



**PERBEDAAN NILAI ACTUAL RETURN, EXPECTED RETURN,
ABNORMAL RETURN, TRADING VOLUME ACTIVITY,
DAN SECURITY RETURN VARIABILITY SEBELUM DAN
SESUDAH MERJER PADA PERUSAHAAN YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh
gelar Magister Manajemen

**FRESTIN CHRISNANTI
117.11.1026**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA UNIVERSITAS
TARUMANAGARA
JAKARTA
2012**

KATA PENGANTAR

Puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas segala berkat dan karunia-Nya, sehingga Penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “Perbedaan Nilai *Actual Return, Expected Return, Abnormal Return, Trading Volume Activity, dan Security Return Variability Sebelum dan Sesudah Merjer Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*” dengan baik. Tesis ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat guna mencapai gelar Magister Manajemen (S2) Program Pasca Sarjana Universitas Tarumanagara.

Penyelesaian tesis ini tidak terlepas dari bantuan dan bimbingan berbagai pihak. Maka pada kesempatan ini, Penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Dr. Hendang Tanusdjaja, SE, MM, Ak, CPA selaku Dosen Pembimbing yang dengan penuh keakraban dan kesabaran telah meluangkan waktu dan tenaga, untuk memberikan bimbingan dan pengarahan yang berharga kepada Penulis.
2. Bapak Dr. Indra Widjaja, SE, MM selaku Ketua Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Tarumanagara.
3. Para dosen dan staf pengajar Program Pasca Sarjana Universitas Tarumanagara yang telah memberikan didikan dan ajaran kepada Penulis selama masa perkuliahan.
4. Segenap karyawan dan staf perpustakaan Program Pasca Sarjana Universitas Tarumanagara yang turut membantu di dalam proses penulisan tesis ini.
5. Papa, mama, dan kakak tercinta yang telah memberikan dukungan, keceriaan, penghiburan, dan doa yang begitu tulus kepada Penulis.

6. Teman-teman selama masa perkuliahan Magister Manajemen yang telah memberikan dorongan semangat dan perhatian kepada Penulis selama ini.
7. Segenap dosen dan para pengajar Laboratorium Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara yang telah memberikan dukungan dan semangat kepada Penulis selama ini.

Akhir kata, Penulis berharap semoga tesis ini dapat memberikan manfaat yang berguna bagi para pembaca dan mereka yang memerlukannya. Penulis juga menyadari bahwa tesis ini masih belum sempurna dan memiliki berbagai kekurangan. Oleh karena itu, saran dan kritik yang sehat serta membangun akan diterima dengan senang hati.

Jakarta, 2 Agustus 2012

Penulis

Frestin Chrisnanti

ABSTRACT

Merger activities constitute important information for shareholders. A merger activities announcement that is released by a company will influence the share price of acquiring company. This research aims to know how far merger could build positive impact to acquiring company. By examining this research, the author tried to know actual return, expected return, abnormal return, trading volume activity, and security return variability of share before and after merger since 2005-2010 at the companies listed in Bursa Efek Indonesia.

This research used purposive sampling for defining the sample. The sample used in this research consists of 10 companies from various industries sector. This period of research was 60 days, divided into 30 days before merger and 30 days after merger. Collected data is processed using software SPSS 16.0, being analyzed using kolmogorov smirnov test to test data's distribution. The data that being used in this research have not normal distribution, so this research is using mann-whitney test to examine the hypothesis.

The result of this research is that there are no mean differences in actual return, expected return, abnormal return, and security return variability before and after merger activities. But there is differences in trading volume activity before and after merger. The next research is suggested to be done by others evaluation method to measure the expected return variables.

Keywords: actual return, expected return, abnormal return, trading volume activity, security return variability, merger.

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
ABSTRACT	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Pokok Masalah	4
1.3. Tujuan, Ruang Lingkup, dan Manfaat Penelitian	4
1.3.1 Tujuan Penelitian	4
1.3.2 Ruang Lingkup Penelitian	5
1.3.3 Manfaat Penelitian	5
1.4. Kerangka Penulisan	6
BAB II TELAAH KEPUSTAKAAN	
2.1. Landasan Teori	8
2.1.1 Penggabungan Usaha	8
2.1.2 Alasan Penggabungan Usaha	10
2.1.3 Tipe-tipe Merjer	14
2.1.4 Tahapan Merjer	17
2.1.5 Klasifikasi Berdasarkan Perlakuan Akuntansi	18
2.1.6 Keunggulan dan Kelemahan Merjer	20
2.1.7 <i>Event Study</i>	22

2.1.8	Saham	23
2.1.9	<i>Actual Return</i>	25
2.1.10	<i>Expected Return</i>	25
2.1.11	<i>Abnormal Return</i>	27
2.1.12	<i>Trading Volume Activity</i>	28
2.1.13	<i>Security Return Variability</i>	29
2.2	Penelitian Terdahulu	29
2.3.	Kerangka Pemikiran	31
2.4.	Hipotesis Penelitian	33
BAB III METODOLOGI PENELITIAN		
3.1.	Jenis dan Periode Penelitian	35
3.2.	Sumber dan Pengumpulan Data	35
3.3.	Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel	38
3.4.	Metode Analisis	40
3.5.	Tes Hipotesis	41
BAB IV ANALISIS DAN BAHASAN TEMUAN		
4.1.	Deskripsi Obyek Penelitian	43
4.2.	Analisis dan Pembahasan	44
4.2.1.	Statistik Deskriptif	44
4.2.2.	Uji Normalitas	47
4.2.3.	Uji <i>Mann-Whitney</i>	52
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		
5.1.	Kesimpulan	60
5.2.	Saran	61
DAFTAR KEPUSTAKAAN		

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1.	Proses Penyeleksian Sampel	37
Tabel 3.2.	Daftar Anggota Sampel Penelitian	38
Tabel 4.1.	Jenis Industri Sampel	43
Tabel 4.2.	Statistik Deskriptif Sebelum Merjer	44
Tabel 4.3.	Statistik Deskriptif Sesudah Merjer	45
Tabel 4.4.	Uji Normalitas <i>Actual Return</i>	48
Tabel 4.5.	Uji Normalitas <i>Expected Return</i>	49
Tabel 4.6.	Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i>	50
Tabel 4.7.	Uji Normalitas <i>Trading Volume Activity</i>	51
Tabel 4.8.	Uji Normalitas <i>Security Return Variability</i>	52
Tabel 4.9.	Hasil Pengujian Hipotesis <i>Actual Return</i> dengan Uji Mann-Whitney	53
Tabel 4.10.	Hasil Pengujian Hipotesis <i>Expected Return</i> dengan Uji Mann-Whitney	54
Tabel 4.11.	Hasil Pengujian Hipotesis <i>Abnormal Return</i> dengan Uji Mann-Whitney	55
Tabel 4.12.	Hasil Pengujian Hipotesis <i>Trading Volume Activity</i> dengan Uji Mann-Whitney	56
Tabel 4.13.	Hasil Pengujian Hipotesis <i>Security Return Variability</i> dengan Uji Mann-Whitney	58

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.	Skema Pengabungan (Merjer)	9
Gambar 2.2.	Skema Rerangka Penelitian	33

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Sampel Perusahaan
- Lampiran 2 Data-Data PT Bank Inter Pacific Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 3 Data-Data PT Sarasa Nugraha Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 4 Data-Data PT Kalbe Farma Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 5 Data-Data PT Ades Water Indonesia Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 6 Data-Data PT Surya Toto Indonesia Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 7 Data-Data PT Selamat Sempurna Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 8 Data-Data PT Nusantara Infrastructure Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 9 Data-Data PT Bank Multicor Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 10 Data-Data PT Bank CIMB Niaga Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 11 Data-Data PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. Sebelum Merjer
- Lampiran 12 Data-Data PT Bank Inter Pacific Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 13 Data-Data PT Sarasa Nugraha Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 14 Data-Data PT Kalbe Farma Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 15 Data-Data PT Ades Water Indonesia Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 16 Data-Data PT Surya Toto Indonesia Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 17 Data-Data PT Selamat Sempurna Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 18 Data-Data PT Nusantara Infrastructure Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 19 Data-Data PT Bank Multicor Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 20 Data-Data PT Bank CIMB Niaga Tbk. Sesudah Merjer
- Lampiran 21 Data-Data PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. Sesudah Merjer

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Saat ini persaingan usaha di antara perusahaan-perusahaan yang ada semakin kuat. Setiap perusahaan perlu mengembangkan strateginya agar dapat berkembang, berdaya saing, mempertahankan eksistensinya dan memperbaiki kinerjanya. Salah satu usaha untuk menjadi perusahaan yang besar dan kuat adalah melalui ekspansi. Ekspansi perusahaan dapat dilakukan dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal.

Ekspansi internal dapat dilakukan dengan cara memperluas kegiatan perusahaan yang sudah ada, misalnya dengan cara menambah kapasitas pabrik, membangun divisi bisnis yang baru, maupun menambah produk baru atau mencari pasar baru. Sementara ekspansi eksternal, dapat dilakukan dengan cara menggabungkan diri dengan perusahaan lain yang biasa disebut dengan merjer. Tujuan dari pengembangan usaha ini adalah menciptakan nilai bagi investor atau juga bagi pemegang saham.

Penggabungan usaha terjadi ketika salah satu pihak memperoleh kontrol atas satu atau lebih bisnis. Merjer merupakan salah satu tipe penggabungan usaha dimana, hanya salah satu perusahaan saja yang akan tetap ada sedangkan yang satunya lagi menjadi hilang. Alasan perusahaan lebih tertarik untuk memilih merjer sebagai strateginya daripada pertumbuhan internal adalah karena merjer dianggap sebagai jalan cepat untuk mewujudkan tujuan perusahaan dimana perusahaan tidak perlu memulai dari awal suatu bisnis baru.

Merger juga dianggap dapat menciptakan sinergi, yaitu nilai keseluruhan perusahaan setelah merger lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger (secara sistematis $2 + 2 = 5$). Selain itu merger dapat memberikan banyak keuntungan bagi perusahaan antara lain peningkatan pangsa pasar, mengatasi hambatan untuk masuk dalam satu industri, meningkatkan kecepatan dalam memasarkan produk, kemampuan dalam pemasaran, riset, skill manajerial, transfer teknologi, mengurangi kompetisi yang berlebihan, meningkatkan efisiensi berupa penurunan biaya produksi dan mengurangi resiko pengembangan produk baru yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan return atau penerimaan perusahaan.

Baik buruknya informasi dalam pasar saham mempunyai peran penting yang dapat mempengaruhi berbagai macam transaksi perdagangan. Para investor dapat menganalisis informasi yang diperoleh yang dapat membawa mereka kepada perdagangan saham atau membuat mereka melindungi investasinya dari resiko dan ketidakpastian pasar. Informasi ataupun pengumuman yang dipublikasikan oleh perusahaan juga akan diperhatikan oleh para investor dalam mengambil keputusan untuk menyeleksi secara efektif portofolio yang tersedia.

Menurut Bandi dan Hartono (1999) dalam Gantjowati dan Sulistyani (2008) kita perlu mengingat bahwa terdapat perbedaan antara harga dan volume saham yaitu jika harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan, sedangkan volume merefleksikan perubahan dalam pengharapan investor secara individual. Gantjowati dan Sulistyani (2008) menyatakan bahwa pengumuman akan laba maupun dividen oleh suatu perusahaan mungkin netral, dalam artian tidak akan mengubah pengharapan tentang pasar sebagai suatu keseluruhan, tetapi mungkin dapat mengubah pengharapan investor secara individual. Dalam

kondisi seperti ini, bisa saja tidak ada reaksi dari perubahan harga, tetapi mungkin ada pergantian dalam posisi portofolio yang merefleksikan reaksi volume.

Penelitian terdahulu telah menganalisis pengaruh pengumuman merger terhadap pasar saham, diantaranya adalah Nurussobakh (2009) yang melakukan penelitian mengenai perbedaan *actual return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* saham sebelum dan setelah merger. Hasil yang diperoleh adalah tidak terdapat perbedaan *actual return*, *abnormal return* dan *security return variability* sebelum dan sesudah merger, dan terdapat perbedaan dalam *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan penelitian Selcuk dan Yilmaz (2011), mengenai dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan akuisitor, menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam *cumulative abnormal return* baik sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi, namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam return on assets, return on equity, return on sales sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi.

Penelitian yang dilakukan Fadia (2008), mengenai pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap return saham bank umum di Bursa Efek Jakarta periode 1997-2002, hasil penelitian ini adalah tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah merger. Dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan hasil penelitian (*research gap*) pada penelitian-penelitian sebelumnya. Dengan demikian, disusunlah penelitian yang diberi judul “**Perbedaan Nilai *Actual Return*, *Expected Return*, *Abnormal Return*, *Trading Volume Activity*, dan *Security Return Variability* Sebelum dan Sesudah Merger Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**”.

1.2. Pokok Masalah

Merger yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) mendapatkan banyak perhatian dari berbagai kalangan seperti pemegang saham, pemerintah, kreditur, calon investor, kompetitor perusahaan dan masyarakat umum. Hal ini terjadi dikarenakan pemberlakuan merger atas suatu perusahaan menyangkut kepentingan banyak orang, bukan hanya perusahaan yang bersangkutan saja.

Permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk menguji teori-teori yang berhubungan dengan motivasi merger yang dibatasi pada pengaruh merger terhadap *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* sebelum dan sesudah pengumuman merger. Mengacu pada latar belakang masalah maka rumusan masalah yang disampaikan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat perbedaan *actual return* sebelum dan sesudah merger?
2. Apakah terdapat perbedaan *expected return* sebelum dan sesudah merger?
3. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger?
4. Apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger?
5. Apakah terdapat perbedaan *security return variability* sebelum dan sesudah merger?

1.3. Tujuan, Ruang Lingkup, dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan dilakukan penelitian ini adalah untuk menguji apakah merger yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor memiliki pengaruh terhadap *return* saham perusahaan akuisitor.

1.3.2 Ruang Lingkup Penelitian

Mengingat luasnya ruang lingkup dalam penelitian, maka akan ditentukan pembatasan ruang lingkup penelitian. Pembatasan ruang lingkup penelitian bertujuan agar pembahasan tidak menyimpang atau meluas pada permasalahan lain, serta pihak lain yang membaca hasil penelitian dapat memahami dengan benar masalah yang dibahas.

Penelitian dibatasi pada perbedaan *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* saham sebelum dan sesudah merger pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang telah *listing* di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2010 dan melakukan kegiatan merger hanya 1 (satu) kali selama 1 (satu) tahun tertentu saja dan tersedia informasi yang lengkap tentang tanggal transaksi dilakukannya merger tersebut.

1.3.3 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini bagi penulis adalah untuk menerapkan teori di pasar modal, dan untuk melihat apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman akan dilakukannya dan sesudah dilakukannya merger dan juga sebagai sarana untuk memperluas pemahaman mengenai pengaruh merger terhadap perubahan return dan jumlah perdagangan saham perusahaan akuisitor. Bagi investor dan calon investor, pemain pasar modal seperti investor, broker, underwriter dan issuer dapat menggunakan informasi ini sebagai pertimbangan untuk mengambil keputusan investasi dan menanamkan modalnya dalam perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Bagi manajer, dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam memutuskan apakah merger merupakan strategi yang tepat bagi perusahaan. Bagi perkembangan

ilmu pengetahuan, akan menjadi ide yang bagus untuk melakukan penelitian yang menyerupai dan menciptakan sebuah teori baru mengenai pasar modal. Bagi pihak lainnya, penelitian ini memiliki manfaat untuk menambah pengetahuan dan wawasan mengenai apakah terdapat perubahan return dan jumlah perdagangan saham baik sebelum maupun sesudah dilakukannya merger, serta sebagai bahan referensi untuk penelitian selanjutnya.

1.4. Kerangka Penulisan

Sistematika pembahasan bertujuan untuk memberikan gambaran umum tentang penelitian yang dilakukan. Penulisan tesis terdiri dari 5 bab dan masing-masing bab terdiri dari beberapa bagian yang saling terkait, antara lain:

BAB I : PENDAHULUAN

Dalam bab ini diuraikan secara singkat mengenai latar belakang permasalahan, pokok masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup pembahasan, manfaat penelitian, serta sistematika pembahasan penelitian.

BAB II : TELAAH KEPUSTAKAAN

Bab ini berisi tinjauan pustaka mengenai penggabungan usaha, alasan-alasan penggabungan usaha, tipe-tipe merger, tahapan merger, klasifikasi berdasarkan perlakuan akuntansi, keunggulan dan kelemahan merger, *event study*, *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability*. Bab ini juga membahas penelitian terdahulu mengenai perbedaan *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* sebelum dan sesudah merger, kerangka pemikiran dalam penelitian, serta hipotesis yang digunakan dalam penelitian.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini diuraikan mengenai jenis dan periode penelitian, metode penelitian yang digunakan dalam penelitian, yang meliputi populasi

penelitian, rancangan sampling, teknik pengumpulan data, dan metode analisis.

BAB VI : ANALISIS DAN BAHASAN TEMUAN

Bab ini berisi gambaran umum objek penelitian, hasil pengujian normalitas serta uji beda sebelum maupun sesudah dilakukannya merger dan akuisisi terhadap *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* saham. Bab ini juga disertai dengan analisis dan pembahasan dari hasil pengujian.

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Bab terakhir berisi kesimpulan dan saran hasil pengujian, yang diharapkan dapat memberikan sumbangan pikiran bagi para pembaca mengenai *return* saham yang dalam hal ini adalah *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* baik sebelum maupun sesudah merger pada perusahaan akuisitor.

BAB II

TELAAH KEPUSTAKAAN

2.2. Landasan Teori

2.1.1. Penggabungan Usaha

Dengan melakukan penggabungan usaha, suatu perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidup serta mengembangkan perusahaan. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Indonesia Nomor 22 (PSAK No.22) mendefinisikan penggabungan badan usaha sebagai bentuk penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain ataupun memperoleh kendali (kontrol) atas aktiva dan operasi perusahaan lain (Ikatan Akuntan Indonesia, 1999).

