

ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI

M. Yunies Edward

STIE Nahdlatul Ulama' Jebara, Jl. Taman Siswa (Pekeng) Tahunan Jebara
E-mail: edward.themaking@gmail.com

Abstract

The study was intent to know market reaction before and after merger and acquisition (M&A) announcement. Market response was measured using Trading Volume Activity (TVA) and Abnormal return stock of the acquirer company. The research population is all of listing enterprises that at Bursa Efek Indonesia who announce M & A during 2000-2002. Meanwhile the sample is 20 companies that were chosen by purposively. Test used was the Wilcoxon Signed Rank Test. The test results evince that there was no difference between TVA stock sample and the small capitalization company's stock sample. While, there was a significant differences between TVA stock sample and the large-capitalization company's sampled. At the same time, the test based on abnormal return exhibit that there was no difference between the total sample and the large-medium capitalization enterprises before as well as after the announcement of M & A, while for small capitalization firm's samples display a significant difference and keep increase after M & A announcement.

Keywords: Merger, Acquisition, Trading Volume Activity, Abnormal return, Market reaction

Abstrak

Penelitian bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi (M&A). Reaksi pasar diukur dengan Trading volume Activity (TVA) saham dan Abnormal return saham perusahaan pengakuisisi. Populasi penelitian adalah perusahaan go public di Bursa Efek Jakarta yang melakukan pengumuman M & A antara tahun 2000-2002, sedangkan sampel sebanyak 20 yang diambil secara purposive. Alat uji yang digunakan adalah Wilcoxon Signed Rank Test. Hasil pengujian menunjukkan bahwa TVA saham keseluruhan sampel dan sampel perusahaan kapitalisasi kecil tidak ada perbedaan, sedangkan sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang ada perbedaan signifikan. Hasil pengujian berdasar abnormal return menunjukkan keseluruhan sampel dan perusahaan kapitalisasi besar-sedang tidak berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman M & A, sedangkan untuk sampel perusahaan kapitalisasi kecil menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dan mengalami kenaikan abnormal return sesudah pengumuman M & A.

Kata kunci : merger, akuisisi, Trading Volume Activity, abnormal return, market reaction

Pendahuluan

Kondisi persaingan usaha yang semakin ketat membuat para pengambil keputusan strategis perusahaan untuk selalu mengembangkan strategi perusahaan agar dapat bertahan atau bahkan berkembang lebih cepat. Strategi ini diharapkan bisa diterapkan dalam perubahan lingkungan yang sudah, sedang dan akan terjadi di sekitar perusahaan agar perusahaan bisa mempertahankan eksistensinya dan memperbaiki kinerjanya. Salah satu keputusan strategis yang menarik untuk dianalisa adalah keputusan untuk melakukan merger dan akuisisi.

Merger dan akuisisi merupakan suatu keputusan strategis sebagai salah satu cara pengembangan dan pertumbuhan perusahaan dalam menghadapi persaingan bisnis yang semakin ketat. Salah satu cara untuk menjadi perusahaan yang besar dan kuat menurut Swandari (Payamta, 2001:239) adalah melalui ekspansi. Ekspansi perusahaan dapat dilakukan baik dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal. Ekspansi internal dapat dilakukan dengan menambah kapasitas produksi atau membangun divisi bisnis yang baru. Sedangkan ekspansi eksternal dapat dilakukan dalam bentuk merger dan akuisisi dengan kata lain adalah penggabungan usaha.

Kondisi yang tidak pasti dalam kegiatan pasar modal membuat investor memerlukan informasi aktual dan akurat perusahaan-perusahaan yang sahamnya terdaftar di bursa efek. Informasi tersebut akan menjadi evaluasi dan acuan yang lebih baik terhadap keputusan ekonomi yang akan diambil. Dalam pasar modal yang efisien, harga-harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan dan pasar akan bereaksi apabila terdapat informasi yang baru. Salah satu informasi tersebut adalah kegiatan M & A yang akan dilakukan oleh suatu perusahaan. Reaksi pasar dapat diamati dari: harga saham, kegiatan perdagangan saham, dan variabilitas tingkat keuntungan saham (Husnan, 1998).

Banyak penelitian yang dilakukan untuk menganalisis kegiatan M & A. Hasil Cybo-Ottone (2000) menunjukkan bahwa ada CAR positif 1,40% signifikan bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi sebelum dan setelah merger (hari -2;+2) sedangkan perusahaan target memperoleh CAR positif 13,68%. Suryawijaya (1998) meneliti di Amerika Serikat menyatakan bahwa M & A yang dilakukan oleh sektor perbankan menimbulkan *abnormal return* yang signifikan dan tingkat agtivitas berhubungan positif dengan besarnya *abnormal return*.

Prasetyo (2002) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan volume perdagangan dan harga saham sebelum dan sesudah M & A. Sedangkan untuk kinerja perusahaan ada perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah M & A. Penelitian Noto dan Salim (2001) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum dan sesudah M & A. Choliq (1998) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *abnormal return* terhadap perusahaan pengakuisisi tidak signifikan. Vijh (1994) penelitiannya juga tidak menemukan *abnormal return* yang signifikan terhadap perusahaan yang melakukan merger.

