

**ANALISIS RETURN, ABNORMAL RETURN, AKTIVITAS VOLUME
PERDAGANGAN ATAS PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI**
(Studi pada Perusahaan yang Listed di BEJ tahun 2000-2002)
*Analysis of Return, Abnormal Return, Activity of Trading Volume on Annoucement of
Merge and Acquisition*

SLAMAT HARIJONO ARITONANG

Mahasiswa Program Magister Manajemen, PPSUB

ATIM DJAZULI

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang

H.M. HARRY SUSANTO

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang

ABSTRACT

Merger and acquisition events can influence market depend on the existence of the content of informations in the merger and acquisition phenomenon or not. If the merger and acquisition contain informations then market will react and vice versa. Objective of this study is to find out the difference of return, abnormal return, trade volume activity, before, in the moment, after the merger and acquisition announcement.

Research sample is determined by the purposive sampling method, and there are 9 companies which announce merger and Acquisition between 2000-2002. Statistical experiment used is T-test experiment (paired two samples for means). The observation was done in 11 day, consist of 5 day before, 1 day in the moment, and 5 day after the merger and acquisition.

Results of this research show that there is no significant difference between return in period of the moment, after and before-after merger and acquisition announcement. In the case of abnormal return, there is no signification difference in the before-at the moment and after period, but before-after periods show the significant difference. The activity of stock's trade volume suggest no signification difference in the before-at the moment, at the moment - after and before-after periods. Cumulatively, it is concluded that merger and acquisition have no information content, so that market in general give no reaction, it due to the merger and acquisition announcement can't give positive signal information

Keywords: Merger , acquisition, return, abnormal return, TVA

PENDAHULUAN

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam kehidupan ekonomi suatu negara, peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara lain. Peran utama pasar modal adalah menjadi lembaga yang melakukan

pemupukan modal dan mobilisasi dana secara produktif. Makna yang terkandung dalam pasar modal efisien adalah terwujudnya suatu kondisi dimana harga-harga saham di pasar modal mampu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia.

Perkembangan aktivitas pasar modal yang pesat membawa perubahan besar pada tuntutan kualitas informasi. Agar pengambilan keputusan investor rasional, dibutuhkan suatu informasi yang relevan sehingga mampu mengidentifikasi kinerja perusahaan. Dengan kata lain, keputusan investasi yang dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima. Menurut Dyckman dan Morse (1989) informasi yang digu-nakan oleh investor meliputi, informasi akuntansi dan non akuntansi. Informasi akuntansi yaitu informasi yang menggambarkan kekayaan perusahaan, berupa laporan laba-rugi tahunan, laporan arus kas dan laporan perubahan modal. Sedangkan informasi non akuntansi dapat berupa laporan dividen, *stock split*, *right issue*, merger dan akuisisi.

Pengumuman merger dan akuisisi merupakan salah satu jenis informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten. Pengumuman merger dan akuisisi tersebut merupakan salah satu jenis pengumuman yang dapat digunakan untuk melihat reaksi suatu pasar. Suatu pasar akan bereaksi apabila didalam pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi. Reaksi pasar tersebut dapat dipengaruhi oleh tingkat keuntungan yang diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau menggunakan *abnormal return* dan tingkat likuiditas saham.

Beberapa penelitian tentang kandungan informasi yang digunakan untuk melihat reaksi suatu pasar telah banyak dilakukan dan menggunakan jenis pengumuman yang lain. Beaver (1968) menyatakan bahwa muatan informasi laba merupakan titik perhatian bagi banyak kontroversi pengukuran dalam akuntansi. Reaksi investor dalam pengumuman laba direfleksikan dalam pergerakan volume perdagangan dan harga saham. Suparmono (2000) memprediksikan bahwa kenaikan dividen berhubungan dengan *abnormal return* positif dan pengurangan dividen

berhubungan dengan *abnormal return* negatif.

Pengumuman laporan keuangan berdampak terhadap reaksi pasar, yang dapat dilihat dari *Trading Volume Activity* (TVA) dan *Security Return Variability* (SRV) sebelum, saat, dan sesudah pengumuman (Hanafi, 1997). Kesimpulan penelitian menunjukkan laporan keuangan sesudah pengumuman menunjukkan nilai yang berbeda. TVA dan SRV nampaknya merupakan variabel yang berbeda, dan bergerak dengan arah yang tidak selalu sama. TVA merupakan indikator yang lebih baik untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu *event* dibandingkan dengan SRV.

