+1				
	N	Mean	StDev	SE Mean
1 tahun sebelum (t-1)	15	0.063200	0.049567	0.012798
1 tahun sesudah (t+1)	15	0.077600	0.085953	0.022193
Difference	32	-0.014400	0.065178	0.016829

T-Test of mean difference = 0 (vs not = 0): T-Value = -0.86 P-Value = 0.407

Dari hasil Tabel diatas, menunjukkan bahwa hasil p-value melebihi level signifikansi (5%). Hal ini membuktikan bahwa tidak terjadi perbedaan yang signifikan pada kinerja keuangan satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Pembahasan

Dari semua hasil uji yang telah dilakukan, dinyatakan bahwa H_1 dan H_2 ditolak sedangkan H_0 diterima yang menandakan bahwa tidak terdapat *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman M&A dan tidak terdapat perubahan kinerja dari satu tahun sebelum pengumuman M&A dan satu tahun sesudah pengumuman M&A. H_1 yang ditolak sama seperti penelitian yang dilakukan oleh Ramakrishnan (2010) yang menyatakan bahwa *bidder firm* tidak merasakan adanya peningkatan kekayaan pemegang saham setelah pengumuman M&A, melainkan *target firm* yang merasakan adanya peningkatan kekayaan.

Ukuran yang dapat digunakan untuk menilai apakah setelah merger dan akuisisi pemegang saham mengalami peningkatan kekayaan dan nilai perusahaan semakin meningkat dapat dilihat kenaikan harga saham. Semakin besar kenaikan harga saham ini maka semakin makmur juga pemegang saham tersebut. Tetapi, berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan nilai rata-rata *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* memang semakin meningkat dari hari ke hari, tetapi pada t+2 atau dua hari sesudah pengumuman M&A, *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* justru menurun. Hal ini bisa disebabkan karena pasar melakukan penyesuaian harga setelah t+1 sehingga pada t+2 harga saham kembali menurun. Dari hal ini menandakan bahwa terjadi pasar yang efisien bentuk setengah kuat secara informasi, dikarenakan cepatnya pasar melakukan penyesuaian yang tercermin pada harga saham t+2.

Penelitian ini identik dengan pasar bentuk setengah kuat (*event studies*) secara informasi karena pada harga sekuritas mencerminkan kandungan informasi yang dimilikinya, tidak hanya informasi masa lalu saja. Sekaligus, penelitian ini juga menguji seberapa cepat harga sekuritas tersebut merefleksikan informasi yang dipublikasikan, dan ternyata dari hasil penelitian yang dilakukan terbukti bahwa 2 hari setelah pengumuman M&A, pasar sudah melakukan penyesuaian terhadap harga sekuritas.

Selanjutnya, jika dilihat lebih lanjut lagi, rata-rata CAR mengalami penurunan. Dapat dilihat pada tabel 1 bahwa pada CAR (-1,+1) rata-ratanya positif, sedangkan pada CAR (-2,+2) rata-ratanya menjadi negatif. *Abnormal Return* Pada tabel 2 menunjukkan hal yang sama. Sampai dengan t+1, rata-rata

AR terus meningkat tetapi pada t+2 rata-rata AR tersebut justru menurun. Hal ini juga mungkin dikarenakan terjadinya kebocoran informasi sebelum pengumuman dilakukan sehingga para investor sudah bereaksi terlebih dahulu sebelum pengumuman, sedangkan setelah pengumuman para investor sudah tidak bereaksi kembali (Tsung Ming, 2000).

Namun, mempelajari *abnormal return* hanya disekitar tanggal pengumuman bukanlah indikator yang akurat untuk mengukur kekayaan yang sesungguhnya diciptakan oleh peristiwa tersebut. Dalam *review literature*, Jensen and Ruback (1983) dalam Ramakrishnan (2010) menjelaskan bahwa secara rata-rata, *target firm* selalu memperoleh peningkatan *abnormal return* secara signifikan 20% dari merger dan 30% dari penawaran tender yang disebabkan oleh berpindahannya *control* aset *target firm* ke *bidder firm*. Sedangkan *bidder firm* hanya memperoleh 4% dari penawaran tender dan 0 % dari merger. Untuk itu dilakukan juga pengujian terhadap kinerja keuangan perusahaan untuk melihat perubahan kinerja yang disebabkan oleh pengumuman M&A ini dengan menggunakan rasio profitabilitas *Return On Asset (ROA)*.

