

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

FRESTIN CHRISNANTI

STIE Trisakti
frestin_13@yahoo.com

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 till 2010 at the companies listed in Indonesia Stock Exchange. 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. 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 a difference 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.*

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

Abstrak : Kegiatan *merger* merupakan informasi penting bagi para pemegang saham. Sebuah pengumuman kegiatan merger yang dirilis oleh perusahaan akan mempengaruhi harga saham perusahaan mengakuisisi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh merger bisa membangun dampak positif untuk mengakuisisi perusahaan. Dengan memeriksa penelitian ini mencoba untuk mengetahui *actual return, expected return, abnormal return*, aktivitas volume perdagangan

dan *security return variability of share* sebelum dan sesudah *merger* sejak tahun 2005 sampai 2010 di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* untuk menentukan sampel. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 10 perusahaan dari berbagai sektor industri. Periode ini penelitian adalah 60 hari, dibagi menjadi 30 hari sebelum *merger* dan 30 hari setelah *merger*. Hasil penelitian ini adalah bahwa tidak ada perbedaan berarti dalam *actual return*, *expected return*, *abnormal return* dan *security return variability of share* sebelum dan sesudah kegiatan *merger*. Tetapi ada perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah *merger*. Penelitian selanjutnya disarankan untuk dilakukan dengan metode evaluasi lain untuk mengukur *expected return*.

Kata kunci : Actual return, expected return, abnormal return, trading volume activity, security return variability, merger.

PENDAHULUAN

Penggabungan usaha terjadi ketika salah satu pihak memperoleh kontrol atas satu atau lebih bisnis. Merger 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 merger sebagai strateginya daripada pertumbuhan internal adalah karena merger 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 Sulistiyani (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 Sulistiyani (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.

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

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. Reaksi 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.

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

- H₁ *Actual return* mempunyai perbedaan sebelum dan sesudah merger.
- H₂ *Expected return* mempunyai perbedaan sebelum dan sesudah merger.
- H₃ *Abnormal return* mempunyai perbedaan sebelum dan sesudah merger.
- H₄ *Trading volume activity* mempunyai perbedaan sebelum dan sesudah merger.
- H₅ *Security return variability* mempunyai perbedaan sebelum dan sesudah merger.

METODA PENELITIAN

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.

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. Proses seleksi sampel diuraikan pada tabel 1.

Tabel 1 Proses Pemilihan 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

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

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

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

Trading Volume Activity, mengacu pada penelitian Istanti (2009), menghitung *trading volume activity* dapat menggunakan persamaan:

$TVA_{i,t} =$

$\frac{\Sigma \text{ saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu t}}{\Sigma \text{ saham perusahaan yang beredar pada waktu t}}$

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

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 PENELITIAN

Hasil statistik deskriptif yang dihasilkan dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 2 Statistik Deskriptif Sebelum Merjer

Keterangan	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Actual Return	-2,600E-1	4,4444E-1	-1,39412E-3	0,060608713844
Expected Return	-1,157E-1	6,5918E-2	-1,54921E-3	0,020592450235
Abnormal Return	-2,743E-1	4,4435E-1	0,00015	0,059720945989
Trading Volume Activity	0,0000E0	5,10775E7	2,61488E6	7,29827137E6
Security Return Variability	0,0000E0	9,87496E4	5,50676E2	6,32872165E3

Tabel 3 Statistik Deskriptif Sesudah Merjer

Keterangan	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Actual Return	-4,166E-1	1,83333E0	0,011594693	0,147929710504
Expected Return	-5,438E-2	7,0982E-2	0,001414807	0,015249276375
Abnormal Return	-4,162E-1	1,84033E0	0,010179886	0,147901457160
Trading Volume Activity	0,0000E0	8,72390E7	6,17461E6	1,34544948E7
Security Return Variability	0,0000E0	1,14971E5	4,1607E2	6,63817244E3

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

Nilai mean untuk *actual return* sebelum melakukan merjer (0) lebih kecil daripada nilai mean *actual return* sesudah melakukan merjer (1) yaitu, $291,54 < 309,46$. Dari nilai uji *Mann-Whitney* menunjukkan nilai statistik uji Z yaitu -1,328 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,184 lebih besar daripada α 0,05. Hasil uji tidak signifikan secara statistik, dengan demikian H_1 tidak terdukung artinya *actual return* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merjer. *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 merjer. Selain itu,

aktivitas merjer 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 merjer).

Nilai mean untuk *expected return* sebelum melakukan merjer (0) lebih kecil daripada nilai mean *expected return* sesudah melakukan merjer (1) yaitu, $290,77 < 310,23$. Dari nilai uji *Mann-Whitney* menunjukkan nilai statistik uji Z yaitu -1,375 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,169 lebih besar daripada α 0,05. Dengan demikian H_2 tidak terdukung, ini berarti *expected return* tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merjer.

Nilai mean untuk *abnormal return* sebelum melakukan merjer (0) lebih kecil daripada nilai mean *abnormal return* sesudah melakukan merjer (1) yaitu, $297,80 < 303,20$. Dari nilai uji *Mann-Whitney* menunjukkan nilai statistik uji Z yaitu -0,382 dan nilai sig.2-tailed adalah 0,703 lebih besar daripada α 0,05. Dengan demikian H_3 tidak terdukung, ini berarti *abnormal*

return tidak mempunyai pengaruh signifikan sebelum dan sesudah merger *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).

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* menunjukkan nilai statistik uji Z yaitu $-2,611$ dan nilai sig.2-tailed adalah $0,009$ lebih kecil daripada α $0,05$. Dengan demikian H_4 terdukung, 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.

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* menunjukkan nilai statistik uji Z yaitu $-0,939$ dan nilai sig.2-

tailed adalah $0,348$ lebih besar daripada α $0,05$. Dengan demikian H_5 tidak terdukung, 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.

PENUTUP

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. Dalam penelitian ini, terdapat keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki oleh penulis, yaitu (1) Pengamatan dalam penelitian ini dilakukan hanya dalam periode 6 tahun yaitu 2005 sampai 2010, (2) 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*.

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 memper-

oleh 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.

REFERENSI :

- 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.
- 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 Autonomia 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.
- Gantowati 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.
- Go, Marcel. 1992. *Akuisisi Bisnis*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Hoyle Joe B., Schaefer Thomas F., Douppnik Timothy S. 2011. *Advanced Accounting* (10th ed.). New York: McGraw-Hill.
- 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 Nyeen 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*. Artikel ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi, VIII, 64-74.
- Ross Stephen A., Westerfield Randolph W. dan Jaffe Jeffrey. 2010. *Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill.
- Selcuk dan Yilmaz. 2011. The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey. *Journal Business and Economics*, 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. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 8 (2), 189-210.