Pengumuman dividen menghasilkan reaksi volume perdagangan yang berbeda dengan reaksi harga saham (Bandi dan Hartono, 2000). Pengumuman *stock split* tidak menyebabkan terjadinya kenaikan *earning* pada periode sesudah *stock split*, reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *return market* menunjukkan tidak terdapat hubungan yang positif dengan perubahan *earning* di seputar periode pengumuman *stock split*, *annual abnormal return* menunjukkan tidak terdapat hubungan dengan perubahan *earning* di seputar pengumuman *stock split* (Miliasih, 2000).

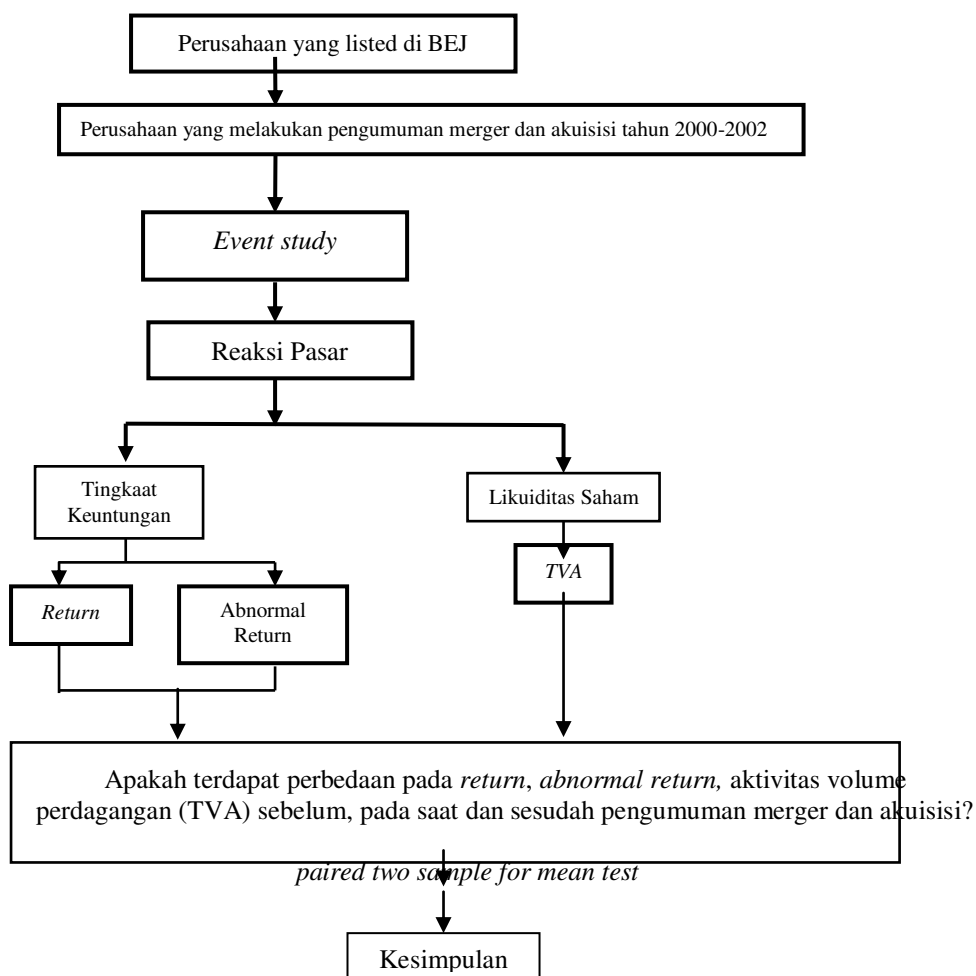
Berdasarkan pada uraian di atas dan untuk menambah kajian penelitian empiris mengenai kandungan informasi suatu pengumuman untuk melihat reaksi pasar, maka peneliti mencoba menggunakan variabel *return*, *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham dengan *corporate event* yang lain yaitu pengumuman merger dan akuisisi. Dengan ini peneliti melakukan penelitian dengan judul : Analisis Return, Abnormal Return, Aktivitas Volume Perdagangan saham Atas Pengumuman Merger dan Akuisisi (Studi Pada Perusahaan yang Listed Di BEJ tahun 2000-2003)

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka pokok

permasalahan dalam penelitian ini adalah : Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *return*, *abnormal return*, dan aktivitas volume per-dagangan saham sebelum, saat, dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi* ?