Dari hasil uji RO A yang dilakukan juga menyatakan bahwa H₂ ditolak dan H₀ diterima. Dari hasil pengujian ROA yang diperoleh pada tabel 6 menunjukkan adanya peningkatan sesudah melakukan akuisisi, terlihat dari peningkatan rata-rata (*mean*) dari hasil uji tersebut, tetapi hasil p-value menunjukkan angka sebesar 0,407 (>5%) yang berarti H₂ ditolak dan H₀ diterima. Hasil ini menandakan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang dilihat dari *return on asset* menunjukkan tidak adanya perbedaan kinerja keuangan satu tahun sebelum pengumuman M&A dengan satu tahun sesudah pengumuman M&A. Dengan demikian menandakan bahwa pengumuman merger dan akuisisi ini tidak menyebabkan perubahan pada kinerja keuangan perusahaan serta tidak memberikan sinergi bagi *bidder firm*.

Seperti yang dijelaskan Kieso, *et al.* (2010), salah satu cara untuk mengetahui adanya perbedaan kinerja dan sinergi dari aktivitas ekonomi atau dalam penelitian ini adalah pengumuman merger dan akuisisi adalah dengan menghitung *Return On Asset*. Sedangkan dari hasil diatas menunjukkan bahwa tidak terjadi perbedaan yang signifikan terhadap ROA *bidder firm*. Hal ini dikarenakan merger memerlukan proses dan waktu untuk melakukan konsolidasi

secara menyeluruh, sehingga dampak merger dan akuisisi ini belum dapat terlihat secara nyata dalam jangka pendek. (Restika, 2013).

Sinergi tidak dapat dilihat langsung setelah merger dan akuisisi terjadi tetapi diperlukan waktu yang relatif panjang untuk mengetahuinya. Sinergi tidak mudah untuk diukur dengan akurat karena belum sepenuhnya terealisasi sampai waktu dimasa yang akan datang sedangkan premium yang dibayarkan sudah bisa ditentukan ketika pembayaran akuisisi dilakukan (Moin, 2003). Oleh karena itu, pada penelitian ini belum dapat dilihat sinergi yang diperoleh oleh *bidder firm* karena M&A tersebut belum terealisasi dan ketika M&A ini sudah terealisasi maka ada kemungkinan bahwa *bidder firm* akan merasakan adanya peningkatan sinergi dari M&A ini. Berdasarkan hal ini maka pernyataan Ma, Pagan dan Yu n (2009) yang menyatakan bahwa penelitian jangka pendek dapat digunakan untuk melihat efek pengumuman bagi jangka panjang tidak terbukti.

Dari sini dapat dilihat bahwa pemegang saham *bidder firm* tidak merasakan adanya keuntungan dari pengumuman merger dan akuisisi ini. Prospek dari penggabungan usaha ini adalah untuk menciptakan perusahaan yang lebih besar, menjadi unit yang lebih ekonomis yang menikmati sinergi, tetapi justru para pemegang saham *target firm* yang menuai hasil positif secara signifikan disekitar tanggal pengumuman M&A. Pada saat yang sama, pemegang saham *bidder firm* justru menjadi korban dari penggabungan usaha dengan *target firm* yang memiliki kinerja yang buruk dan mengakuisisinya dengan harga yang lebih tinggi dari harga yang sewajarnya. Hal ini dapat menyebabkan ketakutan, perusahaan akan merasa terbebani oleh kewajiban tersebut di masa depan yang mungkin menyebabkan kinerja yang buruk jangka panjang dan hal ini yang mungkin menyebabkan tidak adanya *return* yang positif secara signifikan (Ramakrishnan, 2010).

