

**ANALISIS PERBEDAAN *ABNORMAL RETURN* SEBELUM DAN  
SESUDAH MERGER & AKUISISI PADA PERUSAHAAN SEKTOR  
PROPERTI DAN *REAL ESTATE***

**SKRIPSI**

*Diajukan Sebagai Syarat Guna Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi pada  
Program Studi Manajemen Universitas Negeri Padang*



Oleh :

**FAJAR BANI AL-HADIID**

**1202702**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI PADANG  
2018**

LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI

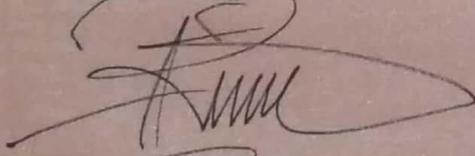
ANALISIS PERBEDAAN *ABNORMAL RETURN* SEBELUM DAN  
SESUDAH MERGER & AKUISISI PADA PERUSAHAAN SEKTOR  
PROPERTI DAN *REAL ESTATE*

Nama : Fajar Bani Al-hadiid  
TM/NIM : 2012/1202702  
Program Studi : Manajemen  
Fakultas : Ekonomi

Padang, Februari 2018

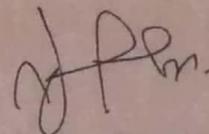
Disetujui Oleh :

Pembimbing 1



Rosyeni Rasyid, SE, ME  
NIP. 19610214 198912 2 001

Pembimbing 2



Aimatul Yumna, SE, M.Fin, Ph.D  
NIP. 19800404200642

Diketahui Oleh :

Ketua Program Studi Manajemen



Rahmiati, SE, M.Sc  
NIP. 19740825 199802 2 001

## HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

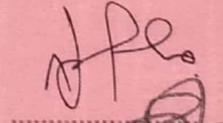
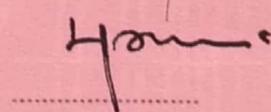
*Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi  
Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*

### **ANALISIS PERBEDAAN *ABNORMAL RETURN* SEBELUM DAN SESUDAH MERGER & AKUISISI PADA PERUSAHAAN SEKTOR PROPERTI DAN *REAL ESTATE***

Nama : Fajar Bani Al-hadiid  
TM/NIM : 2012/1202702  
Program Studi : Manajemen  
Fakultas : Ekonomi

Padang, Februari 2018

#### Tim Penguji

No.	Jabatan	Nama	Tanda Tangan
1.	Ketua	Rosyeni Rasyid SE, ME	
2.	Sekretaris	Aimatul Yumna, SE, M.Fin, Ph.D	
3.	Anggota	Rahmiati, SE, M.Sc	
4.	Anggota	Abel Tasman, SE, MM	

## SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Fajar Bani Al-hadiid  
TM/NIM : 2012/1202702  
Tempat/Tanggal Lahir : Pariaman / 06 Maret 1994  
Program Studi : Manajemen  
Keahlian : Keuangan  
Fakultas : Ekonomi  
Alamat : Komp. Villa Angrek Blok B/27, RT 001, RW 013,  
Balai Gadang, Kecamatan Koto Tangah, Padang  
Nomor HP. : 082387372892  
Judul Skripsi : Analisis Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Sesudah  
Merger & Akuisisi pada Perusahaan Sektor Properti dan *Real Estate*

Dengan ini menyatakan bahwa:

1. Karya tulis/skripsi saya ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (Sarjana) baik di UNP maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumusan dan pemikiran saya sendiri tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan dari Tim Pembimbing.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat orang lain yang telah ditulis atau dipublikasikan kecuali secara eksplisist dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan cara menyebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi inisah apabila telah ditandatangani Asli oleh pembimbing, Tim Penguji dan Ketua Jurusan Manajemen.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima Sanksi Akademik berupa pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Perguruan Tinggi.

Padang,  
METERAI  
TEMPEL  
DA CEAAEF875765/00  
6000  
LEMBANG RUMAH  
nyatakan  
  
Fajar Bani Al-hadiid  
NIM : 1202702

**ANALISIS PERBEDAAN *ABNORMAL RETURN* SEBELUM DAN  
SESUDAH MERGER & AKUISISI PADA PERUSAHAAN SEKTOR  
PROPERTI DAN *REAL ESTATE***

**Fajar Bani Al-hadiid**  
Program Studi Manajemen  
Fakultas Ekonomi  
Universitas Negeri Padang  
Jl. Prof. DR. Hamka Kampus UNP  
Air Tawar Barat  
(fajarbanialhadiid@gmail.com)

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi. Studi kasus pada perusahaan yang termasuk dalam sektor Properti dan *Real Estate* Di Tahun 2011-2015. Sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* berjumlah 11 perusahaan. Analisis dilakukan dengan menggunakan analisis beda dua rata-rata. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) Tidak ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada pengamatan lima hari sebelum dan lima hari sesudah kejadian merger & akuisisi, (2) Tidak ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada pengamatan 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah kejadian merger & akuisisi, (3) Tidak ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada pengamatan 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah kejadian merger & akuisisi.

**Kata Kunci:** Merger & Akuisisi, *Abnormal Return*

**ABSTRACT**

*This study aims to analyze Abnormal Return Differences Before and After Mergers & Acquisitions. The Case studies on companies included in the Property and Real Estate sector In 2011-2015. The sample in this study is determined by purposive sampling with 11 companies. The analysis is performed by using comparative analyzes. The result show that: (1) There is no difference of abnormal return before and after mergers & acquisitions on observations five days before and five days after the event of mergers & acquisitions, (2) There is no difference of abnormal return before and after mergers & acquisitions on observations 22 days before and 22 days after the event of mergers & acquisitions, (3) There is no difference of abnormal return before and after mergers & acquisitions on observations 30 days before and 30 days after the event of mergers & acquisitions.*

**Keyword** : Merger & Acquisition, *Abnormal Return*

## KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kepada Allah Subhanahu wa ta'ala atas segala rahmat dan karunia-Nya yang telah memberikan kemudahan pada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “**Analisis Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi pada Perusahaan Properti dan *Real Estate***”. Skripsi ini merupakan salah satu syarat guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah memberikan dukungan dan motivasi dalam penyelesaian skripsi ini. Oleh karena itu, perkenankan penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Rosyeni Rasyid, SE, ME selaku pembimbing I dan Ibu Aimatul Yumna SE, MFin, PhD selaku pembimbing II yang telah banyak memberikan bimbingan dan telah sabar memberi pengarahan dalam proses penyusunan skripsi ini, serta Seluruh Dosen dan Karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Ibu Rahmiati S.E, M.Sc selaku penguji I dan Bapak Abel Tasman, S.E, M.M selaku penguji II yang telah memberikan saran dan perbaikan dalam penyelesaian skripsi ini.
3. Ibu Dr. Sulastri, M.Pd, M.M selaku Pembimbing Akademik yang senantiasa membantu penulis dalam menyelesaikan masalah-masalah akademik.