Sesuai dengan permasalahan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *return*, *abnormal return*, dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum, saat, dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*.

Kerangka Pikir



Gambar 1. Kerangka Pikir

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan tinjauan teoritis dan perumusan masalah yang telah di-

kemukakan terdahulu, maka dapat dimuskakan hipotesis sebagai berikut :

I. Return Saham

Ho_(1a) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara return saham sebelum dengan saat pengumuman merger dan akuisisi

Ho_(1b) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham saat dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Ho_(1c) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

II. Abnormal Return Saham

Ho_(2a) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum dengan saat pengumuman merger dan akuisisi

Ho_(2b) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham saat dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Ho_(2c) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

III. Aktivitas Volume Perdagangan Saham / TVA

Ho_(3a) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA saham sebelum dengan saat pengumuman merger dan akuisisi

Ho_(3b) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA saham saat dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Ho_(3c) : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara TVA saham sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini termasuk kategori penelitian yang menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Peristiwa yang diuji dalam penelitian ini adalah peristiwa *merger dan akuisisi* yang dilakukan oleh perusahaan - perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan penentuan sampel dalam penelitian ini tidak dilakukan secara random melainkan secara *purposive sampling*, dimana populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti. Kriteria - kriteria sampel yang dikendaki peneliti:

1. Perusahaan - perusahaan yang mengumumkan merger dan akuisisi antara tahun sampai tahun dan aktif diperdagangkan dengan periode pengamatan 11 hari. Pengamatan 11 hari tersebut terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa merger dan akuisisi (t-5), 1 hari pada saat merger dan akuisisi (t0) dan 5 hari sesudah peristiwa merger dan akuisisi (t+5).
2. Apabila pada tanggal di seputar peristiwa *merger dan akuisisi* bersamaan dengan kebijakan lain maka perusahaan tersebut dibatalkan sebagai sampel.

Berdasarkan pada kriteria sampel tersebut, terdapat sembilan perusahaan yang melakukan pengumuman merger dan akuisisi yang memenuhi persyaratan sebagai sampel penelitian. Berikut ini disajikan perusahaan yang dipilih sebagai sampel (Tabel 1).

Tabel 1. Sampel Penelitian Perusahaan yang Melakukan Pengumuman Merger dan Akuisisi, Kode Perusahaan dan Event Date.

NO	KODE	NAMA	EVENT DATE
1	BDTA	Bank Duta	23 Juni 2000
2	RAMA	Bank Rama	23 Juni 2000
3	TMBN	Tamara Bank	29 Juni 2000
4	BNTA	Bank Tiara Asia	30 Juni 2000
5	BDMN	Bank Danamon	30 Juni 2000
6	STTP	Siantar TOP	24 Agustus 2001
7	TMPI	PT. Agis	16 Nov 2001
8	BUNI	Bank Universal	27 Sept 2002
9	BNLI	Bank Bali	27 Sept 2002

SUMBER : ICMD POJOK BEJ

Metode Pengambilan Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sedangkan kriteria data yang di-kehendaki adalah sebagai berikut :

- Perusahaan – perusahaan yang *listed* di BEJ dan melakukan merger dan akuisisi pada tahun 2000 sampai tahun 2002. Data ini di peroleh dari terbitan JSX Monthly Statistics tahun 2000 sampai 2002 Pojok Bursa Efek Jakarta Universitas Brawijaya Ma-lang.
- Harga saham harian dan IHSG harian untuk masing-masing sampel perusahaan selama periode waktu peng-ujian. Data diperoleh dengan meng-akses *data base* pada pojok BEJ Universitas Brawijaya Malang.
- Jumlah saham harian yang diperdagangkan dan jumlah saham beredar untuk masing-masing sampel perusahaan selama periode waktu peng-amatan. Data ini diperoleh dengan mengakses *data base* dan *Capital Market Directory* tahun 2000 sampai tahun 2002 pada pojok BEJ Uni-versitas Brawijaya Malang.

Definisi Operasional Variabel

Variabel - variabel yang akan digunakan dalam penelitian diidenti-fikasi sebagai berikut :

1. Merger dan Akuisisi

Penggabungan dari dua perusahaan yang besarnya kurang lebih sama dan dalam operasi selanjutnya identitas dari masing – masing perusahaan tetap dipertahankan pada tingkat-tingkat tertentu, sehingga dengan demikian setelah terjadi transaksi akuisisi baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan yang diakuisisi (perusahaan anak) tetap meneruskan ke-giatannya seperti sebelum terjadi akuisisi.

