

ANALISIS PENDAPATAN SAHAM DI SEKITAR TANGGAL PENGUMUMAN AKUISISI PADA PERUSAHAAN YANG LISTING DI BEI PERIODE 2008-2009

Oleh:
Tony Susilo Wibowo
(Dosen Prodi Manajemen FE Unpa Surabaya)

Abstrak

Salah satu strategi manajemen untuk mengupayakan pertumbuhan perusahaannya, adalah melalui ekspansi usaha baik secara internal maupun eksternal. Khusus pada ekspansi eksternal dapat dilakukan dengan melakukan akuisisi. Para pemilik modal ternyata lebih cenderung memilih alternatif akuisisi dibandingkan dengan kombinasi bisnis yang lain seperti merger dan konsolidasi.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh pengumuman akuisisi terhadap pendapatan saham perusahaan publik, yang ditunjukkan oleh ada tidaknya *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman akuisisi.

Sample dalam penelitian ini berjumlah 30 perusahaan publik yang melakukan akuisisi selama periode 2008-2009. Pengujian dilakukan pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman akuisisi. Sample dalam penelitian ini diambil secara *purposive sampling*. Metode analisis statistik yang digunakan adalah teknik analisa *event study* dengan menggunakan *one sample t-test* dan *run test*. Taraf signifikansi yang digunakan adalah $\alpha = 5\%$

hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pendapatan saham pada perusahaan akuisitor walaupun terdapat *abnormal return* pada hari -1. Selain itu, berkaitan dengan dengan publikasi informasi tentang rencana akuisisi, pasar modal ternyata sudah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hal itu tercermin dari tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada saat dan sesudah pengumuman akuisisi.

Kata kunci : Pengumuman akuisisi, pendapatan saham, abnormal return.

I. Pendahuluan

Pada era globalisasi seperti sekarang, batas-batas semakin tidak tampak, baik itu batas negara, batas perusahaan dan batas yang lain, dalam hal ini berkaitan dengan arus informasi yang semakin kencang dari berbagai tempat, dan persaingan akan semakin ketat sehingga perusahaan harus kreatif untuk mempertahankan pertumbuhan usahanya. Salah satu strategi manajemen untuk mengupayakan pertumbuhan perusahaan dapat melalui integrasi dan merger, dimana integrasi mengacu pada penggabungan unit usaha atau sumber-sumber yang ada. (Baye, 2008) Penggabungan usaha dapat dilakukan dengan cara menggabungkan sumber-sumber ekonomis yang dimiliki perusahaan lain. Dengan bergabung dua perusahaan atau lebih dapat saling menunjang kegiatan usaha masing-masing perusahaan, sehingga keuntungan yang akan diperoleh diharapkan juga lebih besar dibandingkan jika mereka melakukan usaha sendiri-sendiri.

Dalam penggabungan usaha ada tiga jenis penggabungan, yaitu merger, konsolidasi dan akuisisi, yang dimaksud dengan merger adalah penggabungan usaha dengan cara suatu perusahaan mengambil alih satu atau lebih perusahaan lainnya dimana setelah terjadi merger, perusahaan yang mengambil alih dilikuidasi atau

dibubarkan, asset dan kewajiban perusahaan yang dilikuidasi diambil alih oleh perusahaan yang masih berdiri dan melaksanakan usahanya. Penggabungan usaha yang kedua adalah konsolidasi, yaitu penggabungan dua atau lebih perusahaan menjadi satu perusahaan yang sama sekali baru, sedangkan perusahaan-perusahaan lama membubarkan diri setelah terjadinya proses penggabungan dan terbentuknya perusahaan baru tersebut. Konsolidasi biasanya terjadi pada perusahaan yang ukurannya secara signifikan berbeda biasanya melakukan merger, sedangkan yang terakhir adalah akuisisi, akuisisi adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquire*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban atau mengeluarkan saham (PSAK No 22: 2007). Menurut Moin (2007) Akuisisi dalam terminologi bisnis diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambil alih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah.

Menurut Bakre, Miller, dan Ramsperger dalam Widjanarko (2004) menjelaskan bahwa motivasi manajemen melakukan merger dan akuisisi adalah: (1) mempengaruhi pertumbuhan yang lebih cepat, (2) keuntungan skala ekonomis, (3) meningkatkan market share, (4) perluasan secara geografis, (5) meningkatkan nilai pasar saham, (6) untuk memperluas bauran produk, dan (7) meningkatkan kekuatan perusahaan. Apabila semua tujuan dapat dicapai maka perusahaan diharapkan akan memiliki kemampuan untuk mengembangkan diri dalam situasi lingkungan yang penuh persaingan.

Saham yang merupakan salah satu surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal adalah jenis sekuritas yang paling populer. Secara sederhana, saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Sebagai salah satu alternatif investasi, saham memberikan daya tarik yang lebih tinggi bagi para pemodal dibandingkan dengan investasi obligasi. Sekuritas jenis ini lebih mudah dijual sewaktu-waktu karena: (1) memberikan *expected return* yang lebih tinggi, (2) lebih mudah untuk melakukan *hedge* terhadap inflasi, dan (3) pendapatan dari *capital gain* tidak terkena pajak sebelum terjadi realisasi keuntungan (Brigham dan Houston, 2006).

Apabila peristiwa akuisisi mengandung informasi maka peristiwa tersebut akan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan. Dengan kata lain, peristiwa akuisisi akan menimbulkan suatu reaksi pasar berupa perubahan harga saham diseperti tanggal pengumuman, oleh karena itu permasalahan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut. Apakah terdapat pendapatan saham disekitar pengumuman akuisisi pada perusahaan yang go publik di Bursa Efek Indonesia?

II. Landasan Teori

1. Pengertian Pasar Modal

Pengertian pasar modal menurut Undang-undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995:

"Pasar Modal yaitu sebagai suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek."

Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar yang disiapkan guna memperdagangkan saham, obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek. Secara formal pasar modal dapat didefinisikan

sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, maupun perusahaan swasta. Namun secara lebih sederhana, pasar modal adalah tempat untuk menerbitkan atau memperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya saham dan obligasi.

Berdasarkan pengertian diatas, pasar modal dapat dibedakan menjadi pasar primer (*primary market*), pasar sekunder (*secondary market*), pasar ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*).

2. Fungsi Pasar Modal

Menurut Husnan (1998) fungsi yang dimiliki pasar modal ada dua yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi berkaitan dengan penyediaan fasilitas untuk pemindahan dana dari pihak yang kelebihan dana kepada pihak yang memerlukan dana. Fungsi keuangan berkaitan dengan penyediaan dana yang diperlukan oleh pihak pemakai dana tanpa harus melibatkan pihak penyedia dana dalam pemilikan aktiva riil yang digunakan untuk investasi tersebut.

3. Saham

Saham (*stocks*) adalah surat tanda bukti kepemilikan bagian modal suatu perseroan terbatas. Dalam transaksi jual beli di bursa efek, saham atau sering disebut shares merupakan instrumen yang paling dominan diperdagangkan. Selanjutnya saham dapat dibedakan menjadi saham biasa (*common stock*), saham preferen (*preffered stock*) dan saham treasuri (*treasury stock*), Jogiyanto (2009). Perbedaan ketiga jenis saham ini antara lain adalah sebagai berikut:

a. Saham Biasa (*Common Stocks*)

Pemegang saham ini adalah pemilik perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham biasa mempunyai beberapa hak yaitu: Hak Kontrol, Hak menerima Pembagian Keuntungan, Hak *Preemptive*.

b. Saham Preferen (*Preffered Stocks*)

Saham preferen mempunyai sifat gabungan (*hybrid*) antara obligasi dan saham biasa. Seperti obligasi, saham preferen yang membayarkan bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen. Seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen dibawah klaim pemegang obligasi. Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak atas pembayaran lebih dahulu jika terjadi likuidasi.

c. Saham Treasury (*Treasury Stock*)

Saham treasuri adalah saham milik perusahaan yang sudah pernah dikeluarkan dan beredar yang kemudian dibeli kembali oleh perusahaan untuk tidak dipensiunkan tetapi disimpan sebagai treasuri. Alasan khusus lainnya yaitu dengan mengurangi jumlah saham yang beredar sehingga dapat mengurangi kemungkinan perusahaan lain untuk menguasai jumlah saham secara mayoritas dalam rangka pengambilalihan tidak bersahabat.

4. Investasi dan Harga Saham

Menurut Jogiyanto (2009) investasi didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu. Dengan adanya aktiva yang produktif penundaan konsumsi sekarang untuk diinvestasikan ke

aktiva total produktif tersebut akan meningkatkan utiliti total. Jogiyanto (2009) mengatakan bahwa investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berbentuk investasi langsung atau investasi tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi.

Menurut Husnan (1998) sekuritas adalah suatu dokumen yang menunjukkan hak pemodal untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut, dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya. Bentuk sekuritas yang populer adalah saham dan obligasi. Investasi dalam saham memberikan daya tarik yang lebih bagi para pemodal dibandingkan dengan investasi obligasi. Salah satu daya tarik bagi pemodal karena saham menawarkan *expected return* yang lebih tinggi sehingga lebih mudah menjualnya sewaktu-waktu.

5. Pendapatan Saham

a. Capital Gain

Capital gain merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relative dengan harga periode yang lalu atau kelebihan harga jual diatas harga beli (Jogiyanto, 2000). Salah satu strategi untuk memperoleh capital gain adalah dengan membeli saham pada saat harga turun (rendah) dan menjual pada saat harga saham tinggi (naik).

b. Dividen

Dividen merupakan pembagian sisa hasil laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dsri RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Kebijakan dividen adalah kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Pemegang saham mempunyai hak untuk menjual saham setiap saat untuk suatu kepentingan, sehingga perputaran jual beli saham sangat cepat berubah ubah, maka pembayaran dividen menjadi sulit untuk menentukan siapa saja yang berhak atas dividen tersebut sehingga diperlukan prosedur untuk mengatur pembagian dividen (Darmadji dan Hendi, 2001).

c. Abnormal Return

Abnormal merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasian (return yang diharapkan investor). Dengan demikian return tidak normal (abnormal return) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian (Jogiyanto, 2009).

a. *Actual return* dapat diperoleh dengan rumus :

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

Keterangan:

Rit = Pendapatan saham i aktual pada periode t

Pit = Harga saham i pada hari t

Pit-1 = Harga saham i pada hari t-1

b. *Expected return* dapat dihitung dengan rumus :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = pendapatan saham i yang diharapkan terjadi pada periode t

α_i = pendapatan saham konstan dari saham i

β_i = Koefisien regresi pendapatan saham i terhadap indeks pasar

R_{mt} = Pendapatan (indeks) pasar pada periode t

c. *Abnormal return* dapat dihitung dengan rumus :

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

Keterangan :

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

6. Average Abnormal Return

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata return tidak normal seluruh sekuritas secara *cross section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Rata-rata return tidak normal (*average abnormal return*) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika. Pengujian rata-rata return tidak normal digunakan pengujian t-test yang menguji hipotesis nol bahwa rata-rata return tidak normal adalah sama dengan nol. (Jogiyanto, 2009).