4. Bapak Supan Weri Mandar, A.Md selaku staf tata usaha Program Studi Manajemen yang telah membantu dalam kelancaran proses administrasi.
5. Bapak dan Ibu staf Perpustakaan pusat dan perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan penulis kemudahan dalam mendapat sumber bacaan.
6. Bapak dan Ibu Staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan ilmu dalam penulisan skripsi ini, serta kepada karyawan dan karyawan yang telah membantu dalam bidang administrasi.
7. Teristimewa penulis ucapkan kepada ayah dan ibu tercinta (Eri Indra Wijaya Rahimahumullah dan Elmiyetri) dan keluarga besar penulis yang telah memberikan motivasi, semangat dan do'a kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
8. Sahabat-sahabat yang sama-sama berjuang selama penulisan skripsi ini, mahasiswa program studi Manajemen BP 2012 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang ,dan kepada semua pihak yang telah ikut memberikan dorongan dalam penyelesaian skripsi ini.

Serta untuk semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu. Penulis ingin mengucapkan terima kasih. Semoga bantuan, bimbingan dan petunjuk yang bapak/ibu dan rekan-rekan berikan menjadi amal ibadah dan mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah Subhanahu wa ta'ala.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dan ketidaksempurnaan dalam skripsi ini, sehingga kritik dan saran sangat diharapkan untuk perbaikan tulisan ini. Semoga karya ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Padang, 25 Januari 2018

Penulis

## DAFTAR ISI

<b>ABSTRAK</b> .....	i
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	ii
<b>DAFTAR ISI</b> .....	iv
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	vi
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	vii
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	viii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Rumusan Masalah .....	9
C. Batasan Masalah.....	9
D. Tujuan Penelitian .....	10
E. Manfaat Penelitian .....	10
<b>BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS</b>	
A. Kajian Teori .....	11
1. Gambaran Merger & Akuisisi.....	11
2. Teori Efisiensi Pasar.....	19
3. <i>Return Saham</i> .....	21
4. <i>Abnormal Return</i> .....	23
5. Penelitian Terdahulu .....	24
B. Kerangka Konseptual .....	26
C. Hipotesis .....	28
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
A. Jenis Penelitian.....	29
B. Populasi dan Sampel .....	29
1. Populasi .....	29
2. Sampel.....	30

C.	Jenis dan Sumber Data.....	31
D.	Teknik Pengumpulan Data.....	32
E.	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	33
	1. <i>Abnormal Return</i> .....	33
F.	Uji Normalitas.....	35
G.	Teknik Analisis Data.....	35
H.	Uji Hipotesis .....	36

#### **BAB IV HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

A.	Gambaran Umum Objek Penelitian .....	37
	1. Pasar Modal Indonesia.....	37
	2. Gambaran Umum Perusahaan Sampel .....	39
B.	Deskriptif Statistik Variabel Penelitian .....	41
C.	Hasil Pengujian Normalitas .....	44
D.	Hasil Pengujian Hipotesis.....	45
	1. Hipotesis I .....	46
	2. Hipotesis II .....	47
	3. Hipotesis III.....	48
E.	Pembahasan .....	49
	1. Analisis Perbedaan <i>Abnormal Return</i> Lima Hari Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi.....	49
	2. Analisis Perbedaan <i>Abnormal Return</i> 22 Hari Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi.....	51
	3. Analisis Perbedaan <i>Abnormal Return</i> 30 Hari Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi.....	53

#### **BAB V PENUTUP**

A.	Kesimpulan.....	56
B.	Keterbatasan Penelitian .....	57
C.	Saran .....	58

<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	59
<b>LAMPIRAN</b> .....	62

## DAFTAR TABEL

Tabel 1	Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Lima Perusahaan Yang Termasuk Dalam Subsektor Propertidan <i>Real Estate</i> .....	3
Tabel 2	Penelitian-Penelitian Terkait dengan Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Marger .....	26
Tabel 3	Kriteria Pengambilan Sampel.....	31
Tabel 4	Data Perusahaan Subsektor Properti dan <i>Real Estate</i> yang melakukan Merger & akuisisi.....	31
Tabel 5	Definisi Operasional Variabel .....	31
Tabel 6	Profil Singkat Perusahaan Sampel.....	40
Tabel 7	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	41
Tabel 8	Hasil Pengujian Normalitas .....	45
Tabel 9	Hasil Pengujian Hipotesis I .....	46
Tabel 10	Hasil Pengujian Hipotesis II.....	47
Tabel 11	Hasil Pengujian Hipotesis III.....	48

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik Pergerakan AAR Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi pada Lima Perusahaan yang Termasuk dalam Subsektor Properti dan <i>Real Estate</i> .....	5
---	---

## DAFTAR LAMPIRAN

<b>LAMPIRAN</b> .....	62
Lampiran 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	63
Lampiran 2 Hasil Pengujian Normalitas .....	64
Lampiran 3 Hasil Pengujian Perbandingan <i>Abnormal Return</i> 5 Hari Sebelum & 5 Hari Sesudah.....	65
Lampiran 4 Hasil Pengujian Perbandingan <i>Abnormal Return</i> 22 Hari Sebelum & 22 Hari Sesudah.....	66
Lampiran 5 Hasil Pengujian Perbandingan <i>Abnormal Return</i> 30 Hari Sebelum & 30 Hari Sesudah.....	67

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Masalah**

Persaingan usaha dari tahun ke tahun semakin ketat. Hal ini akan membuat para manajer perusahaan berusaha mengembangkan strategi agar perusahaan dapat bertahan dan berkembang. Strategi ini diharapkan dapat diterapkan pada perubahan lingkungan yang telah dan akan terjadi di sekitar perusahaan sehingga dapat memperbaiki kinerja perusahaannya. Salah satu keputusan yang bisa diambil manajer perusahaan adalah melakukan merger.

Merger adalah keputusan strategis sebagai cara pengembangan perusahaan dalam menghadapi persaingan bisnis. Ada dua cara ekspansi yang dapat dilakukan perusahaan yaitu dengan ekspansi 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 & akuisisi.

Menurut Tandelilin (2010) pengumuman merger & akuisisi dapat berpengaruh pada harga saham, baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan terakuisisi. Perubahan harga saham kedua perusahaan tersebut mengindikasikan besarnya tingkat kesejahteraan yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak pengumuman merger. Disebutkan pula, keputusan merger & akuisisi mempunyai pengaruh yang besar dalam memperbaiki keuangan perusahaan serta peningkatan kondisi dan posisi keuangan perusahaan. Rachmawati dan Tandelilin (2001) yang membahas tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap return saham perusahaan target di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menyimpulkan adanya

abnormal return positif yang diperoleh pemegang saham perusahaan target pada hari sebelum, saat dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman merger dan akuisis mengandung informasi bagi pelaku pasar modal. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa perusahaan memperoleh kemakmuran dari aktivitas merger dan akuisisi.