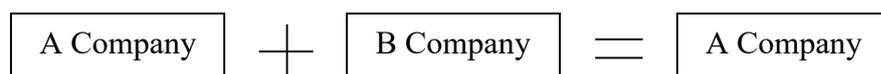
Larsen (1994) mengatakan bahwa penggabungan usaha adalah suatu peristiwa atau transaksi dimana dua atau lebih perusahaan bisnis, atau aktiva bersih mereka, dibawah sepengendali dalam suatu entitas akuntansi tunggal. Menurut Neo dan Nyeen (2009) penggabungan usaha menyatukan satu atau lebih perusahaan yang bergabung menjadi sebuah entitas pelaporan. Hoyle, Schaefer, Douppnik (2011) menyatakan bahwa penggabungan usaha mengacu pada transaksi atau peristiwa lain dimana pengakuisisi memperoleh kendali atas satu atau lebih bisnis.

Secara teori penggabungan usaha dapat berupa merger, akuisisi, dan konsolidasi. Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lainnya dihilangkan. Sementara itu, akuisisi didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu perusahaan, yang dapat dilakukan melalui merger atau *tender offer* (Foster, 1986).

Merger merupakan salah satu strategi penggabungan usaha yang digunakan oleh perusahaan untuk mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. Jeter dan Chaney (2011) mengatakan bahwa merger terjadi ketika salah satu perusahaan mengakuisisi semua aset bersih dari satu atau lebih perusahaan lain melalui pertukaran saham, pembayaran tunai atau kekayaan lain, atau isu instrumen hutang.¹ Ilustrasi merger dapat dilihat dari gambar 2.1.

Gambar 2.1

Penggabungan (Merger)



Sumber: Jeter dan Chaney (2011)

Sedangkan menurut Drebin (1982), merger terjadi dengan perolehan langsung harta benda baik oleh satu maupun beberapa perusahaan lain, dimana perusahaan yang mengambil alih harta benda perusahaan lain tetap berdiri sebagai satuan usaha yang lebih besar, sedangkan yang harta bendanya diambil alih dibubarkan. Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lain dihilangkan (Foster, 1986).

Baker, Christensen dan Cottrell (2011) menyatakan bahwa merger adalah sebuah penggabungan usaha dimana aset dan liabilitas perusahaan digabungkan dengan pihak yang memperoleh perusahaan tersebut. Dimana, menurut Brealey, Myers dan Marcus (2007) merger harus memiliki persetujuan setidaknya 50 persen dari pemegang saham dari setiap perusahaan, karena pemegang saham tidak selalu

¹ Debra C. Jeter dan Paul K. Chaney, *Advanced Accounting* (New Jersey : John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 2011), p 15-16.

puas bahwa merger dilakukan sebagai keputusan terbaik perusahaan. Dengan demikian dua perusahaan bergabung menjadi sebuah entitas tunggal. Menurut Beams et al. (2012) merger terjadi ketika perusahaan mengambilalih semua operasi dari entitas usaha lain dan entitas yang diambilalih tersebut dibubarkan.

Merger atau penggabungan usaha merupakan suatu tindakan yang menyatukan dua perusahaan dari industri sejenis menjadi satu perusahaan. Dimana salah satu perusahaan akan tetap ada, sedangkan yang satunya lagi akan hilang. Merger bisa juga merupakan suatu langkah yang dilakukan untuk mengikuti tindakan akuisisi 100% namun dalam akuisisi 100%, kedua belah pihak akan tetap ada yaitu baik itu perusahaan pengakuisisi (*acquirer*) maupun perusahaan target (Ang, 1997).

Menurut Payamta dan Setiawan (2004) merger merupakan penggabungan usaha dengan cara suatu perusahaan mengambil alih satu atau lebih perusahaan yang lain dimana setelah merger perusahaan yang diambil alih tersebut dilikuidasi.

2.1.2. Alasan Penggabungan Usaha

Menurut Beams, Anthony, Bettinghaus dan Smith (2012) jika ekspansi merupakan tujuan yang tepat dalam bisnis perusahaan, maka terdapat banyak alasan mengapa dilakukannya penggabungan usaha. Pertama, memperoleh fasilitas melalui penggabungan usaha, biasanya lebih murah bagi perusahaan daripada jika perusahaan harus melakukan pengembangan sendiri. Hal ini biasanya terjadi pada masa inflasi.

Kedua, melakukan pembelian terhadap lini produk yang sudah memiliki pasar yang mapan biasanya lebih tidak beresiko dibandingkan dengan mengembangkan produk dan pasar baru. Risiko ini biasanya rendah ketika perusahaan bertujuan untuk melakukan diversifikasi. Ketiga, fasilitas pabrik yang diperoleh melalui penggabungan usaha dapat langsung digunakan oleh perusahaan dan telah memenuhi

peraturan yang berhubungan dengan lingkungan maupun peraturan pemerintah. Sedangkan jika perusahaan membangun fasilitas yang baru, dapat menimbulkan penundaan dalam pembangunannya karena membutuhkan persetujuan pemerintah untuk memulai operasi perusahaan.

Keempat, beberapa perusahaan melakukan penggabungan usaha untuk menghindari terjadinya pengakuisisian di antara perusahaan. Karena pada perusahaan yang lebih kecil, mereka cenderung lebih mudah untuk diambil alih. Oleh karena itu, mereka menggunakan strategi pembeli yang agresif sebagai pertahanan mereka untuk melawan usaha pengambilalihan oleh perusahaan lain. Perusahaan dengan rasio hutang terhadap ekuitas yang tinggi biasanya bukan menjadi sasaran yang menarik bagi perusahaan pengambil alih.

Kelima, penggabungan usaha melibatkan penggabungan sumber daya tak berwujud maupun sumber daya berwujud. Maka, akuisisi atas hak paten, hak atas mineral, riset, database pelanggan, maupun keahlian manajemen dapat menjadi faktor utama untuk memotivasi perusahaan dalam melakukan penggabungan usaha. Terakhir, alasan lainnya adalah selain untuk melakukan perluasan usaha, perusahaan-perusahaan mungkin memilih melakukan penggabungan usaha agar mendapatkan manfaat dari segi pajak seperti dari pajak penghasilan perseorangan dan pajak atas bangunan, dan juga untuk alasan-alasan pribadi.

Sedangkan menurut Brigham dan Ehrhardt (2008), motivasi utama dalam melakukan merger adalah pertama, sinergi. Motivasi utama pada kebanyakan merger adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dari penggabungan usaha. Jika perusahaan A dan B melakukan merger menjadi perusahaan C, dan nilainya melebihi dari A dan B yang diambil secara terpisah, maka sinergi dikatakan ada dan melakukan merger tersebut harus bermanfaat bagi pemegang saham A dan B. Efek sinergi dapat

muncul dari lima sumber, yaitu operasi ekonomi, ekonomi keuangan, pengaruh pajak, diferensiasi efisiensi, meningkatkan kekuatan pasar.

Kedua, pertimbangan pajak telah menstimulasikan sejumlah merger. Misalnya, sebuah perusahaan yang menguntungkan di lapisan pajak tertinggi bisa memperoleh sebuah perusahaan besar dengan akumulasi kerugian pajak. Kerugian ini sapat diubah menjadi tabungan pajak langsung daripada untuk digunakan di masa depan. Merger juga dapat berfungsi sebagai cara untuk meminimalkan pajak saat ingin mengurangi kelebihan uang tunai.

Ketiga, pembelian aset di bawah biaya pengganti mereka. Kadang-kadang perusahaan akan disebut-sebut sebagai kandidat akuisisi karena biaya penggantian aktivasnya jauh lebih tinggi dari nilai pasarnya. Keempat, diversifikasi. Manajer sering menyebutkan diversifikasi sebagai alasan untuk merger. Mereka berpendapat bahwa diversifikasi membantu menstabilkan laba perusahaan dan dengan demikian menguntungkan pemiliknya. Stabilisasi atas pendapatan tentunya akan bermanfaat bagi para karyawan, pemasok, dan pelanggan, akan tetapi nilainya kepada pemegang saham akan menjadi kurang pasti.

Kelima adalah insentif pribadi manajer. Keputusan bisnis lebih didasarkan pada motivasi pribadi manajer daripada pada analisis ekonomi. Telah diamati bahwa gaji eksekutif sangat berkorelasi dengan ukuran perusahaan. Semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi gaji para atasannya. Hal ini dapat menyebabkan terjadinya akuisisi yang sebenarnya tidak diperlukan.

Terakhir, nilai membubarkan perusahaan. Beberapa ahli memperkirakan nilai pengambilalihan pembubaran perusahaan, yang merupakan nilai dari setiap bagian perusahaan jika mereka dijual secara terpisah. Jika nilai perusahaan lebih tinggi daripada nilai pasar saat ini, maka spesialis pengambilalih dapat memperoleh

perusahaan pada atau bahkan diatas nilai pasar saat ini, maka akan dijual secara terpisah dan akan mendapatkan keuntungan.

Sutrisno dan Sumarsih (2004) menyatakan bahwa terdapat beberapa motivasi merger dan akuisisi, yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham karena adanya peningkatan ketidaksempurnaan dalam *External Capital Market*, meningkatkan *Net Present Value*, menciptakan *Internal Capital Market* dan juga mengurangi variabilitas pendapatan. Pada kegiatan merger dan akuisisi ada dua hal yang patut dipertimbangkan yaitu nilai yang dihasilkan dari kegiatan akuisisi dan siapakah pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan tersebut.

Penggabungan usaha diharapkan akan menghasilkan sinergi sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Sedangkan jika menyangkut siapakah pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan merger tersebut, belum ada kesepakatan dari para peneliti. Terdapat sebagian peneliti yang berpendapat bahwa pemegang saham perusahaan target yang selalu diuntungkan dan pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi (*Acquiring Firm*) selalu dirugikan. Keuntungan pemegang saham dapat diketahui melalui *abnormal return* yang mereka terima.

Akan tetapi hasil tersebut hanya dapat dilihat untuk jangka pendek saja, dimana biasanya *abnormal return* dihitung pada periode preakuisisi sampai saat tanggal tertentu setelah tanggal pengumuman atau sebelum tanggal efektif saja. Sedangkan untuk pemegang saham *acquiring firm* jangka panjang tidak selalu mendapatkan *return* yang positif jika dibandingkan dengan perusahaan lain yang tidak melakukan akuisisi.

Menurut Surtojo dalam Payamta dan Setiawan (2004), motivasi dalam melakukan merger dan akuisisi dapat digolongkan ke dalam dua kelompok, yaitu motivasi ekonomis dan motivasi non ekonomis. Motivasi ekonomis adalah dimana

perusahaan target mempunyai keunggulan kompetitif yang diharapkan akan menghasilkan sinergi setelah digabung. Dalam jangka panjang sinergi tersebut akan mampu meningkatkan volume penjualan dan keuntungan perusahaan. Sedangkan untuk motivasi non ekonomis, contohnya karena sebuah perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan manajemen; keinginan menjadi kelompok yang terbesar di dunia, meskipun ada kemungkinan penggabungan usaha yang dilakukan tersebut tidak menguntungkan; dan karena diambil alih oleh pihak bank.

2.1.3. Tipe-tipe Merjer

Tipe merjer bila ditinjau dari prosesnya menurut Husnan (2002), merjer dapat dibedakan menjadi dua, yaitu *friendly merjer* dan *hostile takeover*. *Friendly merjer*, proses ini disepakati oleh dua belah pihak dengan cara sebagai berikut: Pertama, mengidentifikasi perusahaan yang akan menjadi target merjer. Kedua, menentukan harga beli yang bersedia dibayarkan kepada perusahaan target. Ketiga, manajer perusahaan yang akan membeli menghubungi perusahaan target untuk melakukan negosiasi. Jika pemegang saham perusahaan target menyetujui, maka penggabungan tersebut dapat dilaksanakan dengan baik melalui pembayaran tunai atau pembayaran dengan saham perusahaan.

Hostile takeover (pengambilalihan paksa) dimana proses ini terjadi jika perusahaan target yang akan di merjer tersebut berkeberatan dengan alasan harga yang ditetapkan terlalu rendah (*undervalue*) atau karena manajer takut kehilangan jabatannya, sehingga terkadang pihak manajer melakukan berbagai cara untuk menggagalkan kegiatan merjer ini.

Jeter dan Chaney (2011) mengatakan bahwa terdapat sejumlah kontroversi seputar efektivitas, serta manfaat utama dan langkah defensif yang dapat digunakan

dalam kombinasi bisnis. Pertama, *poison pill* yaitu menerbitkan saham untuk para pemegang saham yang ada dan memungkinkan mereka untuk membeli saham tambahan dengan harga di bawah nilai pasar, tetapi hanya dapat terjadi ketika terdapat potensi pengambilalihan.

Kedua, *greenmail* adalah pembelian setiap saham yang dimiliki oleh calon pembeli yang akan mengakuisisi perusahaan dilakukan dengan harga yang substansial di atas nilai wajar. Ketiga, *white knight or white squire* mendorong perusahaan ketiga agar lebih dapat diterima oleh manajemen perusahaan target untuk mengakuisisi atau merger dengan perusahaan target.

Keempat, *pac-man defense* mencoba mengambilalih perusahaan yang tidak bersahabat. Kelima, *selling the crown jewels* dimana perusahaan menjual aset berharga bagi orang lain untuk membuat perusahaan menjadi kurang menarik bagi pengakuisisi. Terakhir, *leveraged buyouts* adalah pembelian saham mayoritas di perusahaan target oleh manajer dan pihak ketiga yaitu investor, yang biasanya dikenakan hutang yang cukup besar dalam proses ini dan kemudian mengambil perusahaan swasta.

Menurut Moin (2004), merger berdasarkan aktivitas ekonomi dapat diklasifikasikan dalam lima tipe, yaitu pertama merger horisontal, yaitu merger antara dua atau lebih perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama. Salah satu tujuan utama dari merger horisontal ini adalah untuk mengurangi persaingan atau untuk meningkatkan efisiensi melalui penggabungan aktivitas produksi, pemasaran, distribusi, riset dan pengembangan dan fasilitas administrasi.

Kedua, merger vertikal adalah integrasi yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam tahapan-tahapan proses produksi atau operasi. Merger tipe ini dilakukan jika perusahaan yang berada pada industri hulu memasuki

industri hilir atau sebaliknya dari industri hilir menuju ke industri hulu. Merger vertikal dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang bermaksud untuk mengintegrasikan usahanya terhadap pemasok dan/atau pengguna produk dalam rangka stabilisasi pasokan dan pengguna.

Ketiga, merger konglomerat adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan yang masing-masing bergerak dalam industri yang tidak terkait. Merger konglomerat terjadi apabila sebuah perusahaan berusaha mendiversifikasikan bidang bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis yang berbeda sama sekali dengan bidang bisnis semula. Apabila merger konglomerat ini dilakukan secara terus-menerus oleh perusahaan, maka terbentuklah sebuah konglomerasi. Sebuah konglomerasi memiliki bidang bisnis yang sangat beragam dalam industri yang berbeda, misalnya manufaktur, perbankan, otomotif, perhotelan, ritel, asuransi, konstruksi, agribisnis, dan lain sebagainya.

Keempat adalah merger ekstensi pasar. Dimana merger ekstensi pasar adalah merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk secara bersama-sama memperluas area pasar. Tujuan merger ini terutama untuk memperkuat jaringan pemasaran bagi produk masing-masing perusahaan. Merger ekstensi pasar sering dilakukan oleh perusahaan-perusahaan lintas negara dalam rangka ekspansi dan penetrasi pasar. Merger ekstensi pasar dilakukan untuk mengatasi keterbatasan ekspor karena kurang memberikan fleksibilitas penyediaan produk terhadap konsumen luar negeri.

Terakhir yaitu merger ekstensi produk merupakan merger yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk memperluas lini produk masing-masing perusahaan. Setelah merger perusahaan akan menawarkan lebih banyak jenis dan lini produk sehingga akan menjangkau konsumen yang lebih luas.

2.1.4. Tahapan Merjer

Dalam proses melakukan merjer terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan baik sebelum maupun setelah merjer terjadi. Menurut Estanol, Albert dan Seldeslachts (2004) langkah-langkah yang harus diambil dapat dibagi menjadi tiga bagian pertama, *pre-merger* dalam hal ini adalah keadaan sebelum merjer dimana dalam tahap ini, tugas dari seluruh jajaran direksi maupun manajemen kedua perusahaan atau lebih untuk mengumpulkan informasi yang kompeten dan signifikan untuk kepentingan proses merjer perusahaan-perusahaan tersebut.

Kedua adalah *merger stage* merupakan keadaan pada saat perusahaan-perusahaan tersebut memutuskan untuk melakukan merjer, hal yang harus dilakukan oleh mereka untuk pertama kalinya dalam tahap ini adalah menyesuaikan diri dan saling mengintegrasikan diri dengan *partner* mereka agar dapat berjalan sesuai dengan *partner* mereka.

Terakhir yaitu *post merger*, pada tahapan ini terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan. Langkah pertama yang akan dilakukan oleh perusahaan adalah dengan melakukan restrukturisasi, dimana dalam merjer, sering terjadi adanya dualisme kepemimpinan yang akan membawa pengaruh buruk dalam organisasi. Langkah kedua yang diambil adalah dengan membangun suatu kultur baru dimana kultur atau budaya baru ini dapat merupakan gabungan dari keunggulan kedua budaya perusahaan yang lama atau dapat juga merupakan budaya yang sama sekali baru bagi perusahaan. Langkah ketiga yang diambil adalah dengan cara melancarkan transisi, dimana yang harus dilakukan dalam hal ini adalah dengan membangun suatu kerjasama, dapat berupa tim gabungan ataupun kerjasama mutual.

