

DAMPAK JANGKA PANJANG MERGER DAN AKUISISI TERHADAP PEMEGANG SAHAM DI BEJ PERBANDINGAN AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

Sutrisno¹ & Sumarsih²

Abstract

The objective of this research is to understand the long term impact of the internal as well as external merger and acquisition toward shareholder prosperity using size and beta adjustment abnormal return which had already been shown by the study of Dimson & Marsh (1983).

This research based on sample of companies that listed on Jakarta Stock Exchange and perform merger and acquisition during 1999-2000. The results show that there is no significant influence of merger and acquisition toward shareholder prosperity. There isn't any significant different of AAR and CAAR of companies which perform internal as well as external merger and acquisition. Furthermore, the AAR and CAAR of companies before and after merger and acquisition are insignificantly different.

Keywords: merger, acquisition, shareholder prosperity, AAR, CAAR.

PENDUHLUAN

Krisis moneter yang melanda Asia telah menelan banyak korban diberbagai negara Asia, khususnya Singapura, Korea Selatan, Thailand, Malaysia bahkan juga mengimbas ke Hongkong dan Jepang dengan skala berbeda termasuk Indonesia. Akibatnya banyak perusahaan besar dan konglomerat Indonesia yang sejak dekade 90-an awal tumbuh pesat pada saat krisis terpaksa menjual asetnya karena beban hutang yang meningkat terus akibat depresiasi rupiah terhadap dollar sehingga banyak yang bangkrut atau dilikuidasi. Dengan adanya merger dan akuisisi, perusahaan dapat melanjutkan usahanya dengan bantuan dari perusahaan yang memiliki kelebihan terutama di bidang pendanaan perusahaan.

Kegiatan merger dan akuisisi di Indonesia telah berlangsung pada tahun 1970, yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan agar dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak. Perkembangan merger dan akuisisi tersebut terus berlangsung sampai sekarang. Pada saat kondisi krisis, banyak perusahaan melakukan merger dan akuisisi dikarenakan mengalami kesulitan dalam pendanaan.

¹ Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

² Alumni Program Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia

Ada beberapa motivasi merger dan akuisisi yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham karena adanya peningkatan ketidaksempurnaan dalam External Capital Market, meningkatkan *Net Present Value* dan menciptakan *Internal Capital Market*, serta mengurangi variabilitas *earning*. Selain itu beberapa alasan merger dan akuisisi yang sering dimunculkan adalah: sinergi, pertimbangan pajak, membeli asset dibawah biaya penggantian, diversifikasi, insentif bagi manajer dan *break up value* (Brigham dan Houston, 1998), dari keenam alasan tersebut yang paling dominan adalah alasan sinergi.

Pada kegiatan merger dan akuisisi ada dua hal yang patut dipertimbangkan yaitu nilai yang dihasilkan dari kegiatan akuisisi dan siapakah pihak-pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan tersebut. Dengan adanya akuisisi diharapkan akan menghasilkan sinergi sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Akan tetapi jika menyangkut siapa pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan merger tersebut, para peneliti belum saling sepakat. Ada sebagian yang berpendapat, pemegang saham perusahaan target selalu diuntungkan dan pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi (*Acquiring Firm*) selalu dirugikan. Keuntungan pemegang saham dapat diketahui melalui *abnormal return* yang mereka terima.

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

Pada penelitian yang menguji pengaruh jangka panjang telah dilakukan pada saat Indonesia belum mengalami krisis, sedangkan penelitian yang menguji pada saat setelah krisis belum ada yang melakukannya. Peneliti tertarik dengan dampak jangka panjang karena biasanya hasil sinergi baru akan terlihat pada jangka waktu tertentu setelah peristiwa akuisisi. Dalam jangka panjang semua usaha yang dilakukan pihak manajemen sehubungan dengan pemanfaatan sinergi akan dinilai oleh pasar dan akan mempengaruhi harga saham perusahaan tersebut, sehingga sangat relevan jika peneliti ingin melihat dalam jangka panjang, seberapa jauh pengaruh akuisisi terhadap pemegang saham.

Tujuan penelitian ini ingin mengetahui kinerja jangka panjang dari kegiatan akuisisi yang dilakukan setelah krisis di Indonesia. Kinerja tersebut juga diukur dengan melakukan penyesuaian pada risiko (beta) dan ukuran perusahaan dari kontrol portofolio. Kemudian dibedakan juga kinerja jangka panjang untuk akuisisi eksternal dan internal.

Walaupun akuisisi/merger diyakini akan memberikan sinergi namun untuk akuisisi/merger internal yaitu akuisisi dalam satu grup usaha biasanya tidak memberikan *cumulative abnormal return* yang lebih tinggi dibandingkan akuisisi eksternal. Hal ini dikarenakan adanya pendapat bahwa motif akuisisi internal bukanlah sinergi karena sinergi pada perusahaan dalam satu grup biasanya dilaksanakan dengan mudah tanpa proses akuisisi. Motif yang mungkin adalah penghematan pajak. Seperti pada kasus akuisisi Bogasari oleh Indofood. Oleh karena itu bentuk akuisisi ini diyakini tidak memberikan manfaat yang besar bagi pemegang saham jangka panjang.

Sedangkan sebaliknya untuk akuisisi eksternal, karena tidak dilakukan dalam satu grup maka ada kemungkinan pertimbangan yang digunakan benar-benar pertimbangan bisnis misalnya peningkatan efisiensi. Efisiensi biasanya diperoleh melalui hal efisien, mengganti manajemen yang tidak kompeten maupun adanya *operating strategy* antara perusahaan-perusahaan tersebut.

TINJAUAN PENELITIAN TENTANG MERGER DAN AKUISISI

Berbagai penelitian tentang merger dan akuisisi telah banyak dilakukan dan dapat dilihat dari dampak jangka pendek serta dampak jangka panjang. Tjandra (1995) meneliti emiten-emiten yang ada di BEJ, memperoleh 5 perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal dan 11 akuisisi internal, periode pengamatannya 1990-1993. Tambahan kemakmuran diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa akuisisi internal tidak ada yang memberikan AAR yang positif pada periode pengamatan, sedangkan untuk akuisisi eksternal banyak yang memberikan AAR yang positif. Kesimpulan akuisisi eksternal lebih mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham.