Untuk melihat apakah pasar bereaksi dengan baik atau tidak terhadap kegiatan merger & akuisisi yang dilakukan dapat dilihat dari harga saham perusahaan yang melakukan merger & akuisisi tersebut. Perubahan terhadap harga saham menunjukkan adanya perubahan tingkat kesejahteraan pemegang saham yang diukur dengan *abnormal return* (AR) positif yang diperoleh pemegang saham. Dimana *abnormal return* positif menunjukkan adanya kabar baik atau hasil positif yang diterima pemegang saham dari dilakukannya merger & akuisisi. Ada dua *return* yang diharapkan oleh pemegang saham yaitu *return* berupa *dividen* dan *return* berupa *capital gain* yang diraih dengan selisih harga penjualan saham. *Return* yang mendukung penelitian ini adalah berupa *capital gain* karena *capital gain* adalah *return* yang dapat diperoleh dalam waktu singkat dan berhubungan dengan perubahan harga saham yang berdampak pada kesejahteraan pemegang saham.

Tren merger & akuisisi selalu ada dalam jumlah yang banyak pada beberapa tahun terakhir. Dalam Januari hingga Mei 2013 di Indonesia telah terjadi 28 transaksi merger & akuisisi dengan nilai transaksi mencapai Rp 28,30 triliun. Januari hingga Mei 2012 tercatat hanya 12 transaksi dengan nilai sekitar Rp3,25

triliun. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan transaksi merger & akuisisi dan sepertinya tren merger & akuisisi terus berlanjut (Kontan, 2013)

Berikut penulis menyajikan rata-rata *abnormal return* 5 hari, 22 hari, dan 30 hari saat sebelum dan sesudah aktivitas merger & akuisisi pada lima perusahaan yang termasuk dalam subsektor propertidan *Real Estate*, diantaranya Agung Podomoro Land, Kawasan Industri Jababeka, Summarecon Agung, Alam Sutera Realty, Cowell Development.

**Tabel 1.**  
**Rata-Rata *Abnormal Return* Lima Perusahaan Yang Termasuk Dalam Subsektor Propertidan *Real Estate*.**

Periode	Aktivitas Marger	
	Sebelum	Sesudah
30 hari	1.79	0.08
22 hari	-1.32	0.24
5 hari	1.40	-1.38

Sumber: Data dioalah

Pada tabel di atas menunjukkan bahwa nilai *Abnormal Return* lima hari sebelum merger & akuisisi menurun dari 1.40 menjadi -1.38 pada lima hari setelah dilakukannya merger & akuisisi. Hal yang serupa juga terjadi pada pengamatan 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi, dimana nilai *abnormal return* sebelumnya adalah 1.79 dan menurun menjadi 0.08 pada saat setelah dilakukannya merger & akuisisi. Hal ini menunjukkan adanya dampak yang buruk bagi investor karena abnormal return yang diperoleh adalah negatif. Lain halnya dengan pengamatan 22 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi. Pada pengamatan ini nilai *abnormal return* menjadimeningkat dari angka -1.32 menjadi 0.24. hal

indikarenakan kemampuan pasar untuk menyerap informasi secara sempurna di BEI membutuhkan waktu 22 hari yang berdasarkan penelitian Sartono dan Yarmanto (1996) yang dikutip oleh Sutrisno dan Sudibyo (2000).

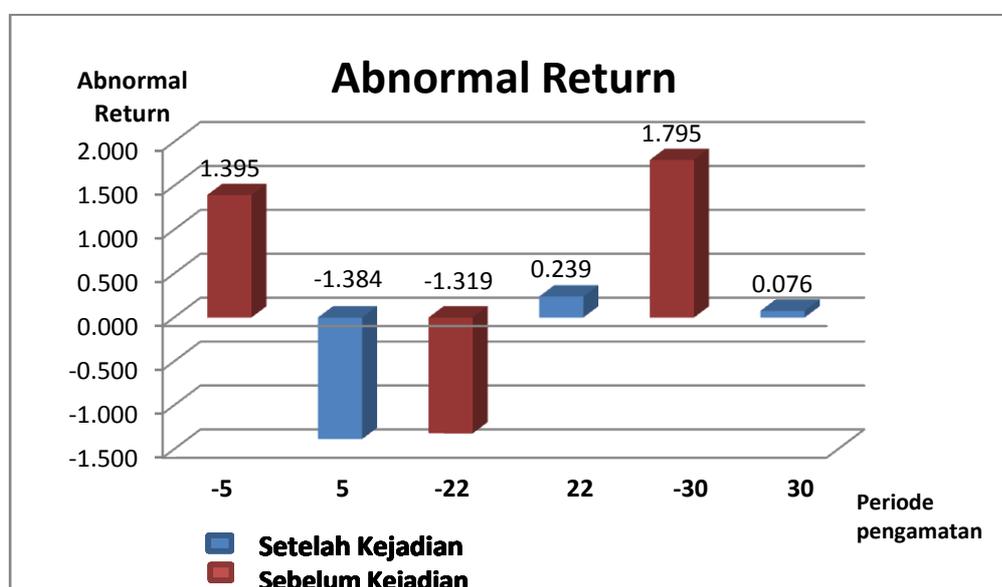
Penggunaan periode *event study* lima hari sebelum dan lima hari sesudah merger dan akuisisi mengacu pada pendapat yang dikemukakan oleh Tandelilin (2010) yang mengungkapkan bahwa *abnormal return* akan terjadi dalam waktu yang sangat singkat, terjadinya *abnormal return* disebabkan karena kondisi pasar yang tidak sempurna. Kemudian adanya salah satu *stakeholder* khususnya pemegang saham yang memiliki informasi yang lebih lengkap dari pemegang saham yang lain menjadi penyebab diperolehnya *abnormal return* dimana *abnormal return* terdapat terjaadi 1 hari, 2 hari, atau 5 hari perdagangan di pasar sekunder. *Abnormal return* hanya terjadi satu kali dan akan kembali normal secara berlahan-lahan dalam jangka waktu yang lebih panjang mengingat semakin panjang waktu yang dibutuhkan dalam suatu periode pasar modal akan membuat pasar semakin efisien.

Pemilihan periode pengamatan 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah tersebut karena kemampuan pasar untuk menyerap informasi secara sempurna di BEI membutuhkan waktu 22 hari. Ini berdasarkan penelitian Sartono dan Yarmanto (1996) yang dikutip oleh Sutrisno dan Sudibyo (2000).

Pemilihan periode pengamatan 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah dipilih berdasarkan pendapat yang dijelaskan oleh Jogiyanto (2009) bahwa *abnormal return* akan mengalami peluang muncul yang lebih tinggi dalam jangka panjang mengingat pemegang saham akan mencari waktu yang tepat untuk menjual saham

yang dimilikinya, ketika kondisi pasar semakin tidak transparan terhadap informasi maka investor yang ingin mendapat keuntungan akan menjual saham yang dimilikinya untuk mendapatkan keuntungan *abnormal return*. Adanya sejumlah risiko membuat investor membutuhkan waktu untuk berfikir dalam mengambil keputusan rentang waktu yang digunakan antara 15 hari sampai 30 hari.