2.1.5. Klasifikasi Berdasarkan Perlakuan Akuntansi

Perlakuan akuntansi adalah bagaimana akuntansi memandang dan mencatat suatu transaksi penggabungan usaha, apakah suatu penggabungan usaha dikatakan sebagai pembelian atau sebagai penyatuan kepentingan. Klasifikasi berdasarkan perlakuan akuntansi dapat dibedakan menjadi 2 metode, yaitu metode pembelian dan metode penyatuan kepentingan (*pooling of interest*).

Menurut Larsen (1994), metode pembelian adalah aset dan termasuk *goodwill* yang diperoleh dari penggabungan usaha dengan uang tunai akan diakui sebesar jumlah kas yang dibayarkan, dan aset yang diperoleh dalam penggabungan usaha yang melibatkan penerbitan hutang jangka panjang, saham preferen, atau saham biasa, akan diakui sebesar nilai wajar aset, atau hutang atau saham, yang mana yang lebih diketahui secara pasti.²

Sedangkan menurut Block dan Hirt (1997), penyatuan kepemilikan merupakan laporan keuangan perusahaan akan digabungkan, sesuai dengan beberapa penyesuaian kecil, dan *goodwill* tidak dibuat. Terdapat beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai syarat penyatuan kepentingan, yaitu pertama, perusahaan yang mengakuisisi hanya mendapatkan saham biasa, dengan hak yang sama dengan saham lama perusahaan yang diakuisisi. Kedua, pemegang saham perusahaan yang diakuisisi mempertahankan kepemilikan yang sama pada perusahaan baru. Ketiga, perusahaan yang digabungkan tidak berniat membuang aset yang signifikan dari perusahaan dalam dua tahun. Keempat, penggabungan usaha dilakukan dalam sebuah transaksi tunggal.

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Indonesia Nomor 38 (PSAK No.38) menyatakan bahwa transaksi kombinasi bisnis entitas sepengendali, berupa

² E. John Larsen, *Modern Advanced Accounting* 6th ed. (New York : McGraw-Hill, 1994), p. 188.

pengalihan bisnis yang dilakukan dalam rangka reorganisasi entitas-entitas yang berada dalam suatu kelompok usaha yang sama, bukan merupakan perubahan kepemilikan dalam arti substansi ekonomi, sehingga transaksi tersebut tidak dapat menimbulkan laba atau rugi bagi kelompok usaha secara keseluruhan ataupun bagi entitas individual dalam kelompok usaha tersebut.

Transaksi pembelian saham atau aset neto milik pemegang saham nonpengendali (yang tidak berada dalam pengendalian yang sama dengan pemegang saham pengendali) merupakan transaksi yang mencakup perubahan substansi ekonomi kepemilikan dari pemegang saham nonpengendali ke pemegang saham pengendali. Oleh karena itu, transaksi ini bukan merupakan transaksi kombinasi bisnis entitas sepengendali. Berhubung transaksi kombinasi bisnis entitas sepengendali tidak mengakibatkan perubahan substansi ekonomi kepemilikan atas bisnis yang dipertukarkan, maka transaksi tersebut diakui pada jumlah tercatat berdasarkan metode penyatuan kepemilikan.

Selisih antara jumlah imbalan yang dialihkan dan jumlah tercatat dari setiap transaksi kombinasi bisnis entitas sepengendali diakui di ekuitas dan disajikan dalam pos tambahan modal disetor. Dalam menerapkan metode penyatuan kepemilikan, unsur-unsur laporan keuangan dari entitas yang bergabung, untuk periode terjadinya kombinasi bisnis entitas sepengendali dan untuk periode komparatif sajian, disajikan sedemikian rupa seolah-olah penggabungan tersebut telah terjadi sejak awal periode entitas yang bergabung berada dalam sepengendalian. Jumlah tercatat dari unsur-unsur laporan keuangan tersebut merupakan jumlah tercatat dari entitas yang bergabung dalam kombinasi bisnis entitas sepengendali. Laporan keuangan entitas tidak boleh memasukkan adanya penyatuan kepemilikan walaupun entitas tersebut

adalah salah satu pihak yang terlibat jika penyatuan kepemilikan terjadi pada suatu tanggal setelah akhir periode pelaporan.

2.1.6. Keunggulan dan Kelemahan Merjer

Alasan mengapa suatu perusahaan menggunakan merjer sebagai salah satu strategi mereka adalah karena adanya manfaat lebih yang diperoleh dari proses tersebut. Moin (2004) menjelaskan beberapa keunggulan dan kelemahan dalam melakukan merjer dan akuisisi. Keunggulannya antara lain: mendapatkan *cash flow* dengan cepat karena produk dan pasar sudah jelas, memperoleh kemudahan dana maupun pembiayaan karena kreditor lebih percaya dengan perusahaan yang telah berdiri dan mapan, memperoleh karyawan yang telah berpengalaman, mendapatkan pelanggan yang telah mapan tanpa harus merintis dari awal, memperoleh sistem operasional dan administratif yang mapan, mengurangi risiko kegagalan bisnis karena tidak harus mencari konsumen baru, menghemat waktu untuk memasuki untuk bisnis baru, dan memperoleh infrastruktur untuk mencapai pertumbuhan yang lebih cepat.

Disamping memiliki keunggulan, merjer juga memiliki kelemahan, yaitu proses integrasi yang tidak mudah, kesulitan menentukan nilai perusahaan target secara akurat, biaya konsultan yang mahal, meningkatnya kompleksitas birokrasi, biaya koordinasi yang mahal, seringkali menurunkan moral organisasi, tidak menjamin peningkatan nilai perusahaan, dan tidak menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Selain dari keunggulan dan kelemahan yang telah dijelaskan oleh Moin, pengambilalihan melalui merjer lebih sederhana dan lebih murah dibandingkan pengambilalihan yang lain. Merjer juga memiliki beberapa kelemahan, yaitu harus

ada persetujuan para pemegang saham dari masing-masing perusahaan, sedangkan persetujuan tersebut diperlukan waktu yang lama.

Menurut Brealey, Myers dan Marcus (2007), terdapat dua hal yang menjadikan perusahaan untuk meragukan alasan melakukan merger. Pertama adalah diversifikasi. Manajer dari sebuah perusahaan yang mempunyai uang tunai yang banyak lebih memilih untuk menggunakan uangnya dengan melakukan akuisisi. Itulah sebabnya mengapa perusahaan yang memiliki uang tunai yang banyak dan merupakan industri yang statis melakukan penggabungan usaha dengan perusahaan baru. Masalah dengan argumen ini adalah bahwa diversifikasi lebih mudah dan lebih murah bagi pemegang saham daripada perusahaan. Mengapa perusahaan A membeli perusahaan B untuk diversifikasi ketika pemegang saham perusahaan A dapat membeli saham perusahaan B untuk diversifikasi portofolio mereka sendiri? Hal tersebut jauh lebih mudah dan lebih murah bagi investor individual untuk melakukan diversifikasi daripada bagi perusahaan untuk menggabungkan perusahaan mereka.

Kedua, permainan *bootstrap*. Selama tahun 1960 beberapa perusahaan konglomerat melakukan akuisisi yang tidak memberikan keuntungan ekonomi yang jelas. Meskipun demikian, keagresifan strategi para konglomerat menghasilkan peningkatan laba per saham selama beberapa tahun. Salah satu contohnya adalah pengakuisisian muck dan slurry yang dilakukan oleh perusahaan konglomerat yang terkenal di dunia. Membeli suatu perusahaan dengan rasio pendapatan harga yang lebih rendah dapat meningkatkan laba per saham. Namun kenaikannya tidak harus menghasilkan harga saham yang lebih tinggi. Peningkatan jangka pendek dalam pendapatan harus diimbangi oleh pertumbuhan laba masa depan yang lebih rendah.³

³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers dan Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance* (New York : McGraw-Hill, 2007), p.581.

Menurut Gie dalam Payamta dan Setiawan (2004) terdapat empat manfaat merger dan akuisisi. Pertama adalah komplementaris yaitu merupakan penggabungan dua perusahaan sejenis atau lebih secara horisontal yang dapat menimbulkan sinergi dalam berbagai bentuk, misalnya perluasan produk, transfer teknologi, sumber daya manusia yang tangguh, dan sebagainya.

Kedua, *polling* kekuatan. Perusahaan-perusahaan yang terlalu kecil untuk mempunyai fungsi-fungsi penting untuk perusahaannya, misalnya fungsi *research and development*, akan lebih efektif jika bergabung dengan perusahaan lain yang telah memiliki fungsi tersebut. Ketiga, mengurangi persaingan. Penggabungan usaha diantara perusahaan sejenis akan mengakibatkan adanya pemusatan pengendalian, sehingga dapat mengurangi pesaing.

Terakhir adalah menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan. Bagi perusahaan yang kesulitan likuiditas dan terdesak oleh kreditur, keputusan merger dan akuisisi dengan perusahaan yang kuat akan menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan.

2.1.7. *Event Study*

Menurut Jogiyanto (2008) *event study* adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (event) yang informasinya dipublikasikan sebagai sebuah pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga untuk menguji efisiensi pasar setengah kuat. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Sedangkan pengujian efisiensi pasar setengah kuat dilihat dari seberapa cepat pasar akan bereaksi untuk menyerap informasi yang diumumkan. Pasar dikatakan

efisien setengah kuat secara informasi apabila para investor bereaksi dengan cepat untuk menyerap *abnormal return*. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

2.1.8. Saham

Menurut Ross, Westerfield dan Jaffe (2010) saham menyediakan dua jenis arus kas. Pertama, banyak saham membayarkan deviden secara teratur. Kedua, para pemegang saham mendapatkan harga jual saham ketika mereka menjual sahamnya. Saham merupakan suatu tanda bukti kepemilikan perusahaan. Dengan memiliki saham, secara otomatis pemilik saham tersebut ikut serta dalam kepemilikan perusahaan dan berhak untuk ikut menikmati keuntungan dari perusahaan melalui dividen yang dibagikan. Dengan demikian, pemilikan saham dari perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus dalam menghasilkan laba merupakan investasi yang menjanjikan, karena selain mendapatkan keuntungan yang berupa dividen, para investor juga mengharapkan harga saham meningkat sehingga nilai investasi yang ditanamkan juga akan meningkat.

Harga saham di pasar modal dapat mengalami perubahan setiap saat. Oleh karena itu para investor maupun para calon investor harus dapat mempertimbangkan dengan baik dalam pemilihan saham. Berikut ini adalah beberapa faktor yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham, yaitu pertama kita harus memperhatikan harapan investor terhadap deviden yang akan diterima di masa yang akan datang. Apabila tingkat pendapatan dan deviden stabil, maka terdapat kemungkinan bahwa harga saham cenderung akan stabil. Sebaliknya apabila tingkat pendapatan dan deviden berfluktuasi akibat faktor internal, maka harga saham tersebut cenderung akan berfluktuasi juga.

Kedua, memperhatikan tingkat pendapatan perusahaan. Apabila pendapatan yang diperoleh perusahaan tersebut besar, maka akan semakin meningkat pula harga saham perusahaan tersebut karena para investor bersikap optimis. Ketiga, dapat dilihat dari kondisi perekonomian. Kondisi perekonomian di masa yang akan datang selalu dipengaruhi oleh kondisi perekonomian saat ini. Maka apabila perekonomian saat ini stabil, para investor juga akan optimis terhadap kondisi perekonomian yang akan datang, sehingga harga saham akan cenderung stabil, begitu pula sebaliknya.

Dari faktor-faktor yang diatas, terlihat bahwa informasi adalah sesuatu yang vital bagi investor untuk memilih saham mana yang akan dijadikan sebagai investasinya. Hal ini berkaitan dengan sinyal yang diterima oleh masing-masing investor, dan bisa saja diartikan berbeda oleh para investor. Oleh karena itu, pada umumnya manajer termotivasi untuk menyampaikan informasi yang baik mengenai kondisi perusahaan agar dapat meyakinkan para investor terhadap kondisi perusahaan.

Para investor juga hanya mendapatkan informasi yang terbatas mengenai kebenaran dari informasi yang disampaikan manajer perusahaan dan hanya dapat memprediksi kebenarannya saja. Jika manajer memberikan sinyal yang meyakinkan kepada publik (yang didukung oleh data-data yang mendasarinya), maka publik juga akan merespon secara positif.

2.1.9. *Actual Return*

Menurut Jogiyanto (2008), *return* saham adalah hasil yang diperoleh dari suatu investasi. Return adalah salah satu faktor pendorong bagi investor untuk melakukan investasi dan juga sebagai imbalan atas keberanian dalam berinvestasi dan menanggung risiko. *Return* saham atas investasi dapat diperoleh dari *capital gain/loss* dan deviden. *Capital gain (loss)* merupakan kenaikan atau penurunan nilai dari suatu

surat berharga dibandingkan dengan harga sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen.

Return adalah pengembalian hasil atau laba atas suatu surat berharga atau investasi modal, yang biasanya dinyatakan dalam suatu tingkat persentase tahunan. Return dari investasi pada saham biasanya berupa *capital gain* dan deviden. *Capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh yaitu selisih dari harga jual dan harga beli saham. Sedangkan deviden adalah hasil pendistribusian laba kepada pemegang saham secara pro rata menurut kelas atau kelompok surat berharga, dan dibayarkan bisa dalam bentuk uang, saham, produk atau properti perusahaan, walaupun ini sangat jarang terjadi.

2.1.10. *Expected Return*

Expected return adalah *return* yang digunakan untuk keperluan pengambilan keputusan investasi, selain itu *expected return* juga penting jika dibandingkan dengan *return* historis karena *expected return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan investor (Jogiyanto, 2008). Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2005) terdapat tiga model dalam mengestimasi *expected return*, yaitu pertama, *mean-adjusted model* (model disesuaikan rata-rata) menganggap bahwa *expected return* yang bernilai konstan, sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Pada periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event period*). *Mean-adjusted model* dihitung dengan cara membagi *return* realisasi

suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\frac{\sum_{j=1}^{t2} R_{ij}}{T}$$

Kedua, *market model* (model pasar) melakukan perhitungan dengan menggunakan dua tahap, yaitu pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan kedua menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *expected return* di *event period*. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_1 + \beta_1 \cdot R_{mj} + \varepsilon_{i,j}$$

$$R_{mj} = \text{IHSG}_j - \text{IHSG}_{j-1} / \text{IHSG}_{j-1}$$

Dimana:

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_1 = *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β_1 = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

R_{mj} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$\varepsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

Ketiga, *market-adjusted model* (model pasar disesuaikan) menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* saham yang diestimasi adalah indeks pasar.

$$E[R_{i,t}] = R_{Mit}$$

Dimana:

$E[R_{i,t}] = \text{Expected Return}$ sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{M,i,t} = \text{return pasar}$ dari sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

2.1.11. *Abnormal Return*

Menurut Jensen dan Ruback (1983) dalam Muktiyanto (2005), *abnormal return* merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Abnormal return* umumnya menjadi fokus dalam studi yang mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dikurangi *return* yang diharapkan atau *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2008). Dengan kata lain, *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. *Abnormal return* akan terjadi apabila merger mempunyai kandungan informasi dalam pasar modal yang efisien, dimana harga saham dan tingkat pengembalian bereaksi dengan adanya merger sehingga dengan memanfaatkan informasi publik (*public information*), maka perusahaan dapat memperoleh keuntungan diatas normal (*abnormal return*).

2.1.12. *Trading Volume Activity*

Menurut Suryawijaya (1998) dalam Istanti (2009), *trading volume activity* adalah instrumen yang dapat digunakan untuk melihat bagaimana reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar. Stoll (1989) mengatakan bahwa jika investor percaya bahwa mereka memiliki informasi khusus yang tidak dimiliki oleh dealer dan investor lainnya, maka

perdagangan akan terkonsentrasi pada saham tertentu yang informasinya dimiliki oleh para investor tersebut.

Gantjowati dan Sulistiyani (2008) menyatakan “*Trading volume activity* (TVA) sebagai indikator volume perdagangan saham, digunakan untuk melihat apakah investor secara individual menilai laporan keuangan sebagai sesuatu yang informatif. Artinya dengan informasi tersebut investor dapat membuat keputusan perdagangan di atas normal” (p.163). Menurut Foster (1986) *trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar.

Dalam pasar modal, permintaan dan penawaran saham dipengaruhi oleh harapan investor, apakah optimis atau pesimis. Ketika investor menginterpretasikan informasi yang baru sebagai informasi yang baik, pembelian dan *trading volume activity* akan meningkatkan penawaran. Sebaliknya, jika diartikan sebagai informasi yang buruk, pembelian akan menurun atau persediaan bergerak turun dan kondisi ini diperkirakan bahwa *trading volume activity* akan menurun juga.

Trading volume activity (Aktivitas Volume Perdagangan) merupakan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada saat waktu dan saham tertentu, dan merupakan salah satu faktor yang juga memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham. Volume transaksi merupakan unsur kunci dalam melakukan prediksi terhadap pergerakan harga saham.

Trading volume activity dianggap sebagai ukuran dari kekuatan atau kelemahan pasar. Ketika *trading volume activity* cenderung mengalami peningkatan saat harga mengalami peningkatan penurunan, maka pasar diindikasikan dalam keadaan bearish. Ketika *trading volume activity* cenderung meningkat selama harga

mengalami peningkatan maka pasar di indikasikan dalam keadaan bullish. Ketika *trading volume activity* cenderung mengalami penurunan selama harga mengalami penurunan maka pasar berada dalam keadaan bullish. Dan ketika volume perdagangan cenderung mengalami penurunan selama harga mengalami kenaikan maka pasar dalam keadaan bearish.