2. Harga Saham yang diperdagangkan

Harga saham yang diperdagangkan digunakan menghitung *return* saham sesungguhnya (*actual return*).

$$R_{it} = \left[\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right] \quad (\text{Bever, 1968})$$

Sedangkan *return* saham yang di-harapkan (*expected return*) dihitung dengan menggunakan ukuran indeks harga saham gabungan (IHSG). Secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$R_{mt} = \left[\frac{IHS G_t - IHS G_{t-i}}{IHS G_{t-1}} \right]$$

(Budiarto dan Baridwan, 1999)

Abnormal return atau *excess return* merupakan selisih antara *return* yang terealisasi (*realized return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan menggunakan model disesuaikan-pasar (*Market-Adjusted Model*). secara matematis *abnormal return* dapat dihitung sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (\text{Charles P. Jones, 1998})$$

Dimana: R_{it} = return saham perusahaan i pada periode t; R_{mt} = return pasar dari saham perusahaan i yang di-harapkan pada periode t

3. Aktivitas Volume Perdagangan

Likuiditas saham dapat diukur dengan volume perdagangan. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, ma-ka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid. Foster (1986) menyatakan volume perdagangan saham dapat dilihat dengan menggunakan indikator Aktivitas volume Perdagangan (*Trading Volume Activity/TVA*) dengan cara membagi antara saham perusahaan yang diperdagangkan dengan saham perusahaan yang beredar.

TVA

$$\frac{\text{saham perusahaan}_i \text{ yang diperdagangkan pada waktu}_t}{\text{saham perusahaan}_i \text{ yang beredar pada waktu}_t}$$

(Foster, 1986)

4. Periode Peristiwa (*event study*)

Merupakan jangka waktu yang digunakan untuk melakukan peng-ukuran terhadap beberapa variabel antara lain *return*, *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham pada perusahaan - perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Di dalam

melakukan pengukuran digunakan periode pengamatan 11 hari. Pengamatan 11 hari tersebut terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa merger dan akuisisi (t-5), 1 hari pada saat merger dan akuisisi (t0) dan 5 hari sesudah peristiwa merger dan akuisisi (t+5). Didalam penentuan lamanya periode peristiwa tidak ada standar bakunya. Lama dari jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan (Hartono, 2000). Sedangkan pertimbangan dalam menentukan periode peng-amatan 11 hari dalam penelitian ini adalah untuk mengurangi bias karena adanya peristiwa lain yang dapat mempengaruhi hasil penelitian.

Metode Analisis Data

Untuk menganalisis dampak peristiwa merger dan akuisisi terhadap beberapa indikator yang biasa di-gunakan untuk melihat reaksi pasar yang tercermin dari perubahan *return* dan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham diperlukan suatu pengujian hipotesis. Tujuan pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *return*, *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum, saat dan sesudah pengumuman *stock split*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Tentang Return Saham

Tujuan seseorang melakukan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan atau *return* atas harta yang diinvestasikan. Penghasilan tersebut dapat berupa penerimaan kas atau kenaikan nilai investasi. Pemilihan investasi saham yang dilakukan investor mengharapkan keuntungan berupa *capital gain* atau *dividend*. Harapan investor terhadap *capital gain* tersebut tidak lepas dari pengamatan terhadap harga

saham dan peristiwa yang mempengaruhi harga saham. Salah satu peristiwa yang dianggap dapat mempengaruhi harga saham adalah pengumuman *merger dan akuisisi*. Dalam penelitian ini diamati

perilaku harga saham sebelum, saat dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Rata-rata *return* saham perusahaan sampel selama periode pengamatan disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata Return Saham 11 hari di Sekitar pengumuman Merger dan Akuisisi.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	0.003127	0.004056
Saat (t0)	-0.0444	0.03685
Sesudah (t+5)	-0.0264	0.0458520

Rata-rata *return* saham sebelum pengumuman sebesar 0.003127 dan pada saat pengumuman sebesar -0.044. Hal ini mengindikasikan telah terjadi penurunan terhadap harga saham pada saat pengumuman. Penurunan harga saham pada saat pengumuman tersebut kemungkinan disebabkan para investor tidak mau spekulatif dalam memegang/ mendapatkan saham, hal ini disebabkan ketidaktahuannya mengenai motif/ motivasi perusahaan dalam melakukan *merger dan akuisisi*, apakah menyangkut motif ekonomi (adanya target pada keunggulan kompetitif) atau motif non ekonomi (perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan manajemen).

