



1306606

**PENGARUH PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI
TERHADAP RETURN SAHAM BANK UMUM
DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1997-2002**

TESIS

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Memperoleh Gelar Magister**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN**



**FADIA ZEN
0120600030**

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS BRAWIJAYA**

**MALANG
2003**





0300486

TESIS

Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Bank Umum Di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-2002

Oleh

Fadia Zen
0120600030

telah dipertahankan di depan penguji pada tanggal 23 Oktober 2003 dinyatakan telah memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,

Drs. Soemarsono, M.M

Ketua

DR. Armanu Thoyib, SE, M.Sc

Anggota

Anggota

Malang, 5 November 2003

Universitas Brawijaya
Program Pascasarjana
Direktur,



Prof. Dr. H. Djanggan Sargowo, dr, SpPD, SpJP (K)

NIP. 130 531 873





*"Pelajarilah ilmu....
Barangsiapa mempelajarinya karena Allah,
itu taqwa,
Memuntutnya, itu ibadah,
Mengulang-ulangnya, itu tasbih,
Membahasnya, itu jihad,
Mengajarkannya kepada orang yang tidak
tahu, itu sedekah,
Memberikannya kepada ahlinya,
itu mendekatkan diri kepada Tuhan,"*

**(Abusy Syaikh Ibnu Hibban
dan Ibnu Abdil Barr,
Ilya Al-Ghozali)**

Karya Mungil nan berarti ini aku dedikasikan kepada:

*Kedua Orang Tua, Bapak H. Mamiek Zen dan Ibu Hj. Nur Hidayati
Suami, M. Arif Faizin
Kedua Mertua, H. Nawadji Romli dan Ibu Hj. Marpuah
Anakku yang Insya Allah akan segera lahir*

*Teriring ucapan:
Jazakumullohu Khoiron Jaza*





KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur yang sedalam-dalamnya penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas limpahan rahmat, hidayah, dan ridlo-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini sebagai salah satu syarat mencapai gelar magister.

Sebuah karya sulit dikatakan sebagai karya satu orang. Demikian pula dengan tugas akhir ini. Penyelesaian tesis ini tidak terlepas dari dorongan, bantuan, semangat, kritik, serta masukan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih kepada:

1. Bapak Drs. Soemarsono, M.M, selaku pembimbing yang telah meluangkan waktu, tenaga, pikiran, dan pengetahuan selama penyusunan tesis ini serta segala nasihat dan motivasi untuk menyelesaikannya tepat waktu.
2. Bapak DR. Armanu Thoyib, SE, M.Sc, selaku pembimbing sekaligus Ketua Program Studi Manajemen atas tambahan wawasan dan pengetahuan selama membimbing penulis menyelesaikan tesis ini serta segala motivasi dan bantuan yang beliau berikan selaku Ketua Program Studi.
3. Bapak Prof. DR. Ir. Soemarno, M.S, selaku Asisten Direktur I Program Pascasarjana Universitas Brawijaya yang selalu memberikan kemudahan dan kelancaran terhadap urusan birokrasi berkaitan dengan penuyusan tesis ini.
4. Bapak Prof. DR. H. Djanggan Sargowo, dr, SpPD, SpJP (K) selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.



5. Bapak H. Djumahir, SE, MM dan Ibu Siti Aisjah, SE, MS selaku dosen penguji atas segala masukan dan tambahan wawasan serta pengetahuan, sehingga memberikan nilai tambah bagi proses akhir penyelesaian tesis ini.
6. Seluruh Staf Pengajaran Pascasarjana dan Program Studi Manajemen atas segala bantuan kemudahan administrasi selama penyusunan tesis ini.
7. Seluruh staf Pojok BEJ Universitas Brawijaya atas bantuannya menyediakan data-data sekunder berkaitan dengan topik penelitian.
8. Bapak dan ibu, suami tercinta, bapak dan ibu mertua dan segenap keluarga atas segala doa, bimbingan, dukungan penuh cinta dan kasih sayang, serta motivasi tiada henti. Karya ini sebagian dari bakti dan dedikasi penulis.
9. Dinar Refa Harimbi, SE, MM, atas diskusi dan motivasi yang tiada henti.
10. Rekan-rekan Program Studi Manajemen, khususnya angkatan 2001 atas segala bantuan....*it's wonderful friendship.*
11. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu dan telah memberikan bantuannya dalam bentuk apapun
- Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu segala saran, masukan, dan kritik membangun sangat penulis harapkan. Semoga karya ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amien.....





DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	v
DAFTAR GAMBAR	vi
RINGKASAN	vii
SUMMARY	viii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Pembatasan Masalah.....	9
1.3 Perumusan Masalah.....	9
1.4 Tujuan Penelitian.....	10
1.5 Manfaat Penelitian.....	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	12
2.1 Tinjauan Penelitian Terdahulu.....	12
2.2 Landasan Teori.....	20
2.2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi.....	20
2.2.2 Motivasi serta Tujuan Merger dan Akuisisi.....	22
2.2.3 Jenis-Jenis Merger dan Akuisisi.....	26
2.2.4 Ukuran <i>Return Saham</i>	27
2.2.5 Konsep Pasar Modal Efisien (<i>Efficient Market</i>).....	30
2.2.6 Bentuk-bentuk Pasar Modal Efisien.....	32
2.3 Kerangka Pikir Penelitian.....	34
2.4 Hipotesis.....	35
BAB III METODE PENELITIAN	37
3.1 Desain Riset.....	37
3.2 Obyek Penelitian.....	38
3.3 Populasi dan Pengambilan Sampel.....	38
3.4 Data yang Diperlukan, Sumber Data, dan Metode Pengumpulan Data.....	39
3.5 Identifikasi Variabel.....	40
3.6 Definisi Operasional Variabel.....	41
3.7 Analisis Data.....	43
3.7.1 Model Analisis.....	43
3.7.2 Pengujian Hipotesis.....	45



BAB IV GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN	50
4.1 Seleksi Sampel Penelitian	50
4.2 Gambaran Umum Bank Sampel Penelitian	51
BAB V HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	62
5.1 Hasil Penelitian	62
5.1.1 Penghitungan <i>Abnormal Return</i>	62
5.1.2 Penghitungan <i>Average Abnormal Return (AAR)</i> dan <i>Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)</i>	67
5.2 Uji Normalitas	70
5.3 Pengujian Hipotesis dengan Uji t dan Pembahasan Hasil	76
5.3.1 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 1	76
5.3.2 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 2	81
5.3.3 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 3	85
5.3.4 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 4	88
5.4 Implikasi Hasil Penelitian	90
BAB VI KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN	94
6.1 Kesimpulan	94
6.2 Keterbatasan	98
6.3 Saran	99
DAFTAR PUSTAKA	102
LAMPIRAN	104



DAFTAR TABEL

Nomor	Judul Tabel	Hal.
Tabel 2.1	Penelitian tentang Dampak Merger dan Akuisisi Terhadap <i>Return Saham</i>	17
Tabel 4.1	Proses Penentuan Sampel	50
Tabel 4.2	Daftar Bank Umum Akuisitor yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 1997-2002	51
Tabel 4.3	Daftar Bank Umum Target yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 1997-2002	51
Tabel 5.1	<i>Abnormal Return</i> Bank Akuisitor Selama <i>Event Window</i>	63
Tabel 5.2	<i>Abnormal Return</i> Bank Target Selama <i>Event Window</i>	65
Tabel 5.3	<i>AAR</i> dan <i>CAAR</i> Bank Akuisitor Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	67
Tabel 5.4	<i>AAR</i> dan <i>CAAR</i> Bank Target Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	69
Tabel 5.5	Hasil Uji Normalitas dengan <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Bank Akuisitor Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	72
Tabel 5.6	Hasil Uji Normalitas dengan <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Bank Target Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	73
Tabel 5.7	Hasil Uji Normalitas Data dengan <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Bank Akuisitor Periode Sebelum dan Sesudah Merger Akuisisi	75
Tabel 5.8	Hasil Uji Normalitas Data dengan <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> Bank Target Periode Sebelum dan Sesudah Merger Akuisisi	75
Tabel 5.9	Hasil Uji <i>t One-Sample T-test</i> terhadap <i>AAR</i> Bank Akuisitor Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	77
Tabel 5.10	Hasil Uji <i>t One-Sample T-test</i> terhadap <i>AAR</i> Bank Target Periode $-20, \text{Event Day}, +20$	82





DAFTAR GAMBAR

Nomor	Judul Gambar	Hal.
Gambar 2.1	Kerangka Pikir Penelitian	34
Gambar 5.1	<i>Abnormal Return</i> Akuisitor Selama <i>Event Window</i>	64
Gambar 5.2	<i>Abnormal Return</i> Bank-bank Target Selama <i>Event Window</i>	66
Gambar 5.3	Grafik <i>AAR</i> dan <i>CAAR</i> Saham Bank Akuisitor Periode -20, <i>Event Day</i> , +20.....	68
Gambar 5.4	Grafik <i>AAR</i> dan <i>CAAR</i> Saham Bank Target Periode -20, <i>Event Day</i> , +20.....	69



RINGKASAN

Fadia Zen, Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya, Malang, Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Bank Umum di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-2002, Komisi Pembimbing, Ketua: Drs. Soemarsono, MM, Anggota: DR. Armanu Thoyib, SE, M.Sc

Penelitian ini merupakan studi empiris yang menguji tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi dalam industri perbankan di Indonesia periode 1997-2002. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris apakah pengumuman merger dan akuisisi berpengaruh terhadap *return* saham bank umum selama periode pengamatan (*event window*) dengan menggunakan metodologi *event study*. Metodologi ini menghitung *return* saham melalui penghitungan *abnormal return*, *abnormal return* rata-rata, dan *abnormal return* kumulatif rata-rata. Model *event study* yang diterapkan pada penelitian ini adalah *market adjusted model* yang beranggapan bahwa *return* indeks pasar merupakan alat estimasi terbaik untuk mengestimasi *return* surat berharga.

Hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini antara lain: (1): Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi. (2) Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi. (3) Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. (4) Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Hipotesis 1 dan 2 dianalisis dengan menggunakan *one sample t-test*, sedangkan hipotesis 3 dan 4 dianalisis dengan menggunakan yang diolah dengan menggunakan program komputer *SPSS for Windows Release*.

Hasil dari analisis dengan menggunakan uji t mengindikasikan hal-hal berikut ini: (1) Bank akuisitor tidak mendapatkan *abnormal return* yang signifikan negatif di seputar pengumuman. (2) Bank target tidak mendapatkan *abnormal return* yang signifikan positif di seputar pengumuman. (3) Tidak ada perbedaan nyata antara *abnormal return* yang diperoleh bank akuisitor antara periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. (4) Tidak ada perbedaan nyata antara *abnormal return* yang diperoleh bank target antara periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Semua hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini ditolak. Kondisi ini kemungkinan besar karena investor/pelaku pasar telah mengetahui informasi ini sebelum merger dan akuisisi ini diumumkan. Oleh karena itu pelaku pasar tidak memberikan respon yang berlebihan terhadap peristiwa ini. Bukti empiris penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia tidak efisien.

SUMMARY

Fadia Zen, Graduate Program, Brawijaya University, Malang, The Effect of Merger and Acquisition Announcement on Bank Stock Return in Jakarta Stock Exchange for Period 1997-2002, Mentor Committee, Chief of Committee: Drs. Soemarsono, MM, Member of Committee: DR. Armanu Thoyib, SE, M.Sc

This study is an empirical study that exams the effect of merger and acquisition announcement within the banking industry on Indonesia which took place between 1997-2002. The purpose of this research is to obtain empirical evidence of whether a merger and acquisition affect on banking stock return whithin the event window use the event study methodology. This methodology calculates stock return through abnormal return, average abnormal return, and cumulative average abnormal return. Event study that applied on this research based on *market adjusted model* that assume the market indeks return is the best estimator to estimate securities return.

The hypothesis proposed in this study are as follows: (1) merger and acquisition announcement cause the acquiring bank get significant negative average abnormal return during the announcement period. (2) merger and acquisition announcement cause the target get significant positive average abnormal return during the announcement period. (3) There is a significant difference average abnormal return to acquiring bank between the period before and the period after a merger and acquisition announcement. (4) There is a significant difference average abnormal return to target between the period before and the period after a merger and acquisition announcement.

The hypothesis 1 and 2 analysis using one-sample t-test, while the hypothesis 3 and 4 analysis using paired-sample t-test that processing by computer program SPSS for Windows Release.

Result of analyses using t-test indicate the following: (1) Acquiring bank get no significant negative average abnormal return during the announcement period. (2) merger and acquisition announcement cause the target get no significant positive average abnormal return during the announcement period. (3) There was no significant difference average abnormal return to acquiring bank between the period before and the period after a merger and acquisition announcement. (4) There was no significant difference average abnormal return to target between the period before and the period after a merger and acquisition announcement. This result shows that this research rejects all of hypoteses. This happens probably because the public knows information about merger and acquisition prior to the announcement, therefore investors was not gave a big respon to the event. Empirical evidence of this study indicates that capital market in Indonesia is not efficient.





BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sektor perbankan merupakan salah satu unsur penting dalam proses pembangunan ekonomi karena sektor ini mempunyai fungsi yang mampu memberi pelayanan pada bekerjanya sektor riil; baik kegiatan investasi, produksi, distribusi maupun konsumsi. Menurut Syahril (2000), sektor perbankan memiliki beberapa peranan strategis, antara lain:

1. Menyelenggarakan transaksi pembayaran nasional
2. Menjalankan fungsi intermediasi (penyaluran dana dari penabung/pemilik modal ke investor)
3. Berfungsi sebagai alat transmisi kebijakan moneter.

Mengingat berbagai peran yang diemban, perbankan menjadi sektor yang strategis dalam suatu sistem ekonomi negara. Oleh karena itu, kebijakan-kebijakan perbankan merupakan salah satu bagian dari keseluruhan kebijakan pembangunan nasional yang secara sinergi bersama dengan sektor-sektor lain diarahkan untuk mencapai berbagai sasaran pembangunan, terutama pembangunan ekonomi, sekaligus mengatasi berbagai permasalahan yang timbul di dalamnya, termasuk krisis ekonomi yang beberapa tahun terakhir melanda Indonesia.

Krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia pada dasarnya merupakan akibat dari semakin cepatnya proses integrasi perekonomian Indonesia ke dalam

perekonomian global, di mana pada saat yang sama perangkat kelembagaan bagi bekerjanya ekonomi pasar yang efisien belum tertata dengan baik, salah satunya tercermin pada kerentanan (*fragility*) yang terdapat pada sektor perbankan. Menurut Syahril (2000), terdapat lima faktor yang mengakibatkan kondisi perbankan nasional menjadi rentan terhadap gejolak ekonomi, yaitu:

1. Adanya jaminan terselubung (*implicit guarantee*) dari bank sentral atas kelangsungan hidup suatu bank untuk mencegah kegagalan sistemik dalam industri perbankan telah menimbulkan *moral hazard* di kalangan pengelola dan pemilik bank.
2. Sistem pengawasan oleh bank sentral kurang efektif karena belum sepenuhnya mengimbangi pesat dan kompleksnya kegiatan operasional perbankan.
3. Besarnya pemberian kredit dan jaminan, baik secara langsung maupun tidak langsung kepada individu/kelompok usaha yang terkait dengan bank (*connected lending*) telah mendorong tingginya resiko kemacetan kredit yang dihadapi bank.
4. Lemahnya kemampuan manajerial, pengawasan, dan sistem informasi bank telah mengakibatkan penurunan kualitas aset produktif dan peningkatan resiko yang dihadapi bank.
5. Kurang transparannya informasi mengenai kondisi perbankan yang mengakibatkan kesulitan dalam menganalisis kondisi keuangan suatu bank, melemahkan upaya untuk melakukan kontrol sosial, dan menciptakan disiplin pasar (*market discipline*).

Karena perbankan memiliki peranan yang penting dalam proses kebangkitan (*recovery*) perekonomian secara keseluruhan, maka pemerintah segera melakukan restrukturisasi perbankan guna membangun kepercayaan masyarakat dalam dan luar negeri terhadap sistem keuangan dan perekonomian Indonesia. Strategi umum yang banyak diterapkan di Asia, khususnya program-program ekonomi, menurut Syahril (2000), yaitu:

1. Di bidang moneter, ditempuh kebijakan moneter untuk mengurangi penurunan atau depresiasi nilai mata uang lokal yang berlebihan, yaitu kebijakan moneter yang ketat.
2. Di bidang fiskal, ditempuh kebijakan fiskal yang lebih terfokus kepada upaya realokasi pengeluaran kegiatan-kegiatan yang tidak produktif kepada kegiatan yang diharapkan dapat mengurangi '*social cost*' yang ditimbulkan akibat krisis ekonomi yang terjadi.
3. Di bidang pengelolaan dunia usaha (*corporate governance*), ditempuh kebijakan yang akan memperbaiki kemampuan pengelolaan baik di sektor publik atau swasta. Termasuk di dalamnya upaya untuk mengurangi intervensi pemerintah, monopoli dan kegiatan-kegiatan yang kurang produktif lainnya.
4. Di bidang perbankan, ditempuh kebijakan yang akan memperbaiki kelemahan-kelemahan sistem perbankan berupa restrukturisasi perbankan yang bertujuan untuk mencapai 2 hal, yaitu mengatasi dampak krisis, dan menghindari terjadinya krisis di masa yang akan datang.



Berkaitan dengan program ekonomi di bidang perbankan, pemerintah Indonesia menetapkan empat program pemberdayaan perbankan, yaitu:

1. Program rekapitalisasi bank-bank yang merupakan langkah strategis untuk memperbaiki permodalan bank
2. Program restrukturisasi kredit yang akan sangat menentukan keberhasilan program rekapitalisasi perbankan dan program penyehatan ekonomi secara keseluruhan
3. Program pengembangan infrastruktur perbankan untuk meningkatkan daya tahan bank-bank dalam menghadapi berbagai gejolak, antara lain rencana pendirian Lembaga Penjamin Simpanan dan pengembangan bank syariah
4. Program penyempurnaan pelaksanaan fungsi pengawasan bank.

Realisasi dari program-program pemberdayaan perbankan tersebut membawa implikasi yang besar terhadap bank-bank yang ada, terutama bank-bank yang mengalami kesulitan dalam keuangan (*financial distress*) maupun permodalan. Berdasarkan UU. No. 10/1998 tentang Perbankan disebutkan bahwa bank-bank yang mengalami kesulitan yang membahayakan kelangsungan usahanya, maka Bank Indonesia dapat melakukan tindakan agar:

1. Pemegang saham menambah modal;
2. Pemegang saham mengganti Dewan Komisaris dan atau Direksi bank
3. Menghapusbukukan kredit atau pembiayaan berdasarkan Prinsip Syariah yang macet dan memperhitungkan kerugian bank dengan modalnya;



4. Bank melakukan merger atau konsolidasi dengan bank lain;
5. Bank dijual kepada pembeli yang bersedia mengambil alih seluruh kewajiban;
6. Bank menyerahkan pengelolaan seluruh atau sebagian kegiatan bank kepada pihak lain;
7. Bank menjual sebagian atau seluruh harta dan atau kewajiban bank kepada bank atau pihak lain

Akibatnya, fenomena yang terjadi pada perbankan di Indonesia adalah banyaknya bank-bank yang memperbaiki permodalan dengan cara merger, akuisisi, maupun menambah permodalan (Dahlan,1997). Dalam Peraturan Pemerintah Nomor 28/1999 tentang Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank disebutkan bahwa untuk menciptakan sistem perbankan yang sehat, efisien, tangguh dan mampu bersaing dalam era globalisasi dan perdagangan bebas diperlukan upaya yang dapat mendorong bank memperkuat dirinya melalui merger, konsolidasi, dan akuisisi .

Adapun pengertian ketiga upaya tersebut menurut peraturan pemerintah Nomor 28/1999 adalah:

1. Merger adalah penggabungan dari 2 (dua) bank atau lebih, dengan cara tetap mempertahankan berdirinya salah satu bank dan membubarkan bank-bank lainnya tanpa melikuidasi terlebih dahulu.
2. Konsolidasi adalah penggabungan dari 2 (dua) bank atau lebih, dengan cara mendirikan bank baru dan membubarkan bank-bank tersebut tanpa mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap bank

3. Akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan suatu bank yang mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap bank, yaitu kemampuan untuk menentukan, baik secara langsung maupun tidak langsung dengan cara apa pun, pengelolaan dan atau kebijaksanaan bank.

Dari ketiga alternatif yang digunakan untuk menyetakan dan memberdayakan perbankan tersebut, merger dan akuisisi merupakan fenomena yang sering dilakukan di bidang perbankan beberapa tahun terakhir. Mengacu pada pendapat Eka dan Tandelilin (2001) serta Amin dan Pakereng (2001), kata merger dan akuisisi dianggap memiliki pengertian yang hampir sama sehingga dapat dipertukarkan (*interchangeable*). Berdasarkan acuan tersebut, maka kata merger dan akuisisi pada penelitian ini pun dianggap sama.