Mengingat peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan merupakan salah satu

informasi yang mungkin dibutuhkan oleh investor sebagai dasar untuk membuat keputusan investasi maka penelitian ini akan menguji perbedaan reaksi pasar (volume perdagangan saham, dan *abnormal return*) atas pengumuman merger dan akuisisi berdasarkan kapitalisasi pasar.

Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

Signaling Theory

Signalling Theory merupakan dorongan faktor ekonomi dari satu unit usaha untuk mengungkapkan satu kejadian secara sukarela. Aktivitas M & A mempunyai nilai informatif bagi investor sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi dalam bentuk perubahan harga saham karena adanya transaksi yang meningkat atau menurun (Sutrisno, 1998).

Signalling Theory juga menunjukkan adanya informasi asimetris antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak lain (investor, broker, dan lainnya), sehingga M & A yang akan dilakukan oleh perusahaan diharapkan dapat direspon secara positif dalam bentuk investasi pada perusahaan yang akan melakukan M & A, atau tidak melakukan investasi (respon negatif).

Studi Peristiwa (Event Study)

Untuk melihat pengaruh publikasi suatu informasi terhadap pergerakan harga saham dan volume perdagangan saham, dilakukan suatu uji kandungan informasi. Pengujian ini termasuk dalam studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman.

Lamanya periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 300 hari untuk data harian dan berkisar 24 sampai 60 bulan untuk data bulanan. Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Lama dari jendela peristiwa yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan (Jogiyanto, 2000).

Merger dan Akuisisi

Penggabungan badan usaha pada umumnya dilakukan dalam bentuk : merger dan akuisisi. Merger adalah penggabungan usaha dua atau lebih perusahaan dengan cara pengalihan aktiva dan kewajiban suatu perusahaan ke perusahaan lain. Akuisisi adalah penggabungan usaha dimana satu perusahaan, yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi.

Ary Suta (Payamta, 2001 :245) mengungkapkan bahwa permasalahan yang ditimbulkan oleh akuisisi diantaranya proses akuisisi sangat mahal karena membentuk suatu perusahaan yang *profitable* di pasar yang kompetitif. Di samping itu pelaksanaan

akuisisi juga dapat memberikan pengaruh negatif terhadap posisi keuangan dari perusahaan pengakuisisi apabila struktur dari akuisisi melibatkan cara pembayaran dengan kas dan melalui pinjaman. Permasalahan yang lain adalah adanya kebutuhan untuk mempekerjakan tenaga kerja baru, kemungkinan adanya *corporate culture* yang berbeda.

Penelitian Cooper & Lybrand (Sudarsanam,1999) yang disajikan pada tabel 1, mengamati pengalaman M & A perusahaan-perusahaan di Inggris termasuk penyebab keberhasilan dan kegagalan.

Tabel 1
Penyebab Keberhasilan dan Kegagalan Merger dan Akuisisi

| Penyebab Keberhasilan (%) | Penyebab Kegagalan (%) |
|---|---|
| a. Perencanaan pasca M & A yang mendekati dari kecepatan implementasi (76%) | a. Sikap manajemen perusahaan target dan perbedaan budaya (85%) |
| b. Kejelasan tujuan M & A (70%) | b. Tidak adanya perencanaan pasca M & A (80%) |
| c. Kesesuaian budaya (59%) | c. Kurangnya pengetahuan tentang industri perusahaan target (45%) |
| d. Tingkat kerjasama yang tinggi dari manajemen perusahaan target (47%) | d. Buruknya manajemen perusahaan target (45%) |
| e. Pengetahuan tentang perusahaan target dan industrinya (41%) | e. Tidak adanya pengalaman M & A (30%) |

Sumber: *The Essence of Merger and Acquisition, 1999:265*

Menurut Suad Husnan, dkk. (1998), reaksi para investor atau pemakai informasi atas pengumuman suatu informasi dapat diamati pada:

1. Harga Saham

Nilai aset finansial tergantung pada prospek masa depan yang hampir selalu tidak pasti. Setiap informasi yang menunjang prospek mungkin mengarah pada revisi estimasi nilai sekuritas. Kenyataan bahwa pedagang yang memiliki pengetahuan bersedia untuk membeli atau menjual sejumlah sekuritas pada harga tertentu yang membuktikan pentingnya informasi. Tawaran untuk bertransaksi mungkin mempengaruhi tawaran lain, sehingga harga mungkin dapat menjelaskan pasar dan menyampaikan informasi.