2.1.13. *Security Return Variability*

Gantjowati dan Sulistiyani (2008) menyatakan “*Security Return Variability* (SRV) sebagai indikator variabilitas tingkat keuntungan saham, digunakan untuk melihat apakah pasar secara agregat menilai laporan keuangan sebagai sesuatu yang informatif. Artinya dengan informasi tersebut mengakibatkan perubahan pada distribusi *return* saham pada waktu pengumuman” (p.163). Dalam melihat reaksi harga saham atas suatu event dapat diukur dan dianalisis dengan mengamati variabilitas return saham (*Security Return Variability*) atau SRV, yang dihitung dari return abnormal suatu perusahaan dibagi varian return abnormal (Foster, 1986).

2.2. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu adalah sebagai berikut :

1.	Nama	Nurussobakh (2009)
	Judul	Perbedaan <i>Actual Return</i> , <i>Abnormal Return</i> , <i>Trading Volume Activity</i> , dan <i>Security Return Variability</i> Saham Sebelum dan Setelah Merger.
	Variabel	<i>Actual Return</i> , <i>Abnormal Return</i> , <i>Trading Volume Activity</i> , dan <i>Security Return Variability</i> .

	Hasil	Tidak terdapat perbedaan <i>actual return</i> , <i>abnormal return</i> dan <i>security return variability</i> sebelum dan sesudah merger, dan terdapat perbedaan dalam <i>trading volume activity</i> sebelum dan sesudah merger.
	Keterangan	Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang listing di BEI pada tahun 2006.
2.	Nama	E Akben-Selcuk dan A Altiok-Yilmaz (2011)
	Judul	<i>The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey.</i>
	Variabel	<i>Return on Assets</i> , <i>Return on Equity</i> , <i>Return on Sales</i> , dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> .
	Hasil	Terdapat perbedaan yang signifikan dalam <i>cumulative abnormal return</i> baik sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi, namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam <i>return on assets</i> , <i>return on equity</i> , <i>return on sales</i> sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi.
	Keterangan	Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang terdapat di Turki selama periode 2003-2007.
3.	Nama	Fadia (2008)
	Judul	Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap <i>Return Saham Bank Umum Di Bursa Efek Jakarta</i> Periode 1997-2002.
	Variabel	<i>Cumulative Abnormal Return</i>
	Hasil	Tidak terdapat perbedaan <i>cumulative abnormal return</i>

		sebelum dan sesudah merger
	Keterangan	Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan industri perbankan di Indonesia selama periode 1997-2002.
4.	Nama	Lailatul Mubarakah dan Agus Sucipto (2011)
	Judul	<i>Trading Volume Activity and Bid-Ask Spread before And After The Merger Annoncement.</i>
	Variabel	<i>Trading Volume Activity dan Bid-Ask Spread</i>
	Hasil	Tidak terdapat perbedaan dalam <i>trading volume activity</i> dan <i>bid-ask spread</i> sebelum dan sesudah merger.
	Keterangan	Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang terdapat di Jakartas Stock Exchange (JSX) dan Surabaya Stock Exchange (SSX) tahun 2007.

2.3. Kerangka Pemikiran

Suatu perusahaan yang telah melakukan merger akan mempengaruhi reaksi pasar. Penelitian ini dilakukan dengan bertujuan untuk melihat bagaimana reaksi pasar terhadap merger dan kemudian diuji kandungan informasinya. Raksi pasar terhadap pengumuman merger dapat dilihat pada *abnormal return* saham perusahaan yang akan melakukan merger.

Menurut Rahmawati dan Suryani (2005), reaksi berlebihan (*overreaction*) dapat didefinisikan sebagai suatu peristiwa yang dianggap dramatis bagi investor sehingga menimbulkan reaksi yang berlebihan dari para investor. *Overreaction* dapat menyebabkan pelaku pasar untuk melakukan hal-hal yang mungkin tidak rasional terhadap saham-saham yang ada. Reaksi berlebihan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham dengan menggunakan *return* dari sekuritas yang

bersangkutan. Reaksi tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* yang diterima oleh sekuritas kepada investor. *Return* saham akan menjadi terbalik dalam kondisi reaksi berlebihan. Saham-saham yang biasanya diminati pasar dan mempunyai *return* yang tinggi, akan menjadi kurang diminati. Sedangkan saham-saham yang bernilai rendah dan kurang diminati pasar akan mulai dicari oleh pasar. Keadaan ini dapat menimbulkan terjadinya *abnormal return* positif dan negatif.

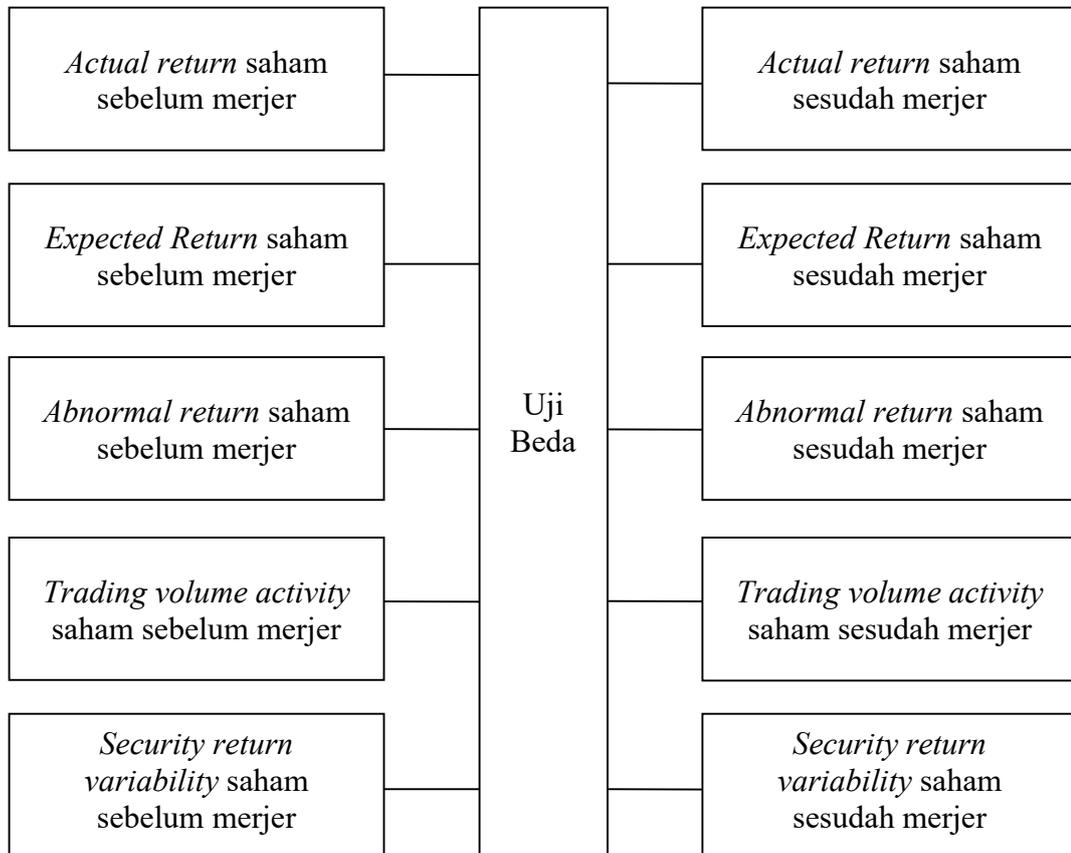
Hipotesis reaksi berlebihan memiliki hubungan yang kontradiktif dengan hipotesis efisiensi pasar. Pada efisiensi bentuk lemah sekalipun, harga saham di masa depan tidak dapat diprediksi karena pergerakan harga mengikuti pola acak (*random walk*), sedangkan kehadiran fenomena reaksi berlebihan mengindikasikan bahwa perubahan harga di masa depan dapat diprediksi. Saham-saham yang semula memberikan *return* positif, dimasa depan akan memberikan *return* negatif. Sebaliknya saham yang semula memberikan *return* negatif, dimasa depan akan memberikan *return* positif.

Abnormal return terjadi karena naik turunnya saham karena reaksi pasar terhadap merger dan akuisisi. Jika pasar bereaksi positif terhadap aktivitas merger dan akuisisi tersebut, maka akan menghasilkan *abnormal return* positif. Begitu juga sebaliknya, jika reaksi pasar terhadap merger dan akuisisi tersebut negatif maka akan menghasilkan *abnormal return* negatif.

Uraian di atas dapat disederhanakan sebagaimana model rerangka pemikiran teoritis sebagai berikut (Gambar 2.2):

Gambar 2.2

Skema Rerangka Penelitian



2.4. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 (H₁) : *Actual return* mempunyai perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

Hipotesis 2 (H₂) : *Expected return* mempunyai perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

Hipotesis 3 (H₃) : *Abnormal return* mempunyai perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

Hipotesis 4 (H₄) : *Trading volume activity* mempunyai perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

Hipotesis 5 (H₅) : *Security return variability* mempunyai perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Jenis dan Periode Penelitian

Penelitian yang dilakukan merupakan sebuah penelitian fundamental, yang bertujuan untuk mengembangkan penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini ditujukan untuk menyempurnakan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya dan menjadi landasan bagi penelitian berikutnya.

Penelitian ini menggunakan *event study* untuk menghitung *return* saham dalam merespon aktivitas merger. Penelitian ini menjelaskan apakah memiliki pengaruh terhadap *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* perusahaan akuisitor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan periode penelitian dibatasi dalam kurun waktu 6 tahun, yaitu dari tahun 2005 – 2010.

3.2. Sumber dan Pengumpulan Data

Data yang digunakan pada penelitian ini berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI), BAPEPAM, laporan keuangan dari perusahaan sampel, finance.yahoo.com, serta *website* lain yang menunjang penelitian. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian lapangan (*field research*) dan penelitian kepustakaan (*library research*).

Penelitian lapangan merupakan kegiatan pengumpulan data yang diperlukan berkaitan dengan topik penelitian. Data yang diperoleh dari penelitian lapangan merupakan data sekunder, sebab data tersebut tidak diperoleh dari sumber informasi

utama, melainkan sudah tersedia dan dipublikasikan pada masyarakat luas. Data yang dikumpulkan adalah untuk tahun 2005 dan tahun 2010.

Penelitian kepustakaan dilakukan dengan cara mempelajari buku-buku, sejumlah artikel serta jurnal-jurnal yang berhubungan dengan topik yang ditulis dan masalah yang diteliti. Penelitian kepustakaan diarahkan untuk memperoleh landasan teori yang dapat mendukung pelaksanaan penelitian.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (*go public*). Penarikan sampel dilakukan dengan metode *purposive*, di mana sampel yang diambil dari populasi harus memenuhi kriteria tertentu. Sampel yang dipilih adalah perusahaan yang melakukan merger di BEI yang berada dalam berbagai industri. Adapun sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menjadi populasi dan telah melakukan merger. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya misspesifikasi dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil penelitian. Kriteria-kriteria yang harus dipenuhi sampel adalah:

1. Perusahaan publik yang terdaftar di BEI.
2. Melakukan aktivitas merger pada periode 2005-2010.
3. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* lainnya pada tahun yang sama ketika perusahaan melakukan merger.
4. Tanggal dilakukannya merger diketahui secara jelas.
5. Saham diperdagangkan secara aktif di bursa, sesuai dengan Surat Edaran PT. BEJ No. SE-03/BEJ II-I/J/1994, dimana frekuensi perdagangannya selama 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih.
6. Perusahaan akuisitor memperoleh perusahaan target secara langsung (*direct investment*), tanpa melalui anak perusahaan.

7. Melakukan kegiatan merger hanya 1 (satu) kali selama 1 (satu) tahun tertentu saja.

Dari hasil pengambilan sampel tersebut, dari 12 populasi perusahaan yang melakukan aktivitas merger di tahun 2005-2010, maka diambil 10 perusahaan sebagai sampel penelitian. Proses seleksi sampel diuraikan pada tabel 3.1

Tabel 3.1
Proses Penyeleksian Sampel

Kriteria Seleksi Sampel	Jumlah
Jumlah populasi (perusahaan yang melakukan aktivitas merger di tahun 2005 - 2010 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia)	12
Pengurangan :	
1. Melakukan aktivitas <i>corporate action</i> lainnya di tahun yang sama ketika melakukan aktivitas merger	(1)
Hanya melakukan aktivitas merger	11
2. Tidak diketahui tanggal efektif merger	(0)
Diketahui tanggal efektif merger	11
3. Saham tidak diperdagangkan secara aktif di bursa	(1)
Saham diperdagangkan secara aktif di bursa	10
4. Perusahaan target diperoleh melalui anak perusahaan	(0)
Perusahaan target diperoleh secara langsung	10
5. Melakukan kegiatan merger lebih dari 1 (satu) kali selama 1 (satu) tahun	(0)
Jumlah sampel akhir yang digunakan	10

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari proses penyeleksian sampel di atas, maka daftar perusahaan akuisitor, perusahaan target yang melakukan merger ditunjukkan pada tabel 3.2.

Tabel 3.2

Daftar Anggota Sampel Penelitian

No.	Perusahaan Akuisitor	Perusahaan Target
1.	PT Bank Inter Pacific Tbk	Bank Artha Graha
2.	PT Sarasa Nugraha Tbk	PT Indo Acidatama Chemical Industry
3.	PT Kalbe Farma Tbk	PT Dankos Laboratories Tbk
		PT Enseval
4.	PT Ades Water Indonesia Tbk.	PT Pamargha Indojatim
5.	PT Surya Toto Indonesia Tbk	PT Surya Pertiwi Paramita
6.	PT Selamat Sempurna Tbk	PT Andhi Chandra Automotive Product Tbk
7.	PT Nusantara Infrastructure Tbk	PT Nusantara Konstruksi Indonesia
8.	PT Bank Multicor Tbk	PT Bank Windu Kencana
9.	PT Bank CIMB Niaga Tbk	PT Lippo Tbk
10	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	PT Multi Agro Persada Tbk

Sumber: Data sekunder yang diolah

3.3. Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

Variabel dapat diartikan atribut dari subjek atau objek yang akan diteliti yang bervariasi antara satu subjek atau objek yang satu dengan yang lain. Variabel dapat juga diartikan sebagai segala sesuatu yang akan menjadi objek pengamatan penelitian.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari :

a. *Actual Return*

Mengacu pada penelitian Fadia (2008), menghitung actual return periode t, merupakan selisih antara harga saham i pada periode t dengan periode sebelumnya (t-1), dibagi dengan harga saham pada t-1, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

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

Keterangan:

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

P_{it} = Harga saham i pada hari t

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

b. *Expected Return*

Mengacu pada penelitian Fadia (2008), menghitung *expected return* merupakan selisih antara IHSG periode t dengan t-1 dibagi dengan IHSG pada periode t-1.

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{mt} = *Return* pasar

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan pada hari t

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

c. *Abnormal Return*

Mengacu pada penelitian Fadia (2008), *abnormal return* dihitung dengan *Market Adjusted Abnormal Return*, yaitu merupakan selisih *return* saham yang dihitung dari *return* individual dikurangi dengan *return* ekspektasi, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* i pada hari t

R_{it} = Return saham i pada hari t

R_{mt} = Return pasar

d. *Trading Volume Activity*

Mengacu pada penelitian Istanti (2009), menghitung *trading volume activity* dapat menggunakan persamaan:

$$TVA_{i,t} = \frac{\sum \text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu t}}{\sum \text{saham perusahaan yang beredar para waktu t}}$$

e. *Security Return Variability*

Mengacu pada penelitian Gantjowati dan Sulistiyani (2008), menghitung *security return variability* dapat menggunakan persamaan:

$$SVR_{it} = \frac{AR_{it}^2}{V(AR_{it})}$$

Dimana untuk mencari $V(AR_{it})$ dapat menggunakan rumus:

$$V(AR_{it}) = \frac{(AR_{it} - \text{Rata-rata } AR_{it})^2}{n - 1}$$

Keterangan:

$V(AR_{it})$ = Varian dari *abnormal return* pada periode di luar pengumuman

n = Jumlah hari yang diamati

3.4. Metode Analisis

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah harga saham tahun 2005 hingga tahun 2010 yang dapat diperoleh melalui situs www.finance.yahoo.com. Data yang dikumpulkan dan diolah akan dianalisis untuk menemukan jawaban atas masalah yang dirumuskan dalam bab

1. Teknik analisis data yang digunakan dalam tesis ini adalah uji *Mann-Whitney*. Menurut Nisfiannoor (2009), uji *Mann-Whitney* diperlakukan sebagai alternatif dari *independent sample t-test* untuk uji nonparametrik bila data tidak berdistribusi normal yang dilakukan dengan bantuan program pengolahan data statistik, yaitu *Statistical Product and Services Solutions 16.0* (SPSS 16.0). Santoso (2010) menyatakan bila hanya terdapat data yang sedikit dan dianggap tidak diketahui distribusi datanya (berdistribusi bebas), maka digunakan uji non-parametrik dengan dua sampel yang independen.

Pemilihan periode pengamatan selama 61 hari, yaitu 30 hari sebelum dan 30 hari setelah pengumuman merger. Lamanya periode pengamatan yang dilakukan dengan mempertimbangkan bahwa periode ini cukup panjang untuk mengetahui reaksi dari para pemegang saham dan investor. Selain itu menurut Jogiyanto (2003) dalam Nurussobakh (2009), terdapat pertimbangan bahwa jika penelitian sebelumnya banyak yang menggunakan t_{-22} , t_0 dan t_{+22} maka peneliti kali ini mencoba periode yang sedikit lebih panjang selain untuk membedakan penelitian ini dengan sebelumnya, juga karena penelitian yang menggunakan data harian dan peristiwa merger dianggap memiliki nilai ekonomis yang sulit ditentukan maka periode jendelanya dapat lebih panjang. Pengamatan return saham digunakan untuk menilai apakah terdapat pengaruh sebelum dan sesudah 30 hari tanggal pengumuman.