Sesudah pengumuman *merger dan akuisisi* harga saham mengalami penurunan yang diikuti dengan penurunan *return* saham sebesar -0.0264. Penurunan *return* saham sesudah pengumuman kemungkinan lebih disebabkan informasi *merger dan akuisisi* direspon oleh investor sebagai informasi yang tidak dapat memberikan keuntungan atau kemungkinan merupakan berita buruk (*bad news*) sehingga ketertarikan investor terhadap saham menurun, dengan tidak adanya ketertarikan terhadap saham tersebut harga

saham berangsur-angsur menjadi turun dan berdampak pada menurunnya *return* saham tersebut.

Abnormal Return Saham

Abnormal return dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar, begitu juga sebaliknya apabila suatu pengumuman tidak mengandung informasi maka pasar tidak akan bereaksi terhadap pengumuman tersebut (Hartono, 2000).

Terjadinya penurunan abnormal return saham dari sebelum pengumuman bernilai -0.00120 ke saat pengumuman bernilai -0.0371. Sedangkan sesudah pengumuman, abnormal return yang diperoleh juga mengalami penurunan. Hasil statistik tersebut mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman *merger dan akuisisi* yang tersebar di pasar sudah merata (*simetris informasi*), hal ini terjadi karena adanya prediksi yang sama dari para investor tentang motivasi dari perusahaan yang melakukan *merger dan akuisisi* sehingga sebaran informasi yang ada di pasar modal sudah merata, yang pada

akhirnya tidak ada investor yang mempunyai informasi lebih untuk mendapatkan *return* diatas normal. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa pengumuman *merger dan akuisisi* dalam jangka pendek tidak dapat memberikan sinyal yang positif kepada para investor di pasar modal.

Aktivitas Volume Perdagangan Saham (TVA)

Conroy, Harris dan Benet, 1990 dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa sebagian besar studi empirik mengenai pengaruh likuiditas saham menggunakan

volume perdagangan. Perdagangan saham yang aktif dapat meningkatkan volume perdagangan dan menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh investor. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, maka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid.

Penelitian ini juga melihat apakah pengumuman *merger dan akuisisi* mempengaruhi likuiditas saham yang diukur dengan aktivitas volume perdagangan. Tabel 4 di bawah ini menunjukkan rata-rata aktivitas volume perdagangan di sekitar peristiwa *Merger dan akuisisi*

Tabel 3. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata rata Abnormal Return Saham 11 hari di Sekitar Merger dan Akuisisi

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	-0.00120	0.00908722
Saat (t0)	-0.0371	0.11331168
Sesudah (t+5)	-0.0488	0.0704178

Tabel 4. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham 11 hari di Sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	0.03614	0.11798442
Saat (t0)	0.0001469	0.000436177
Sesudah (t+5)	0.03537	0.0683947

Adanya penurunan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham pada saat pengumuman dan sesudah pengumuman. Kesimpulan hasil statistik diatas menunjukkan bahwa penurunan tersebut lebih disebabkan karena informasi yang beredar sudah merata sehingga menimbulkan ekspektasi yang sama diantara para investor. Dengan adanya ekspektasi yang sama diantara para investor, hal ini mengakibatkan para investor tidak dapat menciptakan spekulatif sehingga investor

sudah tidak tertarik untuk mendapatkan saham tersebut. Dengan tidak terariknya para investor tersebut berdampak pada menurunnya aktivitas perdagangan saham sehingga saham yang diperdagangkan menjadi tidak *likuid*.

Pengujian Hipotesis 1

Dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata *return* saham disajikan dalam Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata Return Saham 11 Hari di Seputar Peristiwa Pengumuman Merger dan Akuisisi.

H	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Ket
H1 _a	Sbl-Saat	1.278	± 1,86	Tdk Sig
H1 _b	Saat : Ssd	-0.430	± 1,86	Tdk Sig
H1 _c	Sbl :Ssd	-1.843	± 1,86	Tdk Sig

Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang berarti antara rata-rata *return* sebelum dengan saat pengumuman *merger dan akuisisi*.