Nilai atau harga saham berdasarkan fungsinya dapat dibagi menjadi tiga:

a. Nilai Nominal (*Par Value*)

Nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan dan berfungsi untuk tujuan akuntansi. Nilai ini tidak digunakan untuk mengukur sesuatu. Dalam modal suatu perseroan, modal yang disetor perusahaan adalah hasil kali dari nilai nominal saham dengan jumlah saham yang beredar. Jadi nilai nominal ini hanya berguna untuk pencatatan akuntansi dimana nilai nominal inilah yang dicatat sebagai modal ekuitas perseroan dalam neraca.

b. Harga Dasar (*Based Price*)

Harga suatu saham yang dipergunakan dalam perhitungan indeks harga saham. Harga dasar akan berubah jika perusahaan penerbit (emiten) melakukan aksi perusahaan (*corporate action*) seperti *right issue*, *stock split*, *warrant redemption*. Sehingga harga dasar yang baru dihitung sesuai dengan perubahan harga teoritis hasil perhitungan aksi emiten tersebut.

c. Harga Pasar (*Market Value*)

Harga saham yang paling populer dan mudah ditentukan, karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika Bursa Efek tutup, harga pasar adalah harga penutupan (*closing price*). Jadi harga pasar inilah yang menyebabkan perubahan harga saham.

2. Volume Perdagangan Saham

Transaksi perdagangan dapat terjadi jika para investor memiliki pengharapan yang berbeda, perbedaan terdapat di antara para investor yang melakukan spekulasi. Hal ini akan menimbulkan rangsangan bagi para investor untuk melakukan perdagangan. Suatu pengumuman yang tidak membawa informasi baru tidak akan mengubah kepercayaan investor, sehingga mereka tidak melakukan perdagangan. Sebaliknya dengan adanya perbedaan penafsiran yang konstan, informasi baru yang tidak diharapkan akan membawa perubahan kepercayaan yang selanjutnya akan memotivasi mereka untuk melakukan kegiatan perdagangan.

Kim dan Verchia (Suryawijaya, 1998) menyimpulkan bahwa volume perdagangan merupakan suatu fungsi peningkatan dari perubahan harga *absolut*, dimana harga merefleksikan tingkat informasi. Perdagangan saham dapat terjadi jika para investor mempunyai kecermatan berbeda terhadap informasi yang mereka peroleh. Reaksi volume perdagangan merupakan peningkatan fungsi baik dan perbedaan kecermatan para investor pada informasi yang diperoleh maupun perubahan harga *absolut*. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan volume perdagangan atas pengumuman M & A maka diukur dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* (TVA).

3. *Return* Saham

Ketersediaan informasi bagi investor pada waktu pengumuman M & A serta persepsi pasar terhadap keputusan M & A akan mempengaruhi saham perusahaan yang akan melakukan M & A, dimana ada atau tidaknya perubahan *return* yang akan diperoleh para investor atau pemegang saham dibandingkan dengan *return* yang diharapkan sebelumnya.

Kummer & Hoffnersten (Yudyatmoko & Na'im, 2000) melaporkan adanya *abnormal return* yang tinggi pada bulan pertama pengumuman M & A. Sedangkan Brunner & Mullins (1983) menemukan bahwa *abnormal return* dari *acquiring firm* tidak berbeda dengan nol. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* sesungguhnya terhadap *expected return*.

Keputusan M & A banyak dilakukan perusahaan, terutama selama masa krisis

ekonomi. Motif utamanya adalah ingin menyelamatkan eksistensi perusahaan dalam masa-masa sulit. Penelitian tentang faktor yang mendorong dilakukan M & A di Indonesia dilakukan oleh Aliamin (1993). Hasilnya, dikemukakan bahwa faktor-faktor seperti: peningkatan skala ekonomi, perluasan pasar, penghematan pajak, peningkatan laba dan pengurangan persaingan berpengaruh secara signifikan terhadap merger; sedangkan dua faktor lain: pengamanan bahan baku dan pemanfaatan kapasitas hutang tidak berpengaruh secara signifikan.

Payamta (2001:238-261) melakukan penelitian mengenai pengaruh M & A terhadap kinerja ekonomis perusahaan manufaktur *go public* yang diukur dengan harga saham dan rasio keuangan yang meliputi rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas dan profitabilitas. Hasil analisis menunjukkan tidak ada perbedaan periode sebelum dan sesudah M & A baik dari harga saham maupun rasio keuangan, meskipun ada rasio keuangan yaitu *total asset turnover*, *fixed asset turnover*, ROI dan ROE yang memperlihatkan adanya perbedaan signifikan periode sebelum dan sesudah M & A.

Prasetyo (2002:65-72) melakukan penelitian untuk mengetahui dampak M & A terhadap harga saham, volume perdagangan saham, dan kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitiannya bahwa aktivitas M & A untuk jangka pendek (harga dan volume perdagangan saham) tidak membawa dampak bagi pemegang saham, namun dalam jangka panjang perusahaan mengalami perbedaan signifikan.

Yudyatmoko & Na'im (2000:794-812) melakukan penelitian pada perusahaan yang melakukan akuisisi, menyatakan bahwa ada perubahan yang signifikan dari *return* saham pada periode -7, 0, 4, dan 6. Untuk rata-rata β setelah akuisisi lebih besar dibandingkan sebelum akuisisi, sedangkan kinerja saham antara perusahaan pengakuisisi dan non akuisisi ada perbedaan yang signifikan.