Dibandingkan dengan studi pasar yang di negara maju, temuan ini sejalan dengan kesimpulan dari kebanyakan studi di Amerika Serikat, yang menunjukkan bahwa M&A berdampak negatif atau netral terhadap kekayaan pemegang saham dari *bidder firm*. Hal yang sama terjadi pada penelitian yang dilakukan di Eropa. Firth (1980) melaporkan bahwa harga saham dari *bidder firm* justru menurun setelah dilakukannya merger. Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh

Limmack (1991). Limmack menginvestigasi adanya penurunan return yang tidak signifikan yaitu sebesar 0,2% pada perusahaan di UK yang terlibat dalam akuisisi antara periode 1977-1986 pada saat periode pengumuman bagi *bidder firm* (perusahaan penawar).

Selain itu, jika dibandingkan dengan studi yang meneliti tentang peningkatan kinerja, temuan ini sejalan dengan berbagai penemuan yang ada. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Payamta dan Setiawan (2004) yang menunjukkan bahwa tidak ada peningkatan terhadap kinerja keuangan setelah merger dan akuisisi. Hal ini juga dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Marty nova (2006) dan Restika (2013) yang menunjukkan bahwa tidak adanya peningkatan terhadap kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Adapun kesimpulan yang bisa ditarik dari analisis dan pembahasan yang telah dilakukan adalah:

- Tidak terdapat *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman M&A bagi *bidder firm* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil uji menunjukkan *p-value* yang melebihi tingkat signifikansi sebesar 5% . Hal ini dapat dikarenakan terlalu pendeknya *event window* yang digunakan sehingga sinergi belum terlihat bagi *bidder firm* selain itu, *abnormal return* bukanlah indikator yang cukup kuat untuk mengukur kekayaan yang diciptakan dari peristiwa tersebut.
- Tidak terdapat perbedaan kinerja *bidder firm* satu tahun sebelum pengumuman M&A dan satu tahun sesudah pengumuman M&A. Hasil uji menunjukkan *p-value* yang melebihi tingkat signifikansi sebesar 5%. Hal ini bisa dikarenakan terlalu pendeknya periode pengamatan yang digunakan sehingga belum terlihat sinergi bagi *bidder firm*.
- Selama 4 hari berturut-turut (t-2, t-1, t0, t+1), *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* selalu meningkat tetapi pada t+2, *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* tersebut turun. Hal ini bisa disebabkan karena bocornya informasi sebelum pengumuman M&A atau karena pada t+2 pasar

telah melakukan penyesuaian. Selain itu, fenomena terhadap perbedaan kinerja keuangan juga belum dapat terlihat dari hasil uji yang dilakukan. Hal ini bisa dikarenakan adanya perbedaan perhitungan rasio yang digunakan oleh penelitian lain sehingga dalam penelitian ini belum dapat terlihat perbedaan kinerja keuangannya.