Wibowo & Pakereng (2001) menemukan bahwa perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Dari hasil penelitian ini ditentukan juga bahwa pengumuman merger dan akuisisi dapat menunjukkan adanya transfer informasi antar perusahaan dalam sektor industri manufaktur.

Sedangkan bila dilihat dari dampak jangka panjang akuisisi bagi pemegang saham. Jensen & Ruback (1993), menemukan adanya *abnormal return* yang negatif karena ketidak konsistenan efisiensi pasar dan adanya sugesti yang membuat perubahan harga pasar yang lebih tinggi, bahkan Ruback (1983) mengemukakan bahwa *return* yang negatif selama dua tahun setelah merger dan akuisisi adalah fakta yang tidak dapat dipungkiri.

Agrawal, Jaffe, Mandelker (1992) menemukan bahwa *tender offer* akan diikuti *abnormal return* yang signifikan, tetapi untuk *merger* akan diikuti *abnormal return* yang signifikan sebesar -10% setelah 5 tahun dari tanggal efektif akuisisi. Sedangkan untuk akuisisi/merger konglomerat dan non-konglomerat setelah 5 tahun juga memberikan hasil yang negatif. Hal tersebut tidak sesuai dengan pendapat umum yang menyatakan bahwa merger non konglomerat memberikan hasil yang lebih rendah dari merger konglomerat

Luoghran dan Vjih (1997) menemukan hubungan antara *return* pasca akuisisi dan model akuisisi juga dengan bentuk pembayaran. Selama 5 tahun periode setelah akuisisi perusahaan yang melakukan *stock merger* memperoleh *excess return* yang negatif signifikan sekitar -25%, sedangkan perusahaan yang melakukan *tender offer* dengan pembayaran tunai memperoleh *excess return* yang positif signifikan sebesar 61,7% jika dibandingkan dengan kontrol portofolionya. Mereka juga menghitung dampak akuisisi pada perusahaan targetnya.

Wibowo (1996) meneliti Kinerja Saham Akuisitor Jangka Panjang Setelah Akuisisi (Perbandingan antara Akuisisi Konglomerasi dan Nonkonglomerasi di BEJ). Diperoleh 6 sampel akuisisi konglomerasi dan 14 akuisisi nonkonglomerasi. Hasilnya dalam waktu tiga tahun setelah akuisisi, kinerja saham perusahaan yang melakukan akuisisi tidak mengalami *underperformance* dan kinerja saham perusahaan yang melakukan akuisisi nonkonglomerasi lebih baik dari perusahaan konglomerasi.

Swandari (1999) melakukan penelitian dampak jangka panjang pemegang saham pengakuisisi dan membandingkan kemakmuran yang diperoleh antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal selama periode 1990 hingga 1994. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi tidak memperoleh kemakmuran yang lebih tinggi dari peristiwa akuisisi. Hasil tersebut disimpulkan dari nilai AAR dan CAAR yang positif tidak signifikan untuk periode 24 bulan setelah peristiwa. Sedangkan kemakmuran yang diterima pemegang saham jangka panjang pada perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal terbukti lebih tinggi dibandingkan pada pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi internal. Penelitian ini dilakukan sebelum Indonesia dilanda krisis moneter.

Retno W. (2002) melakukan penelitian dampak jangka panjang pemegang saham pengakuisisi dan membandingkan kemakmuran yang diperoleh antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal selama periode 1997 hingga 1999. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pemegang saham pengakuisisi tidak memperoleh kemakmuran/*abnormal return* yang memadai setelah pengumuman merger dan akuisisi.

HIPOTESIS

- H₁** : Terdapat beda rata-rata dalam abnormal return yang diperoleh perusahaan akuisitor dalam jangka panjang dari peristiwa merger dan akuisisi setelah krisis.
- H₂** : Abnormal return yang diterima pemegang saham jangka panjang pada perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal lebih tinggi dibandingkan dengan kemakmuran yang diterima pemegang saham jangka panjang perusahaan yang melakukan akuisisi internal
- H₃** : Dalam jangka panjang kemakmuran yang diperoleh pemegang saham perusahaan setelah melakukan akuisisi lebih tinggi dibandingkan dengan kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebelum melakukan akuisisi.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta, dan yang akan dijadikan dasar untuk pembentukan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu yakni (1) perusahaan akuisitor yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melakukan aktifitas akuisisi selama periode 1999 – 2001, (2) melakukan akuisisi eksternal atau internal dan tidak melakukan kegiatan lain yang mempengaruhi pergerakan saham seperti pengumuman right issue, pembagian deviden, pembagian laba atau melakukan stock split, (3) Hanya melakukan merger atau akuisisi satu kali dalam jangka waktu tahun pengamatan.

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan akuisitor yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sepanjang periode 1999 – 2001. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari Indonesia Capital Market Directory (1998-2003) dan Laporan Tahunan Bank Indonesia (1998-2003). Harga saham perusahaan sampel selama 12 bulan sebelum dan 24 bulan sesudah tanggal efektif akuisisi, diperoleh dari Pojok BEJ UII. Data yang diperlukan adalah data bulanan. Jika akuisisi terjadi tanggal 1-20 maka data bulanan akan dimulai pada akhir bulan tersebut. Misalnya akuisisi tanggal 22 Mei 1999, data bulanan akan dimulai tanggal 30 Juni 1999 dan seterusnya

Teknik Analisis

Penelitian ini menguji dampak kegiatan akuisisi setelah krisis bagi pemegang saham jangka panjang pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Jika pada penelitian *event study* yang meneliti *abnormal return* pada hari-hari *event day*, pemegang saham memiliki kemungkinan besar untuk memperoleh *abnormal return*, maka pada penelitian yang menguji dampak jangka panjang akuisisi biasanya terjadi hal sebaliknya, tetapi dengan pertimbangan sinergi diharapkan terjadi *abnormal return* dalam periode jangka panjang setelah peristiwa merger.