Berikut adalah gambar dari deskriptif tabel di atas. Pergerakan kenaikan/penurunan *abnormal return* dapat dilihat pada grafik berikut.



Sumber : Data diolah

**Gambar 1.1**  
**Grafik Pergerakan AR Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi pada Lima Perusahaan yang Termasuk dalam Subsektor Properti dan *Real Estate***

Secara umum gambar di atas memperlihatkan perubahan AR pada periode lima hari, 22 hari, dan 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi. Nilai AR saat lima hari setelah merger & akuisisi mengalami penurunan yang signifikan dari periode pengamatan lima hari sebelum merger & akuisisi. Hal serupa juga terjadi ketika periode pengamatan 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi.

Sedangkan pada pengamatan 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah merger & akuisisi meningkat. Hal ini disebabkan kemampuan pasar untuk menyerap informasi secara sempurna di BEI membutuhkan waktu 22 hari. Ini berdasarkan penelitian Sartono dan Yarmanto (1996) yang dikutip oleh Sutrisno dan Sudibyo (2000). Oleh karena itu dari diagram ini diketahui bahwa nilai AR pada pengamatan 5 hari dan 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi ini cenderung memiliki nilai AR yang menurun setelah kejadian merger & akuisisi. Hal ini menunjukkan adanya respon negatif dari investor sesaat sebelum aktivitas merger & akuisisi diumumkan. Sedangkan pada waktu pengamatan 22 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi terdapat respon positif dari investor sesaat sebelum aktivitas merger & akuisisi diumumkan.

Pada data yang disajikan di atas membuktikan teori efisiensi pasar yang mana konsepnya adalah membahas tentang hubungan harga atau nilai sekuritas dengan informasi, bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi, serta sejauh mana informasi tersebut mempengaruhi pergerakan nilai saham. Dalam berinvestasi investor sangat memerlukan informasi agar dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi sehingga keputusan yang diambil diharapkan dapat sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai. Pada umumnya, informasi yang dibutuhkan investor berasal dari kondisi internal maupun eksternal perusahaan. Dalam pasar modal yang efisien, pasar akan bereaksi secara cepat terhadap semua informasi yang relevan yang akan tercermin pada harga sekuritas-sekuritasnya (Suad, 2001).

Beaver (1989) mendefinisikan efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi. Pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya

jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Definisi Beaver ini mempunyai arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu informasi yang spesifik apabila harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*). *Benchmark* yang digunakan adalah return normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Return hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan return normal menurut *benchmark*. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien dan sebaliknya. Dengan demikian untuk pasar yang efisien menurut Beaver ini, investor tidak akan menikmati *abnormal return*.

Dewasa ini telah banyak yang melakukan penelitian mengenai dampak dari merger & akuisisi terhadap perusahaan khususnya di Indonesia. Dari ketiga bentuk dari efisiensi pasar yang dikemukakan oleh Fama (1970), penelitian yang paling sering dilakukan adalah dalam bentuk efisiensi pasar setengah kuat dengan melihat dampak dari suatu pengumuman terhadap harga saham yang sering dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya. Menurut hasil penelitian Payamta & Setiawan (2004) menunjukkan bahwa penelitian terhadap semua rasio keuangan pada perusahaan manufaktur setelah melakukan merger & akuisisi ternyata tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan sebelum melaksanakan merger & akuisisi. *Abnormal return* sesudah merger dan akuisisi adalah negatif selama 45 hari dengan terhitung 22 hari sebelum, sehari pengumuman merger dan akuisisi dan 22 hari sesudah merger & akuisisi. Wibowo dan Pakereng (2001) meneliti pengaruh

pengumuman merger & akuisisi terhadap *return* saham dengan hasil penelitian membuktikan adanya *abnormal return* saham perusahaan. Sutrisno dan Sudibyo (2000) meneliti apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada harga saham perusahaan publik yang melakukan merger & akuisisi, dalam periode antara sebelum dan setelah publikasi pertama dari laporan konsolidasi. Hasil dari analisis menunjukkan bahwa ada penurunan yang signifikan pada rata-rata harga saham antara periode sebelum dan sesudah tanggal publikasi laporan keuangan konsolidasi. Hasil dari studi ini menyediakan bukti empiris bahwa aktivitas dari merger & akuisisi berpengaruh secara signifikan pada harga saham. Saiful (2003) melakukan penelitian terhadap pengumuman merger & akuisisi terhadap *abnormal return* perusahaan target dan industri sejenis dari 1991-1997, penelitian menggunakan teknik *event study*. Sampel akhir yang memenuhi kriteria adalah 30 perusahaan target dan 241 perusahaan nontarget dalam industri sejenis. Hasil dari penelitian ini telah ditemukan rata-rata kumulatif *abnormal return* yang diperoleh perusahaan target dan nontarget dalam industri sejenis adalah positif. Perbedaan hasil penelitian ini membuktikan adanya kepentingan penulis untuk meneliti perbedaan *abnormal return* saat sebelum dan setelah aktivitas merger & akuisisi.

Perbedaan reaksi pasar terhadap informasi ini dimungkinkan terjadi. *Signaling theory* mengungkapkan bahwa pasar akan bereaksi positif jika informasi yang dipublikasikan mengindikasikan sinyal yang menguntungkan. Sebaliknya, pasar akan bereaksi negatif terhadap informasi yang dirasa tidak menguntungkan (Jogiyanto, 2009).

Berdasarkan penjelasan penulis tentang informasi merger & akuisisi yang mempengaruhi *abnormal return* setelah kejadian merger & akuisisi, serta dengan *signaling theory* dan teori efisiensi yang akan mendukung penelitian ini, maka penulis ingin melakukan penelitian dengan judul: **Analisis Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi**. Studi kasus pada perusahaan yang termasuk dalam sektor Properti dan *Real Estate* Di Tahun 2011-2015.

### **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan penjelasan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka penulis dapat merumuskan masalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada lima hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI dengan menggunakan beberapa *windows periode*?
2. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada 22 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI dengan menggunakan beberapa *windows periode*?
3. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI dengan menggunakan beberapa *windows periode*?

### **C. Batasan Masalah**

Berdasarkan rumusan masalah yang diuraikan, penelitian ini dapat dibatasi agar penelitian ini lebih terfokus pada satu subsektor yaitu perusahaan yang termasuk dalam subsektor Properti dan *Real Estate* di tahun 2011-2015

#### **D. Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada saat lima hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi.
2. Menganalisis apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada saat 22 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi.
3. Menganalisis apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada saat 30 hari sebelum dan sesudah merger & akuisisi.