Noto dan Salim (2001:25-31) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham sebelum dan sesudah M & A. Choliq dikutip Amin Wibowo dan Yulita (2001:374) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *abnormal return* terhadap perusahaan pengakuisisi tidak signifikan. Vjih seperti yang dikutip Amin Wibowo dan Yulita (2001:374) penelitiannya menunjukkan bahwa dalam periode pengamatan 11 hari tidak menemukan *abnormal return* yang signifikan terhadap perusahaan yang melakukan merger.

Banyak penelitian yang telah dilakukan pada perusahaan yang melakukan M & A memberikan hasil penelitian berbeda-beda, sehingga peneliti bermaksud untuk melakukan penelitian kembali guna mengetahui ada tidaknya perbedaan reaksi pasar atas pengumuman M & A pada perusahaan pengakuisisi. Dalam penelitian ini perusahaan dikelompokkan berdasarkan kapitalisasi pasar masing-masing perusahaan:

1. Kapitalisasi sedang-besar, yaitu perusahaan yang memiliki saham dengan nilai kapitalisasinya di atas satu trilyun.
2. Kapitalisasi kecil, yaitu perusahaan yang memiliki saham dengan nilai kapitalisasi di bawah satu trilyun.

Hipotesis

Berdasarkan permasalahan yang ada, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

1. H1: TVA Saham perusahaan pengakuisasi pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman M & A ada perbedaan.
2. H2 : TVA saham perusahaan pengakuisasi kapitalisasi besar-sedang pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman M & A ada perbedaan
3. H : TVA saham perusahaan pengakuisasi kapitalisasi kecil pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman M & A ada perbedaan
4. H4: *Abnormal return* perusahaan pengakuisasi pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman M & A ada perbedaan
5. H5: *Abnormal return* perusahaan pengakuisasi kapitalisasi besar-sedang pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman m & A ada perbedaan
6. H6: *Abnormal return* perusahaan pengakuisasi kapitalisasi kecil pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman M & A ada perbedaan.

Metode Penelitian

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel penelitian meliputi:

1. Volume Perdagangan Saham: tingkat aktivitas saham perusahaan *go public* pada setiap perdagangan.
2. *Abnormal return*: tingkat pengembalian yang diperoleh investor atau para pemegang saham melebihi pengharapan sebelumnya.
3. Kapitalisasi perusahaan: besarnya ukuran perusahaan yang diukur dari harga saham nominal kali jumlah saham yang beredar.

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan *go public* yang melakukan M & A mulai tahun 2000–2002. Sampel yang digunakan adalah perusahaan pengakuisasi yang melakukan M & A pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria:

1. Perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melakukan aktivitas M & A antara 2000-2002.
2. Tanggal pengumuman M & A diketahui dengan Jelas
3. Tidak melakukan kegiatan *corporate action* selain M & A (publikasi laporan keuangan, *right issue*, dan sebagainya) yang akan mempengaruhi pergerakan saham selama periode pengamatan
4. Sahamnya aktif diperdagangkan, sesuai dengan Surat Edaran PT. BEJ No. SE-03/BEJ II-I/1994, yaitu apabila frekuensi perdagangannya selama tiga bulan sebanyak 75 kali lebih.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut diperoleh 20 perusahaan sebagai sampel.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data penelitian adalah data sekunder berupa data harga saham dan volume perdagangan saham IHSB sekitar di sekitar periode pengamatan. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian capital Market Directory*, *Harian Bisnis Indonesia*, dan pojok BEJ Undip yang dikumpulkan dengan dokumentasi.

Metode Analisis

Tahapan-tahapan yang dilakukan untuk menganalisis adalah sebagai berikut :

1. Pencarian Kapitalisasi perusahaan sampel dengan rumus :

$$V_s = P_s \times S_s$$

Dimana : V_s = *market value* atau kapitalisasi pasar

P_s = harga pasar

S_s = jumlah saham yang diterbitkan

2. Untuk mengamati variabel aktivitas perdagangan akan dilakukan penentuan periode peristiwa, yaitu selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M & A.
3. Analisis perkembangan volume perdagangan saham

Pengamatan terhadap pergerakan volume perdagangan saham dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh jangka pendek atas pengumuman M & A. pengukurannya dengan *Trading volume Activity* (TVA) yang dinyatakan sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{Saham perusahaan } i \text{ yang dipergunakan pada waktu } t}{\sum \text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

4. Analisis Perkembangan *Abnormal return*

Pengamatan terhadap pergerakan *return* saham dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh jangka pendek atas pengumuman M & A.