Secara umum, motivasi yang mendasari perusahaan melakukan merger atau akuisisi, menurut Atmaja (1999:67), antara lain; untuk mencapai sinergi, baik dalam operasi, keuangan, efisiensi, maupun peningkatan kekuatan pasar, menghemat pajak, membeli aktiva di bawah biaya penggantian, diversifikasi, mengurangi risiko bisnis, serta meningkatkan insentif manajemen perusahaan. Oleh karena itu merger dan akuisisi merupakan keputusan bisnis yang akan berpengaruh terhadap pihak-pihak yang berkepentingan, antara lain pihak manajemen dan karyawan perusahaan-perusahaan yang bersangkutan, para pemegang saham, para pelaku pasar, investor, pemerintah, maupun perusahaan-perusahaan lain dalam industri.

Pengaruh merger dan akuisisi bahkan telah muncul sejak saat suatu peristiwa merger dan akuisisi tersebut diumumkan, salah satunya terhadap harga



saham, baik bagi perusahaan akuisitor maupun perusahaan target (Eka & Tandelilin, 2001). Hal ini didukung oleh beberapa penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Desai & Stover (1985), James & Wier (1987), Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), dan Amin & Pakereng (2001) yang menyatakan adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Perubahan harga saham yang terjadi mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak dari pengumuman merger dan akuisisi (Eka & Tandelilin, 2001).

Namun ada temuan menarik berkaitan dengan penelitian-penelitian tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham tersebut. Sebagian besar penelitian yang ada menunjukkan adanya perolehan *return* yang berbeda antara perusahaan akuisitor dan perusahaan target. Hal ini antara lain ditemukan dalam penelitian Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), Cornett dan Tehranian (1992) yang menyatakan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *cumulative abnormal return* yang signifikan negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi, sebaliknya perusahaan target (*target firm*) memiliki *cumulative abnormal return* yang positif. Penemuan tersebut didukung oleh penelitian Eka & Tandelilin (2001) tentang topik yang sama dengan obyek penelitian yang difokuskan hanya pada perusahaan-perusahaan target yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pelaku pasar modal memberikan reaksi yang positif, yaitu adanya *abnormal return* yang signifikan positif yang diperoleh pemegang saham



perusahaan target pada seputar pengumuman merger dan akuisisi walapun secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Sedangkan penelitian Desai & Stover (1985) hanya melakukan penelitian selama periode yang sangat terbatas, yaitu 2 hari sebelum sampai 1 hari sesudah pengumuman. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan akuisitor, walaupun kecil masih memperoleh *cumulative abnormal return* yang signifikan positif pada 1 hari setelah pengumuman.

Hasil penelitian-penelitian di atas menunjukkan bahwa secara umum, ada perbedaan *return* antara pihak-pihak yang terlibat dalam aktivitas merger dan akuisisi. Berdasarkan uraian di atas, peneliti beranggapan bahwa topik tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi, baik perusahaan target (*target firm*) maupun perusahaan akuisitor menarik untuk diteliti di pasar modal Indonesia. Sedangkan perbankan, sebagai salah satu industri yang banyak mengalami fenomena merger dan akuisisi selama periode krisis moneter menarik untuk dijadikan obyek kajian. Berkaitan dengan hal tersebut, maka peneliti bermaksud untuk menguji secara empiris pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap bank-bank umum yang melakukan merger dan akuisisi di pasar modal Indonesia, dengan judul penelitian:

“Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Return* Saham Bank Umum di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-2002”





1.2 Pembatasan Masalah

Pembatasan masalah pada penelitian ini terutama berkaitan dengan:

1. Obyek penelitian.

Obyek penelitian yang dipilih adalah perbankan dengan pertimbangan bahwa industri ini mengalami fenomena merger dan akuisisi terutama sejak terjadinya krisis moneter di Indonesia. Sedangkan bank umum yang menjadi obyek penelitian meliputi bank-bank akuisitor dan bank yang menjadi target merger dan akuisisi sesuai dengan pertimbangan berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang sebagian besar membuktikan bahwa ada perbedaan *return* yang diterima oleh kedua belah pihak di mana perusahaan target memperoleh *return* positif dan lebih besar dibandingkan perusahaan akuisitor.

2. Periode Penelitian

Periode penelitian adalah 1997-2002, dengan pertimbangan adanya homogenitas data pada periode penelitian, yaitu periode sejak krisis moneter dan ekonomi menyerang Indonesia.

1.3 Perumusan Masalah

1. Apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi?



2. Apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi?
3. Apakah ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?
4. Apakah ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?

1.4 Tujuan Penelitian

1. Mengetahui dan menganalisis apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi?
2. Mengetahui dan menganalisis apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi?
3. Mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?



4. Mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Memberikan pengetahuan dan tambahan referensi studi empiris bagi peneliti selanjutnya tentang dampak merger dan akuisisi perbankan di Indonesia.
2. Memberikan informasi yang berguna bagi investor, calon investor, dan praktisi perbankan dalam membuat keputusan investasi, khususnya investasi saham pada bank-bank yang telah melakukan merger atau akuisisi.
3. Memberikan bukti empiris yang mendukung atau menolak hasil-hasil penelitian terdahulu tentang dampak merger atau akuisisi khususnya pada perbankan, baik terhadap kinerja keuangan maupun terhadap *return* saham.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Penelitian Terdahulu

Dampak merger dan akuisisi terhadap *return* saham telah banyak diteliti, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Desai dan Stover (1985) terhadap 18 perusahaan akuisitor yang terdaftar pada CRSP (*Center for Research on Security Prices*) dengan menggunakan metodologi *event study*. *Abnormal return* yang digunakan sebagai alat untuk menilai kesejahteraan pemegang saham diukur untuk periode 2 hari, yang meliputi hari pengumuman akuisisi dan 1 hari sesudahnya dengan memakai model estimasi pasar standar. *Abnormal return* tersebut kemudian dianalisis dengan menggunakan alat *residual analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada perusahaan akuisitor, pelaksanaan akuisisi mempunyai hubungan yang signifikan positif terhadap *abnormal return* pada 1 hari sesudah pengumuman.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Trifts dan Scanlon (1987) yang lebih memperluas obyek penelitian, baik terhadap bank akuisitor maupun bank target, meliputi 17 bank akuisitor dan 14 bank yang diakuisisi yang sahamnya tercatat di NYSE (*New York Stocks Exchange*), AMEX (*American Stock Exchange*), atau OTC (*Over The Counter*) dengan menggunakan metodologi *event study*. Penelitian ini menganalisis *abnormal return* pada harga saham ditambah deviden, baik bagi bank akuisitor maupun bank yang diakuisisi untuk periode 40 minggu sebelum pengumuman laporan keuangan sampai 20 minggu sesudahnya dengan

memakai model estimasi pasar standar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa bank akuisitor mempunyai *abnormal return* kumulatif yang signifikan negatif selama 20 minggu sesudah pengumuman tetapi positif pada 40 minggu sebelum pengumuman. Sebaliknya, bank yang diakuisisi mempunyai *abnormal return* kumulatif positif untuk 40 hari sebelum pengumuman dan tidak ada *cummulative abnormal return* sesudah pengumuman.

Hasil serupa juga disimpulkan dari penelitian Hannan dan Wolken (1989) terhadap 69 target (perusahaan yang diakuisisi) dan 43 *bidder* (perusahaan yang mengakuisisi) yang diperdagangkan pada NYSE, AMEX, atau OTC dengan menggunakan metodologi *event study* dan periode penelitian 1982-1987. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis *abnormal return* dan *abnormal return* kumulatif dari perusahaan akuisitor dan yang diakuisisi mulai dari 15 hari sebelum sampai 15 hari sesudah hari pengumuman laporan keuangan dengan menggunakan model estimasi pasar standar dan uji *residual analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *abnormal return* kumulatif yang signifikan negatif baik pada periode sebelum sampai sesudah akuisisi. Sebaliknya, perusahaan yang diakuisisi memiliki *abnormal return* kumulatif yang signifikan positif baik pada periode sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman.

Sedangkan Cornett dan Tehrani (1992) meneliti tentang dampak merger dan akuisisi, baik terhadap kinerja keuangan perusahaan maupun kesejahteraan para pemegang saham pada 30 bank akuisitor maupun terakuisisi yang *go publik* di Amerika Serikat dengan menggunakan metodologi *event study* dan kinerja

keuangan. Metodologi *event study* yang diuji dengan *various univariate test* digunakan untuk menganalisis harga saham 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah tanggal pengumuman, sedangkan metodologi kinerja keuangan dengan menggunakan rasio *expenses/revenues*, *cash flow/market value of assets*, *return on equity*, *return on assets* yang diuji dengan *residual analysis* untuk menganalisis perubahan kinerja keuangan selama 3 tahun sebelum sampai 3 tahun setelah akuisisi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa, *pertama*, tidak ada peningkatan pada efisiensi dan *return on assets* baik pada perusahaan akuisitor maupun perusahaan terakuisisi, namun ada peningkatan pada rasio *cash flow* terhadap nilai pasar aset dan *return on equity* dibandingkan dengan rata-rata industrinya. *Kedua*, bank akuisitor memiliki *abnormal return* yang negatif dan signifikan pada dua hari sebelum dan 2 hari sesudah pengumuman, sedangkan bank terakuisisi memiliki *abnormal return* yang signifikan positif pada 2 hari sebelum dan 2 hari sesudah tanggal pengumuman.

Amin dan Pakereng (2001) melakukan penelitian tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan akuisitor dan nonakuisitor dalam sektor industri yang sama di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk periode 1991-1997 dengan menggunakan metodologi *event study* dan model estimasi *abnormal return model*, guna mengetahui dampak merger dan akuisisi pada 20 hari sebelum, 1 hari pada saat pengumuman, dan 20 sesudahnya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan akuisitor memperoleh *abnormal return* negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi, demikian juga bagi perusahaan nonakuisitor.

Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Eka dan Tandelilin (2001) yang menelaah tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini lebih difokuskan pada tingkat *return* yang diperoleh perusahaan target karena adanya kesimpulan dari beberapa penelitian sebelumnya bahwa perusahaan target menikmati *return* yang besar dari aktivitas merger dan akuisisi. Obyek penelitian yang diamati adalah seluruh perusahaan target yang sudah *go public* dan melakukan merger dan akuisisi selama tahun 1991-1997 di Bursa Efek Jakarta. Alat analisis yang digunakan adalah *event study* guna mencari *abnormal return* saham perusahaan target pada waktu (-40) sebelum pengumuman, saat pengumuman, dan (+40) setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa rata-rata kumulatif *abnormal return* (*CAAR*) mulai mengalami kenaikan pada hari ke (-38) sampai akhir periode pengamatan yaitu hari ke (+37). Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman merger dan akuisisi dan *event* tersebut memiliki kandungan informasi bagi perusahaan target sebagai berita baik (*good news*). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa aktivitas merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta memberikan tambahan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan target.

Secara keseluruhan, dari hasil-hasil penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengandung informasi yang dapat berpengaruh terhadap *return* saham di seputar tanggal pengumuman, baik bagi perusahaan akuisitor maupun perusahaan target. Kondisi ini menarik untuk diteliti terutama karena adanya kesimpulan yang berbeda antara beberapa peneliti

tentang pengaruh dari *event* ini, apakah berdampak positif atau negatif terhadap pihak akuisitor maupun target, meskipun sebagian besar penelitian yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa perusahaan target lebih diuntungkan dalam perolehan *return*. Untuk menambah bukti empiris yang ada, penelitian ini bermaksud untuk menelaah pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham, baik bagi akuisitor maupun terhadap target guna membandingkan secara langsung apakah penelitian yang dilakukan di pasar modal Indonesia mendukung atau menolak bukti empiris yang telah ada.

Obyek yang dipilih sebagai bahan kajian adalah perbankan pada periode setelah krisis moneter, yaitu tahun 1997 sampai 2002. Pemilihan obyek ini didasarkan pada pertimbangan bahwa pada periode ini terjadi fenomena merger dan akuisisi di sektor perbankan, disamping pertimbangan adanya homogenitas periode penelitian. Sedangkan metodologi penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, peneliti mengacu pada penelitian-penelitian terdahulu yang membahas dan mengkaji topik yang sama, yaitu dengan menggunakan metodologi *event study*.

Tabel berikut menyajikan rangkuman secara jelas dan sistematis hasil penelitian-penelitian terdahulu tentang dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan dan *return* saham:



Tabel 2.1: PENELITIAN TENTANG DAMPAK PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI TERHADAP RETURN SAHAM

NO.	PENELITI	PERIODE PENELITIAN	JUMLAH SAMPLE	KARAKTERISTIK SAMPLE	METODOLOGI	HIPOTESIS/ ISU POKOK	UKURAN KINERJA	JENIS UJI	PENEMUAN
1.	Desai & Stover (1985) "Bank Holding Company Acquisition, Stockholder Return, and Regulatory Uncertainty"	1976-1982	18	Perusahaan-perusahaan akuisitor yang diidentifikasi dari <i>Moody's Bank and Finance Manuals</i> dan sumber lain yang terdaftar pada <i>Center for Research on Security Prices (CRSP)</i> harian. Perusahaan itu sekurang-kurangnya telah berakuisisi selama 2 tahun sampai pada 1976. Analisis difokuskan hanya pada perusahaan akuisitor.	<i>Event Study</i> . Menganalisis <i>cumulative abnormal return</i> untuk periode 2 hari, meliputi 1 hari pada saat pengumuman dan 1 hari sesudahnya dengan menggunakan <i>standart market model estimated</i> .	Dampak kesejahteraan pemegang saham	<i>Abnormal return on stock</i>	<i>Residual analysis</i>	Perusahaan akuisitor memiliki <i>cumulative abnormal return</i> yang signifikan positif pada 1 hari saat pengumuman dan 1 hari sesudahnya. Ukuran perusahaan target tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> perusahaan akuisitor. Perusahaan akuisitor memiliki <i>cumulative abnormal return</i> yang signifikan positif selama 2 hari <i>event windows</i> .
2.	Trifts & Scanlon (1987) "Interstate Bank Mergers: The Early Evidence"	1982-1985	17 perusahaan yang diakuisisi 14 akuisitor	Semua adalah kasus merger antar-negara bagian. Baik akuisitor maupun yang diakuisisi, semua memiliki saham yang diperdagangkan di <i>New York Stock Exchange (NYSE)</i> , <i>American Stock Exchange (AMEX)</i> , atau <i>Over The Counter (OTC)</i> .	<i>Event Study</i> . Menganalisis <i>abnormal return</i> ditambah dividen, baik bagi perusahaan akuisitor maupun yang diakuisisi untuk periode 40 minggu sebelum samapi 20 minggu sesudah pengumuman.	Dampak terhadap kesejahteraan pemegang saham.	<i>Abnormal return on stock</i>	<i>Residual analysis</i> .	Akuisitor memiliki <i>cumulative abnormal return</i> signifikan negatif selama 20 minggu setelah tetapi tidak mendapat <i>cumulative abnormal return</i> untuk 40 minggu sebelumnya pengumuman. Perusahaan yang diakuisisi memiliki <i>cumulative abnormal return</i> positif pada 40 minggu sebelum dan tidak ada <i>Cumulative Abnormal Return</i> pada 20 minggu setelah pengumuman.

NO.	PENELITI	PERIODE PENELITIAN	JUMLAH SAMPLE	KARAKTERISTIK SAMPLE	METODOLOGI	HIPOTESIS/ ISU POKOK	UKURAN KINERJA	JENIS UJI	PENEMUAN
3.	Hannan & Wolken (1989) "Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry"	1982-1987	69 targets 43 bidders	Perusahaan akuisitor dan yang diakuisisi adalah yang sahamnya diperdagangkan di NYSE, AMEX, atau OTC, pengumuman akuisisi adalah termuat dalam <i>Wall Street Journal (WSJ)</i> .	<i>Event Study</i> . Menganalisis abnormal return saham akuisitor dan yang diakuisisi periode 15 hari sebelum dan 15 hari setelah tanggal pengumuman. Analisis ini didasarkan pada <i>standard market model estimated</i> dan data harga saham diperoleh dari <i>International Data Service's Daily Stock Price tape</i> .	Dampak terhadap kesejahteraan pemegang saham	<i>Abnormal return on stock</i>	<i>Residual analysis</i>	Perusahaan akuisitor memiliki <i>cumulative abnormal return</i> yang signifikan negatif, baik sebelum maupun sesudah hari pengumuman. Perusahaan yang diakuisisi memiliki <i>cumulative abnormal return</i> yang signifikan positif, baik sebelum maupun sesudah pengumuman.
4.	Cornet & Tehranian (1992) "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions"	1982-1987	30 bank	Perusahaan akuisitor dan yang diakuisisi, yang <i>go public</i> dengan data <i>return saham</i> dari <i>Center for Research on Security Prices (CRSP)</i> dan <i>Moody Bank Manual</i> dan semuanya memiliki saham yang diperdagangkan di NYSE atau AMEX.	Menggunakan metodologi <i>event study</i> dan kinerja operasional. <i>Event Study</i> menganalisis harga saham untuk hari-hari sebelum dan pada saat hari pengumuman menggunakan <i>standard market model estimated</i> dari 136 sampai 16 hari sebelum pengumuman dan juga membandingkan kinerja operasional periode 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah akuisisi.	Dampak kinerja dan kesejahteraan pemegang saham.	<i>Abnormal return on stock Expenses/revenues Cash flow/Market value of assets Return on equity Return on assets</i>	<i>Various univariate test residual analysis</i>	Setelah merger, tidak terjadi peningkatan efisiensi (<i>total expenses/revenues</i>), namun produktivitas tenaga kerja meningkat. Rasio <i>cash flow</i> terhadap nilai pasar aset meningkat. <i>Return on equity</i> mengalami peningkatan. Perusahaan akuisitor memiliki <i>abnormal return</i> negatif pada 2 hari, yang meliputi 1 pada hari pengumuman dan 1 hari setelah pengumuman. Perusahaan yang diakuisisi memiliki <i>abnormal return</i> positif pada 2 hari, meliputi 1 hari pada saat pengumuman dan 1 hari setelah pengumuman.

NO.	PENELITI	PERIODE PENELITIAN	JUMLAH SAMPLE	KARAKTERISTIK SAMPLE	METODOLOGI	HIPOTESIS/ ISU POKOK	UKURAN KINERJA	JENIS UJI	PENEMUAN
5.	Amin dan Pakereng (2001) "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Return Saham Perusahaan Akusiator dan Non Akusiator dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa Efek Jakarta"	1991-1997	42 perusahaan industri	Sampel terdiri atas 7 perusahaan akuisitor dan 35 nonakuisitor, yang diambil secara <i>purposive sampling</i> dari populasi yang ada. Data diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia, <i>Capital Market Directory</i> Indonesia, <i>JSX Statistic</i> dan <i>Fact Book</i> .	Menggunakan metodologi <i>event study</i> untuk menganalisis harga saham pada 20 hari sebelum, 1 pada saat pengumuman, dan 20 hari sesudahnya dengan menggunakan <i>standard market model estimated</i> .	Dampak kesejahteraan pemegang saham.	<i>Abnormal return on stock</i> .	<i>t-test</i>	Pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya <i>abnormal return</i> saham perusahaan akuisitor. Perusahaan akuisitor memperoleh <i>abnormal return</i> yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Demikian pula pengaruhnya terhadap perusahaan nonakuisitor.
6.	Eka dan Tandelin (2001) "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta"	1991-1997	36 perusahaan target yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari semua industri	Sampel terdiri atas 36 perusahaan target yang terdaftar di BEJ, yang diambil secara <i>purposive sampling</i> dari populasi yang ada. Data diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia, <i>Capital Market Directory</i> Indonesia, <i>JSX Statistic</i> dan <i>Fact Book</i> .	Menggunakan metodologi <i>event study</i> untuk menganalisis harga saham pada 40 hari sebelum, 1 pada saat pengumuman, dan 40 hari sesudahnya dengan menggunakan <i>standard market model estimated</i> .	Dampak kesejahteraan pemegang saham.	<i>Abnormal return on stock</i> .	<i>t-test</i>	Pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya <i>abnormal return</i> saham yang signifikan terhadap perusahaan target yang ditunjukkan dengan kenaikan rata-rata kumulatif <i>abnormal return (CAAR)</i> pada hari ke (-38) sampai hari ke (+37). Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi positif dan memandang pengumuman merger dan akuisisi sebagai berita baik (<i>good news</i>) bagi perusahaan target. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa aktivitas merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta memberikan tambahan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan target.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi

Menurut peraturan pemerintah Nomor 28 Tahun 1999 tentang Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank pasal 1 (1) disebutkan bahwa merger adalah penggabungan dari 2 (dua) bank atau lebih, dengan cara tetap mempertahankan berdirinya salah satu bank dan membubarkan bank-bank lainnya tanpa melikuidasi terlebih dahulu. Sedangkan pengertian akuisisi tercantum pada pasal 1 (3), yaitu pengambilalihan kepemilikan suatu bank yang mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap bank, yaitu kemampuan untuk menentukan, baik secara langsung maupun tidak langsung dengan cara apa pun, pengelolaan dan atau kebijaksanaan bank.