Model yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar *abnormal return* yang diterima pemegang saham *acquiring firm* adalah *market model* yang telah disesuaikan dengan resiko (beta) dan ukuran perusahaan dari kontrol portofolio. Kontrol portofolio adalah perusahaan-perusahaan yang nilai pasar akhir tahun sebelumnya berada pada *desil* yang sama dengan perusahaan sampel. Kontrol Portofolio digunakan sebagai variabel kontrol agar dalam penghitungan *abnormal return* jangka panjang tidak bias. Alasannya adalah perbedaan ukuran perusahaan dan beta perusahaan akan berpengaruh pada *abnormal return* yang dihasilkan. Hal ini seperti yang telah dikemukakan oleh Dimson dan Marsh (1986). Selain itu Bhandari (1989) juga menyatakan bahwa *return* saham akan dipengaruhi oleh *debt / equity ratio*, beta dan ukuran perusahaan.

Pada pengujian hipotesis akan diuji apakah dalam jangka panjang pemegang saham *acquiring firm* memperoleh *abnormal return* yang signifikan dari kegiatan akuisisi. Untuk mengetahui *return* jangka panjang *acquiring firm* diukur dengan metodologi yang dikemukakan oleh Dimson dan Marsh (1986) dengan rumus *abnormal return (size and beta adjusted abnormal return)*. Dimson dan Marsh (1986) meneliti *abnormal return* dalam jangka panjang dengan tujuh metode termasuk CAPM dan *Single Index Model* hasilnya menunjukkan bahwa metode yang paling baik sebagai predictor *abnormal return* jangka panjang adalah *size and beta adjusted abnormal return*. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - R_{st} - (\beta_i - \beta_s)(R_{mt} - R_{ft})$$

R_{it} = *return* saham i pada bulan t untuk selama dua periode yaitu periode sebelum dan setelah akuisisi.

R_{st} = rata-rata tertimbang *return* selama bulan t untuk kontrol portofolio pada semua perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan (dalam desil) yang sama dengan perusahaan i, didasarkan pada nilai pasar perusahaan pada akhir tahun yang sebelumnya. R_{st} dihitung untuk periode sebelum dan setelah akuisisi.

- β_i = beta saham i, β_i diestimasi untuk periode sebelum dan sesudah akuisisi. Data yang digunakan adalah data bulanan untuk periode +1 sampai +24 setelah *merger completion* (tanggal efektif), dipergunakan nilai β_i yang sama untuk menaksir E_i pada setiap bulan (E_{it}).
- B_s = beta kontrol portofolio, β_s juga diestimasi untuk periode sebelum dan sesudah akuisisi. Data yang digunakan adalah data bulanan untuk periode bulan +1 sampai +24 setelah *merger completion* (tanggal efektif), digunakan nilai β_s yang sama untuk menaksir E_i pada setiap bulan (E_{it}).
- R_{mt} = *return* pasar, diperoleh dari IHSG
- R_{it} = tingkat bunga bebas resiko pada bulan t,

Sehingga langkah penghitungannya adalah:

- a. Menghitung *return* masing-masing saham pada periode pengujian. Rumus yang digunakan adalah:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

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

P_{it} = harga saham i pada hari t

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

- b. Menghitung R_{st} untuk masing-masing saham, dengan rumus:

$$R_{St} = \frac{P_{St} - P_{St-1}}{P_{St-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

R_{st} = Rata-rata tertimbang *return* selama bulan t untuk kontrol portofolio

P_{st} = Rata-rata tertimbang harga saham control portofolio pada bulan t

P_{st-1} = Rata-rata tertimbang harga saham control portofolio pada bulan sebelumnya

- c. Menghitung β_1 , diestimasi dengan melakukan regresi dengan variabel dependent *return* saham i dan variabel independen berupa *return* pasar.
- d. Menghitung β_s , diestimasi dengan melakukan regresi dengan variable dependen berupa *return* control portofolio dan variable independent berupa *return* pasar.
- e. Menghitung *return* pasar R_{mt} , tingkat keuntungan portofolio pasar dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_t} \dots\dots\dots (3)$$

R_{mt} = return pasar

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari ke t

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

- f. Menghitung R_{it} dengan cara menghitung rata-rata tingkat dis-konto SBI untuk satu bulan/28 hari.
- g. Memasukkan semua data ke dalam rumus untuk menghitung *expected return* dengan rumus:

$$E_{it} = R_{it} - R_{st} - (\beta_i - \beta_s) (R_{mt} - R_{ft}) \dots\dots\dots (4)$$

- h. *Abnormal return* akan dihitung secara agregat (*average abnormal return*) agar diperoleh kesimpulan yang memadai tentang merger. *Abnormal return* yang dihitung adalah *abnormal return* setelah akuisisi. Sedangkan *abnormal return* sebelum peristiwa akuisisi dihitung untuk memperoleh nilai kesalahan setelah es-timasi/KSE (*standar error of estimate*) pada periode nor-mal/periode tanpa peristiwa akuisisi. Berikut ini rumus untuk menghitung AAR:

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=t}^{N_t} \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

N_t = jumlah saham dalam sampel dengan *return* pada *event* bulan t.

- i. Kemudian *cumulative average abnormal return* (CAAR) dari *event month* t1 sampai t2 dihitung dengan rumus:

$$CAAR = \sum_{t1}^{t2} AAR_t$$

1. Uji hipotesis 1

Pengujian t-statistik pada penelitian ini menggunakan metode *Crude Dependence Adjustment* untuk mengatasi masalah *return* saham-saham yang melanggar asumsi independen, karena *abnormal return* masing-masing saham pada periode peristiwa meru-pakan *return* yang *independent* dan terdistribusi secara identik (*in-dependent and identically distributed* atau *iid*). Metode ini dilandasi asumsi *cross-sectional dependence* untuk *abnormal return*. Asumsi tersebut menyatakan bahwa jika terdapat suatu peristiwa ekonomi maka efeknya akan berpengaruh pada seluruh saham yang diper-jualbelikan di bursa.