#### **E. Manfaat Penelitian**

Manfaat penelitian ini adalah:

1. Bagi penulis, untuk menambah wawasan dan memperdalam ilmu pengetahuan dan sebagai syarat untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi keilmuan yang bermanfaat dalam dunia akademis mengenai pengaruh merger & akuisisi terhadap *abnormal return*.
3. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pembanding, pertimbangan, dan pengembangan bagi penelitian yang akan datang.
4. Bagi Investor diharapkan agar “sadar informasi” dan lebih menguasai informasi yang dikeluarkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan. Dengannya investor dapat menggunakan intuisi untuk berinvestasi ataupun menjual kepemilikan saham pada waktu yang tepat.

## **BAB II**

### **KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS**

#### **A. Kajian Teori**

##### **1. Gambaran Merger & Akuisisi**

Menurut Standar Akuntansi Keuangan (No 22, Paragraf 08) penggabungan usaha adalah penyertaan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Penggabungan badan usaha pada umumnya dapat dilakukan dalam bentuk akuisisi dan penyatuan kepemilikan. Akuisisi adalah penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu perusahaan pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi.

Menurut Brealey dkk (2007) merger adalah penggabungan dua perusahaan menjadi satu, dimana perusahaan yang merger mengambil/membeli semua assets dan liabilities perusahaan yang dimerger, dengan begitu perusahaan yang merger memiliki paling tidak 50% saham. Perusahaan yang dimerger berhenti beroperasi dan pemegang sahamnya menerima sejumlah uang tunai atau saham di perusahaan yang baru. Sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan sebuah perusahaan dengan membeli saham atau aset perusahaan tersebut, perusahaan yang dibeli tetap ada. Perbedaan antara merger & akuisisi dapat dibedakan berdasarkan tiga hal yaitu dari status perusahaan, rancangan konsep, dan aktiva & pasiva. Merger berdasarkan status perusahaan yaitu perusahaan yang menerima penggabungan tetap eksis, sedangkan perusahaan yang menggabungkan diri bubar

tanpa likuidasi. Saham hanya dapat dilakukan terhadap perusahaan target berbentuk PT sebab kepemilikannya diwujudkan dalam bentuk saham. Sedangkan akuisisi asset dapat dilakukan terhadap perusahaan perseorangan, persekutuan, badan hukum. Perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi sama-sama tetap hidup. Merger menurut rancangan dan konsep harus disetujui RUPS. Konsep akta merger yang telah disetujui RUPS dituangkan dalam akta merger sedangkan pihak pengakuisisi berbentuk perseroan terbatas sebelum melakukan akuisisi harus lebih dahulu mendapat persetujuan dari RUPS perusahaan pengakuisisi. Akuisisi terhadap saham perusahaan perbankan harus mendapat persetujuan Bank Indonesia, sedangkan akuisisi terhadap saham perusahaan terbuka harus mendapat persetujuan Bapepam. Aktiva dan Pasiva perusahaan merger akan beralih ke dalam perusahaan hasil merger berdasarkan titel umum. Sedangkan dalam akuisisi, jumlah saham yang dibeli relatif banyak sehingga dapat mengubah posisi pemegang saham mayoritas atau pemegang saham pengendali.

Istilah merger sering dipergunakan untuk menunjukkan penggabungan dua perusahaan atau lebih dan kemudian tinggal memilih salah satu nama perusahaan yang bergabung atau digabungkan. Menurut Sudarsanam (1999) merger adalah kegiatan perusahaan menggabungkan dan membagi sumber daya yang mereka miliki untuk mencapai tujuan bersama. Para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan yang bergabung tersebut seringkali tetap dalam posisi sebagai pemilik bersama entitas yang digabungkan. Maka dalam penelitian ini menggunakan istilah merger & akuisisi secara bersamaan.

Pada umumnya tujuan dilakukannya merger & akuisisi adalah mendapatkan sinergi dan nilai tambah. Keputusan untuk *merger & akuisisi* bukan sekedar menjadikan dua ditambah dua menjadi empat, tetapi menjadikan dua ditambah dua menjadi lima. Oleh karena itu, ada tidaknya sinergi suatu *merger & akuisisi* tidak bisa dilihat beberapa saat setelah *merger & akuisisi* terjadi, tetapi diperlukan waktu yang relatif panjang. Sinergi yang terjadi sebagai akibat penggabungan usaha bisa berupa kenaikan modal, minimalnya biaya, dan sinergi lainnya.

#### **a. Motivasi Merger & akuisisi**

Menurut A.Hitt (2002) merger merupakan suatu cara mengembangkan dan pertumbuhan perusahaan. Merger bukan hanya suatu cara pertumbuhan perusahaan, tetapi merupakan alternatif lain untuk melalui investasi modal pertumbuhan secara interal atau organisasi Strategi merger dipandang sebagai salah satu alternatif strategi yang dapat memacu pertumbuhan sebuah perusahaan atau kelompok usaha secara signifikan. Alasan yang paling penting dikemukakan adalah bahwa merger dapat memberikan efek sinergi bagi perusahaan pemerger. Sinergi adalah hasil lebih yang akan didapatkan dari penggabungan dua hal dibandingkan dengan hasil.

Motivasi lainnya melakukan merger adalah untuk membeli opsi atau prospek pertumbuhan yang akan datang terutama bagi perusahaan yang akan memperluas usahanya dalam industri yang berbeda dengan industri yang dikembangkannya selama ini. Pada situasi tersebut, perusahaan-perusahaan pengakuisisi memperoleh keuntungan waktu dengan melakukan pergerakan lebih

awal dalam menghalangi pesaing dari memperoleh posisi yang sama dalam industri tersebut. Ketika melakukan akuisisi sinergi menjadi referensi yang penting, bahkan beberapa pihak antusias bahwa penggabungan dua entitas akan menghasilkan kekuatan lebih dari dua entitas tersebut. Tujuan yang lebih mendasar adalah pengembangan kekayaan pemegang saham melalui merger yang ditujukan pada pengaksesan atau pembuktian keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pemerger.

Menurut Hartono (2003) merger & akuisisi yang dilakukan perusahaan didasari oleh alasan-alasan berikut:

1. Teori Efisiensi

Merger akan melahirkan sinergi (gabungan faktor-faktor yang akan melahirkan keuntungan yang berlipat ganda)

- a. sinergi manajemen, dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan *skill* antar perusahaan.
- b. sinergi operasi, terjadi ketika perusahaan yang telah bergabung berhasil mencapai efisiensi biaya.
- c. sinergi keuangan, dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun.

2. Meningkatkan penguasaan pangsa pasar

Penggabungan dua atau lebih perusahaan yang bersaing menjual produk yang sama, secara teoritis akan meningkatkan penguasaan pangsa pasar secara berlipat ganda.

3. Penghematan Pajak

Dengan adanya penggabungan usaha dimana perusahaan yang satu adalah perusahaan kecil yang tidak mempunyai laba dengan perusahaan besar yang profitable dapat mengecilkan pajak yang akan dibayarkan.