Average abnormal return dapat dihitung dengan rumus :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_{it}$$

Keterangan :

AAR_t = Abnormal return rata-rata pada periode t

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

N = Jumlah perusahaan sampel

7. Akuisisi

Akuisisi (PSAK No 22:2007) adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquirer*) dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban atau mengeluarkan saham. Akuisisi sering dianggap sebagai investasi pada perusahaan anak, yaitu suatu penguasaan mayoritas saham perusahaan lain, sehingga tercipta hubungan perusahaan induk-perusahaan anak.

Perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh perusahaan lain akan tetap utuh sebagai satu kesatuan usaha dan sebagai badan usaha yang berdiri sendiri. Jadi, kedua atau lebih perusahaan tersebut tetap berdiri sebagai suatu badan usaha. Esensi suatu akuisisi adalah untuk menciptakan suatu keuntungan strategik dengan cara membeli suatu bisnis dan memadukan bisnis tersebut ke dalam strategi perusahaannya. Suatu akuisisi bisa efektif jika aktivitas tersebut lebih efisien biayanya dibandingkan dengan jika perusahaan melakukan pengembangan internal.

8. Tipe-tipe akuisisi

Husnan (1998) mengatakan bahwa, para analis perusahaan sering mengelompokkan akuisisi ke dalam salah satu dari tiga berikut ini: (1) akuisisi horizontal, (2) akuisisi vertikal, dan (3) akuisisi konglomerat". Ketiganya secara ringkas dapat dijelaskan sebagai berikut.

(1) Akuisisi horizontal

Akuisisi ini dilakukan terhadap perusahaan yang mempunyai bisnis atau bidang usaha yang sama.

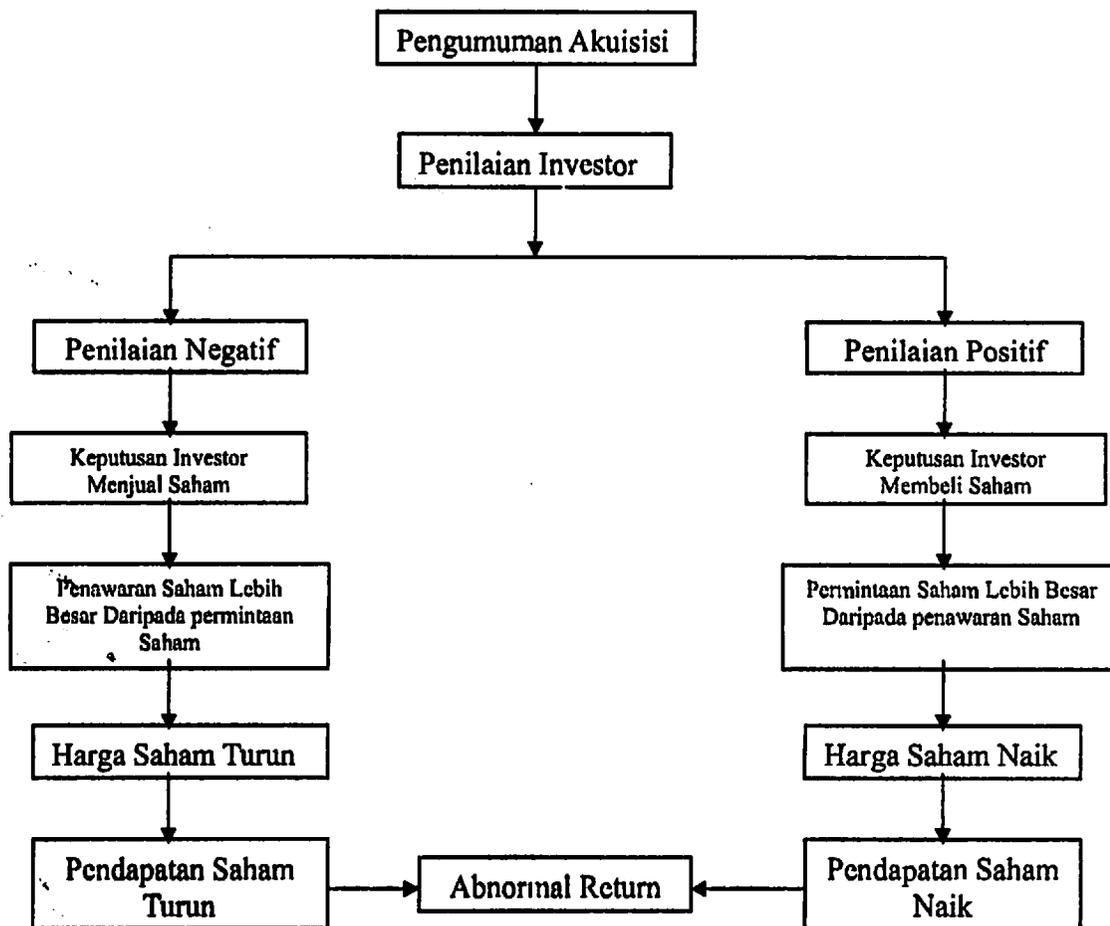
(2) Akuisisi vertikal

Akuisisi ini dilakukan terhadap perusahaan yang berada pada tahap proses produksi yang berbeda.

(3) Akuisisi konglomerat

Perusahaan yang mengakuisisi dan yang diakuisisi tidak mempunyai keterkaitan operasi.

Kerangka Berpikir



III. Metode Penelitian

A. Jenis Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris untuk menguji reaksi pasar dalam bentuk perubahan pendapatan saham terhadap peristiwa akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan go publik. Penelitian ini menggunakan model analisis studi peristiwa (*event studies*). Studi peristiwa (*event studies*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu

pengumuman (Jogiyanto, 2009). Peristiwa (*event*) dalam penelitian ini adalah pengumuman akuisisi dengan menggunakan model estimasi *market model* dengan periode estimasi 100 hari sebelum pengumuman dan periode uji 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman akuisisi.

B. Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel penelitian di definisikan sebagai berikut :

Pendapatan saham yang terdiri dari :

- a. Pendapatan saham aktual (*actual return*) adalah pendapatan yang diterima investor berbentuk *capital gain*. *Actual return* dapat diperoleh dengan rumus :

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

Keterangan:

R_{it} = Pendapatan saham i aktual pada periode t

P_{it} = Harga saham i pada hari t

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

- b. Pendapatan saham yang diharapkan (*expected return*) adalah pendapatan yang diharapkan dapat diterima oleh investor di masa yang akan datang. *Expected return* dapat dihitung dengan rumus :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$ = pendapatan saham i yang diharapkan terjadi pada periode t

α_i = pendapatan saham konstan dari saham i

β_i = Koefisien regresi pendapatan saham i terhadap indeks pasar

R_{mt} = Pendapatan (indeks) pasar pada periode t

- c. Pendapatan saham abnormal (*abnormal return*) adalah selisih dari pendapatan saham aktual dengan pendapatan saham yang diharapkan terjadi. *Abnormal return* dapat dihitung dengan rumus :

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

Keterangan :

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

- d. *Abnormal return* rata-rata (AAR = average abnormal return) dilakukan dengan menguji rata-rata return tidak normal seluruh sekuritas secara *cross section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Dapat dihitung dengan rumus :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_{it}$$

Keterangan :

AAR_t = Abnormal return rata-rata pada periode t

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

N = Jumlah perusahaan sampel

C. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang pernah melakukan akuisisi selama periode 2008-2009. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu salah satu teknik pengambilan sampel *non probabilistik*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2006). Kriteria yang digunakan adalah perusahaan go publik yang melakukan akuisisi tersebut adalah :

- (1) Hanya melakukan publikasi informasi rencana akuisisi.
- (2) Tidak melakukan publikasi informasi lain seperti pembelian saham kembali.
- (3) Tidak melakukan publikasi pengumuman pembagian saham.
- (4) Tidak melakukan publikasi penjualan saham pendiri dan informasi lain selama kurun waktu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman akuisisi.

Hal itu dilakukan dengan tujuan untuk menghindari hasil yang bias.

Berdasarkan prosedur penentuan sampel tersebut diperoleh sampel penelitian sebanyak 30 perusahaan.

D. Teknik Pengumpulan dan Analisis data.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dari data sekunder. Data yang diperoleh adalah dari Bursa efek Indonesia dan Harian Bisnis Indonesia.

Data yang diperlukan untuk penelitian ini merupakan data yang terdiri dari :

- 1) Data mengenai perusahaan yang listing di BEI yang melakukan akuisisi.
- 2) Data tanggal pengumuman pertama perusahaan melakukan akuisisi selama periode yang diteliti.
- 3) Data harga saham harian disekitar tanggal pengumuman dari perusahaan yang ditetapkan sebagai sampel.
- 4) Data Indeks Harga Saham gabungan (IHSG).

Analisis data dalam penelitian ini ditujukan untuk menjawab permasalahan dan menguji hipotesis yang diajukan. Untuk menjawab permasalahan dan menguji hipotesis, teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis *event study. expected return* dihitung dengan menggunakan model pasar (*market model*).

Uji *Abnormal Return* :

Untuk mengetahui apakah para pemilik modal memperoleh return di atas normal sehubungan dengan adanya informasi yang dipublikasikan dapat dilakukan uji *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih antara pendapatan saham yang sebenarnya dengan yang diharapkan. Pendapatan saham yang diharapkan dalam penelitian ini juga dihitung dengan menggunakan model pasar.

Langkah-langkah dalam uji *abnormal return* meliputi :

1. Menghitung *expected return* , dengan cara:
 - a. Menentukan periode uji yang terdiri dari 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman akuisisi dan periode estimasi selama 100 hari sebelum periode uji, yaitu 105 hari sampai dengan 6 hari sebelum tanggal pengumuman akuisisi.
 - b. Menghitung pendapatan saham aktual dari perusahaan sample selama periode estimasi dan periode uji dengan menggunakan rumus (1).
 - c. Menghitung pendapatan pasar selama periode estimasi dan periode uji dengan rumus :

$$R_{mi} = I \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} = Pendapatan pasar pada periode t

I_t = Indeks harga saham gabungan pada periode t

I_{t-1} = indeks harga saham gabungan pada periode t-1

- d. Menghitung pendapatan saham konstan (α) dan koefisien regresi (β) untuk setiap perusahaan sampel selama periode estimasi menggunakan regresi sederhana dengan alat spss dengan rumus :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

R_{it} = Pendapatan saham pada periode t

α_i = Pendapatan saham konstan dari saham i

β_i = Koefisien regresi pendapatan saham i terhadap indeks pasar

R_{mt} = Pendapatan (indeks) pasar pada periode t

ε_{it} = Nilai residu pendapatan saham i pada periode t.

- e. Menghitung pendapatan saham yang diharapkan selama periode pengujian dengan menggunakan rumus (2)
2. Menghitung pendapatan saham abnormal (*abnormal return*) secara harian dari seluruh perusahaan sample selama periode uji dengan menggunakan rumus (3)
3. Menghitung *abnormal return* rata-rata (AAR = average abnormal return) selama periode uji dengan rumus :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_{it}$$

Keterangan :

AAR_t = Abnormal return rata-rata pada periode t

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

N = Jumlah perusahaan sampel

4. Uji Statistik

- a. Merumuskan hipotesis sebagai berikut :

H_0 : $AAR_t = 0$, artinya tidak terdapat abnormal return selama periode pengujian .

H_1 : $AAR_t \neq 0$, artinya terdapat abnormal return selama periode pengujian.

- b. Menentukan taraf signifikansi menentukan taraf signifikansi (α) yaitu 5% untuk mengetahui signifikansi hasil pengolahan data. Berdasarkan nilai probabilitas dua sisi.