Menurut Brigham dan Gapenski (1994:104) merger adalah:

“Any combination that forms one economic unit from two or more previous one”

Sedangkan menurut Aloysius (1995:36), merger merupakan penggabungan dua atau lebih perusahaan di mana identitas salah satu perusahaan yang bergabung tetap dipertahankan. Umumnya merger terjadi pada perusahaan-perusahaan yang besaran usahanya tidak setara.

Menurut Farid dan Siswanto (1998:42) merger dan akuisisi merupakan salah satu bentuk dari restrukturisasi dalam dunia usaha. Merger adalah penyerapan dari suatu perusahaan oleh perusahaan lain. Dalam hal ini perusahaan yang membeli akan melanjutkan nama dan identitas perusahaan yang telah ada. Perusahaan pembeli juga akan mengambil alih aktiva dan kewajiban perusahaan yang

dibelinya. Setelah merger, perusahaan yang dibeli akan kehilangan atau berhenti operasi. Hasil akhir dari proses merger adalah sebuah entitas yang lebih besar.

Sedangkan akuisisi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu akuisisi saham dan akuisisi aktiva. Akuisisi saham adalah pengambilalihan atau pembelian saham suatu perusahaan dengan menggunakan kas, saham, atau sekuritas lainnya. Proses ini sering diawali dengan penawaran oleh perusahaan yang membeli kepada manajemen perusahaan yang akan dibeli. Umumnya, akuisisi saham akan melalui tahap penawaran terbuka (*tender offer*) oleh perusahaan yang akan membeli kepada para pemegang saham perusahaan yang akan menjasi target. Jika pemegang saham perusahaan yang akan dibeli bersedia menjual sahamnya kepada perusahaan pembeli maka transaksi dapat terjadi. Dengan demikian akuisisi saham tidak membutuhkan persetujuan manajemen dan dapat dilakukan apabila pihak manajemen tidak menyetujui akuisisi tersebut. Akuisisi saham adalah suatu cara untuk melakukan pergantian manajemen yang tidak baik (jelek). Adapun akuisisi aktiva adalah pengambilalihan atau pembelian aktiva suatu perusahaan oleh perusahaan lain. Perusahaan yang aktivanya dibeli, secara hukum tetap berdiri, kecuali jika pemegang sahamnya ingin menutup perusahaan tersebut. pada akuisisi aktiva diperlukan persetujuan dari para pemegang saham, tetapi tidak diperlukan secara mayoritas yang besar seperti pada akuisisi saham. Dengan demikian tidak ada halangan dari para pemegang saham minoritas jika pihak ini tidak menyetujui akuisisi.

Sedangkan menurut Keputusan Menteri Keuangan No. 222/KMK.017/1993, merger adalah penggabungan dari dua bank atau lebih dengan cara tetap

mempertahankan berdirinya salah satu bank dan melikuidasi bank-bank lainnya.

Sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan suatu bank. Merger antar Bank

Umum hanya dapat dilakukan dengan ketentuan sebagai berikut:

- a. Salah satu Bank Umum memenuhi persyaratan membuka kantor cabang.
- b. Telah mendapatkan persetujuan rapat umum pemegang saham bagi bank yang berbentuk hukum Perseroan Terbatas atau rapat sejenis bagi bank yang berbadan hukum lain.
- c. Tingkat kesehatan bank hasil merger sekurang-kurangnya cukup sehat.
- d. Segala hak dan kewajiban bank yang melakukan merger beralih dan menjadi tanggung jawab hasil merger.
- e. Pada saat terjadinya merger jumlah aktiva bank hasil merger tersebut tidak melebihi 20% dari jumlah aktiva (*assets*) seluruh Bank Umum di Indonesia.

2.2.2 Motivasi serta Tujuan Merger dan Akuisisi

Ada beberapa motivasi yang mendasari perusahaan melakukan merger atau akuisisi. Menurut Brigham dan Gapenski (1994:104) motivasi utama perusahaan melakukan merger atau akuisisi adalah untuk meningkatkan nilai dari penggabungan perusahaan atau sinergi yang dapat dilihat dari peningkatan:

1. Operasi yang lebih ekonomis, yang dihasilkan dari *economics of scale* pada manajemen, pemasaran, produksi, atau distribusi.
2. Keuangan yang lebih ekonomis, mencakup biaya transaksi yang lebih rendah dan analisis kerugian yang lebih akurat.

3. Perbedaan efisiensi, aset perusahaan diharapkan akan lebih produktif setelah dilakukannya merger.

4. Meningkatkan kekuatan pasar untuk mengurangi ketatnya persaingan.

Atmaja (1999:67) menambahkan beberapa motivasi perusahaan melakukan merger, yaitu:

a. Sinergi, ada empat hal, yaitu:

1. *Operating economics*; terjadi dari *economics of scale* pada manajemen, produksi, pemasaran, atau distribusi. *Economics of scale* menyebabkan biaya-biaya yang ditanggung per unit produk dapat diturunkan

2. *Financial economics*; termasuk biaya transaksi keuangan yang lebih rendah, posisi keuangan yang lebih kuat, dan rating yang lebih baik dari analisis sekuritas.

3. *Differential efficiency*; adalah kondisi di mana manajemen di satu perusahaan tidak efisien, bila manajemen diganti setelah merger, perusahaan ini akan memiliki kinerja yang lebih baik

4. *Increased market power*; peningkatan kekuatan pasar suatu perusahaan setelah merger karena berkurangnya persaingan.

b. Pertimbangan pajak

c. Membeli aktiva di bawah biaya penggantian

d. Diversifikasi



e. Dengan merger diharapkan penghasilan perusahaan lebih stabil, perlu diingat bahwa diversifikasi dapat mengurangi resiko bisnis atau pengurangan fluktuasi keuntungan.

f. Insentif pribadi manajemen perusahaan

Seringkali merger dilakukan lebih terdorong dari keinginan manajemen untuk mendapatkan keuntungan bagi mereka sendiri.

Sedangkan menurut Aloysius (1995:37) motivasi yang mendasari pertimbangan mengapa bank melakukan merger adalah:

1. Ekspansi melalui merger seringkali lebih murah daripada membuka cabang-cabang baru, termasuk didalamnya masalah rekrutmen tenaga kerja dapat lebih mudah diatasi
2. Persaingan dengan bank lain dapat diatasi
3. Bagi bank kecil, merger dengan bank yang lebih besar dapat membantu penyelesaian masalah permodalan dan dapat mengurangi resiko kejatuhan/bangkrut
4. Melalui merger akan dihasilkan suatu bank yang lebih besar, bank yang bergabung dapat memperoleh penghematan biaya karena skala ekonomis (*economies of scale*)
5. Bank-bank dapat memperoleh sinergi finansial dalam upaya menekan biaya modal serta memperbaiki struktur permodalan yang buruk akibat mengalami kerugian yang terus-menerus.
6. Memberikan kesempatan memperoleh jalur-jalur kegiatan usaha yang baru, langganan baru, atau diversifikasi geografis.



7. *Managerial slack*; manajer mempunyai kepentingan sendiri karena ingin memperoleh *prestige* karena keberhasilan dalam mengambil alih perusahaan atau bank lain

8. Motivasi merger karena adanya himbauan dari pemerintah dalam rangka menciptakan struktur industri yang kuat dan sehat.

Menurut Gaugham (1991:101) motivasi perusahaan melakukan merger dan akuisisi dibedakan menjadi 3 (tiga), yaitu: sinergi, diversifikasi, dan motif ekonomi.

1. **Sinergi**, dapat melalui 2 hal:

a. *Sinergi Operasional*, terjadi apabila perusahaan yang diakuisisi mempunyai proses produksi yang sama atau hampir sama dengan yang mengakuisisi, sehingga mesin-mesin dan peralatan pendukung lainnya dapat digunakan secara bersama-sama. Hal utama yang menjadi sumber-sumber dari terjadinya sinergi operasional adalah penurunan biaya karena adanya pengambilalihan tersebut sehingga terjadi efisiensi, yaitu penurunan biaya per unit sebagai akibat kenaikan dalam jumlah atau skala operasi perusahaan.

b. *Sinergi Keuangan*, menyangkut masalah keuangan yang belum terselesaikan dan kepailitan diharapkan akan lebih rendah.

2. **Diversifikasi**

Motivasi perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan motif diversifikasi produk adalah karena manajemen ingin mengembangkan

usahanya dari industri di mana awalnya perusahaan yang diakuisisi berada, sebab industri tersebut dianggap lebih menguntungkan.

3. **Motif Ekonomi**, ada dua hal, yaitu:

- a. Untuk meningkatkan pangsa pasar (*market share*) dan kekuatan pasar (*market power*), dengan cara melakukan integrasi horisontal, yaitu perusahaan melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan lain yang berada pada industri atau lini bisnis yang sama
- b. Untuk mendapatkan keuntungan/manfaat lain sebagai akibat adanya integrasi vertikal, yaitu dengan mengakuisisi perusahaan dari hulu ke hilir. Dari merger atau akuisisi bentuk ini, diharapkan perusahaan dapat menguasai sumber bahan baku sekaligus mendistribusikan produk jadinya.

2.2.3 Jenis-jenis Merger dan Akuisisi

Menurut Brigham dan Gapenski (1994:105) merger dapat dibedakan menjadi 4 (empat) jenis, antara lain:

1. Merger horisontal, yaitu merger di antara perusahaan-perusahaan yang bergerak dan berkompetisi dalam aktivitas bisnis (lini bisnis) yang sama.
2. Merger vertikal, yaitu merger antara perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama tetapi berbeda dalam tahapan kegiatan bisnisnya, misalnya merger antara produsen dan pemasok.
3. Merger *congeneric*, yaitu merger antar perusahaan yang memiliki bisnis yang masih berhubungan



4. Merger konglomerat, yaitu merger antara perusahaan-perusahaan yang berada dalam bisnis yang berbeda. Tujuan dari merger jenis ini biasanya berupa diversifikasi produk, untuk mengurangi resiko.

Sedangkan jenis-jenis akuisisi menurut Marcel (1992:22), dibedakan menjadi 2, yaitu:

1. *Akuisisi Financial (Financial Acquisition)*

Suatu kegiatan mengakuisisi satu atau lebih perusahaan lain dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya. Umumnya perusahaan yang menjadi incaran akuisitor adalah perusahaan yang usahanya sedang mengalami kemerosotan atau perusahaan yang prospeknya baik tetapi mengalami kekurangan modal.

2. *Akuisisi Strategis (Strategic Acquisition)*

Suatu akuisisi yang dilakukan dengan tujuan untuk menciptakan sinergi dengan didasarkan pertimbangan-pertimbangan jangka panjang, di mana sinergi ini tidak hanya terbatas pada sinergi keuangan saja tetapi juga mencakup sinergi produksi, sinergi distribusi, sinergi pengembangan ataupun gabungan dari sinergi-sinergi tersebut di atas.

2.2.4 Ukuran *Return Saham*

Dampak pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham telah banyak diteliti, seperti uraian di atas, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Desai dan Stover (1985), Trifts dan Scanlon (1987), Hannan dan Wolken (1989), Cornet and Tehranian (1992), Amin dan Pakereng (2001), Eka dan Tandelilin

(2001), dan Sesilia dan Nurkholis (2001). Dari penelitian-penelitian tersebut, dampak merger dan akuisisi terhadap *return* saham dianalisis dengan menggunakan metodologi *event study*. Metodologi ini didesain untuk mengindikasikan ekspektasi pasar finansial terhadap keseluruhan kinerja hasil merger atau akuisisi. *Return* saham yang dianalisis adalah *abnormal return* saham. Mengacu pada penelitian Sesilia dan Nurkholis (2001), *abnormal return* didefinisikan sebagai:

“Selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi.”

Lebih lanjut Sesilia dan Nurkholis (2001) menyatakan bahwa *abnormal return* merupakan reaksi harga terhadap pengumuman laba pada suatu hari tertentu. Karena reaksi tersebut dapat terjadi selama beberapa hari, maka selain rata-rata *abnormal return* untuk setiap kelompok saham, juga dihitung *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* yang merupakan penjumlahan *AAR (Average Abnormal Return)* selama periode peristiwa. Untuk kelompok yang mengalami kenaikan (penurunan) laba, CAAR seharusnya positif (negatif).

Menurut Amin dan Pakereng (2001), *event study* menganalisis *return* saham (berdasarkan perubahan harga dan dividen), baik pada bank yang target maupun *bidder* (akuisitor), dihubungkan dengan *return* pasar.

Mengacu pada penelitian Eka dan Tandelilin (2001) dan Amin dan Pakereng (2001), model yang dapat digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* dalam penelitian ini adalah model pasar disesuaikan (*market adjusted model*) yang menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Adapun

pertimbangan menggunakan model ini, mengacu pada penelitian Amin dan Pakereng (2001) dan Eka dan Tandelilin (2001), adalah:

1. Model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti model lain.
2. Pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), di mana pada tahap ini pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan jarang diperjualbelikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi.

Berdasarkan model yang digunakan, menurut Amin & Pakereng (2001) dan Eka & Tandelilin (2001), *return* pasar dihitung melalui langkah-langkah dan persamaan-persamaan berikut ini:

- (1) Menghitung *actual return* saham bank *i* pada *event window* dengan persamaan:

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

di mana:

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

P_{it} = harga saham *i* pada hari *t*.

P_{it-1} = harga saham *i* pada hari *t-1*.

- (2) Menghitung *return* pasar harian dengan persamaan:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_{mt} = *return* pasar

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari *t*.

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

- (3) Menghitung *abnormal return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

di mana:

AR_{it} = *abnormal return* untuk bank i pada hari t

R_{it} = *actual return* untuk bank i pada hari t

R_{mt} = *return pasar* pada hari t

R_{it} (*actual return*) diperoleh dari persamaan:

- (4) Menghitung rata-rata *abnormal return* (*Average Abnormal Return/AAR*)

saham pada hari ke-t:

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{nt} = rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke-t

n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

- (5) Mencari *Cumulative Average Abnormal Return* portofolio ($CAAR_{Nn}$):

$$CAAR_{Nn} = \sum_{t=-20}^{t=+20} AAR_{nt}$$

2.2.5 Konsep Pasar Modal Efisien (*Efficient Market*)

Pembahasan *return* saham berkaitan erat dengan bentuk pasar menurut konsep pasar modal. Pada teori pasar modal dikaji bagaimana harga dan *return* surat berharga membentuk suatu ekuilibrium, di mana dinyatakan bahwa ada hubungan yang erat antara terbentuknya ekuilibrium tersebut dengan konsep pasar

modal yang efisien karena hal ini berhubungan dengan seberapa cepat pasar merespon informasi baru yang akan menggeser harga pada ekuilibrium baru.

Pada dasarnya konsep pasar modal efisien masih menjadi suatu kontroversi bagi para pelaku pasar modal, dalam arti ada sebagian kelompok yang beranggapan bahwa konsep ini tidak berlaku dalam praktek pasar modal, namun kenyataannya, konsep ini memiliki dampak dan implikasi yang cukup signifikan.

Terlepas dari kontroversi yang ada, konsep pasar modal menjadi bahan kajian menarik bagi kalangan peneliti dan akademisi.

Menurut Jones (1996:269), pasar modal efisien adalah pasar modal di mana harga surat berharga merefleksikan semua informasi baik informasi di masa lalu (misalnya, *earning* saham tahun lalu), informasi pada saat ini (misalnya, tentang peristiwa yang sedang diumumkan), maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi (misalnya, *stock split*) secara cepat dan akurat sehingga tidak ada “lag” antara informasi dengan penyesuaian harga yang terjadi.

Lebih lanjut, Jones (1996:270) menyatakan bahwa pasar modal efisien dikatakan ada apabila terpenuhi hal-hal berikut ini:

1. Adanya sejumlah besar investor yang rasional dan memaksimalkan profit yang secara aktif berpartisipasi pada pasar. Investor-investor ini merupakan *price taker* (penentu harga); karenanya pelaku pasar tidak dapat mempengaruhi harga secara individu.
2. Informasi pasar tersedia secara murah dan mendalam bagi semua pelaku pasar, serta diketahui pada waktu yang sama (serentak bagi semua pelaku pasar).

3. Informasi bersifat *random*, di mana sebagian besar investor tidak dapat memprediksi peristiwa/*event* apa yang akan terjadi.

4. Investor akan bereaksi secara cepat dan harga yang terbentuk tergantung sepenuhnya pada informasi baru yang masuk.

2.2.6 Bentuk-bentuk Pasar Modal Efisien

Konsep pasar modal yang efisien telah didiskusikan sejak tahun 1970 dan berhasil dirumuskan hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis/EMH*), yang mengkaji lebih dalam bagaimana harga surat berharga pada pasar efisien secara cepat mencerminkan bentuk-bentuk informasi yang berbeda yang tersedia di pasar. Berdasarkan hal tersebut, menurut Jones (1996:271), pasar modal efisien dapat dibedakan menjadi tiga bentuk, yaitu:

1. *Pasar Efisien Bentuk Lemah (Weak-form)*

Pasar efisien di mana penentuan nilai surat berharga menggunakan jenis informasi yang paling tradisional, yaitu data pasar yang meliputi informasi tentang harga dan volume surat berharga sebelumnya (data historis dari harga dan volume surat berharga). Pada pasar efisien data historis tersebut direfleksikan pada harga saat ini dan berguna untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang. Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa pasar efisien berbentuk lemah apabila harga saat ini mencerminkan data pasar yang telah lalu dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang.

2. *Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat (Semistrong-form)*

Pasar efisien di mana harga yang terbentuk tidak hanya mencerminkan data pasar yang diketahui dan tersedia bagi publik, tetapi semua data yang tersedia dan diketahui publik, seperti *earning*, deviden, pengumuman *stock split*, pengembangan produk baru, kesulitan keuangan, dan perubahan sistem akuntansi. Untuk menguji apakah pasar berbentuk setengah kuat dilakukan dengan cara menguji seberapa cepat harga saham menyesuaikan terhadap pengumuman tentang informasi baru. Jika terjadi *lag* pada penyesuaian harga terhadap informasi baru sehingga investor memperoleh *abnormal return* maka dapat dikatakan bahwa pasar efisien tidak sepenuhnya berada dalam kondisi kuat.

3. *Pasar Efisien Bentuk Kuat (Strong-form)*

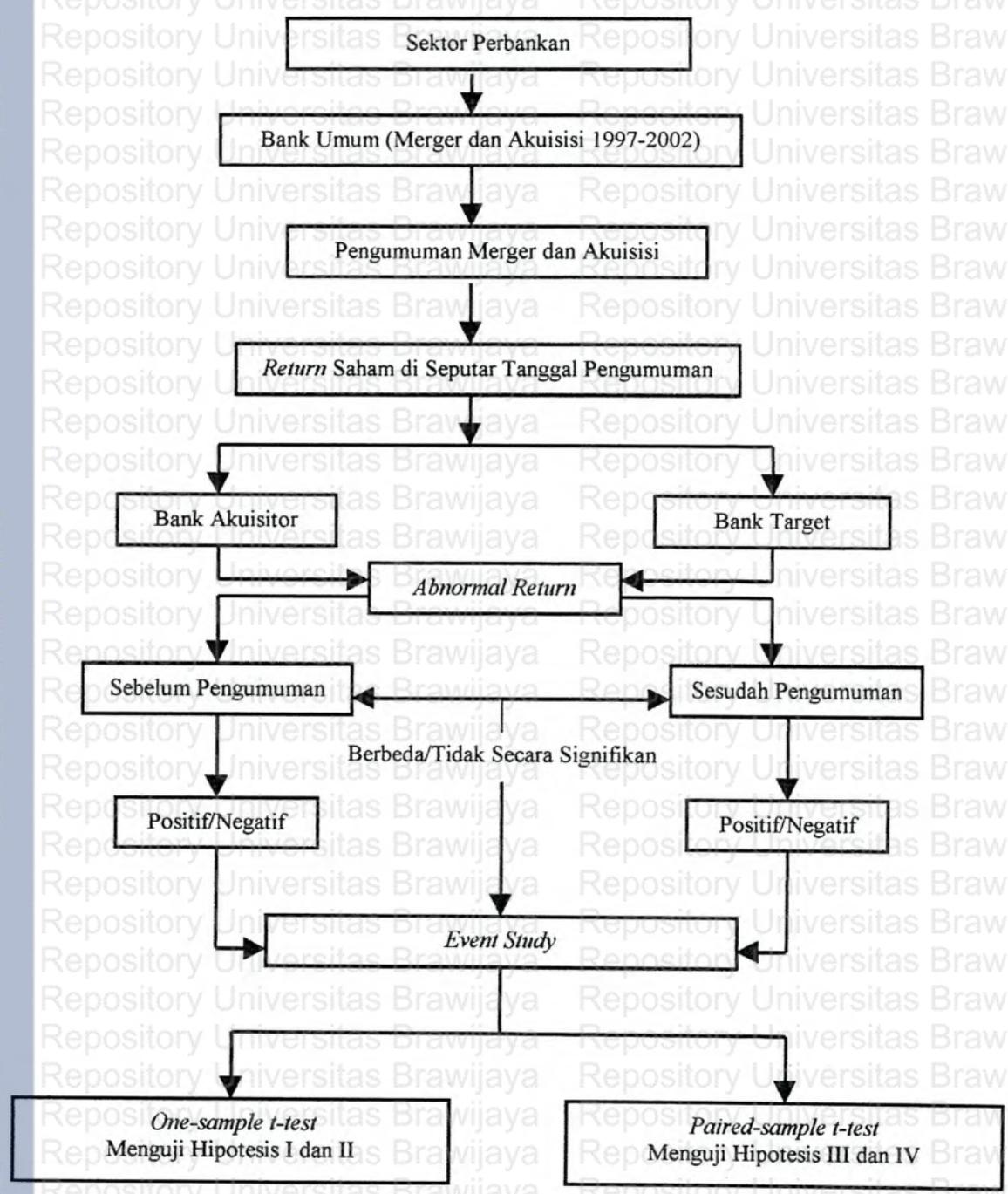
Pasar efisien di mana harga saham sepenuhnya mencerminkan semua informasi, baik publik maupun non-publik. Jika pasar efisien berada pada kondisi ini maka tidak ada satu kelompok investor pun yang dapat memperoleh *earning* hanya dengan mengandalkan informasi publik. *Abnormal return* hanya dapat diperoleh jika perusahaan juga mengetahui informasi non-publik.