4. Teori Diversifikasi

Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger & akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing.

5. Teori *Prestige*

Kadang-kadang terjadinya merger & akuisisi tidak karena motivasi ekonomi, tetapi karena motivasi ingin meningkatkan *prestige*. Denganmelakukan penggabungan usaha perusahaan akan makin besar, dalam hal ini akan meningkatkan *prestige* perusahaan tersebut.

6. Penilaian harta yang lebih rendah dari harga sebenarnya

Dengan diadakan penggabungan usaha, perusahaan penerima penggabungan akan memperoleh keuntungan dari selisih harga harta milik perusahaan yang digabungkan.

## **b. Manfaat Merger & akuisisi**

Dalam banyak literatur manajemen strategi ditemukan bahwa merger & akuisisi memberikan banyak manfaat . beberapa manfaat yang mungkin dihasilkan dari proses merger & akuisisi menurut David (1998) antara lain

1. Meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta diantara perusahaan yang di merger atau diakuisisi
2. Memperluas portofolio jasa yang ditawarkan akan berakibat pada bertambahnya sumber pendapatan bagi perusahaan.
3. Memperkuat daya saing perusahaan, dan lain sebagainya.

Kwik Kian Gie (dalam Payamta, 1997) mencatat beberapa manfaat Merger & akuisisi berikut ini :

### 1. Komplementaris

Penggabungan 2 perusahaan sejenis atau lebih secara horisontal dapat menimbulkan sinergi dalam berbagai bentuk, misal: perluasan produk, transfer teknologi, sumber daya manusia yang tangguh ,dan sebagainya.

### 2. *Pooling* kekuatan

Perusahaan-perusahaan yang terlampau kecil untuk mempunyai fungsi-fungsi penting untuk perusahaannya. Misalnya fungsi *Research dan Development*, akan lebih efektif jika bergabung dengan perusahaan lain yang telah memiliki fungsi tersebut.

### 3. Mengurangi persaingan

Penggabungan usaha diantara perusahaan sejenis akan mengakibatkan adanya pemusatan pengendalian, sehingga dapat mengurangi pesaing.

### 4. Menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan

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

### **c. Pengumuman Hasil merger & akuisisi**

Harga saham perusahaan dipengaruhi oleh persepsi pasar terhadap kondisi perusahaan saat ini dan prospek prestasi harapan, maka perlu adanya *disclosure* yang salah satunya diwujudkan dengan publikasi berita merger & akuisisi di surat kabar. Tujuannya agar pemegang saham dapat mengetahui rencana akuisisi yang akan dilakukan perusahaan public, dan mempermudah pemegang saham menilai keputusan pelaksanaan akuisisi mendukung tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pengujian dilakukan terhadap keberhasilan merger atau akuisisi yang sesuai bagi perusahaan yang mempunyai tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham adalah pengaruh merger maupun akuisisi terhadap harga saham. Merger atau akuisisi diharapkan menghasilkan keuntungan operasional atau keuntungan financial positif, baik bagi perusahaan target maupun perusahaan pengambilalih.

Berarti baik merger maupun akuisisi akan amat bermanfaat bagi prospek perusahaan. Jika pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat, perkiraan investor terhadap prospek keuntungan merger atau akuisisi sepenuhnya tercermin

pada harga saham pada saat merger atau akuisisi pertama kali diumumkan, dan beberapa saat setelah pengumuman tersebut.

Merger & akuisisi dipertimbangkan sebagai kabar baik jika diharapkan ada berbagai keuntungan ekonomis yang akan dihasilkan. Keuntungan abnormal positif yang diperoleh menunjukkan bahwa merger & akuisisi dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham atau sebaliknya. Mengingat peraturan yang dibuat oleh BAPEPAM bagi perusahaan yang akan melakukan merger & akuisisi berkewajiban mengumumkan rencananya tersebut kepada publik sekurang-kurangnya 28 hari sebelum RUPS LB dilakukan.

#### **d. Signaling Theory**

*Signaling Theori* merupakan dorongan faktor ekonomi dari satu unit usaha untuk mengungkapkan satu kejadian sukarela. Aktivitas merger & akuisisi mempunyai nilai informatif bagi investor sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi dalam bentuk perubahan harga saham karena adanya transaksi yang meningkat atau menurun (Sutrisno, 1998). Pengungkapan informasi ini juga diatur oleh Bapepam, antara lain melalui Peraturan Bapepam no IX.C.1 Lampiran Kep. Ketua Bapepam no Kep 22/ PM/ 1991, tertanggal 19 April 1991 tentang keterbukaan informasi yang harus diumumkan kepada publik (*public disclosure*) paling lambat 2 hari setelah keputusan atau terjadinya peristiwa yang mungkin mempengaruhi harga saham, antara lain:

1. Penggabungan usaha (*merger*), pembelian saham (*acquisition*), usaha patungan.
2. Pemecahan saham atau pembayaran deviden saham (*stock deviden*).

3. Pendapatan dan deviden yang luar biasa sifatanya.

*Signaling theory* juga menunjukkan adanya informasi asimetri antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak lain yang dilakukan oleh manajemen dan diharapkan dapat direspon secara positif dalam bentuk investasi pada perusahaan yang melakukan merger & akuisisi, atau sama sekali tidak melakukan investasi (respon negatif).

## **2. Teori Efisiensi Pasar (*Market Efficiency Theory*)**

### **a. Pengertian Teori Efisiensi Pasar (*Market Efficiency Theory*)**

Teori efisiensi pasar adalah teori yang membahas tentang harga atau nilai sekuritas yang mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia pada informasi tersebut (Hanafi, 2004). Ada beberapa pengertian tentang teori efisiensi pasar.

1. Berdasarkan nilai intrinsik sekuritas.

Teori ini menjelaskan bahwa pasar dikatakan efisien jika harga atau nilai sekuritas yang ada pada pasar mencerminkan informasi mengenai seberapa jauh harga sekuritas menyimpang dari nilai instrinsiknya.

2. Berdasarkan akurasi dari ekspektasi harga.

Teori ini menjelaskan bahwa pasar dikatakan efisien jika harga atau nilai sekuritas pada pasar mencerminkan secara penuh dari informasi

3. Berdasarkan distribusi informasi.

Teori ini menjelaskan bahwa pasar dikatakan efisien jika harga atau nilai sekuritas diperoleh setelah setiap orang memiliki informasi dan dianggap mendapatkan informasi yang sama.

#### 4. Berdasarkan proses dinamik.

Teori ini menjelaskan bahwa pasar dikatakan efisien jika harga atau nilai sekuritas yang tercantum dalam pasar secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia.

Jadi dalam konsep efisiensi pasar ini membahas tentang hubungan antara harga atau nilai sekuritas dengan informasi, bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi-informasi tersebut serta sejauh mana informasi tersebut dapat mempengaruhi pergerakan harga yang baru.