IV. Hasil penelitian.

A. Pengumuman Akuisisi oleh Perusahaan Sampel

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia, yang melakukan publikasi rencana akuisisi selama periode 2008-2009. Perusahaan publik yang melakukan pembelian atau penyertaan saham terhadap perusahaan lain diwajibkan melakukan publikasi informasi, sebagaimana yang disyaratkan BAPEPAM sebagai berikut:

1. Mengumumkan sedikit-dikitnya dalam dua surat kabar harian berbahasa Indonesia (nasional dan daerah) yang mencakup :
 - a. Rencana perusahaan untuk membeli saham atau melakukan penyertaan pada perusahaan lain.
 - b. Data perusahaan yang akan dibeli sahamnya yang mencakup bidang usaha dan ikhtisar keuangan pokok.
 2. Neraca pembukuan atau laporan keuangan yang telah diaudit untuk tahun terakhir atau periode yang berakhir setidaknya-tidaknya 90 hari sebelum informasi disampaikan kepada pemegang saham.
- Sampel dalam penelitian ini sebanyak 30 perusahaan. Ketigapuluh perusahaan itu disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.2
Daftar Perusahaan Sampel yang Mengumumkan Akuisisi

Pengakuisisi	Bidang usaha	Diakuisisi	Bidang usaha	Tanggal
PT Bumi resources 1	tambang batubara	PT Darma Henwa	jasa konstruksi	14-01-2009
PT Jasa Marga	jasa transportasi	PT Marga Kunciran	jasa transportasi	07-04-2009
PT Ratu Prabu	tambang gas alam	PT Indo Asia Resources	tambang gas alam	7-05-2009
PT Aneka Tambang 1	tambang metal	BHP Biliton Australia	tambang metal	17-06-2009
PT Aneka Tambang 2	tambang metal	PT Newmont Nusa Tenggara	tambang tembaga	1-08-2009
Bank Intern Indonesia	perbankan	Maybank Offshore Corporate	perbankan	7-08-2009
PT Telkom 1	telekomunikasi	PT Infomedia Nusantara	penerbitan dan iklan	2-10-2009
PT Berlian Laju Tangker	pelayaran	Norwegia shiping	pelayaran	9-10-2009
PT Adaro Energi	tambang batubara	PT Maritim Barito Perkasa	tambang batubara	15-102009
PT Kalbe Farma	farmasi	PT Bristol-Myers Squibb	farmasi	16-10-2009
PT Bumi Resources 2	tambang batubara	PT Fajar Bumi Sakti	tambang tembaga	9-11-09
PT Bakrie Sumatra	pertanian	PT Domba Mas	pertanian	24-11-09
PT Telkom 2	telekomunikasi	PT Mobile-8	telekomunikasi	2-12-2009
PT Petrosea	jasa konstruksi	PT Indika Energi	perusahaan energi	241-2008
Bank BNI	perbankan	Bank BTN	perbankan	24-01-2008
PT Alfa Retailindo	perdagangan grosir	PT Carrefour	perdagangan grosir	14-02-2008
PT Energi Mega Persada 1	pengeboran minyak	INPEX Masela Ltd	perusahaan minyak	1-03-2008
PT Telkom 3	telekomunikasi	PT Mitra Global	telekomunikasi	6-03-2008
Bank Mandiri 1	perbankan	Bank Intern Indonesia	perbankan	6-03-2008
PT Wijaya Karya	jasa konstruksi	PT Marga Nujyasmu	jasa transportasi	02-04-2008
PT Energi Mega Persada 2	pengeboran minyak	PT Mosesa Petroleum	pengeboran minyak	03-04-2008
PT Dayaindo Resources	real estate	PT Risna Karya Wardhana	tambang batubara	12-05-2008
PT Mitra Rajasa	tambang metal	PT Apexindo Pratama	tambang petroleum	14-05-2008
Bank Mandiri 2	perbankan	PT tempo Scan	farmasi	29-05-2008

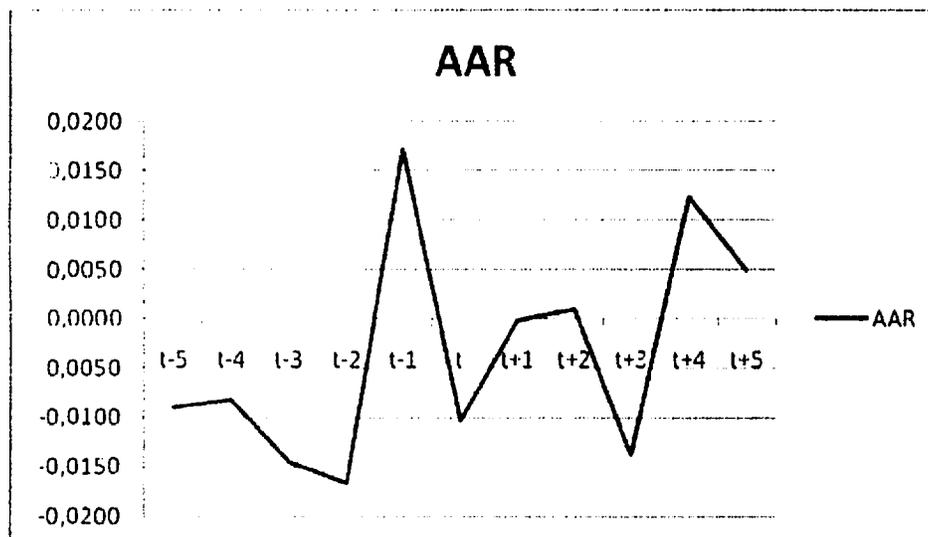
		Pasific		
PT Bumi resources 3	tambang batubara	Herald resources	tambang metal	22-06-2008
PT Sumarecon	property dan real estate	PT Gading Orchard	property dan real estate	3-07-2008
PT Bank Mandiri 3	perbankan	Bank Indover	perbankan	13-08-2008
PT Agis	perdagangan umum	Comstar Mobile pte.ltd	telekomunikasi	27-09-2008
PT Timah	tambang metal	PT Bumi resourcecs	tambang batubara	22-10-2008
PT Indofood Sukses	makanan dan minuman	Drayton	makanan dan minuman	6-11-2008