2.3 Kerangka Pikir Penelitian

Kerangka pikir penelitian ini ditunjukkan pada gambar berikut ini:

Gambar 2.1
Kerangka Pikir Penelitian



2.4 Hipotesis

Mengacu pada hasil penelitian Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), Cornet dan Tehranian (1992), Amin dan Pakereng (2001), serta Eka dan Tandelilin (2001) yang menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menjadi akuisitor dalam aktivitas merger dan akuisisi memperoleh *cumulative abnormal return* yang signifikan negatif, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi.

Penelitian-penelitian di atas juga menelaah adanya *abnormal return* yang diperoleh oleh perusahaan-perusahaan target, dan menemukan bahwa perusahaan tersebut mempunyai *cumulative abnormal return* yang positif setelah adanya pengumuman merger dan akuisisi. Berdasarkan hasil empiris tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H₂: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi.

Hasil empiris dari penelitian Trifts & Scanlon (1987) serta Eka dan Tandelilin (2001) mengindikasikan adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan antara kondisi sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis berikut ini:



H₃: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

H₄: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.



BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Desain Riset

Fokus kajian dalam penelitian ini bersifat penjelasan (*explanation*), yaitu penelitian yang bertujuan menjelaskan fenomena-fenomena yang terjadi berdasarkan pengetahuan yang sudah ada sebelumnya atau disebut penelitian verifikatif dengan menggunakan pengujian hipotesis, di mana penelitian ini mencoba untuk mengembangkan hipotesis yang dibangun dari *theoretical framework* berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya guna menerangkan sifat dari hubungan-hubungan tertentu atau membuat perbedaan-perbedaan antar-kelompok atau independensi dari dua faktor atau lebih dalam suatu situasi (Sekaran, 1992:125). Adapun desain penelitian yang dipakai adalah desain eksperimen yaitu data atau informasi ilmiah penelitian diukur, diobservasi, dilakukan pendugaan parameter populasi dan dibandingkan dengan hipotesis yang diambil berdasarkan teori sebagai dasar observasi. Perbandingan inilah yang disebut dengan pengujian hipotesis diterima atau ditolak. Atas dasar inilah peneliti membuat inferensi logika untuk menentukan apakah teori yang digunakan dalam penelitian tersebut dapat diterima, harus dimodifikasi, atau harus ditolak (Djarwanto, 2001:85). Lebih lanjut dinyatakan bahwa desain eksperimen yang sesuai dengan penelitian ini adalah “Before-After”, yaitu subyek atau sampel yang sama diobservasi dua kali pada sebelum dan sesudah adanya perlakuan. (Djarwanto, 2001:143).

Mengacu pada definisi di atas, penelitian ini mencoba merumuskan hipotesis-hipotesis yang didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya serta teori yang ada dan menguji dampak pengumuman merger dan akuisisi perusahaan terutama perbankan terhadap *return* saham, baik bagi bank akuisitor maupun bagi bank target.

3.2 Obyek Penelitian

Penelitian ini menetapkan perbankan sebagai obyek penelitian karena beberapa tahun terakhir terjadi fenomena merger dan akuisisi pada sektor ini yang diawali dengan adanya kebijakan deregulasi tahun 1988 dan semakin meningkat jumlahnya ketika krisis ekonomi melanda Indonesia pada 1997. Saat ini, merger dan akuisisi dianggap sebagai suatu kebijakan yang mampu menyelamatkan suatu bank dari kesulitan keuangan (*financial distress*) atau bahkan ancaman kebangkrutan. Perbankan yang dijadikan obyek penelitian adalah bank-bank umum yang terdaftar pada BEJ (Bursa Efek Jakarta) serta melakukan merger dan akuisisi periode 1997-2002, dengan pertimbangan adanya homogenitas periode penelitian dan publikasi data harga saham serta tanggal pengumuman merger dan akuisisi sebagai dasar pengukuran *return* saham.

3.3 Populasi dan Pengambilan Sampel

Populasi yang akan dijadikan dasar pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah seluruh Bank Umum yang melakukan merger dan akuisisi di Indonesia tahun 1997-2002.

Dari populasi yang ada, peneliti bermaksud untuk menetapkan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode pengambilan sampel *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu. Adapun kriteria tersebut adalah:

1. Seluruh bank umum merger dan akuisisi periode 1997-2002 yang telah terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) sebelum melakukan merger dan akuisisi serta sahamnya diperdagangkan secara aktif selama periode pengamatan (*event window*).
2. Seluruh bank umum mempublikasikan tanggal pengumuman merger dan akuisisinya (tanggal M & A).

3.4 Data yang Diperlukan, Sumber Data, dan Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*archival*), yang berupa:

1. Data tentang harga saham harian (harga penutupan saham harian) masing-masing sampel dan IHSG yang diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia dan *JSX Statistic*.
2. Profil bank yang menjadi obyek penelitian yang diperoleh dari prospektus, *annual report*, dan *web-site* dari bank bersangkutan, serta dari *Indonesia Capital Market Directory*.
3. Tanggal pengumuman merger dan akuisisi bank-bank yang menjadi obyek penelitian diperoleh langsung dari humas bank yang bersangkutan, media



cetak maupun elektronik ataupun dari Pusat Data Bisnis Indonesia pada Bursa Efek Jakarta.

3.5 Identifikasi Variabel

Variabel-variabel yang digunakan untuk mengukur dampak merger dan akuisisi terhadap *return* saham, antara lain:

- a. **Return saham** diukur dengan menggunakan variabel *abnormal return*, yaitu *actual return* dikurangi *return* pasar atau ekspektasi. Formula yang digunakan, yaitu *actual return* untuk bank i pada hari t dikurangi *return* pasar pada hari t . Menurut Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandelilin (2001), formula tersebut adalah:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

di mana:

AR_{it} = *abnormal return* untuk bank i pada hari t

R_{it} = *actual return* untuk bank i pada hari t

R_{mt} = *return* pasar pada hari t

- b. R_{it} (*actual return*), juga menurut sumber yang sama, diperoleh dari persamaan:

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

di mana:

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

P_{it} = harga saham i pada hari t .



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

- c. Sedangkan R_{mt} (**return pasar harian**), juga menurut Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandelilin (2001), dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

di mana:

R_{mt} = return pasar

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

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

- d. Menghitung rata-rata *abnormal return* (*Average Abnormal Return/AAR*) saham pada hari ke-t, menurut sumber yang sama:

$$AAR_{mt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{mt} = rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke-t

n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

3.6 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional dari variabel-variabel penelitian akan diuraikan berikut

ini:

1. **Return saham**

Diukur dengan menggunakan variabel *abnormal return* yang dihitung dari *return actual* saham masing-masing bank target dan *bidder* (akuisitor) pada masing-masing hari, dikurangi dengan *return pasar* (*return ekspektasi*) saham

masing-masing bank, baik bank target maupun *bidder* (akuisitor) pada masing-masing hari. *Return* saham yang dihitung pada penelitian ini sesuai dengan periode pengamatan (*event window*) yang dipakai, yaitu 41 hari, yang terdiri atas -20 hari sebelum, 1 hari pada saat, dan +20 hari setelah pengumuman.

2. *Actual Return*

Return yang dihasilkan oleh saham suatu bank, yang diperoleh dari harga saham masing-masing bank pada hari t dikurangi harga saham masing-masing bank pada hari $t-1$. Sesuai dengan periode pengamatan (*event window*) yang dipakai, yaitu 41 hari, yang terdiri atas -20 hari sebelum, 1 hari pada saat, dan +20 hari setelah pengumuman, maka digunakan harga penutupan saham masing-masing bank pada hari-hari yang bersangkutan.

3. *Return Pasar*

Return pasar diperoleh dari indeks harga saham gabungan perbankan pada hari t dikurangi indeks harga saham gabungan perbankan pada hari $t-1$, dibagi indeks harga saham gabungan pada hari $t-1$. Sesuai dengan periode pengamatan (*event window*) yang dipakai, yaitu 41 hari, yang terdiri atas -20 hari sebelum, 1 hari pada saat, dan +20 hari setelah pengumuman, maka digunakan indeks harga saham gabungan pada hari-hari yang bersangkutan.

4. *Average Abnormal Return*

Rata-rata *abnormal return* saham merupakan hasil penghitungan rata-rata dari *abnormal return* harian bank-bank yang menjadi sampel penelitian pada

Sedangkan untuk mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank yang bersangkutan antara periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dilakukan dengan uji beda dua rata-rata untuk sampel berpasangan (*paired-sample t-test*) dengan tujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan yang signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Pengujian ini diawali dengan menghitung rata-rata *abnormal return* bank yang menjadi sampel penelitian, kemudian dipilah menjadi dua kelompok, yaitu rata-rata *abnormal return* sebelum serta rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Tahap selanjutnya menghitung standar deviasi masing-masing kelompok untuk tujuan melakukan uji statistik dengan menggunakan uji t.

Kedua penghitungan statistik tersebut dilakukan dengan teknik pengolahan data menggunakan program komputer *SPSS for Windows Release* (Singgih, 2000:89).

Adapun lamanya periode pengamatan yang dilakukan adalah 41 hari (-20 sebelum, 1 hari pada saat, dan +20 setelah pengumuman merger dan akuisisi). Hal ini mengacu pada penelitian Amin dan Pakereng (2001), dengan pertimbangan bahwa periode ini cukup panjang untuk mengetahui reaksi dari para pemegang saham dan investor.

3.7.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis pertama dan kedua:

H₁: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi.

H₂: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi.

Menurut Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandelilin (2001), dilakukan dengan tahapan dan rumusan berikut ini:

- a. Menentukan periode peristiwa yang disebut juga periode pengamatan atau periode jendela (*event window*). Dalam penelitian ini digunakan periode jendela 41 hari, yaitu *event day*-20 sampai +20, yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi. Periode ini cukup panjang karena pemegang saham (investor) di Indonesia cenderung lambat dalam menyerap suatu informasi. Disamping itu, mengacu pada pendapat Eka dan Tandelilin (2001), pemakaian periode pengamatan ini karena adanya pertimbangan bahwa:

1. Model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti model lain.
2. Pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), di mana pada tahap ini pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan jarang diperjualbelikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return nol* (0) selama tidak terjadi transaksi.



- b. Menghitung *actual return* saham bank i pada *event window* dengan persamaan:

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

di mana:

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

P_{it} = harga saham i pada hari t.

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

- c. Menghitung *return* pasar harian dengan persamaan:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

di mana:

R_{mt} = *return* pasar

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

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

- d. Menghitung *abnormal return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

di mana:

AR_{it} = *abnormal return* untuk bank i pada hari t

R_{it} = *actual return* untuk bank i pada hari t

R_{mt} = *return* pasar pada hari t

R_{it} (*actual return*) diperoleh dari persamaan:

- e. Menghitung rata-rata *abnormal return* (*Average Abnormal Return/AAR*) saham pada hari ke-t:

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{nt} = rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke-t

n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

- f. Mencari *Cumulative Average Abnormal Return* portofolio ($CAAR_{Nn}$):

$$CAAR_{Nn} = \sum_{t=-20}^{t=+20} AAR_{nt}$$

- g. Melakukan pengujian *abnormal return* secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap periode jendela:

1. Menghitung nilai t:

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

t = t-hitung

KSE_t = Kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa

Pengujian dengan menggunakan *t-test* dilakukan setelah dilakukan uji terhadap normalitas data dengan menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov*.

2. Menghitung kesalahan standar estimasi digunakan rumus:

$$KSE = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (AR_{i,t} - \overline{AR_{n,t}})^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}}$$

KSE = kesalahan standar estimasi pada hari ke-t pada periode peristiwa

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham bank i pada hari ke-t

$\overline{AR}_{n,t}$ = *Average abnormal return* pada hari ke-t di periode peristiwa

k = jumlah saham yang dijadikan sampel

Pengujian terhadap hipotesis ketiga dan keempat:

H₃: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

H₄: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Mengacu pada Eka dan Tandelilin (2001), pengujian hipotesis ketiga dan keempat tersebut dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- Menghitung rata-rata *abnormal return* masing-masing untuk seluruh bank akuisitor maupun seluruh bank target yang dijadikan sampel penelitian. Kemudian dipilah menjadi dua kelompok dengan menghilangkan hari ke nol (*event day*), sehingga menjadi rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

$$\overline{AR}_{sebelum} = \frac{\sum_{t=-20}^{t=-1} AR_{sebelum}}{n}$$

$$\overline{AR}_{sesudah} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+20} AR_{sesudah}}{n}$$

- b. Menghitung standar deviasi rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah aktivitas merger dan akuisisi.

$$\sigma_{\text{sebelum}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-20}^{t=-1} AR_{\text{sebelum}} - \overline{AR}_{\text{sebelum}}}{(n-1)}} \quad \sigma_{\text{sesudah}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+20}^{t=+1} AR_{\text{sesudah}} - \overline{AR}_{\text{sesudah}}}{(n-1)}}$$

- c. Menghitung t statistik pada taraf signifikansi 5% dengan menggunakan *paired-sample t-test*, di mana sebelumnya telah dilakukan uji normalitas data menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov

$$t = \frac{AR_{\text{sesudah}} - AR_{\text{sebelum}}}{\frac{\sigma_{\text{sesudah}}^2}{n} + \frac{\sigma_{\text{sebelum}}^2}{n}}$$

keterangan: n = jumlah bank yang diamati, baik bank akuisitor maupun bank target

Bila t hitung $>$ t tabel, maka H_0 diterima.

Bila t hitung $<$ t tabel, maka H_0 ditolak



BAB IV GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

4.1 Seleksi Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah semua bank umum yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode 1997-2002, yaitu sebanyak 34 bank. Adapun penentuan dan pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil pemilihan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan serta klasifikasi ke dalam 2 kelompok sampel, yaitu bank akuisitor dan bank target tampak pada tabel berikut ini:

Tabel 4.1
Proses Penentuan Sampel

Populasi	Jumlah	%
Bank Umum di Indonesia yang melakukan merger dan akuisisi periode 1997-2002	34	100
Kriteria Sampel	Jumlah	%
1. Seluruh bank umum merger dan akuisisi yang telah terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) sebelum melakukan merger dan akuisisi serta sahamnya diperdagangkan secara aktif selama periode pengamatan (<i>event window</i>).	10	29
2. Seluruh bank umum yang mempublikasikan tanggal pengumuman merger dan akuisisinya (tanggal M & A).	8	24
Jumlah akhir sampel yang memenuhi kriteria penentuan sampel	8	100
Sampel tersebut terdiri atas:		
- Bank umum akuisitor	2	25
- Bank umum target	6	75

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*

Jumlah akhir sampel yang memenuhi kriteria penentuan sampel di atas, kemudian dipilah menjadi dua subsampel, yaitu bank umum akuisitor dan bank umum target. Pemilahan tersebut berkaitan dengan proses analisis selanjutnya, di

mana masing-masing subsampel akan dianalisis secara terpisah, mengacu pada hasil penelitian terdahulu dan hipotesis yang ditetapkan.

4.2 Gambaran Umum Bank Sampel Penelitian

Sesuai dengan kriteria penentuan sampel yang telah dilakukan, maka bank umum yang memenuhi syarat untuk menjadi sampel akhir dalam penelitian hanya 8 perusahaan, yang terdiri atas 2 bank umum akuisitor dan 6 bank umum target, yaitu:

Tabel 4.2
Daftar Bank Umum Akuisitor yang Melakukan Merger dan Akuisisi
Periode 1997-2002

No	Kode	Nama Bank Umum Akuisitor	Listing Date	Tanggal M & A
1.	BNLI	P. T. Bank Bali Tbk.	14 November 1990	30 September 2002
2.	BDMN	P.T. Bank Danamon Tbk.	20 Mei 1996	30 Juni 2000

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*.

Tabel 4.3
Daftar Bank Umum Target yang Melakukan Merger dan Akuisisi
Periode 1997-2002

No	Kode	Nama Bank Umum Target	Listing Date	Tanggal M & A
1.	BUNI	P. T. Bank Universal Tbk.	7 Oktober 1997	30 September 2002
2.	BNTA	P.T. Bank Tiara Asia Tbk.	8 November 1993	30 Juni 2000
3.	BDTA	P.T. Bank Duta Tbk.	26 November 1997	30 Juni 2000
4.	TMBN	P.T. Bank Tamara Tbk.	28 Maret 1990	30 Juni 2000
5.	RAMA	P.T. Bank Rama Tbk.	8 Agustus 1994	30 Juni 2000
6.	PDFC	P.T. Bank PDFCI Tbk.	4 November 1994	30 Desember 1999

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*.

Berikut ini diuraikan secara ringkas tentang gambaran umum bank-bank yang menjadi sampel penelitian, yaitu:

Bank Umum Akuisitor

1. P.T. Bank Bali Tbk.

Di tahun 2002, Bank Bali genap berusia 47 tahun. Pada awal kelahirannya, Bank Bali menyandang nama BPDI (Bank Persatuan Dagang Indonesia), kemudian berganti nama menjadi “Bank Bali” pada tahun 1970. Setelah melewati tahap-tahap pertumbuhan dan pemantapan usaha, Bank Bali menempatkan diri sebagai salah satu bank papan atas nasional dan mencatatkan saham-sahamnya untuk diperdagangkan sebagai perusahaan terbuka di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya sejak tahun 1990. Dengan visi “Menjadi Bank Pilihan dengan Memberi yang Terbaik”, Bank Bali mampu bertahan di tengah segala kesulitan dan tantangan yang tidak ringan selama beberapa tahun terakhir, meskipun pada tahun 2000 harus melalui tahapan rekapitalisasi oleh Pemerintah, dalam hal ini Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN), sebagai dampak negatif dari krisis ekonomi yang melanda Indonesia di tahun 1997, sehingga 98,23% dari kepemilikan Bank Bali saat ini adalah milik Pemerintah yang diwakili oleh BPPN. Hal ini dimungkinkan berkat penerapan budaya kerja perusahaan yang terdiri atas Komunikasi Dua Arah, Kepedulian dan cara kerja **PDCA** (*Plan, Do, Check, Action*). Menunjang budaya kerja tersebut, Bank Bali juga memiliki identitas visual yang khas, berupa logo yang bermakna “Berdasarkan Landasan Kokoh Tegar, Membangun Masa Depan Penuh Sukses” serta *mascot* “Si Jempol” yang selalu tersenyum dan gembira dan kombinasi warna perusahaan (*corporate colour*) kuning-biru yang melambangkan kedinamisan. Sebagai pembangkit semangat serta untuk

menciptakan persatuan, Bank Bali memiliki lagu kebangsaan, yaitu Mars “Kami Bank Bali” dan Himne “Bank Bali Jaya”, yang wajib dikumandangkan pada acara-acara penting di Bank Bali. Implementasi teknologi informasi secara intensif dan berwawasan jauh ke depan telah menjadikan Bank Bali sebagai salah satu pelopor di bidang teknologi perbankan. Bank Bali termasuk bank pertama yang menerapkan teknologi *on-line*, pemakaian mesin ATM, sentralisasi *back-office* secara nasional, penerbitan kartu debit, transaksi perbankan melalui telepon dan internet serta kartu prabayar isi ulang atau *e-Wallet*. Dengan jumlah cabang di seluruh Indonesia yang mencapai 245 kantor cabang serta didukung oleh 4.730 karyawan, Bank Bali mampu melayani beragam transaksi perbankan, baik untuk segmen perorangan (individu) maupun perusahaan (korporasi). Beragam penghargaan internasional berhasil diraih Bank Bali sejak tahun 1997. Baru-baru ini Bank Bali menerima penghargaan dari *Bank of New York* berupa “*Recognition of Payment Formatting and Straight Through Rate 2001*” dan “*2001 Top Tier Customer for Their Continued Support of USD Clearing and Beneficiary Deduct Payment*” yang membuktikan pengakuan pihak luar terhadap hasil karya Bank Bali. Menutup tahun 2001 dan memasuki tahun 2002, Bank Bali tetap optimis memandang masa depannya. Dengan berpegang teguh pada misi “Berdasarkan kepedulian memberi solusi bermutu dan membangun Perusahaan yang mampu menarik, mengembangkan dan mempertahankan karyawan dengan integritas tinggi”, Bank Bali akan senantiasa bertekad dan berupaya untuk meningkatkan



kinerjanya dalam rangka untuk memberikan nilai tambah terhadap Perseroan dan sebagai pertanggungjawaban kepada seluruh *stakeholder*.