3.5. Tes Hipotesis

Menurut Ghozali (2006), sebelum melakukan uji statistik terdapat langkah-langkah awal yang harus dilakukan oleh peneliti terhadap data-data yang akan diolah. Dalam penelitian ini akan menggunakan uji normalitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi

normal pada variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Sehingga dapat ditentukan apakah akan menggunakan uji parametrik atau non parametrik pada uji beda.

Sampel berdistribusi normal jika nilai probabilitas lebih besar dibandingkan dengan taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$). Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik. Tetapi apabila sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik. Terdapat dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik. Dalam penelitian ini akan menggunakan uji statistik dengan Kolmogorov-Smirnov.

Uji hipotesis yang dilakukan adalah uji Mann-Whitney pada perusahaan-perusahaan yang melakukan baik sebelum dan sesudah merger. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan return saham sebelum dan sesudah merger. Uji Mann-Whitney diawali dengan merumuskan hipotesis untuk menguji apakah terdapat perbedaan return saham sebelum dan sesudah merger pada perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian ditunjukkan oleh nilai signifikansi (2-tailed). Apabila signifikansi $< 0,05$, maka H_0 ditolak dan menandakan bahwa return saham berbeda secara signifikan. Dan apabila signifikansi $> 0,05$, maka H_0 tidak dapat ditolak dan menandakan bahwa return saham mempunyai kesamaan secara signifikan.

BAB IV

ANALISIS DAN BAHASAN TEMUAN

4.1. Deskripsi Obyek Penelitian

Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 10 perusahaan dari berbagai sektor di Indonesia. Sampel tersebut merupakan hasil penyeleksian berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melakukan merger dari tahun 2005-2010 dengan tidak melakukan *corporate action* lainnya.

Sampel perusahaan dalam penelitian ini tersebar dalam lima sektor, yaitu keuangan; aneka industri; industri barang konsumsi; industri dasar dan kimia; serta infrastruktur, utilitas, dan transportasi. Pembagian jenis perusahaan sampel adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Jenis Industri Sampel

Industri	Jumlah	Persentase
Keuangan	3	30%
Aneka Industri	1	10%
Industri Barang Konsumsi	2	20%
Industri Dasar dan Kimia	3	30%
Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	1	10%
Total	10	100%

Sumber: Data sekunder yang diolah

4.2. Analisis dan Pembahasan

4.2.1. Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan analisis dan pembahasan mengenai pengujian, terlebih dahulu dilakukan penggambaran mengenai data yang digunakan dalam penelitian ini melalui statistik deskriptif. Statistik deskriptif memberikan informasi mengenai karakteristik variabel penelitian, yang terdiri dari nilai minimum, maksimum, rata-rata dan deviasi standar (simpangan baku). Hasil statistik deskriptif yang dihasilkan melalui program SPSS 16.00 dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Sebelum Merjer

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Actual Return Sebelum	300	-2.600E-1	4.4444E-1	-1.39412E-3	.060608713844
Expected Return Sebelum	300	-1.157E-1	6.5918E-2	-1.54921E-3	.020592450235
Abnormal Return Sebelum	300	-2.743E-1	4.4435E-1	.00015	.059720945989
Trading Volume Activity Sebelum	300	0.0000E0	5.10775E7	2.61488E6	7.29827137E6
Security Return Variability Sebelum	300	0.0000E0	9.87496E4	5.50676E2	6.32872165E3
Valid N (listwise)	300				

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Sesudah Merjer

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Actual Return Sesudah	300	-4.166E-1	1.83333E0	.011594693	.147929710504
Expected Return Sesudah	300	-5.438E-2	7.0982E-2	.001414807	.015249276375
Abnormal Return Sesudah	300	-4.162E-1	1.84033E0	.010179886	.147901457160
Trading Volume Activity Sesudah	300	0.0000E0	8.72390E7	6.17461E6	1.34544948E7
Security Return Variability Sesudah	300	0.0000E0	1.14971E5	4.1607E2	6.63817244E3
Valid N (listwise)	300				

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.2 dan tabel 4.3 menyajikan gambaran umum dari variabel penelitian yang diteliti. Nilai N dalam tabel diatas menunjukkan jumlah data yang digunakan, yaitu masing-masing 300 data baik untuk sebelum maupun sesudah dilakukannya merjer.

Actual return sebelum aktivitas merjer memiliki nilai minimum sebesar -2,60 (tanda negatif menunjukkan adanya *return* negatif) dan nilai maksimum sebesar 4,44. Rata-rata *actual return* yang diterima perusahaan akuisitor sebelum aktivitas merjer adalah sebesar -1,39. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,06. Variabel *actual return* sesudah aktivitas merjer memiliki nilai minimum sebesar -4,17 dan nilai maksimum sebesar 1,83. Rata-rata *actual return* yang diterima perusahaan akuisitor setelah aktivitas merjer adalah sebesar 0,01. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,15.

Untuk *expected return* sebelum aktivitas merjer memiliki nilai minimum sebesar -1,16 dan nilai maksimum sebesar 6,59. Rata-rata yang diterima perusahaan

akuisitor sebelum aktivitas merger adalah sebesar -1,55 dan nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,02. Sedangkan sesudah aktivitas merger *expected return* memiliki nilai minimum sebesar -5,44 dan nilai maksimum sebesar 7,10. Rata-rata yang diterima perusahaan akuisitor setelah aktivitas merger adalah sebesar 0,0014. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,02.

Abnormal return sebelum aktivitas merger memiliki nilai minimum sebesar -2,60 dengan nilai maksimum sebesar 4,44. Rata-rata *abnormal return* yang diterima perusahaan akuisitor sebelum aktivitas merger adalah sebesar 0,00015. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,06. *Abnormal return* sesudah aktivitas merger memiliki nilai minimum sebesar -4,16 dan nilai maksimum sebesar 1,84. Rata-rata *actual return* yang diterima perusahaan akuisitor setelah aktivitas merger adalah sebesar 0,01. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 0,15.

Trading volume activity sebelum aktivitas merger memiliki nilai minimum dan maksimum adalah sebesar 0,00 dan 5,11. Rata-rata yang diterima perusahaan akuisitor sebelum aktivitas merger adalah sebesar 2,61 dan nilai untuk standar deviasi adalah sebesar 7,30. Sedangkan sesudah aktivitas merger *trading volume activity* memiliki nilai minimum dan nilai maksimum adalah sebesar 0,00 dan 8,72. Rata-rata yang diterima perusahaan akuisitor setelah aktivitas merger adalah sebesar 6,17. Nilai standar deviasinya adalah sebesar 1,35.

Untuk *security return variability* sebelum aktivitas merger memiliki nilai minimum dan nilai maksimum sebesar 0,00 dan 9,87. Rata-rata yang diterima perusahaan akuisitor sebelum aktivitas merger adalah sebesar 5,51 dan nilai standar deviasinya adalah sebesar 6,33. Sedangkan sesudah aktivitas merger *security return variability* memiliki nilai minimum nilai maksimum sebesar 0,00 dan 1,15. Rata-rata

yang diterima perusahaan akuisitor setelah aktivitas merger adalah sebesar 4,16 dan nilai standar deviasinya adalah sebesar 6,64.

4.2.2. Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan Uji *Kolmogorov Smirnov*. Pemilihan metode ini didasarkan bahwa *Kolmogorov Smirnov Test* merupakan metode yang digunakan untuk menguji normalitas. Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak. Sampel berdistribusi normal apabila nilai probabilitas > taraf signifikansi ($\alpha > 0,05$). Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik, yaitu *paired sample t-test*. Tetapi apabila sampel tidak berdistribusi normal, maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik, yaitu uji *Mann-Whitney*.

Hipotesis yang digunakan dalam uji normalitas adalah :

$H_0 : \alpha > 0,05$ (data berdistribusi normal)

$H_a : \alpha \leq 0,05$ (data berdistribusi tidak normal)

Berikut ini adalah hasil pengujian uji kenormalan data pada variabel penelitian sebelum dan sesudah melakukan aktivitas merger.

Tabel 4.4

Uji Normalitas *Actual Return*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Actual Return Sebelum	Actual Return Sesudah
N		300	300
Normal Parameters ^a	Mean	-1.39412783775E-3	.01159469391
	Std. Deviation	.060608713844	.147929710504
Most Extreme Differences	Absolute	.234	.289
	Positive	.234	.289
	Negative	-.203	-.250
Kolmogorov-Smirnov Z		4.056	4.997
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.4 dapat dilihat bahwa nilai α untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger untuk *actual return* adalah sebesar 0,000. Nilai ini lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 sehingga H_0 ditolak atau data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi tidak normal. Jadi untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger memiliki distribusi tidak normal dan uji hipotesis menggunakan uji non parametrik (uji *Mann-Whitney*).

Tabel 4.5

Uji Normalitas *Expected Return*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Expected Return Sebelum	Expected Return Sesudah
N		300	300
Normal Parameters ^a	Mean	-1.54921486069E-3	.00141480767
	Std. Deviation	.020592450235	.015249276375
Most Extreme Differences	Absolute	.135	.089
	Positive	.100	.072
	Negative	-.135	-.089
Kolmogorov-Smirnov Z		2.340	1.536
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.018

a. Test distribution is Normal.

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.5 dapat dilihat bahwa nilai α untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger untuk *expected return* adalah sebesar 0,000 dan 0,018. Nilai ini lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 sehingga H_0 ditolak atau data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi tidak normal. Jadi untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger memiliki distribusi tidak normal dan uji hipotesis menggunakan uji non parametrik (uji *Mann-Whitney*).

Tabel 4.6

Uji Normalitas *Abnormal Return*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Abnormal Return Sebelum	Abnormal Return Sesudah
N		300	300
Normal Parameters ^a	Mean	.00015508702	.01017988624
	Std. Deviation	.059720945989	.147901457160
Most Extreme Differences	Absolute	.159	.282
	Positive	.159	.282
	Negative	-.148	-.249
Kolmogorov-Smirnov Z		2.758	4.884
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa nilai α untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger untuk *abnormal return* adalah sebesar 0,000 dan 0,000. Nilai ini lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 sehingga H_0 ditolak atau data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi tidak normal. Jadi untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger memiliki distribusi tidak normal dan uji hipotesis menggunakan uji non parametrik (uji *Mann-Whitney*).

Tabel 4.7

Uji Normalitas *Trading Volume Activity*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Trading Volume Activity Sebelum	Trading Volume Activity Sesudah
N		300	300
Normal Parameters ^a	Mean	2.61488208408E6	6.17464378531E6
	Std. Deviation	7.298271372315E6	1.345449483060E7
Most Extreme Differences	Absolute	.365	.323
	Positive	.365	.320
	Negative	-.360	-.323
Kolmogorov-Smirnov Z		6.327	5.597
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.7 dapat dilihat bahwa nilai α untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger untuk *trading volume activity* adalah sebesar 0,000 dan 0,000. Nilai ini lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 sehingga H_0 ditolak atau data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi tidak normal. Jadi untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger memiliki distribusi tidak normal dan uji hipotesis menggunakan uji non parametrik (uji *Mann-Whitney*).

Tabel 4.8

Uji Normalitas *Security Return Variability*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Security Return Variability Sebelum	Security Return Variability Sesudah
N		300	300
Normal Parameters ^a	Mean	5.50676124416E2	4.16076197587E2
	Std. Deviation	6.328721655716E3	6.638172441847E3
Most Extreme Differences	Absolute	.490	.498
	Positive	.490	.498
	Negative	-.465	-.475
Kolmogorov-Smirnov Z		8.493	8.620
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000

a. Test distribution is Normal.

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Dari tabel 4.8 dapat dilihat bahwa nilai α untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger untuk *security return variability* adalah sebesar 0,000 dan 0,000. Nilai ini lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 sehingga H_0 ditolak atau data yang digunakan dalam penelitian berdistribusi tidak normal. Jadi untuk masa penelitian sebelum dan sesudah aktivitas merger memiliki distribusi tidak normal dan uji hipotesis menggunakan uji non parametrik (uji *Mann-Whitney*).

4.2.3. Uji *Mann-Whitney*

Uji *Mann-Whitney* digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan pada *actual return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability* sebelum dan sesudah merger. Penelitian ini dilakukan pada 10 perusahaan yang mengambil waktu 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah aktivitas merger efektif. Berikut hasil perhitungan yang dilakukan:

Tabel 4.9

Hasil Pengujian Hipotesis *Actual Return* dengan Uji Mann-Whitney

Mann-Whitney Test

Ranks

Waktu	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Actual Return 0	300	291.54	87463.00
1	300	309.46	92837.00
Total	600		

Test Statistics^a

	Actual Return
Mann-Whitney U	42313.000
Wilcoxon W	87463.000
Z	-1.328
Asymp. Sig. (2-tailed)	.184

a. Grouping Variable: Waktu

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Perumusan hipotesis pertama (H_1) adalah sebagai berikut :

H_{01} : Terdapat perbedaan yang signifikan pada *actual return* sebelum dan sesudah merger.

H_{a1} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *actual return* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan tabel 4.9, dari output mean rank, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk *actual return* sebelum melakukan merger (0) lebih kecil daripada nilai mean *actual return* sesudah melakukan merger (1) yaitu, $291,54 < 309,46$. Dari nilai uji *Mann-Whitney*, dapat kita lihat pada output “Test Statistic^{ab}” dimana nilai statistik uji Z yaitu -1,328 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,184 lebih besar daripada *alpha* 0,05. Karena itu hasil uji tidak signifikan secara statistik, dengan demikian H_{01}

tidak dapat ditolak dimana *actual return* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger dengan tingkat keyakinan 95%. *Actual return* yang tidak berpengaruh signifikan menurut Hartono dalam Nurussobakh (2009) dapat dikarenakan tersebarnya informasi asimetris di pasar yang membuat para pelaku pasar modal, khususnya investor tidak mampu untuk memperoleh keuntungan atau *profit taking* atas peristiwa pengumuman merger. Selain itu, aktivitas merger juga dikatakan merupakan peristiwa yang memerlukan evaluasi yang cukup lama bagi investor untuk menentukan kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*), sedangkan periode pengamatan yang dilakukan dalam penelitian hanya selama 60 hari (30 hari sebelum dan 30 hari setelah merger).

Tabel 4.10

Hasil Pengujian Hipotesis *Expected Return* dengan Uji Mann-Whitney

Mann-Whitney Test

		Ranks		
	Waktu	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Expected Return	0	300	290.77	87230.00
	1	300	310.23	93070.00
	Total	600		

Test Statistics^a

	Expected Return
Mann-Whitney U	42080.000
Wilcoxon W	87230.000
Z	-1.375
Asymp. Sig. (2-tailed)	.169

a. Grouping Variable: Waktu

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Perumusan hipotesis kedua (H_2) adalah sebagai berikut :

H_{02} : Terdapat perbedaan yang signifikan pada *expected return* sebelum dan sesudah merger.

H_{a2} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan tabel 4.10, nilai mean untuk *expected return* sebelum melakukan merger (0) lebih kecil daripada nilai mean *expected return* sesudah melakukan merger (1) yaitu, $290,77 < 310,23$. Dari nilai uji *Mann-Whitney*, output “Test Statistic^a” menunjukkan nilai dimana statistik uji Z yaitu -1,375 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,169 lebih besar daripada *alpha* 0,05. Dengan demikian H_{01} tidak dapat ditolak, ini berarti *expected return* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger dengan tingkat keyakinan 95%.

Tabel 4.11

Hasil Pengujian Hipotesis *Abnormal Return* dengan Uji Mann-Whitney

Mann-Whitney Test

Ranks

	Waktu	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Abnormal Return	0	300	297.80	89340.00
	1	300	303.20	90960.00
	Total	600		

Test Statistics^a

	Abnormal Return
Mann-Whitney U	44190.000
Wilcoxon W	89340.000
Z	-.382
Asymp. Sig. (2-tailed)	.703

a. Grouping Variable: Waktu

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Perumusan hipotesis ketiga (H_3) adalah sebagai berikut :

H_{03} : Terdapat perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* sebelum dan sesudah merger.

H_{a3} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan tabel 4.11, nilai mean untuk *abnormal return* sebelum melakukan merger (0) lebih kecil daripada nilai mean *abnormal return* sesudah melakukan merger (1) yaitu, $297,80 < 303,20$. Dari nilai uji *Mann-Whitney*, output “Test Statistic^{ab}” menunjukkan nilai dimana statistik uji Z yaitu $-0,382$ dan nilai sig.2-tailed adalah $0,703$ lebih besar daripada *alpha* $0,05$. Dengan demikian H_{01} tidak dapat ditolak, ini berarti *abnormal return* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger dengan tingkat keyakinan 95% . *Abnormal return* yang tidak berpengaruh signifikan, menunjukkan bahwa aktivitas merger tidak dapat memberikan manfaat sinergi bagi perusahaan selama periode penelitian, dimana membutuhkan periode yang lebih panjang dalam penelitian (Nurussobakh, 2009).

Tabel 4.12

Hasil Pengujian Hipotesis *Trading Volume Activity* dengan Uji Mann-Whitney

Mann-Whitney Test

Ranks

	Waktu	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Trading Volume Activity	0	300	282.36	84708.00
	1	300	318.64	95592.00
	Total	600		

Test Statistics^a

	Trading Volume Activity
Mann-Whitney U	39558.000
Wilcoxon W	84708.000
Z	-2.611
Asymp. Sig. (2-tailed)	.009

a. Grouping Variable: Waktu

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Perumusan hipotesis keempat (H_4) adalah sebagai berikut :

H_{04} : Terdapat perbedaan yang signifikan pada *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger.