- a. Penghitungan *return* aktual yang diperoleh dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}, \text{ keterangan:}$$

R_{it} = *return* perusahaan ke-i periode ke-t

P_t = harga saham perusahaan ke-i pada periode ke-t

- b. Penghitungan *expected return* dengan rumus

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_{it} R_{mt} \text{ dan}$$

$$R_{mt} = \frac{ISHG_t - ISHG_{t-1}}{ISHG_{t-1}}$$

Dimana : $E(R_{it})$ = *Expected return* perusahaan ke-i pada periode ke-t

α = Konstanta

β_{it} = Beta perusahaan ke-i pada periode ke-t

R_{mt} = *return* pasar pada periode ke-t

ISHG_t = Indeks harga saham gabungan pada periode ke t

c. Penghitungan *abnormal return* dengan rumus

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

Di mana : AR_{it} = *abnormal return* perusahaan ke-I pada periode ke-t

R_{it} = *return* perusahaan ke-i pada periode ke-t

$E(R_{it})$ = *expected return* perusahaan ke-i pada periode ke-t

5. Pengujian Statistik

Uji statistik menggunakan uji nonparametrik. Alasannya adalah distribusi data yang tidak normal dan sampel observasi yang kecil. Uji statistik yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Rank Test*, langkahnya:

- Formulasi hipotesis
- Menentukan tingkat signifikan (α) yaitu sebesar 5%
- Menentukan kriteria pengujian dengan membandingkan Zhitung dengan Ztabel dan probabilitas signifikansi dengan α (5%).
- Menarik kesimpulan

Hasil dan Pembahasan

Perbandingan TVA Sebelum dan Sesudah Pengumuman M & A

Pada bagian ini dijelaskan pengujian H1, H2 dan H3. Nilai rata-rata TVA harian sebelum dan sesudah M & A untuk seluruh sampel disajikan pada tabel 2, untuk kapitalisasi kecil disajikan pada tabel 3 dan untuk kapitalisasi besar pada tabel 4.

Tabel 2
Nilai Rata-rata Harian TVA Seluruh Sampel

| Variabel | Hari | TVA_sb | TVA_sd | Naik/Turun |
|----------|------|----------|----------|------------|
| TVA | T5 | 0,002005 | 0,000533 | Turun |
| | T4 | 0,001778 | 0,001457 | Turun |
| | T3 | 0,001796 | 0,00078 | Turun |
| | T2 | 0,001733 | 0,001555 | Turun |
| | T1 | 0,00216 | 0,002226 | Naik |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah

Dari tabel 2 diketahui bahwa perbandingan untuk masing-masing hari antara sebelum dengan sesudah M & A, dimana TVA seluruh sampel sebagian besar mengalami penurunan (t2,t3,t4,t5), kenaikan diperoleh pada perbandingan satu hari sesudah pengumuman M & A dengan satu hari sebelum pengumuman M & A. TVA tertinggi terjadi pada satu hari sesudah pengumuman (0,002226) dan TVA terendah terjadi pada lima hari sesudah pengumuman (0,000533).

Tabel 3
Nilai Rata-Rata Harian TVA Sampel Kapitalisasi Kecil

| Variabel | Hari | TVA_sb | TVA_sd | Naik/Turun |
|----------|------|----------|----------|------------|
| TVA | T5 | 0,002132 | 0,000324 | Turun |
| | T4 | 0,00139 | 0,001713 | Naik |
| | T3 | 0,000968 | 0,000781 | Turun |
| | T2 | 0,001281 | 0,002219 | Naik |
| | T1 | 0,002472 | 0,003397 | Naik |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Tabel 3 pada sampel perusahaan kapitalisasi kecil menunjukkan bahwa perbandingan masing-masing hari antara sebelum dengan sesudah pengumuman M & A TVA mengalami penurunan pada t1, t2 dan t4 sedangkan mengalami peningkatan pada t3 dan t5. Sampel perusahaan kapitalisasi kecil TVA tertinggi pada satu hari sesudah pengumuman (0,003397) dan TVA terendah terjadi pada lima hari sesudah pengumuman (0,000324).

Tabel 4
Nilai Rata-Rata Harian TVA Sampel Kapitalisasi Besar

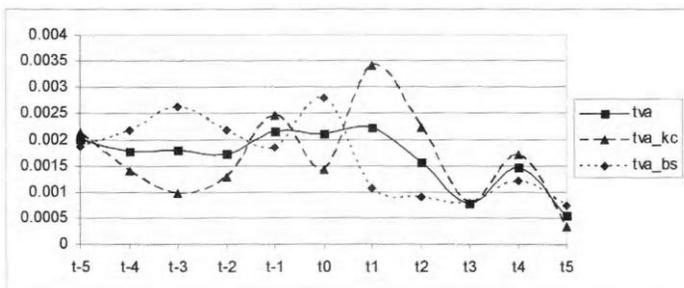
| Variabel | Hari | Tva_sb | Tva_sd | Naik/Turun |
|----------|------|----------|----------|------------|
| TVA | T5 | 0,001877 | 0,000742 | Turun |
| | T4 | 0,002167 | 0,001201 | Naik |
| | T3 | 0,002623 | 0,000779 | Turun |
| | T2 | 0,002186 | 0,000891 | Naik |
| | T1 | 0,001849 | 0,001055 | Naik |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Tabel 4 pada sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang menunjukkan bahwa perbandingan masing-masing hari antara sebelum dengan sesudah pengumuman M & A seluruhnya mengalami penurunan (t1, t2, t3, t4, t5). Perusahaan kapitalisasi besar-sedang ini TVA tertinggi terjadi pada tiga hari sebelum pengumuman (0,002623) dan TVA terendah terjadi pada lima hari sesudah pengumuman (0,000742).