2. P.T. Bank Danamon Tbk.

Bank Danamon berkedudukan di Jakarta, didirikan dengan nama “P.T. Bank

Kopra Indonesia pada 18 Juli 1956. Bank Danamon memperoleh izin usaha

sebagai Bank Umum pada 19 September 1956 dan menerima lisensi sebagai

bank devisa pada November 1988. Sejak itulah Danamon menjadi bank

terbesar ke-2 di Indonesia pada pertengahan 1990-an. Melalui Surat Keputusan

Ketua BPPN (Badan Penyehatan Perbankan Nasional) No. 2/BPPN/1998 pada

tanggal 4 April 1998 akibat krisis likuiditas sebagai dampak dari krisis

ekonomi yang melanda negara-negara di Asia pada pertengahan tahun 1997,

Bank Danamon diambil alih operasinya oleh BPPN dalam rangka program

penyehatan bank dan kemudian diikutsertakan dalam program rekapitalisasi

dan merger. Pada Bulan Maret 1999 Bank Danamon melakukan Penawaran

Umum Terbatas III yang bertujuan untuk memperkuat struktur permodalan

dengan mengeluarkan saham baru guna menaikkan modal dasar menjadi Rp.

10 triliyun. Setelah bergabungnya Bank PDFCI ke dalam Bank Danamon pada

30 Desember 1999, menyusul kemudian delapan bank swasta, yaitu Bank Jaya,

Bank Rama, Bank Tamara, Bank Nusa Nasional, Bank Duta, dan Bank Risjad

Salim Internasional pada 30 Juni 2000. Merger Bank Danamon dengan 9 BTO

sendiri mungkin merupakan merger pertama di dunia yang melibatkan banyak

perusahaan dan telah membuat Bank Danamon menjadi salah satu pemain

utama (*core bank*) dalam percaturan perbankan nasional. Didukung oleh

jaringan kantor cabang yang luas dan menjangkau seluruh provinsi di Indonesia serta sekitar 700 ATM, Bank Danamon siap untuk memberikan layanan terbaik bagi nasabahnya. Dengan asset lebih dari Rp 52 triliun, Bank danamon menempati peringkat 5 bank terbesar dari segi asset pada akhir 2001. Pada tahun yang sama Bank Danamon berhasil mencatatkan laba Rp 723 milyar dan CAR sebesar 35,49%. Setelah proses restrukturisasi dan rekapitalisasi selesai dengan sukses, Bank Danamon terus memperkokoh peranannya dalam sektor perbankan dengan fokus utama sektor konsumen dan usaha kecil menengah dan koperasi (UKMK) yang menyentuh jantung perekonomian nasional serta melibatkan kehidupan mayoritas penduduk Indonesia. Hal ini sejalan dengan visi dan misi BDI yang baru yaitu untuk menjadi bank pilihan nasabah terutama dibidang konsumen dan UKMK. Untuk memenuhi visi dan misi tersebut, BDI mengutamakan perhatian pada tiga aspek vital, yaitu: strategi keuangan; strategi jaringan distribusi; strategi manajemen organisasi dan sumber daya manusia. Di masa yang akan datang, BDI akan tetap memfokuskan diri pada pengembangan sektor retail banking, untuk memenuhi kebutuhan konsumen dan nasabah individu. Dengan adanya logo dan identitas perusahaan yang baru, BDI memulai babak baru dengan memperbaharui identitas BDI sehingga dapat menapaki masa depan dengan penuh keyakinan. BDI berkeyakinan menjadi pelopor di bidangnya dalam hal diferensiasi produk, inovasi serta mutu layanan, kini dan di masa mendatang

Kini, Bank Danamon menjadi salah satu dari bank inti (*core bank*) di Indonesia bersama BCA di sektor swasta serta Bank Mandiri dan BNI di sektor publik.

Bank Umum Target

1. P.T. Bank Universal Tbk.

Bank Universal berdiri pada tahun 1990 sebagai hasil dari merger 2 bank yang sedang mengalami kesulitan, yaitu Bank Perkembangan Asia dan Bank Kredit Universal. Bank Universal mendapatkan lisensi untuk bergerak dalam aktivitas valuta asing pada tahun yang sama. Bank ini memiliki visi menjadi bank ritel Indonesia terbaik dan sekaligus menjadi bank pilihan bagi seluruh *stakeholder*. Adapun nilai-nilai yang dianut oleh Bank Universal adalah empati, kewirausahaan, pemberdayaan, kerjasama, dan terpercaya. Strategi bisnis yang ditetapkan oleh bank ini adalah memfokuskan diri pada ceruk pasar konsumen dan komersial yang tumbuh cepat, yaitu individu berpenghasilan menengah dan perusahaan berskala menengah di Jabotabek dan 6 kota besar lainnya di Indonesia. Rekapitalisasi perbankan tahun 1999 telah memperbaiki kinerja keuangan Bank Universal, meski belum sebaik kondisi pra-krisis. Dengan masih rendahnya rasio kredit yang diberikan terhadap dana masyarakat (LDR 39,6%), masih tingginya rasio pinjaman bermasalah (NPL 41,3%) dan CAR hanya sebesar 4,6%, Bank Universal memulai tahun 2000 dengan kondisi yang belum benar-benar prima. Namun demikian Bank Universal telah memperbaiki kinerja finansial serta menunjukkan beberapa prestasi di bidang nonfinansial pada tahun 2000. Setelah mengalami pendapatan bunga bersih (*spread*) negatif dan kerugian pada tahun 1998 dan 1999, Bank Universal mampu menghasilkan *spread* positif dan membukukan laba Rp. 15 triliun dan CAR 4,65% di tahun 2000. Selama tahun 2001, Bank Universal melakukan pengurangan jumlah

kantor operasional dari 280 kantor pada akhir 2000 menjadi 245 kantor di akhir 2001. Keputusan ini dalam upaya efisiensi dan efektivitas operasional tanpa mengurangi kualitas pelayanan kepada para nasabah. Kini, dalam menyediakan layanan terbaik berbasis teknologi, Bank Universal mengoperasikan fleksitrans, *mobile banking* pertama menggunakan teknologi satelit di kawasan Asia Pasifik.

2. P.T. Bank Tiara Asia Tbk.

Bank Tiara Asia Tbk berdiri di Jakarta pada tahun 1989 dan merupakan anak cabang dari P.T. Ometraco. Bank ini sekarang memiliki 17 kantor cabang di seluruh Indonesia. Di awal berdirinya, Bank ini memiliki kepemilikan saham 14,3% di P. T. Danaloka Pratama, sebuah perusahaan manajemen pendanaan. Pada Juni 1995, Wadburg, Pincus Ventura, Ltd. (USA) membeli US\$ 14,9 juta dari saham perusahaan. Pada tahun 1996 bank ini memperoleh pinjaman US\$10 juta dari 4 bank Singapura, yaitu United Overseas Bank, Fuji Bank, OCBC Bank dan Bank Exim. Pinjaman tersebut digunakan untuk membiayai produksi dan mendanai ekspor yang berorientasi pada sektor ekonomi. Pada November 1997, P.T. Ometraco Corporation menjual US\$ 16,2 juta saham atau 9% kepemilikannya pada bank, sehingga kepemilikan P.T. Ometraco sekarang tinggal 42%. Kelebihan penggunaan kredit (sampai 500%) yang melebihi ketentuan likuiditas sesuai ketentuan yang ditetapkan Bank Indonesia, menyebabkan Bank Tiara Asia masuk dalam program penyehatan perbankan di bawah pengawasan BPPN.

3. P.T. Bank Duta Tbk.

P.T. Bank Duta Tbk bernama P. T. Bank Dharma Ekonomi ketika menjadi bank komersial pada 1966 di Jakarta dan berubah nama menjadi P. T. Bank Duta Ekonomi pada tahun 1975 dan melakukan merger dengan Bank Dwikora di Pontianak dan Bank Sarma di Surabaya pada tahun 1976. Pada 1978, bank ini mendapatkan lisensi untuk beroperasi pada pertukaran valuta asing sekaligus mengubah namanya menjadi P.T. Bank Duta. Tahun 1990, Bank Duta mengalami kerugian keuangan sebagai akibat dari *missmanagement* dalam transaksi pertukaran valuta asing. Kerugian sebesar US\$ 419 juta tersebut kemudian ditutup oleh hibah dari para pemegang saham. Sejak Juni 1995 Bob Hasan menggantikan Moeljoto Djojomartono sebagai presiden komisaris, Bank Duta terus mengalami peningkatan kinerja dan mencatat *profit* Rp. 71 trilyun atau meningkat sebesar 79,53% dari Rp. 39 trilyun pada 1995. Data tahun 1999 menyebutkan bahwa bank Duta telah memiliki 90 cabang yang tersebar di 16 propinsi, 140 ATM, 500 *joint ATM* yang semuanya online. Namun, akibat krisis moneter yang melanda Indonesia pada 1997, menyebabkan Bank Duta mengalami kesulitan keuangan dan masuk dalam daftar bank yang harus diambil alih oleh pemerintah dalam program penyehatan dan rekapitalisasi perbankan. Pada 30 Juni 2000, bersama 7 BTO (*Bank Take Over*) lainnya Bank Duta merger dengan Bank Danamon.

4. P.T. Bank Tamara Tbk

Bank Tamara berdiri pada tahun 1977 dan mendapatkan lisensi untuk beroperasi pada transaksi pertukaran valuta asing pada 1989. Pada akhir 1994,

Bank Tamara memiliki 64 kantor cabang yang tersebar di seluruh Indonesia. Pada 1994 Bank Tamara menerbitkan obligasi senilai Rp. 100 milyar dan menerima kredit untuk operasi keuangannya sebesar US\$ 50 juta . Bank Tamara mencatat *net profit* Rp. 34,3 milyar pada tahun 1996 atau meningkat 46,6%, dibandingkan dengan Rp. 23,4 milyar pada tahun 1995. Pada Juli 1997, melalui anak cabnag perusahaan, P.T. Popeyes Chicken and Seafood, Bank Tamara mulai membuka usaha baru di bidang restoran di Jakarta berdasarkan kesepakatan antara Bank Tamara dengan pihak pemberi hak waralaba (*franchiser*), Popeyes Fried Chicken USA. Pada tahun yang sama, krisis moneter di Indonesia menjadikan Bank Tamara harus masuk daftar bank yang harus mengikuti program rekapitalisasi perbankan di bawah pengawasan BPPN (Badan Penyehatan Perbankan Nasional), tepatnya sebagai BTO (*Bank Take Over*). Akhirnya pada 30 Juni 2000, Bank Tamara bersama 7 bank umum lainnya dimerger dengan Bank Danamon.

5. P.T. Bank Rama Tbk.

P.T. Bank Rama Tbk adalah bank komersial yang berdiri pada tahun 1967 dan mendapatkan lisensi sebagai bank yang menangani pertukaran valuta asing pada tahun 1991. Pada tahun 1978 Bank Rama melakukan merger dengan Bank Masyarakat di Ujung Pandang, yang kemudian menjadi anak cabangnya. Sejak Juli 1994 bank Rama menjadi anggota dari *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* dengan tujuan untuk memperluas bisnisnya dalam dunia perbankan internasional. Data tahun 1998 menyebutkan bahwa Bank Rama telah memiliki 14 kantor cabang dan 11 sub-kantor cabang di Jawa,



Bali, Sulawesi, dan Sumatera Utara. Pada tahun yang sama, Bank Rama mengalami kerugian sebesar Rp. 391,2 milyar, salah satunya karena krisis moneter yang melanda Indonesia. Rendahnya tingkatnya kinerja keuangan ini, menjadikan pemerintah mengambil alih manajemen dan memasukkan Bank Rama ke dalam BTO (*Bank Take Over*) dalam program rekapitalisasi perbankan. Pada 30 Juni 2000, bersama dengan 7 bank BTO lainnya, Bank Rama dimergers dengan Bank Danamon.

6. **P.T. Bank PDFCI Tbk.**

P.T. Bank PDFCI (*Private Development Finance Company of Indonesia*) berdiri pada 1973, sebelumnya merupakan institusi keuangan non-bank yang banyak menangani pinjaman jangka panjang dari lembaga keuangan internasional, seperti proyek pengembangan ekspor, proyek restrukturisasi industri yang dibiayai oleh Bank Dunia (*World Bank*), pengembangan pinjaman keuangan dari ADB (*Asian Development Bank*), dan pinjaman dari Bank Exim Jepang. Pada Januari 1993 perusahaan mengubah status menjadi bank komersial. Pada Mei 1996, Bank PDFCI memiliki aset Rp. 93,75 milyar dan *total equity* Rp. 197,7 . Sampai pada kuartal dua 1998, komposisi kepemilikan adalah P.T. Bahana Investa Argha 30,28%, Bank Panin 8,13%, Nippon Credit Bank Co. Ltd. 7,33%, Good Spirit Investment Corp. 6,31%, Bank Indonesia 5,81%, Bank Lippo 7,83%, Deutsche Investition-und Entwicklungsgesellschaft, GmbH 4,96% dan publik 36,04%. Pada 4 April 1998, Bank PDFCI diambil alih oleh pemerintah di bawah pengawasan IBRA (*Indonesian Restructuring Agency*), karena Bank PDFCI memiliki pinjaman Kredit Likuiditas Bank

Indonesia (KLBI) lebih dari 500% dari ekuitasnya dan memiliki CAR (*Capital Adequacy Ratio*) di bawah 5%. Di samping itu PDFCI juga mengalami kerugian pada dua tahun berturut-turut pada 1997 dan 1998, masing-masing sebesar Rp.

121,9 milyar dan Rp. 4,0 milyar. Oleh karena itu merger PDFCI dengan Bank Danamon pada 30 Desember 1999 diharapkan akan memperbaiki kondisi kinerja keuangannya.



BAB V HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Hasil Penelitian

5.1.1 Penghitungan *Abnormal Return*

Dari data harga saham bank-bank yang menjadi sampel penelitian dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) perbankan selama periode pengamatan (*event window*) yang ditentukan dalam penelitian ini, yaitu 41 hari, meliputi *event day* -20 sampai $+20$, dapat dihitung *abnormal return* bank-bank yang bersangkutan, baik bank-bank akuisitor maupun bank target selama periode pengamatan, sebagai dasar untuk mengetahui tingkat *return* saham sesuai dengan metodologi *event study*. Berikut hasil penghitungan *abnormal return* dari bank-bank yang menjadi sampel penelitian baik bank akuisitor maupun bank target:

a. Bank Akuisitor

Bank akuisitor dalam penelitian ini terdiri atas Bank Bali (BNLI) dan Bank Danamon (BDNM). Hasil penghitungan *abnormal return* (*AR*) kedua bank tersebut tampak pada Tabel 5.1 berikut ini:

Tabel 5.1

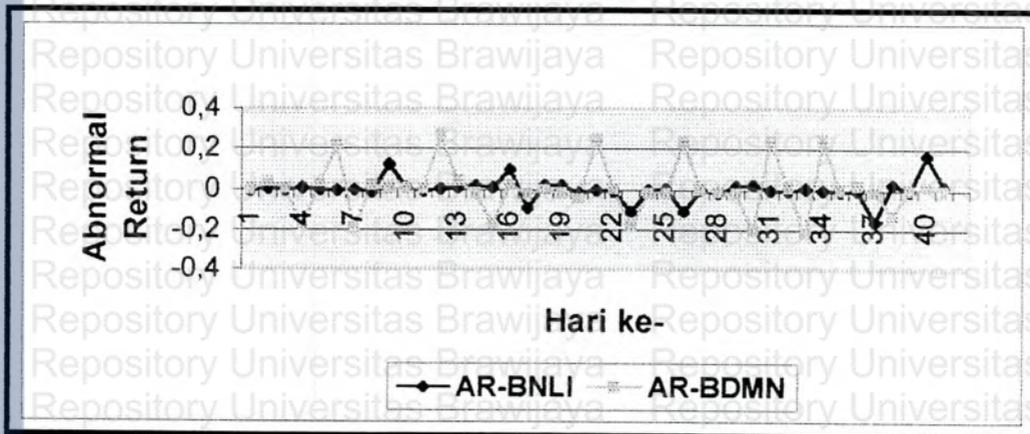
Abnormal Return Bank Akuisitor Selama Event Window

Hari ke-	AR-BNLI	AR-BDMN
-20	-0,00845	-0,00104
-19	0,00382	0,03473
-18	-0,00547	0,00439
-17	0,0073	-0,18017
-16	-0,00235	0,03604
-15	-0,00502	0,21579
-14	-0,00103	-0,18942
-13	-0,01174	0,01892
-12	0,12396	0,00852
-11	0,0063	0,00465
-10	-0,00864	0,00511
-9	0,00406	0,26754
-8	0,00952	0,04291
-7	0,02012	-0,01586
-6	0,00913	-0,16932
-5	0,10029	0,02174
-4	-0,09169	-0,02137
-3	0,02273	0,00261
-2	0,0222	-0,0148
-1	-0,01588	-0,0408
0	-0,00159	0,25059
1	-0,00578	0,00397
2	-0,10894	-0,18389
3	-0,00183	-0,01616
4	0,00451	-0,01699
5	-0,10823	0,23623
6	0,00187	0,00116
7	-0,01658	-0,00892
8	0,01887	-0,0148
9	0,02487	-0,20266
10	-0,00025	0,24133
11	-0,00483	0,01075
12	0,00601	-0,21607
13	-0,00084	0,24514
14	-0,00806	-0,0049
15	-0,00251	0,02185
16	-0,1582	-0,01073
17	0,02812	-0,12629
18	-0,00487	-0,00188
19	0,16929	0,01037
20	0,01613	-0,00071

Sumber: Hasil Analisis Data Sekunder dari Harian Bisnis Indonesia dan *JSX Statistic*, diolah

Tabel 5.1 hasil perhitungan *Abnormal Return* pada bank-bank akuisitor di atas dapat diilustrasikan pada Gambar 5.1 berikut ini:

Gambar 5.1
Abnormal Return Akuisitor Selama *Event Window*



Pada Tabel 5.1 dan Gambar 5.1 di atas tampak bahwa BNLN mempunyai *abnormal return* yang positif sebanyak 11 hari sebelum pengumuman (28%) dan hanya di sebanyak 8 (2%) hari pada periode setelah pengumuman. Bahkan bank akuisitor ini memperoleh *abnormal return* yang berturut-turut negatif pada hari –1, *event day*, sampai +3. Sedangkan pada BDMN *abnormal return* positif terdapat pada sebanyak 12 hari sebelum pengumuman (29%), hanya di sebanyak 8 hari pada periode setelah pengumuman (2%), dan memiliki *abnormal return* yang positif pada saat hari pengumuman.

b. Bank Target

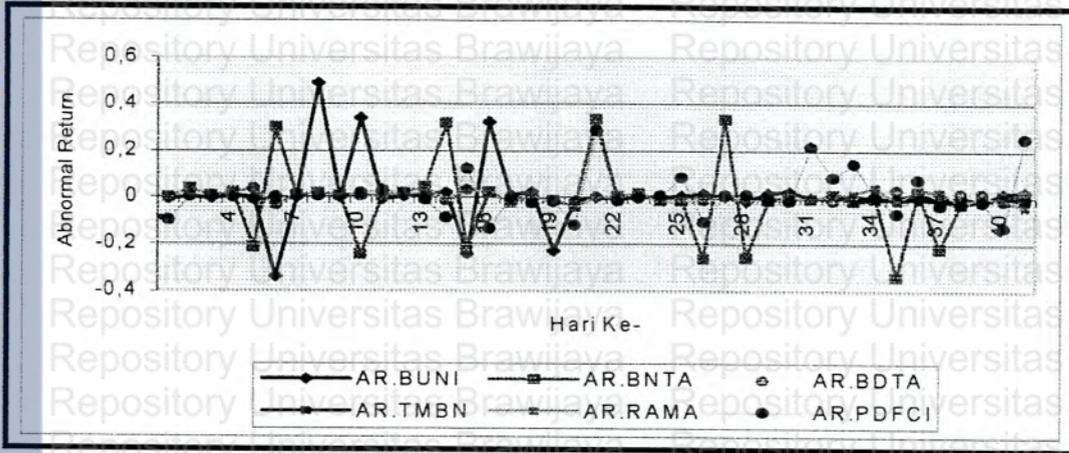
Bank target dalam penelitian ini terdiri atas, Bank Universal (BUNI), Bank Tiara Asia (BNTA), Bank Duta (BDTA), Bank Tamara (TMBN), Bank Rama (RAMA), dan Bank PDFCI. Hasil penghitungan *abnormal return* (*AR*) dan bank-bank tersebut tampak pada Tabel 5.2 berikut ini:

Tabel 5.2
Abnormal Return Bank Target Selama Event Window

Hari ke-	1	2	3	4	5	6
	AR.BUNI	AR.BNTA	AR.BDTA	AR.TMBN	AR.RAMA	AR.PDFCI
-20	-0,00845	-0,00104	-0,00104	-0,00104	-0,00104	-0,10014
-19	0,00382	0,03473	0,03473	0,03473	0,03473	0,00066
-18	-0,00547	0,00439	0,00439	0,00439	0,00439	0,00511
-17	0,0073	0,01983	0,01983	0,01983	0,01983	-0,00089
-16	-0,00235	-0,21396	0,03604	0,03604	0,03604	-0,00933
-15	-0,33835	0,29912	-0,03421	-0,03421	-0,03421	0,0004
-14	-0,00103	0,01058	0,01058	0,01058	0,01058	0,00757
-13	0,48826	0,01892	0,01892	0,01892	0,01892	0,00519
-12	-0,00104	0,00852	0,00852	0,00852	0,00852	0,00496
-11	0,33963	-0,24535	0,00465	0,00465	0,00465	0,0186
-10	-0,00864	0,00511	0,00511	0,00511	0,00511	0,03028
-9	0,00406	0,01754	0,01754	0,01754	0,01754	0,01845
-8	0,00952	0,04291	0,04291	0,04291	0,04291	-0,01307
-7	0,02012	0,31747	-0,01586	-0,01586	-0,01586	-0,08841
-6	-0,24087	-0,21932	0,03068	0,03068	0,03068	0,12332
-5	0,32251	0,02174	0,02174	0,02174	0,02174	-0,13465
-4	0,00831	-0,02137	-0,02137	-0,02137	-0,02137	-0,00145
-3	0,02273	0,00261	0,00261	0,00261	0,00261	-0,02519
-2	-0,2278	-0,0148	-0,0148	-0,0148	-0,0148	-0,01777
-1	-0,01588	-0,0408	-0,0408	-0,0408	-0,0408	-0,12062
0	-0,00159	0,33392	0,00059	0,00059	0,00059	0,28679
1	-0,00578	0,00397	0,00397	0,00397	0,00397	-0,01703
2	0,00217	0,01611	0,01611	0,01611	0,01611	-0,00362
3	-0,00183	-0,01616	-0,01616	-0,01616	-0,01616	0,00518
4	0,00451	-0,01699	-0,01699	-0,01699	-0,01699	0,08282
5	0,01677	-0,26377	-0,01377	-0,01377	-0,01377	-0,10615
6	0,00187	0,33449	0,00116	0,00116	0,00116	0,00901
7	-0,01658	-0,25892	-0,00892	-0,00892	-0,00892	0,01189
8	0,01887	-0,0148	-0,0148	-0,0148	-0,0148	-0,01133
9	0,02487	-0,00266	-0,00266	-0,00266	-0,00266	-0,01676
10	-0,00025	-0,00867	-0,00867	-0,00867	-0,00867	0,21588
11	-0,00483	0,01075	-0,01586	0,01075	0,01075	0,08323
12	0,00601	-0,01607	-0,0148	-0,01607	0,01674	0,14378
13	-0,00084	-0,00486	0,00261	-0,00486	0,04351	0,00611
14	-0,00806	-0,33823	0,03068	-0,0049	-0,01626	-0,06798
15	-0,00251	0,02185	0,02174	0,02185	0,03278	0,0739
16	-0,01534	-0,21832	0,01754	-0,01726	0,02564	-0,03442
17	0,001674	-0,02699	0,01892	-0,01469	-0,02247	-0,02719
18	-0,01658	-0,006867	0,01754	-0,01527	0,00258	-0,01865
19	0,01887	0,01055	-0,01586	0,00176	-0,0151	-0,12743
20	0,02487	0,01497	-0,01501	-0,00745	-0,0416	0,25431

Sumber: Hasil Analisis Data Sekunder dari Harian Bisnis Indonesia dan *JSX Statistic*, diolah

Gambar 5.2

Abnormal Return Bank-bank Target Selama Event Window

Pada Tabel 5.2 dan Gambar 5.2 di atas tampak bahwa semua bank yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi lebih banyak mempunyai *abnormal return* positif pada periode sebelum pengumuman daripada setelah periode setelah pengumuman. Tiga bank, masing-masing BDTA, TMBN, dan RAMA memiliki jumlah hari dengan *abnormal return* positif sebelum pengumuman tertinggi yaitu sebanyak 14 hari (35%), PDFCI dan BUNI masing-masing sebanyak 10 hari (25%), dan BNTA sebanyak 13 hari (33%). Sedangkan *abnormal return* positif setelah pengumuman yaitu, BUNI dan PDFCI masing-masing 10 hari (25%), BDTA dan RAMA masing-masing 9 hari (23%), BNTA sebanyak 7 hari (18%), dan TMBN menempati urutan terendah yaitu hanya sebanyak 6 hari (15%).

5.1.2 Perhitungan *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average*

Abnormal Return (CAAR)

Mengacu pada tahapan metodologi *event study* yang dikemukakan oleh Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandelilin (2001), tahap selanjutnya adalah menghitung *Average Abnormal Return (AAR)* masing-masing bank yang menjadi sampel penelitian beserta *Cumulative Average Abnormal Return* guna mengetahui kecenderungan secara kumulatif *return* yang diterima oleh para pemegang saham, meningkat atau menurun. Hasil Penghitungan *AAR* dan *CAAR* tampak pada Tabel 5.3 berikut ini:

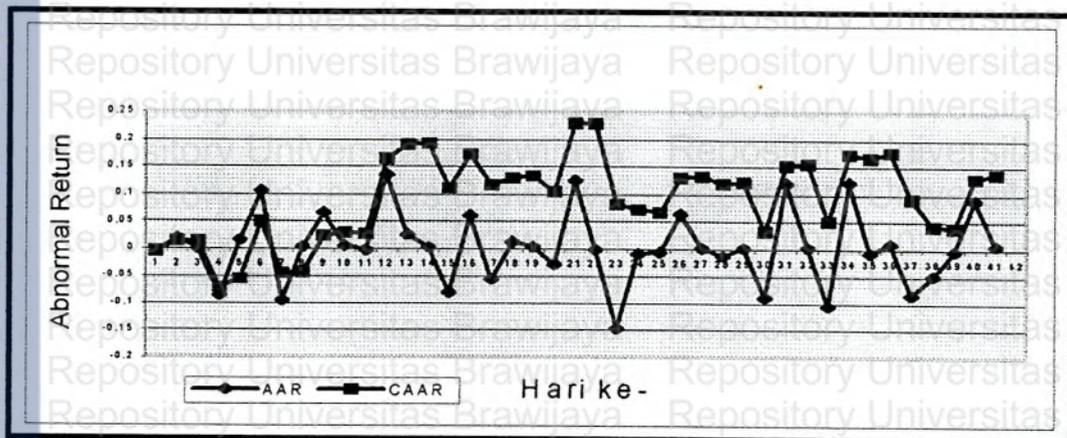
a. Bank Akuisitor

Tabel 5.3
***AAR* dan *CAAR* Bank Akuisitor**
Periode -20, *Event Day*, +20

Hari ke-	AAR	CAAR	Hari ke-	AAR	CAAR
-20	-0,004745	-0,004745	1	-0,000905	0,22826
-19	0,019275	0,01453	2	-0,146415	0,081845
-18	-0,00054	0,01399	3	-0,008995	0,07285
-17	-0,086435	-0,072445	4	-0,00624	0,06661
-16	0,016845	-0,0556	5	0,064	0,13061
-15	0,105385	0,049785	6	0,001515	0,132125
-14	-0,095225	-0,04544	7	-0,01275	0,119375
-13	0,00359	-0,04185	8	0,002035	0,12141
-12	0,06624	0,02439	9	-0,088895	0,032515
-11	0,005475	0,029865	10	0,12054	0,153055
-10	-0,001765	0,0281	11	0,00296	0,156015
-9	0,1358	0,1639	12	-0,10503	0,050985
-8	0,026215	0,190115	13	0,12215	0,173135
-7	0,00213	0,192245	14	-0,00648	0,166655
-6	-0,080095	0,11215	15	0,00967	0,176325
-5	0,061015	0,173165	16	-0,084465	0,09186
-4	-0,05653	0,116635	17	-0,049085	0,042775
-3	0,01267	0,129305	18	-0,003375	0,0394
-2	0,0037	0,133005	19	0,08983	0,12923
-1	-0,02834	0,104665	20	0,00771	0,13694
0	0,1245	0,229165			

Sumber: Hasil Analisis Data Sekunder dari Harian Bisnis Indonesia dan *JSX Statistic*, diolah

Gambar 5.3
Grafik AAR dan CAAR Saham Akuisitor
Periode -20, Event Day,+20



Pada Tabel 5.3 dan Gambar 5.3 di atas tampak bahwa *AAR* (*Average abnormal Return*) pada bank akuisitor bernilai positif di 22 hari, masing-masing sebanyak 12 hari (30%) pada periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi, 1 hari pada *event day*, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudahnya. Sedangkan *CAAR* yang biasa digunakan sebagai ukuran yang mengindikasikan kemakmuran pemegang saham (Amin & Pakereng, 2001 dan Eka & Tandelilin, 2001), bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini menunjukkan bahwa sebenarnya pelaku pasar modal meramalkan terjadinya sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi sehingga diharapkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Atmaja, 1999:67). Sedangkan pada periode sebelum pengumuman hanya sebanyak 5 hari (13%), yaitu pada hari -20, -17, -16, -14, -13 yang bernilai negatif. Baik *AAR* maupun *CAAR* bernilai positif pada saat *event day* dan tidak ada satu pengamatan pun yang menghasilkan *AAR* bernilai nol.

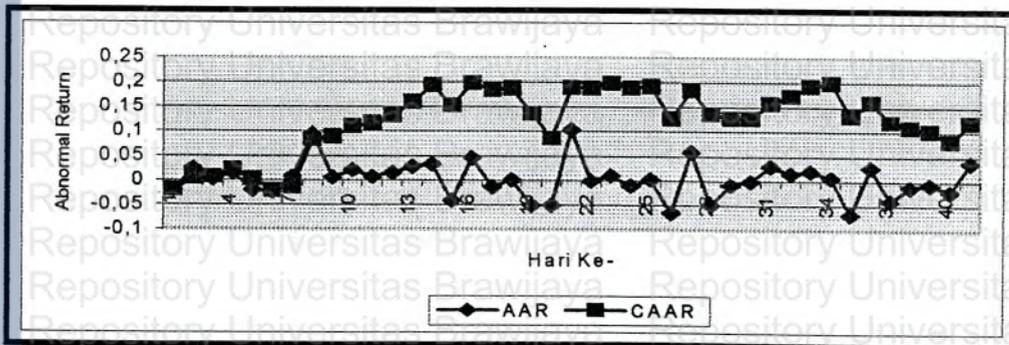
b. Bank Target

Tabel 5.4
AAR dan CAAR Bank Target
Periode -20, Event Day, +20

Hari ke-	AAR	CAAR	Hari ke-	AAR	CAAR
-20	-0,0187917	-0,0187917	1	-0,001155	0,18845
-19	0,0239	0,0051083	2	0,0104983	0,1989483
-18	0,0028667	0,007975	3	-0,010215	0,1887333
-17	0,0142883	0,0222633	4	0,0032283	0,1919617
-16	-0,0195867	0,0026767	5	-0,0657433	0,1262183
-15	-0,0235767	-0,0209	6	0,0581417	0,18436
-14	0,0081433	-0,0127567	7	-0,048395	0,135965
-13	0,094855	0,0820983	8	-0,00861	0,127355
-12	0,0063333	0,0884317	9	-0,0004217	0,1269333
-11	0,0211383	0,10957	10	0,0301583	0,1570917
-10	0,0070133	0,1165833	11	0,0157983	0,17289
-9	0,015445	0,1320283	12	0,0199317	0,1928217
-8	0,028015	0,1600433	13	0,006945	0,1997667
-7	0,0336	0,1936433	14	-0,0674583	0,1323083
-6	-0,040805	0,1528383	15	0,0282683	0,1605767
-5	0,0458033	0,1986417	16	-0,04036	0,1202167
-4	-0,0131033	0,1855383	17	-0,011791	0,1084257
-3	0,00133	0,1868683	18	-0,0062078	0,1022178
-2	-0,050795	0,1360733	19	-0,0212017	0,0810162
-1	-0,04995	0,0861233	20	0,0383483	0,1193645
0	0,1034817	0,189605			

Sumber: Hasil Analisis Data Sekunder dari Harian Bisnis Indonesia dan *JSX Statistic*, diolah

Gambar 5.4
Grafik AAR dan CAAR Saham Bank Target
Periode -20, Event Day, +20



Pada Tabel 5.4 dan Gambar 5.4 di atas tampak bahwa *AAR* (*Average abnormal Return*) pada bank target bernilai positif di 23 hari, masing-masing sebanyak 13 hari (33%) pada periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi, 1 hari *event day*, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudahnya. Sedangkan *CAAR* bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman merger dan akuisisi, yang berarti pelaku pasar modal berharap adanya sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi ini. Hanya sebanyak 3 hari (8%), yaitu pada hari -20, -15, -14, yang bernilai negatif, yang semuanya pada berada pada periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi. Baik *AAR* maupun *CAAR* bernilai positif pada saat *event day* dan tidak ada satu pengamatan pun yang menghasilkan *AAR* bernilai nol. Dari grafik 5.4 juga tampak bahwa *CAAR* mulai bergerak naik pada hari ke- +19. Hal ini merupakan sinyal yang baik bahwa pelaku pasar mulai berpikir positif terhadap dampak merger dan akuisisi.

5.2 Uji Normalitas

Uji statistik yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini adalah uji *t one-sample t test* untuk menguji hipotesis 1 dan 2 yaitu untuk menduga apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya *abnormal return* yang signifikan terhadap bank akuisitor maupun bank target serta *paired-sample t test* untuk menguji hipotesis 3 dan 4, yaitu untuk menduga apakah ada perbedaan *return* secara signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi baik pada bank akuisitor maupun bank target.

Uji statistik ini dipilih karena ukuran sampel yang digunakan dalam penelitian ini kecil ($n < 30$). Salah satu asumsi mendasar penggunaan uji t adalah sampel yang diambil berdistribusi normal atau mendekati normal atau dapat dianggap normal (Santoso:2000). Oleh karena itu untuk mengetahui dan menentukan normalitas data pada penelitian ini, dilakukan uji normalitas data. Alat uji normalitas data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *one-sample Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi 0,05. Data yang diuji dalam hal ini adalah data *Average Abnormal Return (AAR/Abnormal Return Rata-rata)*, baik pada bank akuisitor, sebanyak 2 bank, maupun bank target, sebanyak 6 bank. Hasil uji normalitas data tampak pada Tabel 5.5.

Dari Tabel 5.5 tampak bahwa secara keseluruhan, data *abnormal return* bank akuisitor lolos dalam uji normalitas data *Kolmogorov-Smirnov* dan berdistribusi normal karena mempunyai nilai $P > 0,05$ selama *event window* (periode pengamatan 41 hari, 20 hari sebelum pengumuman, 1 hari pada *event day*, dan 20 hari sesudahnya) sehingga dapat diikutsertakan dalam proses analisis selanjutnya untuk menguji hipotesis 1, yaitu “diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi”, dengan menggunakan uji t *one-sample t-test*.

a. Bank Akuisitor

Tabel 5.5
Hasil Uji Normalitas Data dengan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*
Bank Akuisitor
Periode -20, Event Day, +20

A R Per Hari	Asymp. Sig (2-Tailed P)	Keterangan	Distribusi
-20	0,999	P>0,05	Normal
-19	0,999	P>0,05	Normal
-18	0,999	P>0,05	Normal
-17	0,999	P>0,05	Normal
-16	0,999	P>0,05	Normal
-15	0,999	P>0,05	Normal
-14	0,999	P>0,05	Normal
-13	0,999	P>0,05	Normal
-12	0,999	P>0,05	Normal
-11	0,999	P>0,05	Normal
-10	0,999	P>0,05	Normal
-9	0,999	P>0,05	Normal
-8	0,999	P>0,05	Normal
-7	0,999	P>0,05	Normal
-6	0,999	P>0,05	Normal
-5	0,999	P>0,05	Normal
-4	0,999	P>0,05	Normal
-3	0,999	P>0,05	Normal
-2	0,999	P>0,05	Normal
-1	0,999	P>0,05	Normal
0	0,999	P>0,05	Normal
1	0,999	P>0,05	Normal
2	0,999	P>0,05	Normal
3	0,999	P>0,05	Normal
4	0,999	P>0,05	Normal
5	0,999	P>0,05	Normal
6	0,999	P>0,05	Normal
7	0,999	P>0,05	Normal
8	0,999	P>0,05	Normal
9	0,999	P>0,05	Normal
10	0,999	P>0,05	Normal
11	0,999	P>0,05	Normal
12	0,999	P>0,05	Normal
13	0,999	P>0,05	Normal
14	0,999	P>0,05	Normal
15	0,999	P>0,05	Normal
16	0,999	P>0,05	Normal
17	0,999	P>0,05	Normal
18	0,999	P>0,05	Normal
19	0,999	P>0,05	Normal
20	0,999	P>0,05	Normal

Sumber: Lampiran 1, data diolah

b. Bank Target

Tabel 5.6
Hasil Uji Normalitas Data dengan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*
Bank Target
Periode -20, Event Day, +20

<i>A R Per Hari</i>	<i>Asymp. Sig (2-Tailed P)</i>	<i>Keterangan</i>	<i>Distribusi</i>
-20	0,110	P>0,05	Normal
-19	0,273	P>0,05	Normal
-18	0,128	P>0,05	Normal
-17	0,297	P>0,05	Normal
-16	0,367	P>0,05	Normal
-15	0,602	P>0,05	Normal
-14	0,396	P>0,05	Normal
-13	0,117	P>0,05	Normal
-12	0,352	P>0,05	Normal
-11	0,496	P>0,05	Normal
-10	0,312	P>0,05	Normal
-9	0,127	P>0,05	Normal
-8	0,298	P>0,05	Normal
-7	0,382	P>0,05	Normal
-6	0,459	P>0,05	Normal
-5	0,300	P>0,05	Normal
-4	0,288	P>0,05	Normal
-3	0,395	P>0,05	Normal
-2	0,124	P>0,05	Normal
-1	0,209	P>0,05	Normal
0	0,278	P>0,05	Normal
1	0,325	P>0,05	Normal
2	0,284	P>0,05	Normal
3	0,288	P>0,05	Normal
4	0,417	P>0,05	Normal
5	0,435	P>0,05	Normal
6	0,133	P>0,05	Normal
7	0,169	P>0,05	Normal
8	0,258	P>0,05	Normal
9	0,296	P>0,05	Normal
10	0,151	P>0,05	Normal
11	0,318	P>0,05	Normal
12	0,440	P>0,05	Normal
13	0,449	P>0,05	Normal
14	0,524	P>0,05	Normal
15	0,785	P>0,05	Normal
16	0,420	P>0,05	Normal
17	0,912	P>0,05	Normal
18	0,878	P>0,05	Normal
19	0,375	P>0,05	Normal
20	0,343	P>0,05	Normal

Sumber: Lampiran 3, data diolah

Dari Tabel 5.6 tampak bahwa secara keseluruhan, data *abnormal return* bank target lolos dalam uji normalitas data *Kolmogorov-Smirnov* dan berdistribusi normal karena mempunyai nilai $P > 0,05$ selama *event window* (periode pengamatan 41 hari, 20 hari sebelum pengumuman, 1 hari pada *event day*, dan 20 hari sesudahnya) sehingga dapat diikutsertakan dalam proses analisis selanjutnya untuk menguji hipotesis 2, yaitu “diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi”, dengan menggunakan uji *t one-sample t-test*.