Sumber : Data diolah dari Harian Bisnis Indonesia

V. Analisis *Abnormal return*

Berikut ini adalah gambaran dari deskripsi nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dari perusahaan emiten selama periode uji:

Grafik Pergerakan *Average Abnormal Return* (AAR) Selama Periode Uji



Berdasarkan gambar di atas bahwa pergerakan nilai AAR dari perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia terlihat bahwa AAR sering mengalami fluktuasi selama periode pengujian.

Fluktuasi AAR paling tajam terjadi pada hari sebelum pengumuman akuisisi (t-1) dan 4 hari setelah pengumuman akuisisi (t+4), AAR mencapai nilai terkecil pada dua hari sebelum pengumuman akuisisi yaitu sebesar -0,0166 yang sudah berada di bawah sumbu absis, sementara nilai terbesar terjadi pada satu hari menjelang pengumuman akuisisi yaitu 0,0172. Secara keseluruhan, selama periode pengujian pergerakan nilai AAR sebagian besar berada di bawah sumbu absis.

Pada periode sebelum terjadi akuisisi (hari -5 sampai -1), AAR yang negatif terjadi pada hari -5, -4, -3, -2. sementara AAR yang positif hanya terjadi pada sehari sebelum pengumuman akuisisi (-1). Itu menunjukkan bahwa selama periode pengujian sebelum pengumuman akuisisi AAR terus mengalami fluktuasi dari periode satu ke periode berikutnya. AAR mencapai titik puncak terjadi pada hari -1 sebesar yang disebabkan oleh peningkatan *abnormal return* saham Telkom sebesar 15,05% dan saham Bumi Resources sebesar 33,90%. Hari tersebut sekaligus menunjukkan adanya

peningkatan AAR yang mencolok dibandingkan pada hari-hari sebelumnya. Pada saat terjadi pengumuman akuisisi AAR justru mengalami penurunan lebih rendah dari hari sebelumnya hingga mencapai titik negatif.

Pada periode setelah pengumuman akuisisi (hari +1 sampai +5), AAR kembali mengalami fluktuasi seperti pada periode sebelumnya namun lebih banyak didominasi dengan AAR yang positif. AAR yang positif terjadi pada hari +1, +2, +4, +5. Pada periode ini AAR yang tertinggi terjadi pada hari +4 yang disebabkan oleh dominasi peningkatan *abnormal return* saham bank BII dengan peningkatan *abnormal return* sebesar 24,4%. AAR yang terendah terjadi pada hari +3 yang disebabkan penurunan *abnormal return* saham-saham perusahaan Agis dan Mitra Rajasa. Pada hari tersebut sekaligus terjadi penurunan AAR yang sangat tajam selama periode pengujian.

(1) Uji Normalitas

Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui apakah terdapat dari *average abnormal return* selama periode uji dengan adanya pengumuman akuisisi dan akan dilakukan *one sample t-test*. Berikut adalah hasil uji kenormalan AAR selama periode uji:

Tabel 4.3. Hasil Uji Normalitas Data AAR Selama Periode Uji

Periode	Nilai Sig. Kolmogorov Smirnov	Keterangan
t-5	0.1212	Normal
t-4	0.44	Tidak Normal
t-3	0.1560	Normal
t-2	0.7017	Normal
t-1	0.000	Tidak Normal
t	0.0095	Tidak Normal
t+1	0.1506	Normal
t+2	0.2223	Normal
t+3	0.3367	Normal
t+4	0.4299	Normal
t+5	0.1373	Normal

(2) Uji Hipotesis

Pengujian *One Sample t-test* data AAR

Hipotesis penelitian menduga bahwa terdapat pengaruh positif adanya pengumuman akuisisi terhadap nilai *Average Abnormal Return* perusahaan yang go public di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 4.4. Hasil Uji Beda Satu Nilai Rata-Rata Satu Sisi AAR

t	N	Mean	SD	t	Sig (2 tailed)	Ket
t - 5	30	-.0089	.0397	-1.224	.231	H ₀ diterima
t - 3	30	-.0144	.0589	-1.343	.190	H ₀ diterima
t - 2	30	-.0166	.0434	-2.091	.045	H ₀

						diterima
t + 1	30	-.0002	.0504	-.018	.986	H ₀ diterima
t + 2	30	.0010	.0569	.096	.925	H ₀ diterima
t + 3	30	-.0136	.0461	-1.621	.116	H ₀ diterima
t + 4	30	.0123	.0521	1.293	.206	H ₀ diterima
t + 5	30	.0050	.0388	.703	.488	H ₀ diterima

Hari kelima sebelum pengumuman (t-5), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh negatif tidak signifikan pada lima hari sebelum tanggal pengumuman. Pada hari ketiga sebelum pengumuman (t-3), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh negatif tidak signifikan pada tiga hari sebelum tanggal pengumuman. Pada hari kedua sebelum pengumuman (t-2), nilai signifikansi uji $t < 0,05$ maka terdapat pengaruh negatif signifikan pada dua hari sebelum tanggal pengumuman. Dengan demikian hipotesis penelitian tidak terbukti.