Pengujian hipotesis untuk periode saat dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi* menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* saham saat pengumuman merger dan akuisisi dibandingkan dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil kedua periode ini mengindikasikan bahwa informasi *merger dan akuisisi* ditanggapi oleh investor sebagai peristiwa yang biasa-biasa saja, sehingga harapan investor untuk mendapatkan *return* saham pada saat dan sesudah pengumuman tidak ada. Tidak adanya tingkat pengharapan yang dimiliki investor tersebut kemungkinan para investor secara umum tidak memiliki informasi tentang motivasi perusahaan melakukan *merger dan akuisisi* sehingga aktivitas saham yang diperdagangkan tidak terpengaruh dengan adanya peristiwa *merger dan akuisisi*, *return* saham pun tidak terdapat perbedaan.

Rata-rata *return* sebelum pengumuman *merger dan akuisisi* dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

tidak ada perbedaan yang signifikan. Dengan demikian, walaupun periode yang digunakan lebih lama yaitu sebelum sampai sesudah pengumuman merger dan akuisisi, ternyata pengumuman *merger dan akuisisi* belum dapat memberikan sinyal yang positif. Hal ini dikarenakan secara umum investor tidak memiliki informasi tentang motivasi apa sehingga perusahaan melakukan *merger dan akuisisi* apakah menyangkut motif ekonomi (adanya target pada keunggulan kompetitif) atau motif non ekonomi (perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan manajemen). Dengan ketidak tahumannya para investor terhadap motif perusahaan dalam melakukan *merger dan akuisisi* menyebabkan tidak adanya keberanian investor dalam melakukan spekulasi baik membeli atau menjual saham perusahaan tersebut. Hal ini yang menyebabkan tidak adanya perbedaan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*.

Hasil Pengujian Hipotesis 2

Dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata *abnormal return* saham disajikan dalam Tabel 6 .

Tabel 6. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata Abnormal Return Saham 11 hari di Seputar Peristiwa Pengumuman Merger dan Akuisisi.

H	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Ket
H2 _a	Sbl-Saat	0.959	± 1,86	Tdk Sig
H2 _b	Saat : Ssd	0.238	± 1,86	Tdk Sig
H2 _c	Sbl :Ssd	2.074	± 1,86	Sig

Hasil analisis ini mengandung arti bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dibandingkan dengan saat pengumuman *merger dan akuisisi*. Begitu juga tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sesudah dibandingkan dengan saat pengumuman *merger dan akuisisi*.

Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa pengumuman *merger dan akuisisi* yang tersebar di pasar sudah merata atau informasi mengenai *merger dan akuisisi* direspon oleh investor (investor yang tidak mempunyai informasi lebih) sebagai informasi tidak dapat memberikan nilai secara ekonomis atau sudah tidak mempunyai kandungan informasi, sehingga investor yang tidak mempunyai informasi tersebut tidak dapat melakukan aktivitas di pasar modal atau harapan untuk memperoleh *return* diatas normal pada periode saat atau sesudah pengumuman tidak ada, hal ini berdampak pada tidak adanya perbedaan

abnormal return periode sebelum dan saat pengumuman serta saat dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*.

Hasil analisis abnormal return menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dibandingkan dengan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh para spekulan yang mencari keuntungan jangka pendek, dimana para spekulan tersebut kemungkinan orang-orang internal perusahaan yang mempunyai informasi tentang motivasi perusahaan dalam melakukan merger dan akuisisi. Para spekulan inilah yang menyebabkan adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*

Hasil Pengujian Hipotesis 3

Dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata aktivitas volume perdagangan saham disajikan dalam Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham 11 hari di Seputar Peristiwa Merger dan Akuisisi

H	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Ket
H3 _a	Sbl-Saat	0.918	$\pm 1,86$	Tdk Sig
H3 _b	Saat : Ssd	-1.543	$\pm 1,86$	Tdk Sig
H3 _c	Sbl :Ssd	0.016	$\pm 1,86$	Tdk Sig

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum-saat, saat-sesudah dan sebelum -sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa pengumuman *merger dan akuisisi* tidak dapat memberikan perubahan terhadap aktivitas volume perdagangan saham. Hal ini kemungkinan informasi tersebut tidak dapat memberikan sinyal yang positif atau investor menganggap pengumuman *merger dan akuisisi* sebagai pengumuman yang

biasa atau tidak dapat memberikan nilai secara ekonomis sehingga tingkat ekspektasi para investor untuk memperoleh *return* saham sama. Dengan adanya tingkat ekspektasi yang sama di antara para investor tersebut aktivitas volume perdagangan tidak terdapat perubahan dan saham – saham yang diper-dagangkan tidak likuid.