#### **b. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar**

Menurut Jogiyanto (2009), bentuk-bentuk efisiensi pasar yaitu:

##### 1. Efisiensi pasar dari sudut informasi (*informationally efficient market*)

###### a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lampau.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten.

###### c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*)

semua informasi yang bersifat privat, dan juga informasi lainnya (yang dipublikasikan dan masa lalu).

Jadi efisiensi pasar secara informasi didasarkan pada ketersediaan informasi harga atau nilai dari sekuritas mencerminkan semua informasi dan informasi tersebut dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa ada hambatan yang khusus. Bursa Efek Indonesia di Jakarta mengacu pada teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat karena Bursa Efek Indonesia adalah pasar yang nilai atau harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan perusahaan.

2. Efisiensi pasar dari sudut keputusan (*decisionally efficient market*)

- b. Pasar dikatakan efisien secara keputusan dapat dilihat dari kemampuan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan semua informasi yang tersedia.
- c. Pasar dikatakan efisien jika terdapat ketersediaan informasi dan efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan.

**3. Return Saham**

Menurut Jogiyanto (2009) *return* merupakan hasil dari investasi. *Return* dapat berupa realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan oleh investor. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang terjadi (diperoleh). *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai dasar penentuan *return*

ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa datang. Sedangkan *return* ekspektasi atau *predicted return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor dan merupakan *return* harian yang diperoleh oleh investor dan merupakan *return* harian yang diperoleh pasar keadaan normal.

Dua keuntungan dari saham yang jadi daya tarik utamanya adalah *dividen* dan *capital gain*. *Dividen* berkaitan dengan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. *Dividen* diberikan setelah mendapatkan persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan *dividen*, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode di mana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan *dividen*. Umumnya *dividen* merupakan daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang. Sedangkan *capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Umumnya pemodal dengan orientasi jangka pendek mengejar keuntungan melalui *capital gain*.

*Return* saham menjadi proksi yang tepat dalam mengukur pengaruh pengumuman merger & akuisisi terhadap kinerja pasar. Hal ini sesuai dengan teori kandungan informasi yang menyatakan bahwa jika informasi tersebut dapat mempengaruhi kecenderungan investor dalam pengambilan investasinya, maka terdapat perbedaan harga dan aktivitas saham perdagangan. Jadi sangat signifikan apabila proksi ini digunakan untuk mengetahui apakah investor menggunakan

informasi pengumuman merger & akuisisi ini sebagai dasar keputusan investasi mereka.

#### 4. *Abnormal Return*

*Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi atau *predicted return* (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi.

*Return* ekspektasi adalah estimasi nilai investasi, termasuk perubahan harga dan pembayaran atau dividen, dihitung dari kurva distribusi probabilitas dari semua kemungkinan tingkat pengembalian. Secara umum, jika aset berisiko, pengembalian yang diharapkan akan menjadi *risk-free rate of return* ditambah premi risiko tertentu.

Menurut Jogiyanto (2009) untuk mengestimasi *return* ekspektasi digunakan model perhitungan estimasi yaitu:

##### 1. *Mean-adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan dan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya pada periode estimasi.

Dengan model rata-rata, *return* yang diharapkan dihitung dengan cara

membagi *return* realisasi pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

## 2. *Market Model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar ini dilakukan dengan dua tahap yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi, dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi selama *periode window*.

## 3. *Market-adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* index pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini tidak perlu menggunakan model pasar karena *return* saham-saham yang diestimasi adalah *return* index pasar. *Abnormal return* merupakan tingkat keuntungan saham yang sesungguhnya ditentukan dengan saham yang diharapkan dan membandingkan harga yang diharapkan atau normal. Tingkat keuntungan saham yang diharapkan atau normal ditentukan dengan mencari selisih IHSG pada waktu tertentu dan kemudian dibagi dengan indeks harga saham gabungan pada waktu tertentu. Indikatornya :

- a. Tingkat keuntungan yang diharapkan
- b. Tingkat keuntungan sesungguhnya

## 5. **Penelitian Terdahulu**

Berdasarkan beberapa penelitian terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh merger & akuisisi yang menyatakan ada dan tidaknya sinergi,

yang mana sinergi tersebut dapat dilihat dari *abnormal return* yang mencerminkan kesejahteraan pemegang saham. Akuisisi adalah sebagai aktifitas yang meningkatkan nilai kinerja perusahaan yang mencerminkan kesejahteraan pemegang saham yang diproksikan dengan *abnormal return*.

Ada beberapa penelitian terdahulu yang meneliti tentang perbedaan *abnormal return* saat sebelum dan sesudah merger & akuisisi. Penelitian Wibowo dan Pakreang (2001) yang berjudul "Pengaruh Pengumuman Merger & Akuisisi terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor dan Non-Akuisitor" menyatakan bahwa adanya *abnormal return* yang negatif. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Nilam (2010) dan penelitian Ida & Wiagustini (2015) yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi. Hasil penelitian dari Rusnanda dan Pardi (2013) yang berjudul Analisa Pengaruh Pengumuman Merger & Akuisisi terhadap *Abnormal Return* Saham Bank Umum Di Bursa Efek Indonesia menyatakan hasil dari penelitian menunjukkan tidak ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa akuisisi. Hasil penelitian yang sama juga didapati oleh Rachmawati dan Tandelilin (2001) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi. Hasil Penelitian terdahulu ini akan penulis sajikan pada Tabel 2.

**Tabel 2. Penelitian-Penelitian Terkait dengan Reaksi Pasar Sebelum dan Sesudah Marger**

Nama Peneliti	Judul	Hasil
<b>Ida dan Wiagustini (2015)</b>	Studi Komparatif Abnormal Return Sebelum dan Sesudah Merger Pada Perusahaan Di Bei	tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i> signifikan statistik sesudah dan sebelum pengumuman <i>merger</i>
<b>Lizti Nadya Nilam (2010)</b>	Analisis Perbedaan Tingkat <i>Abnormal Return</i> dan Rasio Keuangan Sebelum Dan Sesudah Merger & akuisisi	Tidak terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> untuk periode 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah merger & akuisisi
<b>Wibowo dan Pakreang (2001)</b>	Pengaruh Pengumuman Merger & akuisisi terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor dan Non-Akuisitor dalam Sektor Industri yang Sama	Adanya <i>abnormal return</i> yang negatif
<b>Rusnanda dan Pardi (2013)</b>	Analisa Pengaruh Pengumuman Merger & akuisisi Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham Bank Umum Di Bursa Efek Indonesia	tidak ada perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> yang signifikan sebelum dan sesudah peristiwa akuisisi
<b>Rachmawati dan Tendelilin (2001)</b>	Pengaruh Pengumuman Merger & akuisisi Terhadap <i>Return</i> Saham Perusahaan Target	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata <i>abnormal return</i>

## B. Kerangka Konspetual

Pengumuman merger & akuisisi merupakan salah satu informasi yang relevan bagi investor. Pengumuman merger & akuisisi dapat berpengaruh pada harga saham, baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Perubahan harga saham kedua perusahaan tersebut, mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak pengumuman merger & akuisisi. Tujuan dari merger bagi perusahaan adalah bahwa merger dapat memberikan efek sinergi bagi perusahaan pemerger. Merger & akuisisi yang

dilakukan pada perusahaan lain bukan tanpa tujuan, kegiatan tersebut harus membentuk bagian dari bisnis dan strategi perusahaan. Tujuan langsung suatu merger adalah pembuktian diri atas pertumbuhan dan ekspansi asset perusahaan, penjualan dan pangsa pasar pihak pengakuisisi.