Hari pertama setelah pengumuman (t+1), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh negatif tidak signifikan pada satu hari setelah tanggal pengumuman. Hari kedua setelah pengumuman (t+2), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh positif tidak signifikan pada dua hari setelah tanggal pengumuman. Hari ketiga setelah pengumuman (t+3), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh negatif yang tidak signifikan pada tiga hari setelah tanggal pengumuman.

Hari keempat setelah pengumuman (t+4), nilai signifikansi uji t lebih besar dari 0,05 maka terdapat pengaruh positif tidak signifikan pada empat hari setelah tanggal pengumuman, yang berarti hipotesis penelitian belum terbukti. Hari kelima setelah pengumuman (t+5), nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka terdapat pengaruh positif yang tidak signifikan pengumuman akuisisi pada lima hari setelah tanggal pengumuman.

Untuk pengujian AAR periode t-4, t-1 dan t menggunakan *run test* adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.5 Hasil Uji Beda Satu Nilai Rata-Rata Satu Sisi AAR
(Run Test)**

Periode	Mean	Z	Sig	Keterangan
t-4	-0,0081	1,301	0,193	H ₀ diterima
t-1	0,0172	-1,301	0,193	H ₀ diterima
t	-0,0103	-0,557	0,577	H ₀ diterima

Pada hari keempat sebelum pengumuman (t-4), nilai signifikansi uji Z lebih besar dari 0,05 maka disimpulkan terdapat pengaruh negatif tidak signifikan pengumuman akuisisi pada empat hari sebelum tanggal pengumuman.

Pada hari kesatu sebelum pengumuman (t-1), nilai signifikansi uji Z lebih besar dari 0,05 maka disimpulkan terdapat pengaruh positif tidak signifikan pengumuman akuisisi pada satu hari sebelum tanggal pengumuman.

Pada hari pengumuman (t), nilai signifikansi uji Z lebih besar dari 0,05 maka disimpulkan terdapat pengaruh negatif tidak signifikan pengumuman akuisisi pada hari tanggal pengumuman.

VI. Pembahasan

Berdasarkan hasil analisis *abnormal return* diketahui bahwa pada hari -1 menjelang pengumuman akuisisi para investor memperoleh *abnormal return* positif walaupun tidak signifikan, sebaliknya, untuk periode pengujian yang lain (selain hari -1) *abnormal return* yang diperoleh para investor secara statistik justru bernilai negatif. Sekalipun pada hari -1 investor memperoleh *abnormal return*, namun hal itu tidak serta merta menunjukkan bahwa kegiatan akuisisi direspon secara positif oleh kebanyakan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Lonjakan AAR yang terjadi pada hari tersebut lebih banyak dipengaruhi oleh peningkatan *abnormal return* dari sebagian kecil perusahaan sampel saja. Tindakan tersebut terlihat jelas pada peningkatan saham yang hanya berlangsung satu hari, dan pada hari selanjutnya *abnormal return* cenderung turun bahkan bernilai negatif akibat tindakan investor yang melakukan *profit taking*. Hal ini menandakan bahwa investor membeli saham perusahaan akuisitor tidak untuk tujuan investasi (jangka panjang), melainkan semata mata hanya untuk mengejar *gain*.

Rata-rata *abnormal return* yang mengalami lonjakan fantastis pada satu hari menjelang diumumkannya rencana akuisisi juga menunjukkan bahwa perdagangan saham perusahaan akuisitor di BEI diwarnai adanya *inside information*. Kemungkinan adanya kebocoran informasi atas rencana akuisisi ini kebanyakan karena perusahaan memanfaatkan informasi dari *corporate insider* mengingat perusahaan publik yang melakukan akuisisi hanya beberapa yang masih merupakan satu grup. Harga yang terbentuk di pasar sepertinya konsisten dengan anggapan bahwa penggunaan informasi dari orang dalam jauh sebelum adanya pengumuman resmi. Artinya investor melakukan aksi jual beli sekuritas sebelum informasi yang terkait dengan sekuritas tersebut dipublikasikan.

Grafik juga memperlihatkan bahwa pada saat dan pengumuman akuisisi, ternyata tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Hal ini sekaligus menunjukkan BEI telah mencapai efishensi bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan informasi yang tersedia kepada publik (*public information*).

Fluktuasi AAR yang mencolok pada hari-hari pengujian tertentu lebih banyak disebabkan oleh adanya gejolak *abnormal return* yang cukup besar yang dialami oleh dua atau tiga perusahaan tertentu. *Average abnormal return* tertinggi terjadi pada hari -1 positif sebesar 1,72% akibat adanya peningkatan *abnormal return* yang mencolok pada dua jenis saham yaitu, PT Telkom 2 dan PT Bumi Resources 3 yang masing-masing besarnya 15,05% dan 33,90%. Pada hari -1 ini, sekaligus menunjukkan adanya peningkatan AAR yang sangat tajam selama periode pengujian. Peningkatan AAR yang sangat mencolok pada hari tersebut lebih banyak disebabkan adanya aksi beli investor terhadap kedua saham perusahaan tersebut. Akibat aksi beli tersebut harga saham PT Bumi Resources naik perlahan-lahan namun pasti pada hari-hari menjelang publikasi rencana akuisisi, harga saham PT Bumi melejit hingga 38% dengan volume transaksi 55.014.500 juta lembar, kenaikan harga saham ini tentu berimplikasi pada peningkatan *abnormal returnnya*. Para investor menilai positif akuisisi perusahaan Bumi Resources terhadap Herald Resources ini dikarenakan adanya estimasi pendapatan PT Bumi naik, hal ini tentu sangat beralasan karena volume penjualan batu bara PT Bumi pada semester ini mencapai 25,99 juta ton sehingga pendapatannya mencapai US\$ 1,56 milyar

dan dimungkinkan pada kuartal kedua akan naik sekitar 30%, ini menjadi penilaian tersendiri bagi para investor untuk membeli saham PT Bumi.