Implikasi Penelitian

Studi peristiwa (*event study*) dapat mempelajari reaksi pasar terhadap suatu

peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman (Hartono, 2000). Jadi apabila suatu pengumuman yang disebar ke pasar mempunyai kandungan informasi atau pengumuman tersebut membawa sinyal yang positif maka akan berdampak pada investor dengan melakukan reaksi terhadap informasi tersebut.

Implikasi hasil analisis penelitian didasarkan pada teori-teori yang relevan dengan pengumuman *merger dan akuisisi* seperti Teori Sinyal (*Signalling Theory*) dan Asimetri Informasi. Dalam *Signaling theory*, setiap pengumuman dianggap sebagai sinyal yang positif karena manajer perusahaan akan menyampaikan prospek masa depan yang baik ke publik. Alasan sinyal ini didukung dengan kenyataan bahwa perusahaan yang melakukan suatu pengumuman merupakan perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik. Jika pasar bereaksi pada waktu pengumuman, hal ini bukan berarti bahwa pasar bereaksi karena informasi pengumuman tersebut, akan tetapi bereaksi karena mengetahui prospek perusahaan di masa depan yang disinyalkan melalui suatu pengumuman. Sinyal dianggap valid dan dapat dipercaya oleh pasar, apabila perusahaan benar-benar mempunyai kondisi sesuai yang disinyalkan yang akan mendapatkan reaksi positif. (Hartono, 2000).

Sedangkan dalam asimetri informasi mengasumsikan bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkannya, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan (investor). Jika pihak manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang dimilikinya tentang semua

hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, maka akan terjadi informasi asimetris.

Secara keseluruhan hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa dengan pengamatan 11 hari disepertar pengumuman, ternyata pengumuman *merger dan akuisisi* belum dapat memberikan sinyal yang positif hal ini dibuktikan dengan menurunnya harga saham dan *abnormal return* pada saat dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan tidak dapat memberikan perubahan terhadap aktivitas volume perdagangan saham, hal ini kemungkinan informasi yang tersebar tidak merata.

Hasil penelitian tersebut kemungkinan mengindikasikan bahwa informasi mengenai pengumuman *merger dan akuisisi* direspon oleh investor di pasar modal (BEJ) sebagai informasi yang wajar-wajar saja atau tidak dapat memberikan efek secara ekonomis sehingga investor mempunyai tingkat pengharapan (ekspektasi) untuk memperoleh *return* yang sama, hal ini terjadi karena kemungkinan investor tidak mempunyai informasi tentang sejauh mana motivasi perusahaan dalam melakukan kebijakan *merger dan akuisisi* dan kemungkinan lain, investor dalam menilai perusahaan yang melakukan *merger dan akuisisi* semata-mata dikarenakan kinerja perusahaan tersebut sudah lemah secara modal dan manajemennya.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Madura (1991), yang menyimpulkan bahwa pasar bereaksi secara negatif terhadap akuisisi unit yang dilakukan bank-bank tersebut. Sutrisno (1998) menyimpulkan terdapat penurunan rata – rata harga saham dengan perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah laporan keuangan gabungan. Akan tetapi penelitian ini tidak sejalan atau mendukung penelitian yang dilakukan oleh Cakiki *et al* (1996) yang menyimpulkan bahwa para pemegang

saham perusahaan asing tersebut mendapatkan *abnormal return* yang positif dan signifikan pada hari – hari disekitar tanggal akuisisi, yaitu pada hari ke –10 hingga hari ke +10.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah diuraikan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa:

Tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada periode sebelum-saat, saat-sesudah sebelum-sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini dikarenakan secara umum investor tidak memiliki informasi tentang motivasi apa sehingga perusahaan melakukan *merger dan akuisisi* apakah menyangkut motif ekonomi (adanya target pada keunggulan kompetitif) atau motif non ekonomi (perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan manajemen). Dengan ketidak tahumannya para investor terhadap motif perusahaan dalam melakukan *merger dan akuisisi* menyebabkan tidak adanya keberanian investor dalam melakukan spekulasi baik membeli atau menjual saham perusahaan tersebut. Hal ini yang menyebabkan tidak adanya perbedaan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*.

Pengujian *abnormal return* menghasilkan kesimpulan tidak ada perbedaan pada nilai rata-rata *abnormal return* sebelum-saat pengumuman dan saat-sesudah pengumuman. Sedangkan untuk pengujian pasangan periode sebelum-sesudah pengumuman *merger dan akuisisi* memperoleh hasil terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum - sesudah pengumuman *merger dan akuisisi*. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa adanya perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman *merger dan*

akuisisi kemungkinan disebabkan oleh para spekulan yang mencari keuntungan jangka pendek, dimana para spekulan tersebut kemungkinan orang-orang internal perusahaan yang mempunyai informasi tentang motivasi perusahaan dalam melakukan merger dan akuisisi.