Pada tes ini rata-rata *abnormal return* pada hari peristiwa akan di-bagi dengan kesalahan estimasi yang dihitung dari *time series* rata-

rata *abnormal return* pada periode estimasi (Harianto dkk, 1998), Rumusnya adalah :

$$t = \frac{AAR_t}{KSE_t}$$

keterangan :

t = t-hitung

KSE_t = kesalahan standar estimasi *abnormal return* pada hari peristiwa

AAR_t = rata-rata *abnormal return* dari N saham pada waktu t

$$KSE_t = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^{t2} (AAR_t - \overline{AAR_t})^2}$$

$$\overline{AAR_t} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^{t2} AAR_t$$

Keterangan :

T = lama waktu dalam periode estimasi

AAR_t = rata-rata *abnormal return* saham pada hari t

$\overline{AAR_t}$ = rata-rata dari AAR pada periode estimasi

kriteria penerimaan hipotesis adalah :

Ho : AR ≤ 0, berarti Ho diterima

Ha : AR > 0, berarti Ha diterima

2. Uji hipotesis 2

Pada hipotesis 2 ini akan digunakan uji beda dua rata-rata dengan rumus t statistik sebagai berikut :

$$t = \frac{\overline{X}_1 - \overline{X}_2}{\sqrt{\frac{\left\{ \sum (X_{1i})^2 + (\sum (X_{2i} - \overline{X}_2))^2 \right\}}{(n_1 + n_2 - 2)}} \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

Keterangan :

$\overline{X}_1 - \overline{X}_2$ = Perbedaan rata - rata sampel 1 dan 2

\overline{X}_1 = Rata - rata akuisisi eksternal

\overline{X}_2 = Rata - rata akuisisi internal

X_{1i} = Nilai observasi

Kriteria penerimaan hipotesis adalah sebagai berikut :

Ho : $(\overline{X}_1 - \overline{X}_2) = 0$, berarti Ho diterima

Ha : $(\overline{X}_1 - \overline{X}_2) > 0$, berarti Ha diterima

3. Uji hipotesis 3

Pada hipotesis 3 ini akan digunakan uji beda dua rata-rata dengan rumus t statistik sebagai berikut :

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{\left\{ \frac{\sum (x_{1i})^2 + (\sum (X_{2i} - X_2))^2 \right\}}{(n_1 + n_2 - 2)} \right\}} \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

Keterangan :

$\bar{X}_1 - \bar{X}_2$ = Perbedaan rata - rata sampel 1 dan 2

\bar{X}_1 = Rata - rata sebelum akuisisi

\bar{X}_2 = Rata - rata sesudah akuisisi

X_{1i} = Nilai observasi

Kriteria penerimaan hipotesis adalah sebagai berikut :

$H_0 : (\bar{X}_1 - \bar{X}_2) = 0$, berarti H_0 diterima

$H_a : (\bar{X}_1 - \bar{X}_2) > 0$, berarti H_a diterima

HASIL PENELITIAN

Pembahasan dalam analisis data dimulai dengan analisis mengenai tingkat keuntungan atau return saham pada masing-masing perusahaan dan return pasar serta *risk free rate* selama periode penelitian, yaitu dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2003 untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Analisis dilanjutkan dengan analisis mengenai abnormal return. Setelah penghitungan dan analisis mengenai abnormal return, maka analisis diakhiri dengan uji beda dua rata-rata.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, maka diperoleh sampel sebanyak 22 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Namun demikian, dari 22 sampel perusahaan tersebut, yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 11 perusahaan. Penelitian yang dilakukan adalah event studies dengan data yang digunakan adalah data bulanan. Jangka waktu penelitian adalah 12 bulan sebelum merger dan akuisisi serta 24 bulan setelah merger dan akuisisi.

Tingkat Keuntungan/Return Saham dan Return Pasar Perusahaan yang Melakukan Merger dan akuisisi

Tabel 1 menunjukkan rangkuman hasil-hasil perhitungan return saham pada masing-masing perusahaan dan return pasar selama

periode penelitian yang dibagi menjadi dua yaitu pada 12 bulan sebelum merger dan akuisisi dan 24 bulan setelah merger dan akuisisi. Hasil-hasil pada Tabel 1 tersebut menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi mempunyai rata-rata return saham yang positif selama periode penelitian. Beberapa perusahaan bahkan menunjukkan return saham yang negatif.

Pada periode sebelum merger dan akuisisi sebanyak 5 perusahaan mempunyai return saham positif dan sebanyak 6 perusahaan mempunyai return saham negatif. Namun demikian, pada periode setelah merger dan akuisisi, sebanyak 4 perusahaan mempunyai return saham positif dan sebanyak 7 perusahaan mempunyai return saham negatif. Berdasarkan pada hasil-hasil ini menunjukkan bahwa setelah adanya pengumuman merger dan akuisisi, maka semakin banyak perusahaan yang mempunyai return saham negatif.

Tabel 1

Rata-rata return saham dan return pasar sebelum dan sesudah merger dan akuisisi

No	Perusahaan	R_{it}		R_{mt}	
		Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
1	PT GT Kabel Indonesia	0,214	-0,021	0,041	-0,012
2	PT Tunas Ridean	0,158	-0,024	0,050	-0,018
3	PT Bat Indonesia	0,184	-0,058	0,050	-0,012
4	PT Bank Danamon	0,089	0,579	0,043	-0,008
5	PT Gudang Garam	0,046	-0,006	0,043	-0,008
6	PT Astra Internasional	-0,059	0,042	-0,029	0,007
7	PT Smart	-0,023	-0,031	-0,021	0,000
8	PT Telkom	-0,051	0,029	-0,037	0,003
9	PT Sierad Produce	-0,044	-0,056	-0,037	0,003
10	PT Timah	-0,046	-0,032	-0,022	0,005
11	PT Indofood Sukses Makmur	-0,078	0,004	-0,006	0,008

Return Saham Tidak Normal (Abnormal Return) Perusahaan yang Melakukan Merger dan akuisisi

Hasil-hasil pada Tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata Abnormal Return saham perusahaan keseluruhan yang melakukan merger dan akuisisi menunjukkan nilai sebesar 0,0023 atau 0,23% pada periode sebelum merger dan akuisisi. Selama periode setelah adanya merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan, terjadi kenaikan dalam hal abnormal return yaitu menjadi 0,0506 atau 5,06%. Kenaikan absolut yang terjadi dari periode sebelum merger dan akuisisi ke periode setelah dilakukannya merger dan akuisisi adalah sebesar 0,0483 atau 4,83%.