Perbandingan TVA antara keseluruhan sampel, sampel perusahaan kapitalisasi kecil dan sampel perusahaan kapitalisasi besar dapat dilihat pada gambar 1.

Gambar 1
Perbandingan *Trading Volume Activity* antar kelompok sampel



Penarikan kesimpulan berdasarkan hasil pengujian dan kriteria pengambilan keputusan bisa dilihat pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5
Pengambilan Keputusan Satu, Dua, dan Tiga

| Hipotesis | Z Hitung | Sig. (2-tailed) | Keterangan |
|---|----------|-----------------|---------------------|
| TVA sebelum & sesudah seluruh perusahaan sampel | -1,753 | 0,080 | Tidak ada perbedaan |
| TVA sebelum & sesudah perusahaan kapitalisasi kecil | -,405 | 0,686 | Tidak ada perbedaan |
| TVA sebelum dan sesudah perusahaan kapitalisasi besar | 2,023 | 0,043 | Ada perbedaan |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Berdasarkan tabel 5 untuk hipotesis 1, nilai Z hitung sebesar -1,746 sedangkan nilai probabilitasnya 0,080 sehingga keputusan yang diambil adalah menerima H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa tingkat aktivitas perdagangan saham sebelum dan sesudah pengiriman tidak terdapat perbedaan.

Pada Hipotesis 2 Nilai Z hitung sebesar -0,405 sedangkan angka probabilitasnya 0,686 sehingga keputusan yang diambil adalah menerima H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa pada perusahaan kapitalisasi kecil tingkat aktivitas perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman tidak terdapat perbedaan.

Hipotesis 3 Nilai Z hitung sebesar 2,023 sedangkan angka probabilitasnya 0,043 sehingga keputusan yang diambil adalah menolak H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa pada perusahaan kapitalisasi besar tingkat aktivitas perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman memiliki perbedaan.

Hasil penelitian pada keseluruhan sampel diatas ternyata tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan TVA saham antara sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman M & A oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kegiatan M & A tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi yang tercermin pada volume perdagangan saham. Hasil penelitian pada sampel perusahaan kapitalisasi kecil juga menunjukkan hasil yang sama. Sedangkan pada sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang TVA sahamnya sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan, dimana hasil penelitian yang diperoleh terjadi penurunan TVA saham sesudah pengumuman. Hal ini menunjukkan investor bereaksi negatif terhadap pengumuman M & A.

Hasil pengujian tersebut ternyata konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Salim dan Pamungkas (2001) dan Prasetyo (2002), yang menunjukkan investor bereaksi negatif bahwa M & A yang dilakukan perusahaan akan menghasilkan sinergi.

Perbandingan Abnormal return Sebelum dan Sesudah Pengumuman M & A

Pada bagian ini akan dijelaskan pengujian H_4 , H_5 dan H_6 . Nilai rata-rata

abnormal return harian sebelum dan sesudah M & A untuk seluruh sampel disajikan pada tabel 6, untuk kapitalisasi kecil disajikan pada tabel 7 dan untuk kapitalisasi besar pada tabel 8.

Tabel 6
Nilai Rata-Rata Harian *Abnormal return* Seluruh Sampel

| Variabel | Hari | ar_sb | ar_sd | Naik / Turun |
|------------------------|------|-----------|-----------|--------------|
| <i>Abnormal return</i> | t5 | 0,003228 | -0,004860 | Turun |
| | t4 | -0,002390 | 0,004955 | Naik |
| | t3 | 0,008751 | 0,017468 | Naik |
| | t2 | -0,006700 | -0,012110 | Turun |
| | t1 | -0,000310 | 0,004045 | Naik |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah

Dari tabel 6 diketahui bahwa perbandingan *abnormal return* masing-masing hari seluruh sampel perusahaan mengalami penurunan sesudah pengumuman pada t2 dan t5 dan mengalami kenaikan pada t1, t3, dan t4. Perusahaan seluruh sampel mengalami *abnormal return* tertinggi pada tiga hari sesudah pengumuman (0,017468) dan *abnormal return* terendah terjadi pada dua hari sesudah pengumuman (-0,012110). Sedangkan *abnormal return* negatif diperoleh pada hari -4, -2, -1, +2, dan +5. *Abnormal return* positif diperoleh pada hari -5, -3, +1, +3, dan +4