Bagi investor, pengumuman merger & akuisisi dapat dianggap sebagai sinyal positif dari manajemen tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Apabila merger & akuisisi mempunyai kandungan informasi yang menguntungkan maka akan berpengaruh terhadap perubahan *abnormal return*, hal ini disebabkan karena merger & akuisisi menimbulkan ekspektasi yang positif bagi investor tentang sinergi yang akan dihasilkan dari kejadian merger & akuisisi sehingga mendorong investor melakukan transaksi.

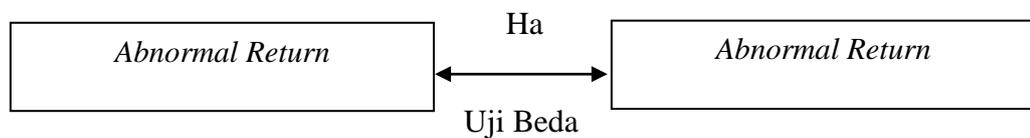
Besarnya pengaruh tersebut tercermin dalam besarnya perubahan yang terjadi pada *abnormal return*. *Abnormal return* diukur atas selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi.

Melihat dari beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa merger & akuisisi memberikan peningkatan *abnormal return*. Untuk itu perlu dilakukan pengujian tentang adanya *abnormal return* setelah melakukan merger & akuisisi. Untuk mengetahui tingkat *abnormal return* seputar pengumuman merger & akuisisi diukur dengan menggunakan market model.

Setelah *abnormal return* harian masing - masing perusahaan diketahui maka dihitung rata - rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi secara keseluruhan sampel. Untuk melihat apakah merger & akuisisi mempengaruhi return yang akan diterima oleh investor digunakan uji beda dua

rata-rata. Bila terdapat perbedaan yang signifikan maka merger & akuisisi berpengaruh terhadap *abnormal return* dan bila tidak terdapat perbedaan yang signifikan, maka merger & akuisisi tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan uraian diatas, maka kerangka konseptual atau keangka pemikiran dalam penelitian ini adalah :



### C. Hipotesis

Berdasarkan teori dan latar belakang permasalahan yang telah dikemukakan sebelumnya maka dapat dibuat beberapa hipotesis terhadap permasalahan sebagai berikut :

- H1 : Terdapat perbedaan tingkat *abnormal return* perusahaan pada masa 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah merger & akuisisi.
- H2 : Terdapat perbedaan tingkat *abnormal return* perusahaan pada masa 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah merger & akuisisi.
- H3 : Terdapat perbedaan tingkat *abnormal return* perusahaan pada masa 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah merger & akuisisi.

## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Sesuai dengan analisis hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan dapat diajukan beberapa kesimpulan penting yang merupakan jawaban dari permasalahan yang dibahas dalam penelitian saat ini yaitu:

1. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang diperoleh investor dalam lima hari sebelum dan lima hari sesudah merger & akuisisi pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang diperoleh menunjukkan pemegang saham memiliki informasi yang lengkap tentang merger & akuisisi, sehingga *abnormal return* dalam jangka pendek tidak terjadi.
2. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang diperoleh investor dalam 22 hari sebelum dan 22 hari sesudah merger & akuisisi pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya sentimen negatif dari pemegang saham terhadap kebijakan perusahaan dalam melakukan merger & akuisisi mengingat besarnya biaya yang dibutuhkan untuk menyelesaikan permasalahan merger & akuisisi sehingga untuk jangka pendek pemegang saham tidak akan menjual sahamnya karena sentimen negatif dari pelaku pasar justru akan menurunkan return yang akan diperoleh.
3. Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang diperoleh investor dalam 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah merger & akuisisi pada perusahaan

*property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang diperoleh menunjukkan sebagian besar investor lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan mengingat besarnya biaya yang dikeluarkan serta adanya risiko kegagalan yang akan diperoleh perusahaan setelah melakukan merger & akuisisi. Akibatnya mekanisme permintaan dan penawaran saham menjadi lebih rendah dan tidak memungkinkan terjadinya *Abnormal Return*.

## **B. Keterbatasan Penelitian**

Sesuai dengan analisis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, peneliti mengakui penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang disebabkan oleh adanya keterbatasan yang peneliti miliki yang meliputi:

1. Jumlah perusahaan yang berada pada sektor *property* dan *real estate* yang relatif sedikit sehingga mempengaruhi ketepatan dan akurasi hasil penelitian yang diperoleh.
2. Pemilihan waktu perbandingan atau *event study* yang relatif terlalu panjang, mempengaruhi ketepatan hasil yang diperoleh pada penelitian saat ini.
3. Masih terdapatnya sejumlah variabel yang dapat mengalami perubahan yang signifikan baik sebelum dan sesudah terjadinya merger & akuisisi pada perusahaan public di Bursa Efek Indonesia, variabel tersebut meliputi aspek kinerja keuangan yang fundamental, likuiditas saham perusahaan hingga risiko

### C. Saran

Berdasarkan kepada kesimpulan dan keterbatasan hasil penelitian, maka peneliti mengajukan beberapa saran yang dapat memberikan manfaat positif bagi:

1. Investor, hasil yang diperoleh dalam penelitian ini dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi, khususnya dalam mengendalikan risiko dan besarnya kemungkinan keuntungan yang akan diperoleh.
2. Peneliti dimasa mendatang diharapkan menggunakan sektor industri yang memiliki keanggotaan yang relatif banyak, sehingga dengan bertambah jumlah observasi yang diolah diharapkan dapat meningkatkan ketepatan dan akurasi hasil penelitian yang akan diperoleh dimasa mendatang.
3. Peneliti dimasa mendatang diharapkan juga merubah *event study* yang akan dibandingkan, jika memilih menggunakan variabel *abnormal return*, mengingat *abnormal return* akan terjadi pada waktu relatif pendek, dan hanya muncul satu kali untuk kemudian secara perlahan lahan keuntungan yang diperoleh akan menurun secara bertahan untuk kembali normal.
4. Peneliti dimasa mendatang disarankan untuk menggunakan variabel pembanding lainnya yang juga akan berubah (meningkat atau menurun) akibatnya adanya kegiatan merger & akuisisi, variabel tersebut seperti kinerja keuangan perusahaan yang fundamental, risiko investasi, likuiditas saham dan sebagainya.