Sedangkan untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis 3 dan 4, data *abnormal return* bank akuisitor dan bank target harus dipilah menjadi dua kelompok, yaitu *abnormal return* periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi (hari ke- -1 sampai -20) dan *abnormal return* pada periode sesudahnya (hari ke- +1 sampai +20), dan selanjutnya diuji dengan menggunakan *Paired-Sample T-test*. Namun sebelumnya, kedua kelompok data tersebut juga harus memenuhi asumsi dasar dari uji *t*, yaitu sampel yang diambil berdistribusi normal atau mendekati normal atau dapat dianggap normal (Santoso:2000). Oleh karena kedua kelompok data tersebut harus diuji normalitasnya dengan menggunakan alat uji normalitas data *Kolmogorov-Smirnov Parameter Test*

Tabel berikut merupakan hasil dari uji normalitas data *abnormal return* bank akuisitor dan bank target, baik sebelum maupun sesudah pengumuman merger dan akuisisi:

a. **Bank Akuisitor**

Tabel 5.7
Hasil Uji Normalitas Data dengan Kolmogorov-Smirnov Test
Bank Akuisitor
Periode Sebelum dan Sesudah Akuisisi

Data	Asymp.Sig (2-Tailed P)	Keterangan	Distribusi
<i>Abnormal Return</i> Sebelum M & A	0,517	$P > 0,05$	Normal
<i>Abnormal Return</i> Sesudah M & A	0,295	$P > 0,05$	Normal

Sumber: Lampiran 5, data diolah

Dari Tabel diatas tampak bahwa uji normalitas data terhadap *abnormal return* bank akuisitor, baik sebelum maupun sesudah pengumuman merger dan akuisisi, berdistribusi normal karena mempunyai nilai p lebih dari 0,05 sehingga kedua kelompok data tersebut dapat dianalisis lebih lanjut dengan menggunakan uji *t paired-sample t test* untuk menguji hipotesis 3.

b. **Bank Target**

Tabel 5.8
Hasil Uji Normalitas Data dengan Kolmogorov-Smirnov Test
Bank Target
Periode Sebelum dan Sesudah Akuisisi

Data	Asymp.Sig (2-Tailed P)	Keterangan	Distribusi
<i>Abnormal Return</i> Sebelum M & A	0,952	$P > 0,05$	Normal
<i>Abnormal Return</i> Sesudah M & A	0,751	$P > 0,05$	Normal

Sumber: Lampiran 7, data diolah

Karena nilai p dari kedua data *abnormal return* bank target, baik sebelum maupun sesudah pengumuman merger dan akuisisi $P > 0$, maka kedua kelompok data tersebut dinyatakan lolos uji normalitas data dan dapat dianalisis pada tahap selanjutnya dengan menggunakan *paired-sample t-test* untuk menguji hipotesis 4.

5.3 Pengujian Hipotesis dengan Uji t dan Pembahasan Hasil

5.3.1 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 1

Untuk menguji hipotesis 1, yaitu diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi pengakuisisi (akuisitor) merger dan akuisisi digunakan uji t *one-sample t-test* bagi bank akuisitor untuk masing-masing hari pada *event window* (periode pengamatan) 41 hari, yaitu 20 hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi, 1 hari saat *event day*, dan 20 hari sesudahnya, dengan tingkat signifikansi 0,05. Hal ini dimaksudkan untuk mengetahui *abnormal return* yang signifikan negatif atau signifikan positif pada hari-hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi. *Abnormal return* yang signifikan negatif atau positif dimaksudkan untuk melihat respon investor atau pelaku pasar dalam menyikapi suatu *event*.

Tabel 5.9

Hasil Uji t *One-Sample T-test* terhadap AAR Bank Akuisitor
Periode -20, Event Day, +20

Hari ke-	AAR	KSE	T-hitung
-20	-0,004745	0,003705	-1,281
-19	0,019275	0,0154	1,247
-18	-0,00054	0,004930	-0,110
-17	-0,086435	0,09374	-0,922
-16	0,016845	0,01920	0,878
-15	0,105385	0,11040500	0,955
-14	-0,095225	0,09420	-1,011
-13	0,00359	0,01533	0,234
-12	0,06624	0,05772	1,148
-11	0,005475	0,0008250	6,636*
-10	-0,001765	0,006875	-0,257
-9	0,1358	0,13174000	1,031
-8	0,026215	0,01669	1,570
-7	0,00213	0,01799	0,118
-6	-0,080095	0,08923	-0,898
-5	0,061015	0,03928	1,554
-4	-0,05653	0,03516	-1,608
-3	0,01267	0,01006	1,259
-2	0,0037	0,01850	0,200
-1	-0,02834	0,01246	-2,274
0	0,1245	0,12609000	0,987
1	-0,000905	0,004875	-0,186
2	-0,146415	0,03748	-3,907
3	-0,008995	0,007165	-1,255
4	-0,00624	0,01075	-0,580
5	0,064	0,17223000	0,372
6	0,001515	0,0003550	4,268
7	-0,01275	0,003830	-3,329
8	0,002035	0,01684	0,121
9	-0,088895	0,11376500	-0,781
10	0,12054	0,12079000	0,998
11	0,00296	0,007790	0,380
12	-0,10503	0,11104000	-0,946
13	0,12215	0,12299000	0,993
14	-0,00648	0,001580	-4,101
15	0,00967	0,01218	0,794
16	-0,084465	0,07374	-1,146
17	-0,049085	0,07721	-0,636
18	-0,003375	0,001495	-2,258
19	0,08983	0,07946	1,131
20	0,00771	0,008420	0,916

Sumber: Lampiran 4, Data diolah

Keterangan: * = signifikan pada tingkat α sebesar 5% ($t = 12,706$)

** = signifikan pada tingkat α sebesar 10% ($t = 6,314$)

Berdasarkan perhitungan t statistik pada Tabel 5.9 ditemukan bahwa pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, tidak ada satu hari pun, baik periode sebelum maupun sesudah pengumuman yang menunjukkan bahwa bank akuisitor memiliki *abnormal return* yang signifikan. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 10\%$ *abnormal return* yang signifikan (H_1 diterima) hanya terjadi pada hari ke-11. Dengan hasil ini maka dapat dinyatakan bahwa secara umum pengumuman merger dan akuisisi tidak mengakibatkan adanya *abnormal return* yang signifikan bagi bank akuisitor dan H_1 ditolak. Walaupun rata-rata *abnormal return* pada bank akuisitor bernilai positif, yaitu di 22 hari, masing-masing sebanyak 12 hari (30%) pada periode sebelum pengumuman, 1 hari pada *event day*, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudahnya, namun *abnormal return* tersebut tidak signifikan. Respon yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa pada hari-hari tersebut, terutama pada hari pada saat pengumuman, investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman. Bocornya informasi sebelum hari pengumuman merger dan akuisisi serta adanya *abnormal return* yang diperoleh oleh bank akuisitor menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien, dalam arti investor atau pelaku pasar modal dapat memperoleh informasi non-publik (Jones, 1996:271). Hasil ini mendukung pendapat Amin dan Pakereng (2001) bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien. Tetapi hasil ini bertentangan dengan pendapat Desai & Stover (1985) yang menemukan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *cumulative abnormal return* yang signifikan positif



di seputar hari pengumuman, serta pendapat Trifts & Scanlon (1987) yang menemukan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *cumulative abnormal return* (CAR) yang signifikan negatif selama 20 minggu setelah pengumuman dan tidak mendapatkan CAR di 40 minggu sebelumnya.

Disamping adanya kebocoran informasi, hasil ini dapat juga disebabkan oleh kondisi perekonomian makro pada saat penelitian dilakukan. Penelitian ini berlangsung selama periode 1997-2002, yaitu periode ketika krisis moneter melanda Indonesia. Pada periode ini kondisi perbankan sebagai salah satu pilar perekonomian sangat tidak kondusif. Banyak bank yang mengalami *negative spread*, yaitu suku bunga kredit (dana yang dipinjamkan ke dunia usaha) lebih rendah dibandingkan suku bunga simpanan (dana yang dimobilisasi perbankan dari masyarakat). Hal ini diperparah dengan banyaknya kredit yang masuk kategori bermasalah. Bahkan pada tanggal 1 November 1997 pemerintah telah melikuidasi dan mencabut ijin 16 bank umum swasta nasional sebagai salah satu upaya untuk memperbaiki dan menyetatkan perbankan nasional. Kebijakan likuidasi ini sempat menimbulkan kepanikan yang luar biasa di kalangan nasabah bank-bank yang bersangkutan sehingga menimbulkan *rush* (penarikan dana besar-besaran) serta pudarnya kepercayaan masyarakat terhadap perbankan nasional. Untungnya, pada awal 1998, pemerintah segera mengumumkan adanya jaminan atas simpanan nasabah sehingga masalah ini segera dapat teratasi. Pada periode tersebut Bank Indonesia sebagai bank sentral mengambil alih atas sebagian besar saham-saham perbankan nasional yang mayoritas berkategori B (memiliki modal negatif 25% terhadap aset) dan kategori C (memiliki modal di bawah 25%

terhadap aset). Langkah selanjutnya, pemerintah menetapkan kebijakan rekapitalisasi perbankan sebagai bagian dari program restrukturisasi perbankan.

Dalam hal ini merger dan akuisisi merupakan salah satu upaya yang diambil, yaitu dengan cara menggabungkan bank-bank yang memiliki kondisi internal yang lemah dan terpengaruh kondisi moneter eksternal dengan bank-bank yang memiliki fundamental internal yang kuat. Namun demikian, kebijakan ini tidak mendapat respon baik secara cepat dari masyarakat terutama investor berkaitan dengan perdagangan saham bank yang bersangkutan di bursa saham, terbukti dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa bank-bank akuisitor tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan pada sebagian besar hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi, karena pada saat itu investor bersikap menunggu apakah kebijakan tersebut akan membawa perekonomian Indonesia pada kehancuran atau perbaikan (*recovery*), walaupun saham perbankan termasuk dalam kategori *growth stock*. Hal ini dapat dimaklumi karena pada awal tahun 1998 sekitar 70% lebih perusahaan di sektor manufaktur dan perbankan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta mengalami kebangkrutan akibatnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) *anjlok* ke titik terendah, yaitu 292,12 poin. Ketidakpercayaan dan sikap pasif investor ditengarai juga merupakan salah satu penyebab tidak adanya respon yang berlebihan terhadap peristiwa pengumuman merger dan akuisisi sehingga bank-bank akuisitor tersebut tidak memperoleh *abnormal return* signifikan.

Sedangkan berdasarkan grafik CAAR yang tercantum sebelumnya, bank akuisitor memperoleh CAAR yang positif di semua hari (20 hari) sesudah

pengumuman merger dan akuisisi. Pergerakan *CAAR* ini sesuai dengan temuan Amin dan Pakereng (2001) serta Desai & Stover (1985) yang mulai membaik dan terus meningkat pada periode setelah pengumuman merger dan akuisisi. *CAAR* yang positif pada periode setelah pengumuman ini menunjukkan bahwa pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi, baik berupa pencapaian skala ekonomis, efisiensi operasional, maupun efisiensi pada sisi keuangan sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Atmaja, 1999:67).

5.3.2 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 2

Sebagaimana pengujian terhadap hipotesis 1, pengujian pada hipotesis 2, yaitu diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi, digunakan uji *t one-sample t-test* bagi bank target untuk masing-masing hari pada periode pengamatan. Hal ini dimaksudkan untuk mengetahui *abnormal return* yang signifikan negatif atau signifikan positif pada hari-hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Hasil pengujian tersebut tampak pada Tabel 5.10, berikut ini:

Tabel 5.10

Hasil Uji t *One-Sample T-test* terhadap AAR Bank Target, -20, Event Day, +20

Hari ke-	AAR	KSE	T-hitung
-20	-0,0187917	0,001235	-1,842
-19	0,0239	0,0068619	3,483*
-18	0,0028667	0,0016715452	1,715
-17	0,0142883	0,0036608506	3,903*
-16	-0,0195867	0,0398103659	-0,492
-15	-0,0235767	-0,082436014	0,286
-14	0,0081433	0,0018995335	4,287*
-13	0,094855	0,078717842	1,205
-12	0,0063333	0,0015853066	3,995*
-11	0,0211383	0,0760370504	0,278
-10	0,0070133	0,0051682388	1,357
-9	0,015445	0,002281726	6,769*
-8	0,028015	0,009860964	2,841*
-7	0,0336	0,0586387	0,573
-6	-0,040805	0,061732224	-0,661
-5	0,0458033	0,060989747	0,751
-4	-0,0131033	0,005379023	-2,436**
-3	0,00133	0,00624413	0,213
-2	-0,050795	0,035397213	-1,435
-1	-0,04995	0,01470848	-3,396*
0	0,1034817	0,0657026667	1,575
1	-0,001155	0,003553846	-0,325
2	0,0104983	0,0036263558	2,895*
3	-0,010215	0,003867853	-2,641*
4	0,0032283	0,0163045455	0,198
5	-0,0657433	0,0431103607	-1,525
6	0,0581417	0,0552677757	1,052
7	-0,048395	0,042303322	-1,144
8	-0,00861	0,00552632	-1,558
9	-0,0004217	0,0055486842	-0,076
10	0,0301583	0,0371865598	0,811
11	0,0157983	0,0142071043	1,112
12	0,0199317	0,0253907006	0,785
13	0,006945	0,007516234	0,924
14	-0,0674583	0,0556586634	-1,212
15	0,0282683	0,0102868632	2,748*
16	-0,04036	0,03679125	-1,097
17	-0,011791	0,007563182	-1,559
18	-0,0062078	0,0057320406	-1,083
19	-0,0212017	0,0219706736	-0,965
20	0,0383483	0,0442310265	0,867

Sumber : Lampiran , data diolah

Keterangan : * = signifikan pada tingkat α sebesar 5% ($t = 2,571$)** = signifikan pada tingkat α sebesar 10% ($t = 2,015$)

Pada Tabel 5.10 tampak bahwa hasil perhitungan t statistik menemukan bahwa *abnormal return* yang signifikan (H_1 diterima) pada tingkat $\alpha = 0,05$ terjadi di 10 hari seputar pengumuman merger dan akuisisi, yaitu pada hari ke- -19, -17, -14, -12, -9, -8, -1, +2, +3, dan +15. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 0,10$ *abnormal return* yang signifikan bertambah, ada di hari-4. Adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi ini mendukung hasil penelitian Desai & Stover (1985), Trifts & Scanlon (1987), serta Hannan & Wolken (1989). Khusus penelitian terhadap perusahaan yang menjadi target aktivitas merger dan akuisisi, hasil adanya *abnormal return* yang signifikan positif ini mendukung hasil penelitian Eka dan Tandelilin (2001). Namun demikian hipotesis 2 ditolak karena dari 41 hari selama *event window* (periode pengamatan), perusahaan hanya memperoleh *abnormal return* yang signifikan di 11 hari, dengan kata lain di sebagian besar hari pada *event window*, bank target hanya memperoleh *abnormal return* namun tidak signifikan. Dari sebelas hari di mana bank target memperoleh *abnormal return* tersebut, 8 hari diantaranya merupakan *abnormal return* yang signifikan positif, artinya investor atau pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap saham perusahaan dan memandang pengumuman merger dan akuisisi ini sebagai *good news* (berita baik) dan aktivitas ini diharapkan akan mencapai sinergi di antara pelaku merger dan akuisisi sehingga diharapkan kinerja perusahaan akan lebih baik. Namun demikian, sebagian besar *abnormal return* di seputar pengumuman merger dan akuisisi tidak signifikan walaupun bernilai positif, yaitu di 23 hari, masing-masing sebanyak 13 hari (33%) pada periode sebelum pengumuman, 1 hari pada *event*

day, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudahnya. Respon yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa pada hari-hari tersebut, terutama pada hari pada saat pengumuman, investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman sehingga *abnormal return* yang diperoleh tersebut tidak berpengaruh besar terhadap perubahan *return* saham. Bocornya informasi sebelum hari pengumuman merger dan akuisisi ini, seperti telah diuraikan sebelumnya, menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien, artinya ada informasi yang hanya dapat diketahui oleh sekelompok investor sehingga menjadi informasi non-publik. Akibatnya, kelompok investor tersebut dapat memperoleh *abnormal return*. Hasil ini mendukung pendapat Amin dan Pakereng (2001) bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien. Sebagaimana pembahasan pada hipotesis 2, respon yang tidak berlebihan dari investor juga disebabkan kondisi perekonomian makro pada periode pengamatan. Hal ini terutama berkaitan dengan kondisi perbankan pada saat itu, di mana banyak bank-bank umum swasta yang memiliki kondisi internal yang lemah dan terpengaruh oleh kondisi ekonomi eksternal yang sangat tidak menentu sehingga mengalami *negative spread*, diikuti dengan kebijakan-kebijakan pemerintah dalam perbaikan perekonomian terutama berkaitan dengan program restrukturisasi perbankan yang terus berlangsung, diawali dengan kebijakan pemerintah untuk menaikkan suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia) menjadi 30% yang menyebabkan banyak bank mengalami krisis likuiditas. Dampak yang muncul

akibat kebijakan tersebut banyak bank yang terjebak dalam kelangkaan likuiditas bahkan selanjutnya pemerintah melikuidasi 16 bank swasta dan diteruskan dengan program rekapitalisasi perbankan. Serangkaian peristiwa dan kebijakan ini membuat investor lebih bersikap menunggu dan hati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Akibatnya, hasil penelitian ini menunjukkan bank targetari hasil ini, maka dapat dinyatakan bahwa H_2 ditolak karena walaupun bank yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi ini memperoleh *abnormal return* yang positif pada sebagian hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi tetapi tidak signifikan.

Sebagaimana pada pengujian dan pembahasan hipotesis 1, grafik *CAAR* untuk bank target menunjukkan bahwa bank target memperoleh *CAAR* yang positif di semua hari (20 hari) sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Pergerakan *CAAR* ini sesuai dengan temuan Amin dan Pakereng (2001) serta Desai & Stover (1985) yang mulai membaik dan terus meningkat pada periode setelah pengumuman merger dan akuisisi. *CAAR* yang positif pada periode setelah pengumuman ini menunjukkan bahwa pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Atmaja, 1999:67).

5.3.3 Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 3

Mengacu pada pendapat Eka dan Tandelilin (2001), untuk menguji hipotesis 3, yaitu diduga bahwa ada perbedaan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger

dan akuisisi, maka alat uji statistik yang digunakan dalam proses analisis adalah uji *t paired-sample t-test*. Langkah pertama, data *abnormal return* di seputar hari pengumuman merger dan akuisisi dipilah menjadi dua kelompok data, yaitu data *average abnormal return (AAR)* sebelum pengumuman (hari ke- -20 sampai -1) dan data *AAR* sesudah pengumuman merger dan akuisisi (hari ke-1 sampai +20), serta mengeluarkan data *AAR event day* dari proses analisis. Kedua kelompok data tersebut kemudian diuji normalitasnya dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Dari hasil uji normalitas sebelumnya, terbukti bahwa keduanya berdistribusi normal karena memiliki $p\text{-value} > 0,05$ dan dinyatakan lolos untuk diuji dengan menggunakan alat analisis yang telah ditentukan, yaitu uji *t paired-sample t-test*.

Hasil analisis dengan menggunakan uji *t paired-sample t-test* yang dihitung dengan memakai teknik pengolahan data menggunakan program komputer *SPSS for Windows Release* (lampiran 6) terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* bank akuisitor sebelum pengumuman merger dan akuisisi adalah 0,005233, sedangkan sesudah pengumuman adalah -0,00461. Sedangkan hasil korelasi antara adalah -0,241 dengan nilai probabilitas di atas 0,05, yaitu nilai signifikansi output yang sebesar 0,305. Hal ini menyatakan bahwa korelasi antara rata-rata *abnormal return* bank akuisitor sebelum dengan rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi adalah lemah dan tidak signifikan.

Nilai *t* hitung untuk analisis ini adalah 0,435, sedangkan *t* Tabel (0,025:19) = 2,093. Hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa *t* hitung lebih kecil dibandingkan dengan *t* Tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak

terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* bank akuisitor pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 3 ditolak. Tidak adanya perbedaan yang signifikan ini menunjukkan bahwa perubahan *abnormal return* yang diperoleh terlalu kecil terhadap nilai saham yang bersangkutan.

Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandililin (2001) bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak berbeda. Tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal memberikan respon yang sama terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas merger dan akuisisi telah diketahui sebelum merger dan akuisisi diumumkan. Hasil empiris ini membuktikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi menjadi informasi non-publik yang telah diketahui oleh sekelompok investor sehingga mengakibatkan adanya *abnormal return*. Dari kondisi ini dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Di samping itu, mengacu pada pembahasan hipotesis sebelumnya, respon investor yang tidak berlebihan terhadap peristiwa ini juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro pada saat penelitian ini dilakukan, karena investor lebih bersikap menunggu dan hati-hati terhadap mekanisme pasar

serta berbagai kebijakan yang diambil oleh pemerintah, baik di bidang moneter, ekonomi, maupun perbankan.

Sedangkan hasil penghitungan *CAAR* bank akuisitor yang tampak pada Tabel 5.3 diilustrasikan pada Gambar 5.3 yang menunjukkan bahwa nilai *CAAR* sudah mulai positif sejak hari -12 dan terus bernilai positif sampai akhir periode pengamatan (hari +20). Kondisi ini mengindikasikan bahwa peristiwa merger dan akuisisi dipandang sebagai keputusan yang baik dari perusahaan-perusahaan yang terkait (*good news*) dan diharapkan dapat membantu untuk keluar dari kesulitan yang dihadapi akibat krisis yang berlangsung serta menciptakan sinergi di masa yang akan datang.