Tabel 7
Nilai Rata-Rata Harian *Abnormal return* Sampel Kapitalisasi Kecil

| Variabel | Hari | ar_sb_kc | ar_sd_kc | Naik / Turun |
|------------------------|------|-----------|-----------|--------------|
| <i>Abnormal return</i> | t5 | -0,007550 | 0,024150 | Naik |
| | t4 | 0,007680 | 0,017738 | Naik |
| | t3 | 0,016838 | 0,025325 | Naik |
| | t2 | -0,013220 | -0,005100 | Naik |
| | t1 | 0,002141 | 0,024831 | Naik |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Tabel 7 memperlihatkan bahwa pada sampel perbandingan masing-masing hari mengalami kenaikan pada t1, t2, t3, t4, dan t5. Sampel perusahaan kapitalisasi kecil mengalami *abnormal return* terendah pada dua hari sebelum pengumuman (-0,013220) dan *abnormal return* tertinggi terjadi pada tiga hari sesudah pengumuman (0,025325). Sampel mi memperoleh *abnormal return* negatif terjadi pada had -5, -2, dan +2. *Abnormal return* positif diperoleh pada hari -4, -3, -1, +1, +3, +4, +5.

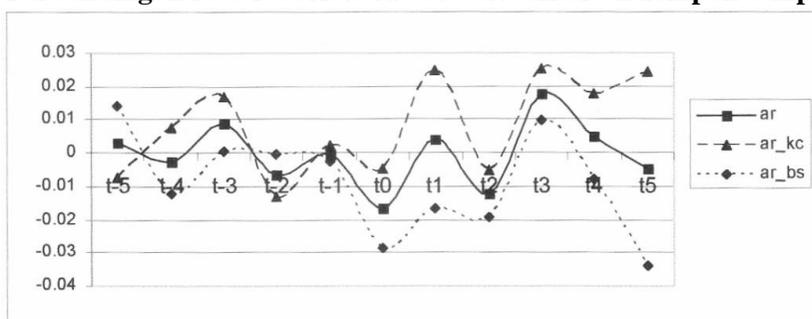
Tabel 8
Nilai Rata-Rata Harian *Abnormal return* Sampel Kapitalisasi Besar

| Variabel | Hari | ar_sb_bs | ar_sd_bs | Naik / Turun |
|------------------------|------|-----------|-----------|--------------|
| <i>Abnormal return</i> | t5 | 0,014007 | -0,033880 | Turun |
| | t4 | -0,012470 | -0,007830 | Naik |
| | t3 | 0,000664 | 0,009611 | Naik |
| | t2 | -0,000170 | -0,019120 | Turun Turun |
| | t1 | -0,002770 | -0,016740 | |

Sumber : ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Tabel 8 pada sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang dapat diketahui bahwa perbandingan masing-masing hari mengalami penurunan *abnormal return* pada perbandingan t1, t2, dan t5. Perusahaan sampel mengalami kenaikan pada perbandingan t3 dan t4. Perusahaan sampel kapitalisasi besar sedang mengalami *abnormal return* tertinggi pada lima hari sebelum pengumuman (0,014007) dan mengalami *abnormal return* terendah pada lima hari sesudah pengumuman (-0,033880). Untuk melihat perbandingan *abnormal return* antara keseluruhan sampel, sampel kapitalisasi kecil dan sampel kapitalisasi besar dapat dilihat pada gambar 2.

Gambar 2
Perbandingan rata-rata *Abnormal return* antara kelompok sampel



Sumber: ICMD tahun 2000-2002 diolah untuk penelitian

Kesimpulan yang bisa diambil berdasarkan hasil pengujian dan kriteria pengambilan keputusan bisa dilihat pada tabel 9:

Tabel 9
Pengambilan Keputusan H4, H5 dan H6

| Hipotesis | Z Hitung | Sig. (2-tailed) | Keterangan |
|---|----------|-----------------|---------------------|
| TVA sebelum & sesudah seluruh perusahaan sampel | -,135 | 0,893 | Tidak ada perbedaan |
| TVA sebelum & sesudah perusahaan kapitalisasi kecil | -2,023 | 0,043 | Ada perbedaan |
| TVA sebelum dan sesudah perusahaan kapitalisasi besar | -1,483 | 0,138 | Tidak ada perbedaan |

Sumber : Output SPSS diolah

Berdasarkan tabel 9, pada hipotesis 4 Nilai Z hitung sebesar -0,135 sedangkan angka probabilitasnya 0,893 sehingga keputusan yang diambil adalah menerima H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman tidak terdapat perbedaan.

Pada Hipotesis 5 Nilai Z hitung sebesar -2,023 sedangkan angka probabilitasnya 0,043 sehingga keputusan yang diambil adalah menolak H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa pada perusahaan kapitalisasi kecil *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman memiliki perbedaan.

Pada Hipotesis 6 Nilai Z hitung sebesar -1,483 sedangkan angka probabilitasnya 0,138 sehingga keputusan yang diambil adalah menerima H_0 , dari hasil tersebut bisa disimpulkan bahwa pada perusahaan kapitalisasi besar *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman tidak terdapat perbedaan.

Tidak terjadinya perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman M & A pada perusahaan kapitalisasi besar ini mengindikasikan bahwa tingkat keuntungan yang diperoleh investor tidak jauh berbeda antara sebelum dengan sesudah pengumuman M & A dan kegiatan M & A yang dilakukan perusahaan kapitalisasi besar-sedang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor.