Dalam penelitian ini, ada sebanyak 11 perusahaan melakukan merger dan akuisisi selama periode penelitian. Berdasarkan hasil pengolahan data harga penutupan saham bulanan pada masing-masing perusahaan pada masa sebelum dan setelah merger dan akuisisi, diperoleh rata-rata Abnormal Return saham untuk setiap perusahaan ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2

Rata-Rata *Abnormal Return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger dan akuisisi

Perusahaan	Rata-Rata Abnormal Return Saham (%)		Perubahan Absolut
	Sebelum Merger dan akuisisi	Setelah Merger dan akuisisi	
Seluruh perusahaan yang melakukan merger	0,0023	0,0506	0,0483
PT GT Kabel Indonesia	0,054	-0,003	-0,056
PT Tunas Ridean	-0,098	0,017	0,114
PT Bat Indonesia	0,065	-0,069	-0,134
PT Bank Danamon	-0,138	0,568	0,707
PT Gudang Garam	0,042	0,012	-0,031
PT Astra Internasional	0,075	0,062	-0,013
PT Smart	0,001	-0,020	-0,022
PT Telkom	-0,057	0,047	0,104
PT Sierad Produce	0,051	-0,057	-0,108
PT Timah	0,035	-0,007	-0,042
PT Indofood Sukses Makmur	-0,005	0,008	0,013

Tabel 3

Rata-Rata *Average Abnormal Return* dan *Cumulative Average Abnormal Return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi

No	Keterangan	Periode	
		Sebelum	Sesudah
1	<i>Average Abnormal Return</i>	0,214	-0,021
2	<i>Cumulative Average Abnormal Return</i>	0,158	-0,024

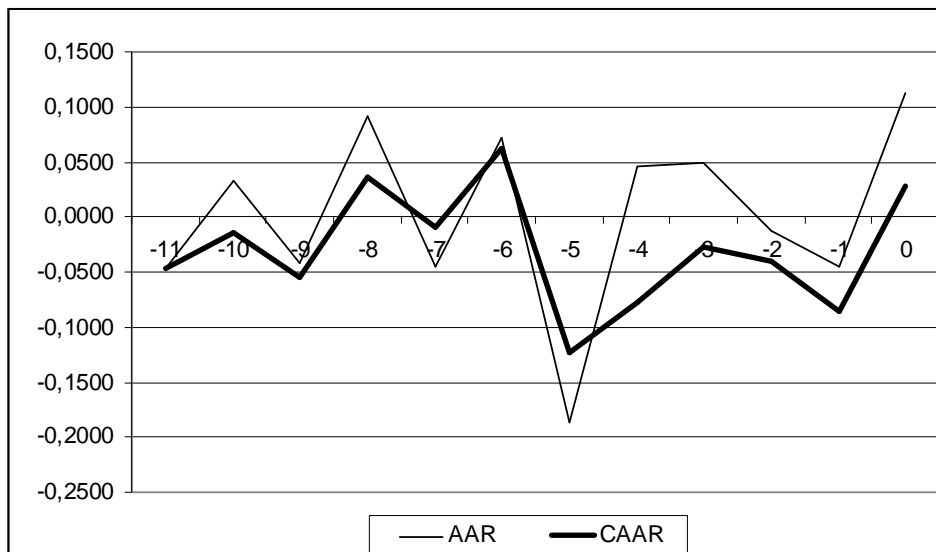
Tabel 3 menunjukkan rangkuman hasil-hasil perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) pada masing-masing perusahaan dan return pasar selama periode penelitian yang dibagi menjadi dua yaitu pada 12 bulan sebelum merger dan akuisisi dan 24 bulan setelah merger dan akuisisi. Hasil-hasil pada Tabel 4 tersebut menunjukkan bahwa pada periode sebelum merger dan akuisisi, nilai rata-rata *Average Abnormal Return* (AAR) adalah sebesar 0,214. Nilai *Average Abnormal Return* (AAR) ini

mengalami penurunan pada periode setelah merger dan akuisisi menjadi -0,021.

Tabel 3 tersebut juga menunjukkan bahwa pada periode sebelum merger dan akuisisi, nilai rata-rata *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) adalah sebesar 0,158. Nilai *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) ini mengalami penurunan pada periode setelah merger dan akuisisi menjadi -0,024.

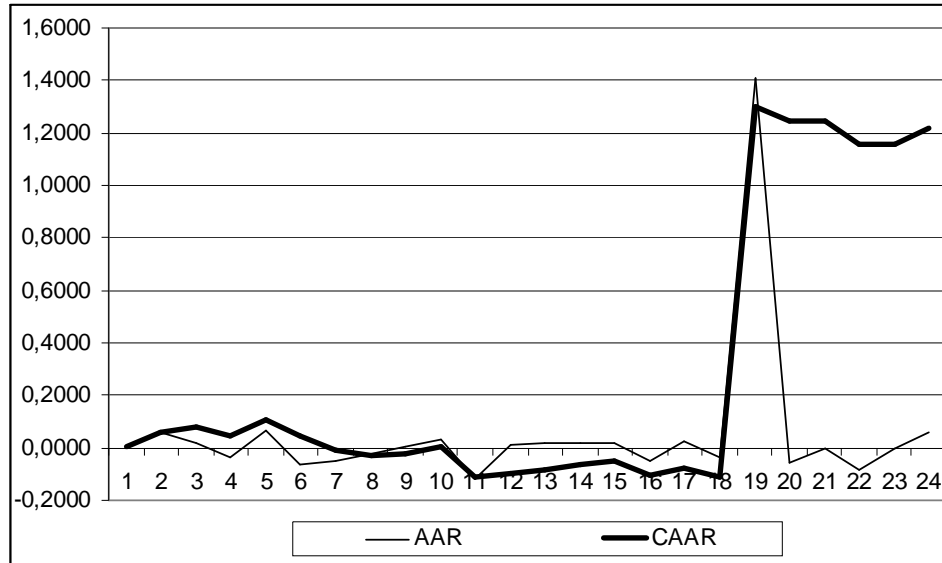
Untuk memberikan gambaran mengenai pergerakan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) saham perusahaan-perusahaan setelah adanya merger dan akuisisi dan sebelum adanya merger dan akuisisi, maka disajikan pada Gambar 1 dan 2.