5.3.4 Pengujian Pembahasan Hipotesis 4

Dengan teknik dan proses analisis yang sama dengan pengujian untuk hipotesis ke-3, hasil pengujian terhadap hipotesis ke-4, yaitu diduga bahwa ada perbedaan *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, menunjukkan hasil bahwa rata-rata *abnormal return* bank target sebelum pengumuman merger dan akuisisi adalah 0,004306, sedangkan sesudah pengumuman adalah -0,00351. Sedangkan hasil korelasi antara adalah -0,251 dengan nilai probabilitas di atas 0,05, yaitu nilai signifikansi output yang sebesar 0,287. Hal ini menyatakan bahwa korelasi antara rata-rata *abnormal return* bank target sebelum dengan rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi adalah lemah dan tidak signifikan.

Nilai t hitung untuk analisis ini adalah 0,655, sedangkan t Tabel (0,025:19) = 2,093. Hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa t hitung lebih kecil dibandingkan dengan t Tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* bank target pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 4 ditolak.

Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandelilin (2001) bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak berbeda. Tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal tidak memberikan respon yang berbeda terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah diketahui sebelum merger dan akuisisi diumumkan. Hasil empiris ini membuktikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi menjadi informasi non-publik yang telah diketahui oleh sekelompok investor sehingga mengakibatkan adanya *abnormal return* dan dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Di samping itu, respon investor yang tidak berlebihan terhadap peristiwa ini juga dipicu oleh sikap menunggu dan hati-hati terhadap perkembangan kondisi perekonomian makro dan bursa saham serta kebijakan

pemerintah pada saat itu. Sebagian besar investor bahkan enggan untuk berinvestasi di bursa saham menyusul kebangkrutan 70% perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1998. Inflasi yang tinggi pada saat itu mendorong pemerintah menerapkan kebijakan *tight money policy* (uang ketat) dengan meningkatkan bunga tabungan, sehingga banyak investor yang mengalihkan dananya pada tabungan dan investasi lain yang lebih menjanjikan kepastian *return*.

Sedangkan hasil penghitungan *CAAR* bank target yang tampak pada Tabel 5.4 dan Gambar 5.4 yang menunjukkan bahwa nilai *CAAR* sudah mulai positif sejak hari -13 dan terus bernilai positif sampai akhir periode pengamatan (hari +20).

5.4 Implikasi Penelitian

Hasil penelitian ini memberikan implikasi terutama berkaitan dengan penolakan semua hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini sebenarnya didasarkan pada teori yang ada serta didukung oleh hasil dan bukti empiris dari penelitian terdahulu. Hipotesis 1 dan 2 dalam penelitian ini terkait dengan dugaan adanya *abnormal return* yang signifikan yang diperoleh oleh para pemegang saham, baik bank akuisitor maupun bank target ditolak. Hal ini berkaitan dengan kondisi pasar modal di Indonesia yang belum/tidak efisien. Indikasinya tampak pada adanya *abnormal return* yang diperoleh baik oleh bank akuisitor maupun bank target di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini berarti bahwa ada informasi di pasar modal yang

bersifat non-publik (*asymetric information*) dan hanya diketahui oleh sekelompok investor sehingga salah satu asumsi dasar pasar modal efisien tidak terpenuhi (Jones, 1996:270). Di samping itu, mencermati kondisi perekonomian makro pada periode penelitian ini dilakukan (1997-2002), penolakan hipotesis 1 dan 2 ini kemungkinan besar juga disebabkan kondisi perbankan sebagai salah satu pilar perekonomian yang sangat tidak kondusif. Banyak bank yang mengalami *negative spread*, yaitu suku bunga kredit (dana yang dipinjamkan ke dunia usaha) lebih rendah dibandingkan suku bunga simpanan (dana yang dimobilisasi perbankan dari masyarakat). Hal ini diperparah dengan banyaknya kredit yang masuk kategori bermasalah. Bahkan pada tanggal 1 November 1997 pemerintah telah melikuidasi dan mencabut ijin 16 bank umum swasta nasional sebagai salah satu upaya untuk memperbaiki dan menyetatkan perbankan nasional. Kebijakan likuidasi ini sempat menimbulkan kepanikan yang luar biasa di kalangan nasabah bank-bank yang bersangkutan sehingga menimbulkan *rush* (penarikan dana besar-besaran) serta pudarnya kepercayaan masyarakat terhadap perbankan nasional. Untungnya, pada awal 1998, pemerintah segera mengumumkan adanya jaminan atas simpanan nasabah sehingga masalah ini segera dapat teratasi. Pada periode tersebut Bank Indonesia sebagai bank sentral mengambil alih atas sebagian besar saham-saham perbankan nasional yang mayoritas berkategori B (memiliki modal negatif 25% terhadap aset) dan kategori C (memiliki modal di bawah 25% terhadap aset). Langkah selanjutnya, pemerintah menetapkan kebijakan rekapitalisasi perbankan. Dalam hal ini merger dan akuisisi merupakan salah satu upaya yang diambil dengan cara menggabungkan bank-bank yang memiliki

kondisi internal yang lemah dan terpengaruh kondisi moneter eksternal dengan bank-bank yang sebenarnya memiliki fundamental internal yang kuat. Namun demikian, kebijakan ini tidak mendapat respon baik secara cepat dari masyarakat terutama investor berkaitan dengan perdagangan saham bank yang bersangkutan di bursa saham karena pada saat itu investor bersikap menunggu apakah kebijakan tersebut akan membawa perekonomian Indonesia pada kehancuran atau perbaikan (*recovery*) dan kepercayaan masyarakat terhadap berbagai kebijakan pemerintah, terutama di bidang ekonomi serta iklim investasi di Indonesia semakin rendah.

Hal ini dapat dimaklumi karena pada awal tahun 1998 sekitar 70% lebih perusahaan di sektor manufaktur dan perbankan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta mengalami kebangkrutan akibatnya Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) *anjlok* ke titik terendah, yaitu 292,12 poin. Ketidakpercayaan dan sikap pasif investor juga merupakan salah satu penyebab tidak adanya respon yang berlebihan terhadap peristiwa pengumuman merger dan akuisisi sehingga bank-bank akuisitor tersebut tidak memperoleh *abnormal return* signifikan.

Kondisi ini kemudian akan berpengaruh pula terhadap tidak signifikannya *abnormal return* yang diperoleh oleh dua kelompok bank yang menjadi sampel penelitian karena tidak adanya respon yang berlebihan dari para investor menyangkut adanya pengumuman merger dan akuisisi sebagai suatu *event*. Ditinjau dari signifikansi *abnormal return* yang diperoleh di seputar pengumuman merger dan akuisisi, hasil penelitian ini berbeda dengan bukti empiris dari penelitian Desai & Stover (1985), Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989) dan Cornet & Tehranian (1992) yang menemukan adanya *abnormal return*

yang signifikan artinya ada respon lebih atau keterkejutan di kalangan investor terhadap peristiwa yang terjadi. Hal ini kemungkinan besar berkaitan dengan kondisi pasar modal yang menjadi obyek penelitian, di mana penelitian-penelitian terdahulu tersebut semuanya meneliti perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada pasar modal dunia seperti *New York Stock Exchange (NYSE)* dan *American Stock Exchange (AMEX)* yang telah diakui sebagai pasar modal yang efisien. Demikian halnya dengan penolakan pada hipotesis 3 dan 4, berkaitan dengan pendugaan adanya perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* yang diperoleh pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, baik pada bank akuisitor maupun bank target. Kondisi ini ditengarai juga karena tidak efisiennya pasar modal di Indonesia serta kondisi perekonomian makro pada periode penelitian. Oleh karena itu investor di Indonesia perlu berhati-hati dalam menentukan portofolio surat berharganya dengan mempertimbangkan juga pada adanya informasi non-publik (*asymetric information*) pasar modal Indonesia serta kondisi perekonomian makro yang sedang berlangsung.

Adanya *abnormal return* yang diperoleh para investor membuktikan bahwa walaupun kondisi pasar modal yang bersangkutan memenuhi asumsi pasar modal yang efisien namun tidak berbentuk efisien kuat (*strong-form*), karena menurut Jones (1996:270), tidak ada *abnormal return* dalam pasar modal efisien bentuk ini. Lebih lanjut Jones (1996:271) menyatakan bahwa jika masih ada *abnormal return* yang dapat diperoleh oleh sekelompok investor, maka kemungkinan besar pasar modal efisien tersebut berbentuk setengah kuat (*semistrong-form*)





BAB VI KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian yang telah diuraikan dapat dikemukakan kesimpulan sebagai berikut:

1. Pengumuman merger dan akuisisi berdampak pada adanya *abnormal return*, baik pada bank akuisitor maupun bank target. Pada kedua kelompok bank ini *abnormal return* positif lebih banyak terjadi dalam periode sebelum pengumuman dan keduanya memperoleh *abnormal return* bernilai positif pada saat *event day*. Sedangkan *CAAR (Cumulative Average Abnormal Return)* yang biasa digunakan sebagai indikator kemakmuran pemegang saham (Amin & Pakereng, 2001 dan Eka & Tandelilin, 2001), bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman merger dan akuisisi, baik pada bank akuisitor maupun pada bank target. Hal ini menunjukkan bahwa pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Atmaja, 1999:67).
2. Berdasarkan perhitungan uji t statistik ditemukan bahwa pada pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, tidak ada satu hari pun, baik periode sebelum maupun sesudah pengumuman yang menunjukkan bahwa bank akuisitor memiliki *abnormal return* yang signifikan. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 10\%$ *abnormal return* yang signifikan hanya terjadi pada hari ke- -11. Dengan

hasil ini maka dapat dinyatakan bahwa secara umum pengumuman merger dan akuisisi tidak mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi bank akuisitor dan H_1 ditolak. Walaupun rata-rata *abnormal return* pada bank akuisitor lebih banyak bernilai positif, namun *abnormal return* tersebut tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa investor atau pasar tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah terserap/bocor beberapa hari sebelum pengumuman dan respon investor yang cenderung untuk menunggu serta bersikap hati-hati terhadap berbagai kebijakan pemerintah terutama di bidang moneter dan perbankan, mengingat kondisi perekonomian yang relatif belum stabil akibat dari krisis ekonomi yang terjadi pada periode penelitian.

3. Pada bank target, hasil perhitungan t statistik menemukan bahwa *abnormal return* yang signifikan (H_1 diterima) pada tingkat $\alpha = 0,05$ terjadi di 10 hari seputar pengumuman merger dan akuisisi. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 0,10$ *abnormal return* yang signifikan bertambah, ada di 11 hari. Dari sebelas hari ini, 8 hari diantaranya merupakan *abnormal return* yang signifikan positif, artinya investor atau pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap saham perusahaan dan memandang pengumuman merger dan akuisisi ini sebagai *good news* (berita baik) dan aktivitas ini diharapkan akan mencapai sinergi yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun demikian H_2 ditolak karena sebagian besar hari pada periode pengamatan *event window* menunjukkan bahwa bank target tidak

mendapatkan *abnormal return* yang signifikan, yang ditengarai akibat kebocoran informasi serta sikap hati-hati dan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi dan kebijakan pemerintah di bidang perbankan.

4. Hasil pengujian terhadap hipotesis 3 dengan menggunakan uji *t paired-sample t-test* menunjukkan bahwa *t* hitung lebih kecil dibandingkan dengan *t* tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* bank akuisitor pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 3 ditolak. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandelilin (2001). Hasil ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal memberikan respon yang sama terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas merger dan akuisisi telah diketahui sebelum merger dan akuisisi diumumkan (menjadi informasi non-publik). Dari kondisi ini dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Di samping itu, penolakan terhadap hipotesis 3 ini juga dipicu oleh sikap hati-hati dan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi dan kebijakan pemerintah di bidang perbankan sehingga investor lebih bersifat menunggu terhadap perkembangan yang terjadi selanjutnya.

5. Dari pengujian terhadap hipotesis 4 diperoleh nilai t hitung lebih kecil dibandingkan dengan t tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* bank target pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 4 ditolak. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandelilin (2001). Hasil empiris ini membuktikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi menjadi informasi non-publik dan dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Sebagaimana telah diuraikan pada penolakan hipotesis-hipotesis sebelumnya, penolakan hipotesis 4 ini juga berkaitan dengan sikap hati-hati dan menunggu serta ketidakpercayaan investor terhadap kondisi perekonomian khususnya perbankan dengan berbagai kebijakan pemerintah yang menyertainya. Hal ini dapat dimengerti karena pada periode tersebut perekonomian Indonesia berada pada kondisi yang sangat tidak stabil akibat krisis ekonomi sehingga keputusan investasi di bursa saham dilakukan oleh investor dengan sangat hati-hati.

6.2 Keterbatasan

Penelitian ini telah memberikan tambahan bukti empiris tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perbankan, baik bank akuisitor maupun bank target. Namun demikian hasil penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Dengan mengambil perbankan sebagai obyek penelitian dan membaginya menjadi 2 kelompok sampel, yaitu bank akuisitor dan bank target, serta membatasi periode penelitian pada tahun-tahun terjadinya krisis moneter, maka sample yang digunakan menjadi sangat kecil, yaitu 2 bank akuisitor dan 6 bank target. Oleh karena itu penelitian selanjutnya dapat mengatasi keterbatasan ini dengan memperpanjang periode penelitian.
2. Keterbatasan data publikasi di Indonesia menyebabkan beberapa bank harus dikeluarkan dari pertimbangan menjadi sampel penelitian, misalnya data mengenai tanggal pelaksanaan merger dan akuisisi. Untuk itu di tahun-tahun mendatang hendaknya ada kesadaran dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa dan didukung oleh peraturan yang tegas untuk mempublikasikan data-data yang berhak diketahui oleh publik seperti di negara-negara maju. Publikasi tentang *annual report* (laporan tahunan) dan prospektus perusahaan yang lengkap akan sangat bermanfaat terutama bagi kemajuan dunia akademis dan penelitian dalam mengembangkan bukti-bukti empiris suatu studi.
3. Penelitian ini tidak membahas adanya *asymetric information* secara mendalam terutama pengaruhnya terhadap *return* saham sehingga

diharapkan peneliti selanjutnya dapat melengkapi keterbatasan ini dengan memasukkan *asymetris information* sebagai satu hal yang dibahas secara mendalam.

4. Penolakan semua hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini kemungkinan besar disebabkan oleh kondisi pada periode penelitian yang diambil. Kondisi perkonomian dan perbankan yang sangat tidak stabil pada periode 1997-2002 akibat krisis moneter menyebabkan rujukan hasil dan bukti empiris dari penelitian-penelitian sebelumnya serta teori yang mendasari pengajuan hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini menjadi tidak berlaku yang berakibat pada penolakan terhadap hipotesis-hipotesis yang ada. Penelitian selanjutnya hendaknya mempertimbangkan kondisi-kondisi eksternal di luar obyek penelitian, misalnya kondisi ekonomi makro dalam pengajuan hipotesis.

6.3 Saran

Beberapa saran yang dapat dikemukakan berkaitan dengan hasil penelitian ini, antara lain:

1. Bagi Kalangan Dunia Usaha

Perusahaan-perusahaan perlu memperhatikan dan mempertimbangkan berbagai hal sebelum pada keputusan melakukan penggabungan usaha, baik secara merger maupun akuisisi, termasuk pertimbangan apakah perusahaan berperan sebagai akuisitor atau target, karena aktivitas ini akan memberikan pengaruh pada nilai perusahaan. Hasil penelitian

tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal lebih optimis pada terjadinya sinergi atau peningkatan kinerja perusahaan yang menjadi target dalam aktivitas ini daripada perusahaan akuisitor. Selain itu, perusahaan-perusahaan yang terkait dalam aktivitas ini juga perlu terus melakukan penyesuaian, perbaikan kinerja, dan menggabungkan keunggulan-keunggulan yang semula telah dimiliki oleh masing-masing pihak sehingga tujuan untuk mencapai suatu sinergi dari merger dan akuisisi ini dapat tercapai dan nilai perusahaan semakin meningkat.

2. Bagi Masyarakat/Investor

Masyarakat dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai salah satu pertimbangan dalam menentukan investasi portofolio sekuritasnya dan tidak beranggapan bahwa merger dan akuisisi pasti akan mencapai sinergi karena hal ini sangat tergantung juga pada kinerja perusahaan sebelum melakukan aktivitas ini, kinerja perusahaan lain yang bergabung, dan kemampuan dua atau lebih perusahaan yang terkait dalam aktivitas ini dalam melakukan penyesuaian serta mempertahankan dan mengembangkan keunggulannya.

3. Bagi Peneliti Berikutnya

Beberapa hal yang perlu diperhatikan oleh peneliti selanjutnya guna menyempurnakan penelitian ini, antara lain:

- a. Penelitian ini menggunakan *market adjusted model* untuk menghitung *abnormal return*, dengan asumsi bahwa penduga terbaik untuk

mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Penelitian berikutnya dapat menggunakan alternatif model penghitungan *abnormal return* yang lain, yaitu *market model* dan *mean-adjusted model*. Penggunaan *market model* akan memberikan nilai *return* ekspektasi yang lebih halus karena digunakannya teknik regresi OLS (*Ordinary least Square*) antara *return* realisasi sekuritas dengan *return* indeks pasar pada periode estimasi. Sedangkan penggunaan *mean-adjusted model* akan menghindari adanya pengaruh yang berlebihan (baik karena terlalu besar maupun terlalu kecil) pada *return* realisasi sekuritas tertentu.

- b. Peneliti selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan sehingga jumlah sampel yang digunakan semakin besar sehingga hasil yang diperoleh akan semakin baik.
 - c. Dapat mengangkat obyek penelitian pada jenis industri lain, misalnya manufaktur yang juga banyak melakukan aktivitas merger dan akuisisi.
 - d. Melengkapi penelitian selanjutnya tentang topik dengan memasukkan pengaruh *asymetris information* terhadap *return* saham.
5. Mempertimbangkan kondisi-kondisi eksternal di luar obyek penelitian, misalnya kondisi ekonomi makro dalam pengajuan hipotesis-hipotesis penelitian.



DAFTAR PUSTAKA

- Anonim, 1993, Keputusan Menteri Keuangan No. 222/KMK/017/1993, *Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank*
- _____, 1999, Peraturan Pemerintah Nomor 28/1999, *Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank*
- _____, 1998, Undang-Undang Republik Indonesia No. 10/1998, *UU tentang Perubahan Undang-Undang No. 7/1992 tentang Perbankan*
- Aloysius Gunadi Brata, 1997, *Struktur dan Kinerja Perbankan: (Kumpulan Tulisan)*, Penerbitan Universitas Atma Jaya, Yogyakarta
- Amin Wibowo dan Yulita Milla Pakereng, 2001, Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap *Return Saham* Perusahaan Akusiator dan Non Akusiator dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 16
- Atmaja, L. S., 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi kedua, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski, 1994, *Financial Management: Theory and Practice*, Seventh edition, The Dryden Press, New York
- Cornett, Marcia Millon, dan Hassan Tehranian, 1992, Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31
- Dahlan Sitalaksana, 1997, *Bank Bermasalah Sudah Umum Terjadi*, Tempo, www.tempo.co.id, Jakarta
- Desai, Anand S., dan Roger D. Stover, 1985, Bank Holding Company Acquisition, Stockholder Return, and Regulatory Uncertainty, *Journal of Financial Research*, Vol. 8
- Djarwanto, 2001, *Mengenal Beberapa Uji Statistik dalam Penelitian*, Edisi kedua, Cetakan pertama, Liberty, Yogyakarta
- Eka Nuraini Rachmawati dan Eduardus Tandelilin, 2001, Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Return Saham* Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, Vol. 1 No.2, Agustus

Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P. T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta

Gaughan, Patrick A., 1991, *Merger and Acquisition*, Collin Publisher Inc., New York

Hannan, Timothy H., dan John D. Wolken, 1989, Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry, *Journal of Financial Service Research*, Vol. 3

James, Christoper, and Peggy Wier, 1987, Return to Acquirers and Competition in the Acquisition Market: The Case of Banking, *Journal of Political Economy*, Vol. 95

Jones, Charles P., 1996, *Investment: Analysis and Management*, Fifth edition, John Wiley and Sons, Inc., New York

Marcel Go, 1992, *Akuisisi Bisnis*, Edisi pertama, Rineka Cipta, Jakarta

Sekaran, Uma, 1992, *Research Method for Business*, Second edition, John Willey & Sons. Inc., Singapore

Sesilia Dwiatmini dan Nurkholis, 2001, Analisis Reaksi Pasar Terhadap Informasi Laba: Kasus Praktik Perataan Laba Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. II-1

Singgih Santoso, 2000, *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, P.T. Elex Media Komputindo, Jakarta

Spindt, Paul A., Veva Tarhan, 1991, Are There Synergies in Bank Mergers?, *Journal of Financial Research*, Tulane University, New Orleans

Syahril Sabirin, 2000, *Upaya Pemulihan Ekonomi Melalui Strategi Kebijakan Moneter-Perbankan dan Independensi Bank Indonesia*, Makalah yang disampaikan pada Seminar Nasional "Strategi Pemulihan Ekonomi Era Pemerintahan Baru, Surabaya

Trifts, Jack W., Kevin P. Scanlon, 1987, Interstate Bank Mergers: The Early Evidence, *Journal of Financial Research*, Vol. 10