Hasil penelitian pada seluruh perusahaan sampel juga menunjukkan hasil yang sama bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dengan sesudah pengumuman. Sedangkan pada perusahaan sampel kapitalisasi kecil penelitian yang dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda dimana perusahaan sampel kapitalisasi kecil mengalami perbedaan *abnormal return* yang signifikan, yaitu terjadi kenaikan *abnormal return* yang diperoleh sesudah pengumuman M & A. hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan sampel kapitalisasi kecil mempunyai prospek yang lebih menguntungkan para investor jika dikaitkan dengan adanya aksi emiten seperti merger dan akuisisi.

Hasil penelitian pada keseluruhan sampel dari sampel perusahaan kapitalisasi besar sedang ternyata konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Choliq (1998), Vjih (1994), dan Noto & Salim (2001) bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dengan sesudah pengumuman M & A. Hal ini menunjukkan ada kemungkinan informasi mengenai M & A tersebut telah bocor sebelum M & A diumumkan.

Penutup

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test* tentang perbedaan *Trading Volume Activity* (TVA), harga, dan *abnormal return* saham harian sebelum dan sesudah pengumuman M & A, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Trading Volume Activity* (TVA)
 - a. Pada keseluruhan sampel tidak terdapat perbedaan TVA saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman.
 - b. Pada sampel perusahaan kapitalisasi kecil tidak terdapat perbedaan TVA saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman.
 - c. Pada sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang terdapat perbedaan TVA saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman.
2. *Abnormal return*
 - a. Pada keseluruhan sampel tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman M & A.
 - b. Pada sampel perusahaan kapitalisasi kecil terdapat perbedaan *abnormal return* saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman M & A, yaitu dengan adanya peningkatan *abnormal return* setelah adanya pengumuman M & A.
 - c. Pada sampel perusahaan kapitalisasi besar-sedang tidak terdapat perbedaan *abnormal return* saham harian perusahaan pengakuisisi untuk periode lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman M & A.

Daftar Pustaka

- Alaimin, 1993, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi Pada perusahaan Go Public di Indonesia*, Tesis tidak diterbitkan, Program Pasca Sarjana FE UGM, Yogyakarta.
- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar pasar Modal Indonesia*, Edisi I, Mediasoft Indonesia, Jakarta.
- Ghozali, Imam, 2002, *Statistik Nonparametrik, Teori dan Aplikasi dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Undip, Semarang.
- Hamid, Mudasetia, 1998, "Merger dan Akuisisi, Latar Belakang dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi", *Kajian Bisnis*. No. 13
- Husnan, Suad, 1998, *Dasar-dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Ikatan Akuntansi Indonesia, 1996, *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.
- Jogiyanto, H. M., 2000, *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE, Yogyakarta.

- Payamta, 2000, “Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi Terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia”, *Seminar Nasional Akuntansi IV*, hal 238-261.
- Prasetyo, Januar Eko, 2002, “Dampak Akuisisi dan Merger terhadap Harga Saham, Volume Perdagangan Saham dan Kinerja Perusahaan”, *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol.9, No.2, Hal 63-74.
- PT. Bursa Efek Jakarta, 2000, *Indonesian Capital Market Directory 2000*, PT ECFIN. Jakarta.
- , 2001, *Indonesian Capital Market Directory 2001*, PT ECFIN. Jakarta.
- , 2002, *Indonesian Capital Market Directory 2002*, PT ECFIN. Jakarta.
- Rachmawati, Eka Nuraini, 2001, “Menguntungkan Akuisisi Secara Strategik atau Finansial”, *Usahawan*, No. 07, Tahun XXX, Juli, Hal 29-34.
- Salim, M. Zulkifli dan Noto Salim, 2001, “Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi untuk Merger dan Akuisisi Terhadap Volume Perdagangan dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham : Studi pada Perusahaan Publik di Indonesia”, *Wahana*, Vol 4, No 1, Hal 23-38.
- Sudarsanan, 1999, *The Essence of Merger dan Akuisisi*, Andi, Yogyakarta.
- Suryawijaya, Marwan Asri, 1998, “Banking Acquisition : Acquirer’s Aggressiveness and Stock returns”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1, No. 2, Hal 208-218.
- Sutojo, Heru, 1992, “Tujuan ekonomi dan Non Ekonomi pada Merger dan Akuisisi”, *Manajemen dan Usahawan* No. 3.
- Untari, Sri, 1997, “Merger dan Akuisisi dalam Strategi Corporate”, *Gema STIKUBANK*, No. 10, November, Hal 34-43.
- Wibowo, Amin dan Yulita Milla Pakereng, 2001, “ Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *return* Saham Perusahaan Akuisitor dan Non Akuisitor dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa efek Jakarta”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 16, No 4, Hal 372 -3 82.
- Yudyatmoko & Na’im, 2000, “Pengaruh Akuisisi Terhadap Perubahan *return* Saham dan Kinerja Perusahaan”, *Seminar Nasional Akuntansi*, Hal 794-818.