Aksi borong saham pada hari -1 juga dilakukan investor terhadap saham PT Telkom, akibat aksi beli tersebut harga saham Telkom melonjak 11,50 % menjadi Rp 9.400 per unit saham. Kenaikan harga saham menjelang publikasi rencana akuisisi juga dipengaruhi oleh adanya kepastian dari PT Telkom bahwa perusahaan akan segera melunasi hutang yang jatuh tempo dengan nilai Rp 5 triliun dalam denominasi rupiah yang berasal dari bank nasional.

AAR tertinggi terjadi pada hari -1, dimana satu hari sebelum pengumuman akuisisi menyimpulkan adanya kecenderungan *abnormal return* yang positif meskipun tidak signifikan, hasil ini menunjukkan bahwa sinergi yang diharapkan dari akuisisi atas return perusahaan dapat dicapai.

Setelah AAR meningkat dengan tajam pada hari -1 menjelang publikasi rencana akuisisi, hari berikutnya AAR terus mengalami penurunan dan penurunan paling besar terjadi pada hari +3. pada hari tersebut sekaligus AAR berada pada titik paling rendah (sebesar -1,36%) selama periode pengujian. Jatuhnya AAR pada hari +3 ini lebih banyak dipengaruhi oleh penilaian negatif para investor atas akuisisi perusahaan. Beberapa saham perusahaan yang menyebabkan turunnya AAR antara lain adalah saham PT Mitra Rajasa dan PT Agis.

Tiga hari sesudah pengumuman akuisisi, harga saham PT Agis menurun sebesar 5,5% hingga menurunkan *abnormal returnnya* 5,8%. Penurunan harga pada perusahaan ini disebabkan oleh penilaian negatif para investor atas akuisisi PT Agis terhadap Comstar, hal tersebut tentu beralasan dikarenakan dalam rencana mengakuisisi Comstar, PT Agis masih terganjal masalah yaitu harus menunggu peningkatan modal disetor, selain itu juga perlu menyelesaikan uji tuntas legal dan keuangan terhadap perusahaan tersebut.

Penilaian negatif para investor atas akuisisi kembali menurunkan harga saham PT Mitra Rajasa, pada hari +3 ini harga saham turun 12,95% yang berimplikasi pada menurunnya *abnormal return* saham perusahaan sebesar 12,19%. Penilaian negatif para investor ini pun beralasan, karena PT Mitra masih terhambat pada pembiayaan yang akan dilakukan untuk mengakuisisi Apexindo, 3 bank dinyatakan sudah sanggup untuk memenuhi kebutuhan pendanaan tersebut, namun belum dipastikan akuisisi tersebut akan dilakukan dan sumber dana akuisisi tersebut berasal sehingga investor ragu.

Pada hari +4 AAR kembali mengalami peningkatan sebesar 1,23 % akibat dominasi peningkatan *abnormal return* saham Bank BII sebesar 24,4%. Pada hari +4 tersebut harga saham bank BII naik menjadi Rp 680 per lembar atau meningkat 27% dari hari sebelumnya yang hanya sebesar Rp 410 per lembar. Aksi beli pada saham ini dipengaruhi oleh sentimen positif investor mengenai rencana akuisisi bank BII terhadap bank asing tersebut. Kabar kepastian akuisisi tersebut mendorong harga saham bank yang berkode BNII ini. Hal itu meningkatkan nilai pasar BII menjadi Rp 22,02 Triliun. Dalam setahun terakhir harga saham BII telah naik hingga 81,60%. Transaksi saham BNII diwarnai oleh sejumlah aksi *crossing*, *credit suisse* melakukan *crossing* terhadap 58,22 juta saham bernilai Rp 26,22 miliar.

Setelah AAR mengalami peningkatan pada hari +4 pada hari berikutnya AAR kembali mengalami fluktuasi. Terjadinya fluktuasi AAR pada hari-hari pengujian tersebut, lebih banyak dipengaruhi oleh adanya gejala *abnormal return* dari sebagian kecil perusahaan sampel, akibat pengaruh kondisi pasar yang sangat fluktuatif.

VIII. Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Tidak terdapat pendapatan saham disekitar pengumuman akuisisi pada perusahaan akuisitor walaupun ada kecenderungan *abnormal return* pada hari -1.
2. Pada hari-hari disekitar pengumuman akuisisi investor tidak dapat menikmati *abnormal return* yang signifikan sebagai dampak dari pengumuman tersebut. Simpulan ini diperkuat dengan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman akuisisi, hal ini menunjukkan bahwa investor melihat bahwa pengumuman akuisisi tidak memberikan sinergi bagi pemegang saham.
3. Adanya *abnormal return* yang terjadi pada satu hari menjelang pengumuman akuisisi menunjukkan telah terjadi kebocoran informasi atas rencana akuisisi yang akan dilakukan oleh beberapa perusahaan akuisitor.
4. Berkaitan dengan publikasi informasi tentang rencana akuisisi, pasar modal ternyata sudah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat selama periode uji. Hal itu tercermin dari tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada saat dan sesudah pengumuman akuisisi.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, EF and Joel Houston. 2006. *Fundamental of Financial Management*. Jakarta: Salemba empat
- Baye, Michael R, 2008. *Managerial Economics and Business Strategy*, Fifth Edition, New York: McGraw Hill.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendi M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Salemba empat.
- Husnan, Suad. 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*. Buku 2 edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2007. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portfolio dan Analisis investasi*. Edisi kedua. Yogyakarta:BPFE
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portfolio dan Analisis investasi*. Edisi keenam. Yogyakarta:BPFE
- Moin. Abdul. 2007, *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Ekonosia
- Sugiyono. 2006. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Widjanarko, Hendro. 2004. Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur. *Buletin Ekonomi*. Vol, 2, No. 2. Hal. 157-168