H_{a4} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan tabel 4.12, nilai mean untuk *trading volume activity* sebelum melakukan merger (0) lebih kecil daripada nilai mean *trading volume activity* sesudah melakukan merger (1) yaitu, $282,36 < 318,64$. Dari nilai uji *Mann-Whitney*, output “Test Statistic^a” menunjukkan nilai dimana statistik uji Z yaitu -2,611 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,009 lebih kecil daripada *alpha* 0,05. Dengan demikian H_{01} dapat ditolak, ini berarti *trading volume activity* mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger dengan tingkat keyakinan 95%. Menurut Nugraha dalam Nurussobakh (2009), adanya pengaruh signifikan pada *trading volume activity* mencerminkan bahwa merger dapat memberikan sinergi positif bagi peningkatan pendapatan saham bagi perusahaan sampel, karena dengan peningkatan volume perdagangan secara otomatis diharapkan akan terjadi peningkatan *return* saham bagi investor. Selain itu, hal ini juga mengindikasikan bahwa sebagian investor pada periode sebelum merger menggunakan strategi *wait and see* karena masih belum ada

kepastian kapan pengumuman merger akan dilakukan dan seberapa besar berdampak pada harga saham perusahaan emiten. Sedangkan setelah periode pengumuman merger, investor telah mendapatkan kepastian mengenai hal tersebut, sehingga mendorong investor untuk dapat melakukan evaluasi dan konsolidasi terhadap portofolionya dan menyebabkan investor memilih strategi *go with con*, yaitu strategi investasi yang mengalir bersama keadaan yang ada.

Tabel 4.13

Hasil Pengujian Hipotesis *Security Return Variability* dengan Uji Mann-Whitney

Mann-Whitney Test

		Ranks		
	Waktu	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Security Return Variability	0	300	306.83	92050.00
	1	300	294.17	88250.00
	Total	600		

Test Statistics^a

	Security Return Variability
Mann-Whitney U	43100.000
Wilcoxon W	88250.000
Z	-.939
Asymp. Sig. (2-tailed)	.348

a. Grouping Variable: Waktu

Sumber: *SPSS for Windows 16.0*

Perumusan hipotesis kelima (H_5) adalah sebagai berikut :

H_{05} : Terdapat perbedaan yang signifikan pada *security return variability* sebelum dan sesudah merger.

H_{a5} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *security return variability* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan tabel 4.13, nilai mean untuk *security return variability* sebelum melakukan merger (0) lebih besar daripada nilai mean *security return variability* sesudah melakukan merger (1) yaitu, $306,83 > 294,17$. Dari nilai uji *Mann-Whitney*, output “Test Statistic^a” menunjukkan nilai dimana statistik uji Z yaitu $-0,939$ dan nilai sig.2-tailed adalah $0,348$ lebih besar daripada *alpha* $0,05$. Dengan demikian H_{01} tidak dapat ditolak, ini berarti *security return variability* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger dengan tingkat keyakinan 95% . *Security return variability* yang tidak berpengaruh signifikan, menunjukkan bahwa informasi asimetris di pasar telah mengalami penurunan karena ada sebagian pelaku pasar yang memiliki informasi lebih dibandingkan pelaku pasar lainnya sehingga mereka mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pada pelaku pasar yang tidak memiliki informasi tersebut.

Berdasarkan hasil penelitian diatas pada tabel 4.9 sampai tabel 4.13, dapat dilihat bahwa hanya terdapat satu variabel yang mempunyai pengaruh secara signifikan baik sebelum maupun sesudah dilakukannya merger, yaitu *trading volume activity*.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan bahasan temuan yang dilakukan sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara umum, hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan untuk *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, dan *security return variability* disekitar pengumuman merger. Sedangkan *trading volume activity* memiliki perbedaan dari aktivitas merger yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor dalam jangka waktu 2005-2010 dengan tingkat keyakinan 95%.

Hasil pengujian menunjukkan *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, dan *security return variability* perusahaan yang melakukan merger pada periode pengamatan 30 hari sebelum aktivitas merger tidak berbeda dengan 30 hari sesudah aktivitas merger. Sedangkan *trading volume activity* memiliki perbedaan pada periode pengamatan 30 hari sebelum aktivitas merger tidak berbeda dengan 30 hari sesudah aktivitas merger.

Hasil penelitian ini, yang menyatakan bahwa tidak adanya perbedaan untuk *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, dan *security return variability* sebelum dan sesudah merger, dan terdapat perbedaan dalam *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor mendukung penelitian Nurussobakh (2009).

Dalam penelitian ini, terdapat keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki oleh penulis, yaitu:

1. Pengamatan dalam penelitian ini dilakukan hanya dalam periode 6 tahun yaitu 2005-2010.
2. Dalam penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang dibatasi pada perusahaan yang hanya melakukan merger saja, sedangkan perusahaan yang melakukan akuisisi tidak dimasukkan ke dalam sampel.
3. Penelitian ini tidak membandingkan hasil *mean adjusted model*, *market model* dengan *market-adjusted model* untuk menghitung *expected return*. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pada hasilnya dan melihat metode manakah yang lebih baik untuk digunakan.
4. Variabel yang diteliti masih terbatas, yaitu hanya *actual return*, *expected return*, *abnormal return*, *trading volume activity*, dan *security return variability*

5.2. Saran

Saran yang dapat diberikan sehubungan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan dan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi para pemakai laporan keuangan, khususnya para investor adalah aktivitas merger yang dilakukan perusahaan akuisitor perlu dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan ekonomi. Hal ini dikarenakan keputusan mengenai aktivitas merger akan mempengaruhi nilai perusahaan bagi para investor.

Bagi penelitian selanjutnya, penelitian dapat dilakukan dengan memperpanjang waktu periode pengamatan sehingga dapat memperoleh sampel penelitian yang lebih luas atau menggunakan model *mean adjusted model* atau *market model* untuk menghitung *expected return*, melakukan penambahan variabel seperti dengan memperhatikan metode pembayaran yang digunakan perusahaan akuisitor

yang diduga dapat mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan, serta memasukan perusahaan yang melakukan akuisisi kedalam sampel.

Daftar Kepustakaan

- Ang Robert. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia Edisi Pertama*. Indonesia: Mediasoft.
- Baker Richard E., Christensen Theodore E., dan Cottrell David M. (2011). *Advanced Financial Accounting* (9th ed.), New York : McGraw-Hill.
- <http://www.bapepam.go.id>
- Beams Floyd A., Anthony Joseph H., Bettinghaus Bruce dan Smith Kenneth A. (2012). *Advanced Accounting* (11th ed.), New Jersey : Pearson Prentice Hall.
- Block Stanley B. dan Hirt Geoffrey A. (1997). *Foundations of Financial Management* (8th ed.), United States, America : Times Mirror Higher Education Group.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C. dan Marcus Alan J. (2007). *Fundamentals of Corporate Finance* (International Edition), New York : McGraw-Hill.
- Brigham Eugene F. dan Ehrhardt Michael C. (2008). *Financial Management* (12th ed.), Ohio : South-Western Publishing Co.
- Drebin R. Allan. (1982). *Advanced Accounting* (5th ed.), Ohio : South-Western Publishing Co.
- Estanol, B., Albert and Seldeslachts Jo. (2004). *Merger Failures*. Barcelona: University Autonoma de Barcelona.
- Fadia. (2008). Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Bank Umum di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-2002. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Bisnis*, 11 (1), 40-54.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis 2nd ed*. New Jersey: Prentice-Hall International.
- Gantjowati Evi dan Sulistiyani Yayuk. (2008). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen pada Perusahaan yang Masuk Corporate Governance perception Index. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10 (3), 161-171.

Ghozali, Imam. (2006). Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Go, Marcel. (1992). Akuisisi Bisnis. Jakarta : Rineka Cipta.

Hoyle Joe B., Schaefer Thomas F., Douplik Timothy S. (2011). *Advanced Accounting* (10th ed.), New York : McGraw-Hill.

<http://www.finance.yahoo.com>

Husnan Suad. (2002). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan*. Yogyakarta: BPFE.

Ikatan Akuntan Indonesia. (2007). *Standar Akuntansi Keuangan*. Per 1 September 2007. Jakarta : Salemba Empat.

Istanti Lulu Nurul. (2009). Pengaruh Harga Saham, Trading Volume Activity dan Risiko Saham Terhadap Bid-Ask Spread (Studi pada Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 5 (3), 199-210.

Jeter Debra C. dan Chaney Paul K. (2011). *Advanced Accounting* (International Student Version), New Jersey : John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.

Jogiyanto Hartono. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (5th ed.), Yogyakarta: BPFE .

Jogiyanto Hartono. (2005). *Pasar Efisien secara Keputusan*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.

Larsen E. John. (1994). *Modern Advanced Accounting* (6th ed.), New York : McGraw-Hill.

Moin Abdul. (2004). *Merger, Akuisisi & Divestasi*, Yogyakarta: Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UII.

Mubarokah Lailatul dan Sucipto Agus. (2011). Trading Volume Activity and Bid-Ask Spread before And After The Merger Announcement, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15 (1), 84-95.

- Muktiyanto Ali. (2005). Pengaruh Faktor-Faktor Akuisisi Terhadap Abnormal Return (Studi Perusahaan Akuisitor Di BEJ Antara Tahun 1992 sampai 1997), *Jurnal Siasat Bisnis*, 1 (10), 57-72.
- Neo Pearl Tan Hock dan Nyeon Peter Lee Lip. (2009). *Advanced Financial Accounting* (updated ed.), New York : McGraw-Hill.
- Nisfiannoor Muhammad (2009). *Pendekatan Statistika Modern Untuk Ilmu Sosial*, Jakarta : Salemba Humanika.
- Nurussobakh. (2009). Perbedaan Actual Return, Abnormal Return, Trading Volume Activity dan Security Return Variability Saham Sebelum dan Setelah Merger, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13 (1), 62-77.
- Payamta dan Setiawan Doddy. (2004). Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7 (3), 265-282.
- Rahmawati dan Suryani Tri. (2005). Over Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal SNA*, VIII, 64-74.
- Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., dan Jaffe Jeffrey. (2010). *Corporate Finance*, New York : McGraw-Hill.
- Santoso Singgih. (2010). *Mastering SPSS 18*, Jakarta : PT Elex Media Komputindo.
- Selcuk dan Yilmaz. (2011). The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey, *Journal Business and Economics*, 2011, 1-8.
- Stroll Hans R. (1989). Inferring The Components of The Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests, *Journal of Finance*, XLIV (1), 115-134.
- Sutrisno dan Sumarsih. (2004). Dampak jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap Pemegang Saham di BEJ Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal, *JAAL*, 8 (2), 189-210.

Lampiran 1

Sampel Perusahaan

No.	Code Emiten	Bidding Firm	Target Firm	Tanggal Efektif	Sektor
1.	INPC	PT Bank Inter Pacific Tbk	Bank Artha Graha	11-07-2005	Keuangan
2.	SRSN	PT Sarasa Nugraha Tbk	PT Indo Acidatama Chemical Industry	25-08-2005	Industri Dasar dan Kimia
3.	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk	PT Dankos Laboratories Tbk	16-12-2005	Industri Barang Konsumsi
4.	ADES	PT Ades Water Indonesia Tbk.	PT Pamargha Indojatim	01-07-2006	Industri Barang Konsumsi
5.	TOTO	PT Surya Toto Indonesia Tbk	PT Surya Pertiwi Paramita	05-12-2006	Industri Dasar dan Kimia
6.	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk	PT Andhi Chandra Automotive Product Tbk	28-11-2006	Aneka Industri
7.	META	PT Nusantara Infrastructure Tbk	PT Nusantara Konstruksi Indonesia	21-06-2006	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi
8.	MCOR	PT Bank Multicor Tbk	PT Bank Windu Kencana	26-11-2007	Keuangan
9.	BNGA	PT Bank CIMB Niaga Tbk	PT Lippo Tbk	01-11-2008	Keuangan
10.	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	PT Multi Agro Persada Tbk	01-12-2009	Industri Dasar dan Kimia

Lampiran 2

Data-Data PT Bank Inter Pacific Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.000000000	0.001382931	-0.001382931	901,000.00	0.000000000
0.000000000	0.023167336	-0.023167336	298,500.00	0.000000000
-0.050000000	-0.004829446	-0.045170554	100,000.00	49.247136235
0.000000000	0.007806058	-0.007806058	330,000.00	0.000000000
0.000000000	0.000951945	-0.000951945	107,500.00	0.000000000
0.000000000	0.003947740	-0.003947740	110,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.003678590	0.003678590	1,248,000.00	0.000000000
0.000000000	0.002464606	-0.002464606	368,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.001206372	0.001206372	10,000.00	0.000000000
-0.052631579	0.002497880	-0.055129459	65,000.00	47.787520826
0.000000000	0.003588039	-0.003588039	360,000.00	0.000000000
0.166666667	0.004530288	0.162136379	3,257,000.00	25.339808638
-0.095238095	0.012227800	-0.107465895	1,987,500.00	37.630062162
0.000000000	0.005489625	-0.005489625	890,500.00	0.000000000
0.052631579	0.014065264	0.038566315	897,500.00	19.452353156
-0.100000000	0.005131958	-0.105131958	1,291,500.00	37.136402109
0.111111111	-0.012688273	0.123799384	202,500.00	23.764275115
-0.150000000	0.001198565	-0.151198565	22,812,500.00	34.080346581
-0.117647059	0.002400169	-0.120047228	12,354,500.00	35.712336112
-0.066666667	-0.001540941	-0.065125726	4,168,000.00	42.552958527
0.142857143	-0.014081614	0.156938757	359,000.00	24.797656261
-0.125000000	0.007022397	-0.132022397	18,557,500.00	35.255812198
-0.071428571	-0.000851925	-0.070576647	2,777,500.00	41.378749245
-0.076923077	-0.003991518	-0.072931559	4,721,500.00	40.252479606
0.083333333	0.014583096	0.068750238	2,842,000.00	22.331241502
0.000000000	-0.000096586	0.000096586	1,210,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.006815952	0.006815952	635,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.011951942	0.011951942	1,825,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.008489715	0.008489715	15,500.00	0.000000000
0.000000000	0.001944965	-0.001944965	129,500.00	0.000000000

Lampiran 3

Data-Data PT Sarasa Nugraha Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.125000000	0.003248616	0.121751384	163,500.00	30.416066703
0.000000000	0.003325796	-0.003325796	172,000.00	0.000000000
-0.111111111	-0.004516289	-0.106594822	4,500.00	27.521997407
-0.125000000	-0.002676261	-0.122323739	0.00	27.680570236
0.142857143	0.003162488	0.139694655	20,000.00	30.233454121
0.000000000	0.007574562	-0.007574562	155,500.00	0.000000000
0.000000000	0.014557110	-0.014557110	0.00	0.000000000
0.000000000	0.012565686	-0.012565686	22,000.00	0.000000000
0.125000000	-0.002128660	0.127128660	60,000.00	30.416066703
0.000000000	0.007003396	-0.007003396	61,000.00	0.000000000
0.444444444	0.000093370	0.444351075	19,058,500.00	29.388104959
0.230769231	0.007163263	0.223605967	27,880,000.00	29.754450213
-0.125000000	-0.003645437	-0.121354563	14,240,000.00	27.680570236
-0.071428571	-0.003462851	-0.067965721	12,133,500.00	26.749207825
-0.076923077	0.009341394	-0.086264471	14,358,500.00	26.901139641
0.000000000	0.002407314	-0.002407314	20,999,000.00	0.000000000
-0.083333333	-0.005795854	-0.077537479	35,135,500.00	27.054369570
-0.090909091	-0.009573372	-0.081335719	18,450,000.00	27.208912443
-0.100000000	-0.013378331	-0.086621669	37,213,500.00	27.364783302
0.000000000	0.003620571	-0.003620571	23,008,500.00	0.000000000
0.111111111	0.011930254	0.099180857	35,589,500.00	30.600338788
-0.200000000	-0.007594373	-0.192405627	51,077,500.00	28.164599232
-0.125000000	-0.012132031	-0.112867969	44,542,500.00	27.680570236
0.000000000	-0.031924312	0.031924312	41,365,500.00	0.000000000
0.000000000	-0.003995260	0.003995260	32,190,000.00	0.000000000
0.142857143	-0.012287558	0.155144701	13,012,500.00	30.233454121
-0.125000000	-0.011351625	-0.113648375	22,181,500.00	27.680570236
0.000000000	-0.010777164	0.010777164	20,067,500.00	0.000000000
0.000000000	-0.009623953	0.009623953	18,175,500.00	0.000000000
0.000000000	-0.029600943	0.029600943	4,797,500.00	0.000000000

Lampiran 4

Data-Data PT Kalbe Farma Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.017857143	-0.010166996	-0.007690147	156,500.00	3.958436020
0.036363636	0.003812949	0.032550687	278,500.00	1106.415666224
0.000000000	-0.001191124	0.001191124	72,000.00	0.000000000
-0.035087719	-0.011390206	-0.023697513	155,500.00	8.305676992
-0.018181818	-0.008662449	-0.009519369	197,500.00	4.049106216
-0.055555556	-0.014103670	-0.041451886	450,500.00	12.092965285
-0.039215686	-0.010933157	-0.028282529	283,500.00	9.182268229
-0.010204082	0.004274218	-0.014478300	25,500.00	1.824619964
-0.010309278	0.003668989	-0.013978267	111,000.00	1.852839927
0.062500000	0.007262412	0.055237588	258,000.00	110.463631887
0.000000000	0.021001084	-0.021001084	819,000.00	0.000000000
0.039215686	0.007090182	0.032125504	467,500.00	583.944447386
0.075471698	0.003604842	0.071866857	4,446,500.00	81.589281041
-0.017543860	-0.004886100	-0.012657759	1,759,000.00	3.870777589
0.017857143	0.016115656	0.001741487	713,500.00	58.069799667
-0.035087719	-0.003505908	-0.031581811	396,000.00	8.305676992
0.072727273	0.006198809	0.066528464	1,499,000.00	85.925573372
-0.050847458	0.001128522	-0.051975980	795,000.00	11.337046163
0.035714286	0.013268285	0.022446000	534,000.00	1348.278540512
0.017241379	-0.000246207	0.017487586	2,250,000.00	49.214028167
0.016949153	0.021023924	-0.004074772	1,375,000.00	45.527241800
-0.033333333	0.001036251	-0.034369584	183,500.00	7.913722747
0.017241379	0.002552250	0.014689130	285,500.00	49.214028167
-0.016949153	0.024852240	-0.041801392	270,000.00	3.703975470
0.000000000	0.006045025	-0.006045025	365,000.00	0.000000000
0.000000000	0.001510809	-0.001510809	891,500.00	0.000000000
0.017241379	0.012878533	0.004362846	808,500.00	49.214028167
0.000000000	0.005974417	-0.005974417	951,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.007030278	0.007030278	130,500.00	0.000000000
0.016949153	-0.015131377	0.032080530	7,439,500.00	45.527241800