Gambar 1. Pergerakan Nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) Sebelum Merger dan akuisisi



Berdasarkan pada Gambar 1 tersebut menunjukkan bahwa nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) bersifat fluktuatif pada masing-masing periode. Pada bulan -5 dari merger dan akuisisi, terjadi penurunan yang paling tajam dalam nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR) pada masing-masing perusahaan.

Gambar 2. Pergerakan Nilai *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* Setelah Merger dan akuisisi



Berdasarkan pada Gambar 2 tersebut menunjukkan bahwa nilai *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* bersifat fluktuatif pada masing-masing periode. Pada bulan 19 dari merger dan akuisisi, terjadi peningkatan yang paling tajam dalam nilai *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* pada masing-masing perusahaan.

Pengujian Hipotesis 1

Analisis ini digunakan untuk menjawab permasalahan pertama yaitu apakah dalam jangka panjang peristiwa akuisisi memiliki dampak terhadap kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Analisis ini juga bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai apakah merger dan akuisisi berpengaruh pada kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Pengujiannya dilakukan dengan uji beda dua rata-rata atau dengan uji t.

Berikut ini adalah hasil-hasil analisis uji t baik untuk perusahaan-perusahaan yang melakukan akuisisi internal, eksternal dan keseluruhan.

Tabel 4
Uji Signifikansi AAR dan CAAR Untuk Akuisisi Internal, Eksternal, dan Keseluruhan

	Merger Internal		Merger Eksternal		Keseluruhan	
	T-hitung AAR	T-hitung CAAR	T-hitung AAR	T-hitung CAAR	T-hitung AAR	T-hitung CAAR
1	0,0166	0,0637	-0,5097	-0,2719	0,0039	0,0021
2	0,0493	0,0483	1,6674	0,6175	0,2023	0,1094
3	0,0768	0,0369	0,0372	0,6373	0,0708	0,1469
4	-0,0232	0,0854	1,6387	1,5114	-0,1284	0,0788
5	0,0185	0,0627	1,6465	2,3896	0,2229	0,1970
6	-0,0739	0,1176	0,0928	2,4391	-0,2222	0,0792
7	-0,1690	0,1918	0,8056	2,8688	-0,1769	-0,0146
8	-0,1949	0,2152	-0,0725	2,8301	-0,0695	-0,0515
9	-0,1633	0,1869	-0,8328	2,3859	0,0178	-0,0420
10	-0,1072	0,1415	-0,4637	2,1386	0,1053	0,0138
11	-0,2623	0,2822	-0,2361	2,0126	-0,4012	-0,1990
12	-0,2977	0,3211	1,7424	2,9420	0,0390	-0,1783
13	-0,2745	0,2953	-0,0243	2,9290	0,0558	-0,1487
14	-0,2772	0,2983	0,8444	3,3794	0,0547	-0,1197
15	-0,2612	0,2811	0,2347	3,5046	0,0565	-0,0897
16	-0,3220	0,3492	-0,3844	3,2996	-0,1784	-0,1844
17	-0,3044	0,3288	0,7212	3,6843	0,0960	-0,1335
18	-0,3184	0,3450	-1,1679	3,0614	-0,1196	-0,1969
19	1,6069	1,7900	0,5549	3,3573	4,8082	2,3532
20	1,5845	1,7306	-1,8771	2,3561	-0,1919	2,2514
21	1,5727	1,6997	0,2166	2,4717	-0,0135	2,2443
22	1,4980	1,5105	-1,4451	1,7009	-0,2901	2,0904
23	1,5182	1,5606	-0,6402	1,3594	0,0036	2,0923
24	1,5632	1,6751	1,1346	1,9646	0,1940	2,1952

Berdasarkan hasil perhitungan, diperoleh hasil bahwa akuisisi internal menghasilkan AAR yang bernilai positif sebanyak 12 bulan dan sisanya sebanyak 12 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka hanya pada bulan ke-19 yang menunjukkan nilai yang signifikan. Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4, juga diperoleh hasil bahwa akuisisi internal menghasilkan CAAR yang bernilai positif sebanyak 10 bulan dan sisanya sebanyak 14 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka tidak ada yang menunjukkan nilai yang signifikan.

Sementara itu, pada akuisisi eksternal menghasilkan AAR yang bernilai positif sebanyak 13 bulan dan sisanya sebanyak 11 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka hanya tidak ada yang menunjukkan nilai yang signifikan. Juga diperoleh hasil

bahwa akuisisi eksternal menghasilkan CAAR yang bernilai positif sebanyak 23 bulan dan sisanya sebanyak 1 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka tidak ada yang menunjukkan nilai yang signifikan.

Sedangkan berdasarkan keseluruhan (akuisisi internal dan eksternal) menghasilkan AAR yang bernilai positif sebanyak 14 bulan dan sisanya sebanyak 10 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka hanya bulan ke-19 setelah akuisisi yang menunjukkan nilai yang signifikan. Di samping itu juga diperoleh hasil bahwa akuisisi internal dan eksternal menghasilkan CAAR yang bernilai positif sebanyak 13 bulan dan sisanya sebanyak 11 bulan bernilai negatif. Apabila dilihat pada tingkat signifikansinya, maka pada bulan ke-19, 20, 21, 22, 23, dan 24 setelah merger dan akuisisi menunjukkan nilai yang signifikan.

Berdasarkan hasil-hasil ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, peristiwa akuisisi memiliki dampak terhadap kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Hasil uji menunjukkan bahwa kemakmuran bisa bernilai positif yang menunjukkan peningkatan dan bisa pula bernilai negatif yang menunjukkan penurunan. Hasil-hasil pada akuisisi internal dan eksternal memberikan hasil yang sejalan, dimana nilai *t* hitung tidak banyak menunjukkan nilai yang signifikan, artinya dampak peristiwa terhadap kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi dalam jangka panjang tidak signifikan secara statistik.