Pengujian aktivitas volume perdagangan untuk periode lima hari di seputar pengumuman, menghasilkan kesimpulan yang sama yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada pasangan pengujian sebelum-saat, saat-sesudah, dan sebelum-sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman *merger dan akuisisi* tidak dapat memberikan perubahan terhadap aktivitas volume perdagangan saham. Hal ini kemungkinan informasi tersebut tidak dapat memberikan sinyal yang positif sehingga tingkat ekspektasi para investor untuk memperoleh *return* saham sama.

Saran-saran

1. Bagi pemegang saham atau investor

Dari hasil analisis penelitian ini diketahui bahwa pengumuman merger dan akuisisi belum dapat memberikan kandungan informasi untuk dipertimbangkan dalam berinvestasi di pasar modal. Hal tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para investor dalam menyikapi informasi tersebut.

2. Bagi emiten

Dari hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai pertimbangan manajemen dalam melakukan kebijakan *merger dan akuisisi*, dimana pengumuman tersebut pada periode pengamatan tidak cukup mempunyai kandungan informasi untuk dapat mempengaruhi preferensi investor.

3. Bagi penelitian selanjutnya

- Penelitian ini mempunyai keterbatasan dimana waktu merger dan akuisisi masing-masing perusahaan tidak sama.
- Adanya beberapa metode yang dapat digunakan untuk menilai *abnormal return* yaitu: *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. Peneliti menggunakan *market adjusted model* untuk menghitung *abnormal return*, sehingga penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode-metode yang lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajinkya B. B. dan P. C. Jain. 1989. The behavior of daily stock market trading volume. *Journal of accounting and economic*, Vol 11, pp. 331-359.
- Bandi dan J. Hartono. 2000. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 2, hal. 203-213.
- Beaver, W. H. 1968. The Information content of annual Earning Announcement, *Empirical Research in Accounting Selected Studies. Supplement to journal of accounting Research*, Vol.6, pp 67-92.
- Cakiki, Hesel, C dan K. Tandon . 1986. Foreign Acquisitionin the United State Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firm. *Journal of Banking and Finance*, No. 20, pp. 307-329.
- Copeland, T. E. 1979. Liquidity Changes Following Stock Splits. *Journal of finance*, Vol. 1 (March), pp. 115-141.
- Conroy, R.M., R.S. Harris dan B.A. Benet. 1990. The Effect of Stock Splits on Bid-Ask Spread. *Journal of finance*, Vol. 4, pp. 1288-1289.
- Dyckman, T.R. dan D. Morse. 1986. *Efficient Capital Market and Accounting*. Prentice Hall Inc.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement analysis*. Second Edition Englewood Cliffs New Jersey, Prentice Hall Internetal.
- Hastuti, W. A. dan B. Sudibyo. 1998. Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 2, (Juli), Hal. 239-254.
- Husnan, S. 1988. *Dasar-Dasar Portofolio dan Analisis sekuritas*, Edisi Ketiga, UPP-AMP-YKPM, Yogyakarta,
- Jones, C. P. 1998. *Invesment Analysis and Management*. Sixth Edition, John Wiley& Sons, New York.
- Limmack, R.J. 1991. Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effect: 1977-1986. *Accounting Busines and Research*, Vol. 21, Summer, 239-251.
- Mackinlay A.C. 1997. Event Studies in Economics and Finance, *Journal of economic Literature*. Vol. XXXV. pp 13-39.
- Madura, J. 1991. Bank acquisition of Units and Shareholder Wealth: A Notes. *Akron Busines and Economics Review*, Vol. 22, Fall. 45-50.
- Miliasih. R. 2000. Analisis Pengaruh Stock Split Terhadap Earning. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 2, hal 131-144.
- Rusli, R.H. 1992. Konsolidasi atau Akuisisi yang Terjadi di dalam kelompok Bisnis di Indonesia. *Usahawan* No. 8. Edisi XXI, Agustus Yogyakarta.
- Suparmono. 2000. Dividend Announcement Effect on Stock Return: A Test of The Signaling Hypothesis in the Indonesia Stock Market. *Gadjah Mada International Journal of Bussiness*. Vol.2, No.3, pp. 351-368.