Lampiran 5

Data-Data PT Ades Water Indonesia Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.021276596	-0.043766285	0.022489689	24,000.00	69.197952327
-0.014492754	-0.005642539	-0.008850215	30,000.00	124.665922724
-0.044117647	-0.064122837	0.020005190	75,000.00	42.102469535
0.007692308	0.012976339	-0.005284032	72,500.00	7.431993577
-0.007633588	-0.002350452	-0.005283136	22,500.00	98749.632681732
0.007692308	0.008044202	-0.000351894	0.00	7.431993577
0.030534351	0.023635419	0.006898932	34,000.00	18.687881118
-0.037037037	-0.027195489	-0.009841548	10,000.00	45.605595987
0.000000000	-0.006386392	0.006386392	35,000.00	0.000000000
-0.007692308	0.019388732	-0.027081040	5,000.00	47767.174552233
-0.015503876	0.001000712	-0.016504588	0.00	108.887680695
0.007874016	-0.024374687	0.032248703	0.00	7.604301248
-0.015625000	-0.023120310	0.007495310	0.00	107.321739536
-0.039682540	-0.036936189	-0.002746350	0.00	44.099240415
0.000000000	0.026216905	-0.026216905	0.00	0.000000000
0.016528926	-0.001288184	0.017817110	0.00	13.718870128
0.016260163	-0.029549480	0.045809642	6,000.00	13.578369372
-0.024000000	-0.001920272	-0.022079728	16,000.00	61.375992944
-0.008196721	0.006000081	-0.014196802	11,000.00	4045.972367897
0.000000000	0.051835391	-0.051835391	0.00	0.000000000
0.000000000	-0.011181035	0.011181035	0.00	0.000000000
0.016528926	-0.000061777	0.016590703	10,000.00	13.718870128
-0.024390244	-0.001299013	-0.023091231	0.00	60.492426938
0.000000000	0.007794699	-0.007794699	2,000.00	0.000000000
0.008333333	-0.010301048	0.018634381	10,000.00	8.030428857
-0.008264463	-0.004914904	-0.003349558	5,000.00	3414.050128153
-0.066666667	0.001384535	-0.068051202	0.00	36.821541872
-0.017857143	-0.010675681	-0.007181462	0.00	86.253061138
0.090909091	0.002110234	0.088798857	1,000.00	24.746724369
-0.075000000	0.027109123	-0.102109123	0.00	35.805409956

Lampiran 6

Data-Data PT Surya Toto Indonesia Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.000000000	0.003246874	-0.003246874	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.017316420	-0.017316420	0.000000000	0.000000000
-0.036363636	0.008105555	-0.044469191	0.000000000	23.507738342
0.000000000	-0.004884684	0.004884684	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.008620533	-0.008620533	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.002758604	-0.002758604	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.015358833	0.015358833	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.020008906	-0.020008906	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001172200	0.001172200	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.000772404	0.000772404	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.001971453	-0.001971453	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.007116757	-0.007116757	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001585501	0.001585501	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.014333805	-0.014333805	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.000768130	0.000768130	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.007980612	-0.007980612	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.006520233	-0.006520233	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.021892153	0.021892153	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.013198666	-0.013198666	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.003245010	-0.003245010	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.009185787	-0.009185787	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.002029111	0.002029111	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.026299221	-0.026299221	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.004316846	-0.004316846	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001294531	0.001294531	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.003832514	0.003832514	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.008798562	0.008798562	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.002892588	0.002892588	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.000444551	0.000444551	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.007982666	-0.007982666	0.000000000	0.000000000

Lampiran 7

Data-Data PT Selamat Sempurna Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.000000000	0.007395879	-0.007395879	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001158957	0.001158957	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.002310363	0.002310363	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.014412925	-0.014412925	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.006665429	0.006665429	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.003210324	-0.003210324	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001450896	0.001450896	0.000000000	0.000000000
0.153846154	0.002575561	0.151270592	0.000000000	25.837946880
0.000000000	0.002708459	-0.002708459	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000
-0.150000000	0.004645011	-0.154645011	0.000000000	32.886592124
0.019607843	0.001541737	0.018066106	0.000000000	13.489003578
0.000000000	0.004553831	-0.004553831	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.011090378	-0.011090378	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.003236366	-0.003236366	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.017021666	-0.017021666	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.008040383	-0.008040383	0.000000000	0.000000000
0.019230769	-0.004908661	0.024139430	4,500.00	13.322353452
-0.037735849	0.008546854	-0.046282703	0.000000000	50.508894564
0.000000000	0.002751015	-0.002751015	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.015598407	0.015598407	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.019616404	-0.019616404	0.000000000	0.000000000
-0.019607843	-0.001173575	-0.018434268	0.000000000	101.795347607
0.020000000	-0.000773001	0.020773001	500.00	13.658800329
-0.019607843	0.001967574	-0.021575417	0.000000000	101.795347607
0.000000000	0.007066466	-0.007066466	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001588019	0.001588019	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.014131251	-0.014131251	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.000768721	0.000768721	0.000000000	0.000000000
-0.260000000	0.014344132	-0.274344132	0.000000000	31.152260380

Lampiran 8

Data-Data PT Nusantara Infrastructure Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.000000000	0.016492808	-0.016492808	0.000000000	0.000000000
0.053333333	0.016109668	0.037223665	28.32	44.414061329
0.107594937	0.004404313	0.103190623	21.14	35.419420970
0.142857143	0.008795539	0.134061604	17.95	33.649977644
0.000000000	-0.017879380	0.017879380	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.067322355	0.067322355	0.000000000	0.000000000
0.040000000	-0.001211646	0.041211646	7.98	52.380880291
0.043269231	0.023492641	0.019776590	9.97	49.760867872
0.000000000	-0.043766285	0.043766285	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.005642539	0.005642539	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.064122837	0.064122837	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.012976339	-0.012976339	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.002350452	0.002350452	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.008044202	-0.008044202	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.023635419	-0.023635419	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.027195489	0.027195489	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.006386392	0.006386392	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.019388732	-0.019388732	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.001000712	-0.001000712	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.024374687	0.024374687	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.023120310	0.023120310	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.036936189	0.036936189	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.026216905	-0.026216905	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001288184	0.001288184	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.029549480	0.029549480	0.000000000	0.000000000
0.000000000	-0.001920272	0.001920272	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.006000081	-0.006000081	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.051835391	-0.051835391	0.000000000	0.000000000
-0.041474654	-0.011181035	-0.030293619	19.94	18.654428709
-0.038461538	-0.000061777	-0.038399761	19.94	18.088994341

Lampiran 9

Data-Data PT Bank Multicor Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.000000000	0.017712767	-0.017712767	142,500.00	0.000000000
0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000
-0.005649718	0.001279532	-0.006929250	44,500.00	251.329136062
-0.056818182	-0.009496549	-0.047321633	160,000.00	33.219001724
-0.024096386	-0.020668942	-0.003427444	852,000.00	40.597468622
0.018518519	-0.045059330	0.063577849	46,000.00	20.090249616
-0.030303030	0.039388362	-0.069691393	198,000.00	37.714397012
0.025000000	-0.011413952	0.036413952	480,500.00	21.957808361
0.000000000	0.027604692	-0.027604692	545,500.00	0.000000000
0.000000000	0.010581345	-0.010581345	611,000.00	0.000000000
-0.030487805	0.016157269	-0.046645074	616,500.00	37.650298934
-0.006289308	-0.001731182	-0.004558126	383,500.00	175.209688915
0.006329114	-0.007350132	0.013679246	106,000.00	11.479252534
0.000000000	0.022616521	-0.022616521	50,500.00	0.000000000
-0.025157233	0.002198759	-0.027355992	344,000.00	39.977477755
0.000000000	-0.021919110	0.021919110	975,500.00	0.000000000
0.012903226	0.010969835	0.001933391	374,500.00	17.450622667
-0.025477707	0.011820279	-0.037297986	1,268,500.00	39.802945185
0.006535948	-0.013352152	0.019888100	585,500.00	11.753502464
-0.019480519	0.010876510	-0.030357030	557,000.00	44.365126187
-0.006622517	-0.013387477	0.006764961	549,500.00	152.078894008
0.000000000	-0.006664883	0.006664883	906,500.00	0.000000000
0.000000000	0.013990274	-0.013990274	911,000.00	0.000000000
0.060000000	0.005155554	0.054844446	1,929,000.00	25.704233013
-0.012578616	-0.013909394	0.001330778	189,500.00	58.609864433
-0.025477707	-0.008270333	-0.017207374	214,500.00	39.802945185
0.000000000	-0.008362351	0.008362351	916,500.00	0.000000000
-0.026143791	-0.023888096	-0.002255695	562,500.00	39.457291522
0.006711409	0.002292266	0.004419144	311,000.00	11.980041171
0.046666667	0.005742256	0.040924410	37,000.00	24.865534737

Lampiran 10

Data-Data PT Bank CIMB Niaga Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.064935065	-0.049329650	-0.015605415	41,500.00	47.789118545
-0.069444444	0.009443203	-0.078887647	653,000.00	46.075821427
0.059701493	0.019351485	0.040350007	506,000.00	18.849032795
-0.028169014	0.009945907	-0.038114921	507,500.00	120.517391830
0.101449275	0.055007850	0.046441425	560,000.00	22.257518790
0.013157895	0.002956771	0.010201124	765,000.00	6.634751843
-0.090909091	-0.012941114	-0.077967977	445,500.00	40.891249582
0.071428571	0.005548034	0.065880537	129,500.00	20.108247940
0.000000000	-0.007213672	0.007213672	94,000.00	0.000000000
-0.040000000	-0.012984199	-0.027015801	61,500.00	70.530496472
0.000000000	-0.007410601	0.007410601	89,500.00	0.000000000
-0.138888889	-0.111460873	-0.027428016	354,500.00	36.068657027
0.000000000	-0.017916677	0.017916677	204,500.00	0.000000000
-0.080645161	-0.115763224	0.035118063	110,000.00	42.914494651
0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.006977365	-0.006977365	0.000000000	0.000000000
0.017543860	0.060476744	-0.042932885	2,204,500.00	8.774189868
-0.086206897	-0.023388428	-0.062818468	494,500.00	41.740450856
-0.094339623	-0.039063728	-0.055275895	433,000.00	40.339431878
0.041666667	-0.045611753	0.087278420	1,081,000.00	16.044476810
-0.040000000	0.019286025	-0.059286025	174,000.00	70.530496472
0.041666667	0.009172656	0.032494011	2,189,500.00	16.044476810
-0.060000000	-0.043783611	-0.016216389	563,000.00	50.100016607
-0.085106383	-0.031812743	-0.053293640	580,500.00	41.956884571
0.011627907	-0.074177016	0.085804923	1,807,000.00	5.809777605
-0.091954023	-0.067257654	-0.024696369	273,500.00	40.717596435
-0.025316456	-0.049505574	0.024189118	281,000.00	154.578843121
0.038961039	0.002002478	0.036958561	608,500.00	15.488471131
0.100000000	0.051317874	0.048682126	120,000.00	22.177781534
0.068181818	0.065918676	0.002263142	275,000.00	19.791643327

Lampiran 11

Data-Data PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. Sebelum Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.081395349	0.002027038	0.079368311	15,723,000.00	47.213625577
-0.021505376	-0.007473364	-0.014032013	4,096,500.00	8.768806995
0.010989011	-0.010263243	0.021252254	5,009,000.00	80.041877398
0.000000000	-0.017927157	0.017927157	5,645,000.00	0.000000000
0.000000000	0.014088616	-0.014088616	3,945,000.00	0.000000000
0.010869565	-0.000097256	0.010966821	13,565,500.00	75.557795438
0.043010753	-0.017528451	0.060539204	11,137,500.00	83.107087374
-0.020618557	-0.029673376	0.009054820	3,763,500.00	8.438893194
0.000000000	-0.004812225	0.004812225	1,842,000.00	0.000000000
0.000000000	0.009997044	-0.009997044	3,377,000.00	0.000000000
0.010526316	0.001661298	0.008865018	2,143,000.00	64.154154987
-0.020833333	-0.016078934	-0.004754400	1,020,000.00	8.519603860
0.021276596	0.015915779	0.005360817	627,500.00	973.077464838
0.010416667	-0.001964338	0.012381004	1,425,000.00	60.922183821
0.010309278	0.011648734	-0.001339456	3,644,500.00	57.928431226
0.030612245	0.004704064	0.025908181	2,222,500.00	160.590659207
0.079207921	-0.010273052	0.089480973	6,438,000.00	47.941546699
0.247706422	0.009118592	0.238587830	14,314,000.00	33.606897134
-0.058823529	0.006776075	-0.065599605	6,779,500.00	17.179310650
0.046875000	0.002686666	0.044188334	4,198,500.00	74.368977701
0.067164179	0.016964532	0.050199647	6,811,000.00	53.259812908
0.006993007	0.002065656	0.004927351	4,043,500.00	12.596545567
-0.013888889	0.004202509	-0.018091398	1,753,000.00	5.640539829
0.000000000	-0.006254076	0.006254076	1,056,500.00	0.000000000
-0.021126761	0.007465747	-0.028592507	1,183,000.00	8.629031764
-0.007194245	-0.002393791	-0.004800454	972,500.00	2.440858510
0.007246377	-0.003859411	0.011105787	807,500.00	14.195742923
0.021582734	-0.004204702	0.025787436	4,631,000.00	853.141130920
-0.014084507	-0.028414218	0.014329711	1,231,000.00	5.729151837
0.000000000	0.009239022	-0.009239022	874,500.00	0.000000000

Lampiran 12

Data-Data PT Bank Inter Pacific Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.142857143	0.005003941	-0.147861084	-	31.323987529
0.083333333	0.003248616	0.080084717	6,613,500.00	25.576835484
0.000000000	0.003325796	-0.003325796	6,613,500.00	0.000000000
-0.153846154	-0.004516289	-0.149329865	46,343,000.00	31.148878375
0.181818182	-0.002676261	0.184494443	22,733,500.00	27.350760982
0.076923077	0.003162488	0.073760589	87,239,000.00	25.319307639
0.000000000	0.007574562	-0.007574562	1,325,000.00	0.000000000
0.000000000	0.014557110	-0.014557110	1,946,000.00	0.000000000
0.000000000	0.012565686	-0.012565686	6,072,000.00	0.000000000
0.142857143	-0.002128660	0.144985803	11,216,500.00	26.925366648
-0.125000000	0.007003396	-0.132003396	2,307,500.00	31.678664900
0.000000000	0.000093370	-0.000093370	2,273,000.00	0.000000000
-0.071428571	0.007163263	-0.078591835	44,379,500.00	33.938951482
0.000000000	-0.003645437	0.003645437	81,812,500.00	0.000000000
-0.076923077	-0.003462851	-0.073460226	700,000.00	33.545761247
0.000000000	0.009341394	-0.009341394	339,500.00	0.000000000
0.083333333	0.002407314	0.080926019	1,536,500.00	25.576835484
0.000000000	-0.005795854	0.005795854	1,536,500.00	0.000000000
-0.076923077	-0.009573372	-0.067349705	305,000.00	33.545761247
0.000000000	-0.013378331	0.013378331	2,197,500.00	0.000000000
0.000000000	0.003620571	-0.003620571	2,405,000.00	0.000000000
0.000000000	0.011930254	-0.011930254	4,312,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.007594373	0.007594373	1,159,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.012132031	0.012132031	4,243,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.031924312	0.031924312	765,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.003995260	0.003995260	15,886,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.012287558	0.012287558	1,552,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.011351625	0.011351625	125,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.010777164	0.010777164	1,677,500.00	0.000000000
-0.083333333	-0.009623953	-0.073709380	3,175,000.00	33.159364434

Lampiran 13

Data-Data PT Sarasa Nugraha Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.125000000	-0.012375223	-0.112624777	11,945,000.00	13.727905705
0.000000000	-0.054384431	0.054384431	41,240,000.00	0.000000000
0.142857143	0.043324806	0.099532337	31,126,500.00	79.692356443
-0.125000000	0.009780114	-0.134780114	5,750,000.00	13.727905705
0.000000000	-0.010450045	0.010450045	1,825,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.003224281	0.003224281	2,675,000.00	0.000000000
0.000000000	0.014929773	-0.014929773	140,000.00	0.000000000
0.142857143	0.007353358	0.135503785	5,900,000.00	79.692356443
0.000000000	0.019501134	-0.019501134	34,644,500.00	0.000000000
0.125000000	0.016395681	0.108604319	24,243,500.00	97.078031917
0.000000000	0.006511948	-0.006511948	41,062,000.00	0.000000000
-0.222222222	-0.018346934	-0.203875288	28,384,000.00	18.410659700
0.142857143	-0.025608570	0.168465712	28,808,500.00	79.692356443
-0.125000000	-0.007346014	-0.117653986	27,850,000.00	13.727905705
0.142857143	0.005507556	0.137349587	4,000,000.00	79.692356443
0.000000000	0.009244414	-0.009244414	5,500,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.010420713	0.010420713	18,445,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.011043427	0.011043427	19,987,500.00	0.000000000
-0.125000000	-0.026849994	-0.098150006	11,907,500.00	13.727905705
0.000000000	-0.003860394	0.003860394	7,645,500.00	0.000000000
0.142857143	0.021003692	0.121853451	15,255,000.00	79.692356443
-0.125000000	0.002939391	-0.127939391	31,075,000.00	13.727905705
0.000000000	-0.009475722	0.009475722	14,524,500.00	0.000000000
0.000000000	0.019469617	-0.019469617	1,450,000.00	0.000000000
0.142857143	0.028704321	0.114152821	12,270,000.00	79.692356443
0.000000000	0.003812038	-0.003812038	8,125,000.00	0.000000000
-0.125000000	0.016128300	-0.141128300	25,385,000.00	13.727905705
-0.142857143	0.002617611	-0.145474754	43,558,000.00	14.864656572
1.833333333	-0.007004871	1.840338204	24,779,500.00	30.879867317
0.000000000	-0.001580414	0.001580414	12,634,000.00	0.000000000