Pengujian Hipotesis 2

Untuk menjawab hipotesis 2 bahwa secara jangka panjang kemakmuran yang diperoleh pemegang saham dalam perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal lebih tinggi dibandingkan dengan kemakmuran yang diperoleh pemegang saham yang melakukan akuisisi internal. Permasalahan ini sebenarnya sudah terjawab sebagian diatas, namun pada analisis ini diperluas dengan uji beda dua rata-rata atau independent sampel *t* test. Rangkuman nilai AAR dan CAAR untuk akuisisi internal dan eksternal dan hasil uji *t* pada kedua jenis akuisisi tersebut dapat dilihat pada Tabel 5.

Berdasarkan hasil perhitungan, maka diperoleh rata-rata AAR seluruh perusahaan pada akuisisi internal sebesar 0,065129 dan rata-rata AAR seluruh perusahaan pada akuisisi eksternal sebesar 0,012017. Hasil-hasil ini mengindikasikan bahwa ternyata akuisisi internal menunjukkan nilai AAR yang lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi eksternal. Untuk menguji apakah perbedaan ini signifikan atau tidak, maka dilakukan dengan uji *t*.

Tabel 5. Perhitungan Rata-rata dan Uji t pada AAR Akuisisi Internal dan Eksternal

Keterangan	Akuisisi Internal	Akuisisi Eksternal
AAR		
Rata-Rata	0,065129	0,012017
T-hitung	0,638	
Sig.	0,526	
Keterangan	Tidak Signifikan	
CAAR		
Rata-Rata	0,268979	0,339842
T-hitung	-0,443	
Sig.	0,660	
Keterangan	Tidak Signifikan	

Dari hasil perhitungan yang nampak pada tabel di atas, maka diperoleh nilai t-hitung sebesar 0,638 untuk seluruh nilai AAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Nilai t yang diperoleh tersebut mempunyai probabilitas kesalahan sebesar 0,526. Nilai probabilitas tingkat kesalahan ini lebih besar daripada probabilitas kesalahan yang dipakai yaitu 5%. Ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam AAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya akuisisi internal maupun eksternal pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai AAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi..

Berdasarkan hasil perhitungan, maka diperoleh rata-rata CAAR seluruh perusahaan pada akuisisi internal sebesar 0,268979 dan rata-rata CAAR seluruh perusahaan pada akuisisi eksternal sebesar 0,339842. Hasil-hasil ini mengindikasikan bahwa ternyata akuisisi eksternal menunjukkan nilai AAR yang lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi internal. Untuk menguji apakah perbedaan ini signifikan atau tidak, maka dilakukan dengan uji t.

Dari hasil perhitungan yang nampak pada Tabel 8, maka diperoleh nilai t-hitung sebesar -0,443 untuk seluruh nilai CAAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Nilai t yang diperoleh tersebut mempunyai probabilitas kesalahan sebesar 0,660. Nilai probabilitas tingkat kesalahan ini lebih besar daripada probabilitas kesalahan yang dipakai yaitu 5%. Ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam CAAR perusahaan

yang melakukan merger dan akuisisi. antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya akuisisi internal maupun eksternal pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai CAAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

Hasil-hasil ini menunjukkan bahwa dalam hal nilai AAR, akuisisi internal menunjukkan nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi eksternal, namun hasil penelitian juga menunjukkan bahwa secara kumulatif yang dilihat dari nilai CAAR menunjukkan akuisisi eksternal lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi internal. Namun demikian, pada kedua jenis akuisisi ini tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan.

Pengujian Hipotesis 3

Analisis ini digunakan untuk menjawab permasalahan ketiga yaitu apakah dalam jangka panjang kemakmuran yang diperoleh pemegang saham dalam perusahaan setelah melakukan akuisisi lebih tinggi dibandingkan dengan kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebelum melakukan akuisisi.

Hasil perhitungan dan pengolahan data untuk uji t ini bisa dilihat pada Lampiran. Berikut ini adalah rangkuman nilai AAR dan CAAR sebelum dan setelah merger dan akuisisi dan hasil uji t pada kedua periode tersebut.

Tabel 6. Perhitungan Rata-rata dan Uji t pada AAR sebelum dan sesudah Akuisisi

Keterangan	Sebelum Merger dan Akuisisi	Setelah Merger dan Akuisisi
AAR		
Rata-Rata	0,002300	0,050658
T-hitung	-0,556	
Sig.	0,582	
Keterangan	Tidak Signifikan	
CAAR		
Rata-Rata	-0,029633	0,288304
T-hitung	-0,1,970	
Sig.	0,057	
Keterangan	Tidak Signifikan	

Berdasarkan hasil perhitungan, maka diperoleh rata-rata AAR seluruh perusahaan sebelum merger dan akuisisi sebesar 0,002300 dan rata-rata AAR saham seluruh perusahaan setelah dilakukannya merger dan akuisisi sebesar 0,050658. Hasil-hasil ini mengindikasikan

bahwa ternyata setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, AAR saham mengalami kenaikan. Untuk menguji apakah kenaikan ini signifikan atau tidak, maka dilakukan dengan uji t.

Dari hasil perhitungan yang nampak pada tabel 6, maka diperoleh nilai t-hitung sebesar -0,556 untuk seluruh nilai abnormal return saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Nilai t yang diperoleh tersebut mempunyai probabilitas kesalahan sebesar 0,582. Nilai probabilitas tingkat kesalahan ini lebih besar daripada probabilitas kesalahan yang dipakai yaitu 5%. Ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam nilai AAR saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi antara sebelum dan sesudah dilakukannya merger dan akuisisi. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya merger dan akuisisi pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai AAR sahamnya.

Berdasarkan hasil perhitungan, maka diperoleh rata-rata CAAR seluruh perusahaan sebelum merger dan akuisisi sebesar -0,029633 dan rata-rata CAAR saham seluruh perusahaan setelah dilakukannya merger dan akuisisi sebesar 0,288304. Hasil-hasil ini mengindikasikan bahwa ternyata setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, CAAR saham mengalami kenaikan. Untuk menguji apakah kenaikan ini signifikan atau tidak, maka dilakukan dengan uji t.