Kelemahan dalam penelitian ini adalah terlalu pendeknya *event window* yang digunakan sehingga diharapkan penelitian selanjutnya bisa memperpanjang *event window* yang digunakan serta mencoba menggunakan model return ekspektasi yang lainnya, seperti *Capital Asset Pricing Model*. Selain itu, peneliti selanjutnya juga dapat menguji rasio-rasio profitabilitas yang lain, seperti EPS, ROE, PER, dan sebagainya atau melakukan pengujian terhadap rasio keuangan yang lain, seperti *liquidity ratio*, *activity ratio*, *debt ratio*, dan *market ratio* untuk menemukan hasil yang lebih signifikan sehingga dapat lebih terlihat sinergi yang diciptakan dari peristiwa ekonomi ini serta dapat memperpanjang periode pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford. 2001. “*New Evidence and Perspectives on Mergers.*” *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120
- Azis, Musdalifah. 2010. *Mean Absolute Deviation Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory Toward to Return On Stock Manufacture Industry*. Edisi 1 Januari, Vol. V
- Drucker, P.F. 1982. **Pengantara Manajemen**. PT. Pustaka Binaman Pressindo, Jakarta
- Efferin, Sujoko, Stevanus Hadi Dar maji dan Yuliawati Tan. 2008 . **Metode Penelitian Akuntansi; Mengungkap Fenomena dengan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif**. Edisi pertama. Yogyakarta, Indonesia : Graha Ilmu
- Elcom. 2010. **Seri Belajar Kilat SPSS 18**. Penerbit Andi : Yogyakarta
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu and Richard S. Ruback. 1992. **Does Corporate Performance Improve after Mergers?** *Journal of Financial Economics*. 31, pp. 135-75
- Helfert, E. 1986. **Teknik Analisis Keuangan**. Edisi kedelapan. Jakarta, Indonesia : Erlangga
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2012. **Standar Akuntansi Keuangan Per 1 Juni 2012**. Cetakan pertama. Jakarta, Indonesia.
- Iriawan, Nur dan Septin Puji Astuti. 2006. **Mengolah Data Statistik dengan Mudah Menggunakan Minitab 14**. Penerbit Andi : Yogyakarta.

- Jarrel, G., J. A. Brickley, and J.M. Netter. 1988. *“The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980.”* Journal of Economic Perspectives, 2(1), 49-68
- Jianyu Ma, Jose A. Pagan and Yun Chu. 2009. *Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets.* International Journal Of Business, 14(3)
- Jogiyanto, H.M. 2008. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi.** Edisi kelima. Yogyakarta, Indonesia : BPPE
- Kieso, Donald E, Jerry J. Weygandt, Paul D. Kimbel. 2010. *Accounting Principles.* 9th edition. New York : John Wiley Sons
- Komisi Pengawas Persaingan Usaha. (www.kppu.go.id, diakses online 4 Maret 2013)
- MacKinlay, Craig A. 1997. *Events Studies in Economics and Finance.* Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, pp. 13-39
- Martynova, Marina, et al. 2006. *The Long Term Operating Performance of European Mergers and Acquisition.* Finance Working Paper No. 137
- Moin, Abdul. 2003. **Merger, Akuisisi dan Divestasi.** Edisi pertama. Yogyakarta, Indonesia : Ekonisia
- Munawir. 1995. **Analisis Laporan Keuangan.** Edisi Keempat Cetakan Kelima, Liberty Jogya, Yogyakarta.
- Liputan 6.com (<http://bisnis.liputan6.com>, diakses online 2 April 2013)
- Payamta dan Doddy Setiawan. 2004. **Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia.** Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 7, No. 3
- PT Bursa Efek Indonesia. (<http://www.idx.com>, diakses online 4 Maret 2013)
- Ramakrishnan. 2010. *Redistribution of wealth on merger announcement in India.* Management Research Review, Vol. 33 Iss: 8 pp. 798-810
- Restika, Sylviana May. 2013. **Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger : Bukti Empiris Dari Industri Perbankan Indonesia.** Jurnal Ilmu dan Riset Indonesia. Vol. 1, No. 2
- Sundjaja, Ridwan S., & Inge Barlian. 2003. **Manajemen Keuangan Satu.** Edisi Kelima. Jakarta : Literata Lintas Media
- Sutrisno dan Sumarsih. 2004. **Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap Pemegang Saham di BEJ Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal.** JAAI, Vol. 8, No. 2
- Wright, M., I. Filatotchev, R.E. Hoskisson, and M.W. Peng. 2005. **Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom.** Journal of Management Studies, 42(1), 1-33
- Yahoo Finance (www.finance.yahoo.com, diakses online 5 Maret 2013)
- Yeh Tsung Ming, Yasuo Hoshino. 2000. *The Effect of Mergers and Acquisitions on Taiwanese Corporation.* Review of Pasific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 3, No. 2 183-199
- Yulius, Oscar. 2010. **Kompas IT Kreatif SPSS 18.** Yogyakarta, Indonesia : Penerbit Panser Pustaka.