Lampiran 14

Data-Data PT Kalbe Farma Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.033898305	0.016529215	0.017369090	293,500.00	2845.987129085
0.000000000	0.000602239	-0.000602239	3,231,500.00	0.000000000
0.524590164	-0.002123763	0.526713927	22,443,000.00	32.687709091
0.000000000	0.002981319	-0.002981319	8,858,500.00	0.000000000
0.010752688	-0.004879641	0.015632329	9,949,500.00	8.618907528
0.010638298	0.002909336	0.007728962	8,646,000.00	8.339489764
0.052631579	0.002091744	0.050539835	51,441,500.00	163.660008905
-0.010000000	-0.001288505	-0.008711495	34,833,000.00	1.770080352
-0.010101010	0.007801211	-0.017902221	1,865,000.00	1.797039838
0.010204082	0.011077826	-0.000873745	14,843,000.00	7.347447612
0.000000000	0.022799213	-0.022799213	18,717,000.00	0.000000000
0.010101010	-0.000577701	0.010678711	21,580,000.00	7.127106573
0.000000000	0.009289843	-0.009289843	34,087,000.00	0.000000000
0.030000000	0.018654121	0.011345879	36,406,000.00	114971.474252163
0.038834951	0.013035621	0.025799330	83,012,500.00	626.019099777
0.000000000	-0.003988012	0.003988012	30,969,000.00	0.000000000
0.084112150	-0.004632836	0.088744985	65,582,000.00	71.319403616
0.000000000	-0.012131827	0.012131827	27,589,500.00	0.000000000
-0.008620690	-0.018125739	0.009505049	20,627,500.00	1.409911511
-0.026086957	-0.016217731	-0.009869225	16,335,000.00	6.168414938
0.017857143	0.030891720	-0.013034577	4,627,000.00	58.069799667
0.017543860	-0.005828984	0.023372844	18,270,000.00	53.367476080
-0.034482759	-0.018611649	-0.015871109	20,044,500.00	8.171850933
0.017857143	0.005907693	0.011949450	7,312,500.00	58.069799667
0.043859649	0.018969202	0.024890447	29,724,500.00	311.464809174
0.058823529	-0.002820863	0.061644392	60,400,000.00	124.877380196
-0.031746032	0.002494599	-0.034240631	21,908,500.00	7.548872875
0.065573770	0.002122452	0.063451319	33,484,000.00	101.230318044
-0.015384615	0.006792067	-0.022176682	19,343,000.00	3.263494177
0.023437500	0.002176208	0.021261292	17,321,500.00	321.516852579

Lampiran 15

Data-Data PT Ades Water Indonesia Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.036036036	0.013180093	0.022855943	0.000000000	34.866357553
0.130434783	0.007556788	0.122877995	4,500.00	30.463226453
-0.069230769	0.000336242	-0.069567012	34,500.00	26.515308934
-0.008264463	0.001268638	-0.009533101	97,000.00	15.146481887
0.000000000	0.005853507	-0.005853507	7,500.00	0.000000000
0.000000000	-0.006030616	0.006030616	0.000000000	0.000000000
0.000000000	0.003058172	-0.003058172	0.000000000	0.000000000
-0.041666667	0.001434017	-0.043100683	0.000000000	25.043064219
0.043478261	-0.008875363	0.052353623	0.000000000	33.742559477
-0.075000000	-0.023358751	-0.051641249	0.000000000	26.694882869
0.009009009	-0.015288757	0.024297766	0.000000000	69.061845719
-0.008928571	0.001632907	-0.010561478	0.000000000	15.791174045
0.027027027	-0.004334244	0.031361271	5,000.00	37.222209258
0.000000000	0.026672444	-0.026672444	0.000000000	0.000000000
0.008771930	-0.000768306	0.009540236	10,000.00	71.135167400
0.000000000	-0.008771055	0.008771055	0.000000000	0.000000000
0.008695652	0.003540351	0.005155301	1,000.00	71.847057594
0.000000000	0.003846652	-0.003846652	0.000000000	0.000000000
0.017241379	0.013347462	0.003893917	0.000000000	43.544859999
0.067796610	0.005099409	0.062697202	20,000.00	31.915823818
-0.166666667	0.010535272	-0.177201938	0.000000000	27.927170056
0.104761905	0.014609715	0.090152190	0.000000000	30.838696569
0.034482759	0.016258355	0.018224404	7,500.00	35.171427998
0.000000000	-0.010618173	0.010618173	6,500.00	0.000000000
0.000000000	0.006938496	-0.006938496	0.000000000	0.000000000
0.016666667	0.010074885	0.006591782	5,000.00	44.229658530
-0.016393443	-0.005307719	-0.011085724	2,500.00	20.360980828
0.000000000	0.012044441	-0.012044441	25,000.00	0.000000000
0.033333333	-0.020391953	0.053725286	9,500.00	35.418376450
-0.056451613	0.012359238	-0.068810851	0.000000000	25.997235285

Lampiran 16

Data-Data PT Surya Toto Indonesia Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.00000000	-0.002533256	0.002533256	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.028501583	0.028501583	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.017349295	-0.017349295	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.012616029	-0.012616029	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.001861281	0.001861281	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.000996774	0.000996774	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.010807296	-0.010807296	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.001253286	-0.001253286	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.000000000	0.000000000	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.017169569	-0.017169569	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.000985560	0.000985560	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.005782930	0.005782930	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.004632421	-0.004632421	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.010455376	0.010455376	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.017927749	0.017927749	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.039592786	0.039592786	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.003817887	0.003817887	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.015142267	0.015142267	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.031244786	-0.031244786	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.013765046	-0.013765046	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.002388431	-0.002388431	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.010935581	-0.010935581	0.00000000	0.00000000
0.320754717	0.010041008	0.310713709	5,500.00	29.741776603
0.00000000	0.012168906	-0.012168906	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.004864065	0.004864065	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.001592418	0.001592418	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.017572230	0.017572230	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.008314731	0.008314731	0.00000000	0.00000000
-0.200000000	0.003285566	-0.203285566	0.00000000	27.867021123
0.00000000	0.000300285	-0.000300285	0.00000000	0.00000000

Lampiran 17

Data-Data PT Selamat Sempurna Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.00000000	0.013026730	-0.013026730	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.003234514	-0.003234514	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.009102176	-0.009102176	0.00000000	0.00000000
-0.41666667	-0.002033236	-0.414633430	0.00000000	25.257385815
0.085714286	0.025625295	0.060088990	0.00000000	68.160224751
0.578947368	0.004298291	0.574649077	0.00000000	32.233368980
-0.383333333	-0.001296209	-0.382037124	0.00000000	24.966687735
-0.054054054	-0.003847259	-0.050206795	0.00000000	12.049202441
0.00000000	-0.008876664	0.008876664	0.00000000	0.00000000
0.714285714	-0.002900979	0.717186693	0.00000000	31.580503053
-0.416666667	-0.000444749	-0.416221918	0.00000000	25.257385815
0.00000000	0.007919448	-0.007919448	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.013592536	-0.013592536	0.00000000	0.00000000
0.714285714	-0.002539690	0.716825404	0.00000000	31.580503053
0.00000000	-0.029337756	0.029337756	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.017053430	-0.017053430	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.012458848	-0.012458848	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.001864752	0.001864752	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.000997769	0.000997769	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.010691747	-0.010691747	0.00000000	0.00000000
0.20000000	0.001251717	0.198748283	0.00000000	40.046317146
-0.166666667	0.00000000	-0.166666667	0.00000000	20.868787105
0.00000000	0.016879751	-0.016879751	0.00000000	0.00000000
0.066666667	-0.000986532	0.067653199	500.00	94.854333466
0.00000000	-0.005816567	0.005816567	10,000.00	0.00000000
-0.06250000	0.004611061	-0.067111061	0.00000000	13.295691239
0.05000000	-0.030848676	0.080848676	500.00	177.760399459
-0.015873016	0.009941188	-0.025814204	0.00000000	3.501943942
0.00000000	0.012022604	-0.012022604	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.004887840	0.004887840	0.00000000	0.00000000

Lampiran 18

Data-Data PT Nusantara Infrastructure Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.00000000	0.007794699	-0.007794699	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.010301048	0.010301048	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.004914904	0.004914904	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.001384535	-0.001384535	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.010675681	0.010675681	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.002110234	-0.002110234	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.027109123	-0.027109123	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.013180093	-0.013180093	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.007556788	-0.007556788	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.000336242	-0.000336242	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.001268638	-0.001268638	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.005853507	-0.005853507	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.006030616	0.006030616	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.003058172	-0.003058172	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.001434017	-0.001434017	0.00000000	0.00000000
-0.04000000	-0.008875363	-0.031124637	3.99	53.409270487
-0.04687500	-0.023358751	-0.023516249	5.98	48.225510290
-0.087431694	-0.015288757	-0.072142937	11.96	37.480891338
0.00000000	0.001632907	-0.001632907	0.00000000	0.00000000
0.00000000	-0.004334244	0.004334244	0.00000000	0.00000000
-0.053892216	0.026672444	-0.080564659	43.87	44.784865476
0.265822785	-0.000768306	0.266591091	7.98	26.833032600
-0.29000000	-0.008771055	-0.281228945	11.96	31.225451574
0.00000000	0.003540351	-0.003540351	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.003846652	-0.003846652	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.013347462	-0.013347462	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.005099409	-0.005099409	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.010535272	-0.010535272	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.014609715	-0.014609715	0.00000000	0.00000000
-0.063380282	0.016258355	-0.079638637	49.85	41.699711842

Lampiran 19

Data-Data PT Bank Multicor Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.00000000	-0.007644742	0.007644742	101,000.00	0.00000000
0.05333333	0.016448969	0.036884364	1,348,000.00	46.854799492
0.050632911	0.010341430	0.040291481	4,596,000.00	48.239652072
0.078313253	-0.004274029	0.082587282	2,005,500.00	39.693253683
0.005586592	0.014155112	-0.008568520	508,500.00	27.015269330
0.05000000	0.009448081	0.040551919	5,973,500.00	48.595458650
0.00000000	0.005462309	-0.005462309	780,000.00	0.00000000
-0.010582011	0.009780353	-0.020362364	3,545,000.00	6.735926595
0.032085561	-0.005919502	0.038005063	3,792,000.00	69.602299268
0.025906736	0.004053386	0.021853350	2,754,500.00	92.166738836
0.060606061	0.007364032	0.053242028	11,518,500.00	43.948852346
-0.095238095	-0.005408035	-0.089830060	10,538,000.00	23.141964804
-0.005263158	-0.014555127	0.009291969	453,500.00	2.901968549
0.105820106	-0.005718853	0.111538959	23,913,000.00	36.406026713
-0.019138756	-0.028195968	0.009057212	7,774,500.00	11.408822556
0.097560976	-0.007062878	0.104623854	11,687,000.00	37.159911529
0.022222222	0.004420650	0.017801572	23,334,500.00	121.707374552
0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000
0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.00000000
-0.021739130	0.020839550	-0.042578680	1,125,000.00	12.498613797
-0.022222222	0.009179837	-0.031402059	1,025,000.00	12.687392088
0.022727273	0.002232476	0.020494797	4,387,500.00	116.227489360
0.00000000	-0.005242522	0.005242522	466,000.00	0.00000000
-0.066666667	-0.006058798	-0.060607869	151,500.00	21.162406365
0.023809524	0.018128953	0.005680571	1,637,000.00	106.322339628
-0.046511628	0.004041190	-0.050552818	1,958,000.00	18.722685251
0.00000000	0.003306266	-0.003306266	1,875,000.00	0.00000000
0.00000000	0.015772403	-0.015772403	328,000.00	0.00000000
0.00000000	-0.007077360	0.007077360	1,950,000.00	0.00000000
0.00000000	-0.029428248	0.029428248	-0.058856496	0.00000000

Lampiran 20

Data-Data PT Bank CIMB Niaga Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
0.106382979	0.070982909	0.035400070	484,000.00	27.541370131
-0.019230769	0.012461764	-0.031692533	407,000.00	39.633156511
0.078431373	-0.002569020	0.081000392	941,500.00	27.048044420
-0.054545455	-0.044636440	-0.009909014	1,266,000.00	32.199394411
-0.038461538	0.022759198	-0.061220736	1,760,500.00	33.696321697
0.000000000	0.001730465	-0.001730465	463,500.00	0.000000000
-0.040000000	-0.003082540	-0.036917460	3,634,500.00	33.495218986
0.000000000	-0.007492726	0.007492726	31,500.00	0.000000000
-0.031250000	-0.053115400	0.021865400	741,000.00	34.941865538
0.075268817	0.003693510	0.071575307	511,500.00	26.970385016
-0.040000000	-0.022192040	-0.017807960	160,500.00	33.495218986
-0.062500000	-0.039559276	-0.022940724	1,541,500.00	31.763575996
0.066666667	-0.008048392	0.074715059	79,500.00	26.724109865
-0.083333333	-0.021983255	-0.061350078	1,070,000.00	31.036775522
-0.079545455	-0.007581045	-0.071964410	4,034,000.00	31.139067646
-0.012345679	-0.004275451	-0.008070228	133,500.00	48.313083114
0.000000000	0.011038522	-0.011038522	1,236,000.00	0.000000000
0.012500000	0.032694967	-0.020194967	7,505,000.00	19.405663578
0.024691358	0.007420533	0.017270825	1,429,500.00	23.426309547
0.012048193	0.031791163	-0.019742970	633,500.00	19.143495673
-0.011904762	-0.015059847	0.003155085	1,294,500.00	49.370559477
-0.048192771	-0.026658609	-0.021534162	2,049,000.00	32.660302010
0.012658228	0.000981107	0.011677120	9,115,000.00	19.494250582
0.000000000	0.010611290	-0.010611290	5,481,500.00	0.000000000
0.012500000	-0.002478500	0.014978500	449,000.00	19.405663578
0.000000000	0.050374372	-0.050374372	560,500.00	0.000000000
0.024691358	0.037829622	-0.013138264	1,423,500.00	23.426309547
0.000000000	0.000599989	-0.000599989	1,027,000.00	0.000000000
0.000000000	-0.042534660	0.042534660	458,500.00	0.000000000
0.012048193	0.070853687	-0.058805494	1,529,000.00	19.143495673

Lampiran 21

Data-Data PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. Sesudah Merjer

Actual Return	Expected Return	Abnormal Return	Trading Volume Activity	Security Return Variability
-0.021276596	0.007711729	-0.028988324	3,309,000.00	31.548855126
0.007246377	0.011391818	-0.004145441	1,377,500.00	23.073062673
0.000000000	0.004578864	-0.004578864	327,500.00	0.000000000
-0.014388489	-0.011184656	-0.003203834	529,000.00	32.889620108
-0.014598540	0.000052337	-0.014650877	580,000.00	32.828230539
0.022222222	-0.001043808	0.023266030	307,500.00	26.838402992
-0.007246377	0.002067213	-0.009313589	119,000.00	37.542590059
0.007299270	0.012964948	-0.005665678	129,000.00	23.109227202
-0.007246377	-0.005071038	-0.002175338	79,500.00	37.542590059
0.000000000	-0.004669825	0.004669825	114,500.00	0.000000000
0.000000000	0.011020638	-0.011020638	218,000.00	0.000000000
0.029197080	-0.005164211	0.034361291	3,753,500.00	27.332260808
-0.021276596	-0.032158560	0.010881964	1,716,500.00	31.548855126
0.000000000	0.014690149	-0.014690149	506,000.00	0.000000000
0.007246377	0.002925394	0.004320982	408,500.00	23.073062673
0.000000000	0.013870239	-0.013870239	95,500.00	0.000000000
0.000000000	0.003691956	-0.003691956	263,000.00	0.000000000
0.007194245	0.006064647	0.001129597	195,500.00	23.036982970
0.000000000	0.015939210	-0.015939210	560,000.00	0.000000000
-0.007142857	0.011465178	-0.018608036	781,000.00	37.692985119
0.000000000	-0.000760573	0.000760573	650,000.00	0.000000000
-0.007194245	-0.006339634	-0.000854610	638,500.00	37.617674850
0.000000000	0.010507312	-0.010507312	238,500.00	0.000000000
0.028985507	0.006773801	0.022211706	1,973,000.00	27.320621440
-0.014084507	0.010283695	-0.024368202	376,000.00	32.982027840
-0.007142857	-0.010133429	0.002990571	294,500.00	37.692985119
0.000000000	0.004653748	-0.004653748	977,500.00	0.000000000
-0.021582734	0.000721547	-0.022304281	1,247,000.00	31.510386954
-0.007352941	-0.001718038	-0.005634904	246,000.00	37.393093321
0.014814815	0.008821974	0.005992841	482,500.00	25.847130000