Dari hasil perhitungan yang nampak pada Tabel 9, maka diperoleh nilai t-hitung sebesar -1,970 untuk seluruh nilai abnormal return saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Nilai t yang diperoleh tersebut mempunyai probabilitas kesalahan sebesar 0,057. Nilai probabilitas tingkat kesalahan ini lebih besar daripada probabilitas kesalahan yang dipakai yaitu 5%. Ini menunjukkan bahwa nilai t-hitung tersebut tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam nilai CAAR saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi antara sebelum dan sesudah dilakukannya merger dan akuisisi. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya merger dan akuisisi pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai CAAR sahamnya.

KESIMPULAN

Adapun kesimpulan yang bisa ditarik dari analisis dan pembahasan yang telah dilakukan adalah:

- Berdasarkan hasil-hasil ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, peristiwa akuisisi memiliki dampak terhadap kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Hasil uji

menunjukkan bahwa kemakmuran bisa bernilai positif yang menunjukkan peningkatan dan bisa pula bernilai negatif yang menunjukkan penurunan. Hasil-hasil pada akuisisi internal dan eksternal memberikan hasil yang sejalan, dimana nilai t hitung tidak banyak menunjukkan nilai yang signifikan, artinya dampak peristiwa terhadap kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi dalam jangka panjang tidak signifikan secara statistik.

- Tidak ada perbedaan yang signifikan dalam AAR dan CAAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya akuisisi internal maupun eksternal pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai AAR dan CAAR perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Dalam hal nilai AAR, akuisisi internal menunjukkan nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi eksternal, namun hasil penelitian juga menunjukkan bahwa secara kumulatif yang dilihat dari nilai CAAR menunjukkan akuisisi eksternal lebih tinggi dibandingkan dengan akuisisi internal. Namun demikian, pada kedua jenis akuisisi ini tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan.
- Tidak ada perbedaan yang signifikan dalam nilai AAR dan CAAR saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi antara sebelum dan sesudah dilakukannya merger dan akuisisi. Hasil-hasil uji T ini juga memberikan arti bahwa adanya merger dan akuisisi pada saham ternyata tidak memberikan pengaruh yang signifikan dalam hal nilai AAR dan CAAR sahamnya.

KELEMAHAN PENELITIAN

Merger dan akuisisi diharapkan memberikan dampak jangka panjang bagi para pemegang saham. Namun dalam penelitian ini merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan publik baik akuisisi internal maupun eksternal setelah diuji dengan statistik ternyata tidak memberikan dampak jangka panjang bagi kesejahteraan para pemegang saham. Kelemahan penelitian ini adalah menguji dampak jangka panjang hanya dengan menggunakan metode *size and beta adjusted abnormal return* yang dikemukakan oleh Dimson and Marsh (1983), tidak membandingkan dengan metode penilaian yang lain.

Oleh karena itu perlu ada penelitian lebih lanjut untuk menguji kebenaran hasil penelitian ini dengan menggunakan metode yang lain seperti dengan pendekatan *capital assets pricing models* atau metode yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Moin, (2003). "Merger Akuisisi & Divestasi", Edisi Pertama, Ekonsia, Yogyakarta.
- Agrawal, A., Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker, (1992). "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance*. No. 47, September. pp.1605-21
- Allen, Paul R. and C.F. Sirman, (1987). An Analysis of Gains to Acquiring Firm Shareholders: The Special Case of Reits, *Journal of Financial Economics* 18.
- Bhandari, Laxmi Chand, (1988). Debt/equity Ratio and Expected Common Stock Return: Empirical evidence, *Journal of Finance*, June, p 507-528
- Brigham, E. F dan Houston, J. E, (1998). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi kedelapan, The Dryden Press, New York
- Bengtsson, Ann Mc Donagh, (1994). "Manajemen Merger dan Akuisisi", Cetakan Pertama, PT Midas Surya Grafindo, Jakarta
- Chandra, Prasana, (1990). "Financial Management Theory & Practice", Second Reprint, Tata McGrawHill, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Dimson, Elroy and Paul Marsh, (1986). "Event Study Methodologies and the size Effect", *Journal of Financial Economics*.
- Foster, George, (1986). *Financial Statement Analysis*, second edition, prentice-Hall International, Inc.
- Hariato, Farid, Sudomo, Siswanto, (1998). *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia* PT BEJ.
- Ikatan Akuntan Indonesia, (1999). "Standar Akuntansi Keuangan", Sa-lemba Empat, Jakarta
- Indonesian Capital Market Directory, 1998-2003, ECFIN
- Jensen, M.C., dan R.S Ruback, (1993). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11,55-50
- Loughran, Tim, and Vjih, Anand M, (1997). Do Long term Shareholder benefit from Corporate Acquisition, *Journal of Finance*

Laporan Tahunan Bank Indonesia, 1998-2003

Retno W, (2002). Pengaruh Jangka Panjang Merger dan Akuisisi pada Saat Krisis Moneter Terhadap Pemegang Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal, *Tesis Program Manajemen Magister, Yogyakarta*

Swandari, Fifi, (1999). Dampak Jangka Panjang Akuisisi terhadap Kemakmuran Pemegang Saham: Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal, *Tesis Program Pasca sarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta*

Tjandra, R.C., (1995). Dampak Akuisisi terhadap Kemakmuran Pemegang Saham: Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal, *Tesis Program Pasca sarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta*

Wibisono Kristianto, (1998). Merger and Acquisitions in Indonesia, Pusat Data Bisnis Indonesia Wibowo dan Pakereng, 2001, Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap *return* saham Akuisitor dan Nonakuisitor dalam sector Industri yang sama di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.16, No.4, 2001: 372-387

Wibowo, Satrio, (1996). Kinerja Saham Akuisitor Jangka Panjang Setelah Akuisisi: Perbandingan Antara Akuisisi Konglomerasi dan Nonkonglomerasi di Bursa Efek Jakarta, *Laporan Internship program Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta*