

**ANALISIS UJI BEDA TINGKAT
PENGEMBALIAN SAHAM
PT HM SAMPOERNA SEBELUM DAN
SESUDAH *TAKE OVER*
(Studi kasus pada *take over* saham
PT HM Sampoerna oleh Philip Morris International Inc.
tahun 2005)**

SKRIPSI

**Diajukan untuk menempuh ujian sarjana
pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya**

**AHMAD SURYANNUDIN ZUHRI
NIM. 0110320006-32**



**UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS ILMU ADMINISTRASI
JURUSAN ADMINISTRASI BISNIS
KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN
MALANG
2008**

MOTTO

لَا إِلَهَ إِلَّا اللَّهُ

tidak ada Tuhan (Yang Haq) melainkan Allah (Qur'an, 47: 19)

إِنَّ صَلَاتِي وَنُسُكِي وَمَحْيَايَ وَمَمَاتِي لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ

Sesungguhnya shalatku, ibadatku, hidupku dan matiku hanyalah untuk Allah, Tuhan semesta alam. (Qur'an, 6: 162)

وَلَا تَدْعُ مَعَ اللَّهِ إِلَهًا آخَرَ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ كُلُّ شَيْءٍ هَالِكٌ إِلَّا وَجْهَهُ لَهُ الْحُكْمُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ

Janganlah kamu sembah di samping (menyembah) Allah, tuhan apapun yang lain. Tidak ada Tuhan (yang berhak disembah) melainkan Dia. Tiap-tiap sesuatu pasti binasa, kecuali Allah. BagiNyalah segala penentuan, dan hanya kepada-Nyalah kamu dikembalikan. (Qur'an, 28: 88)

Berlaku baiklah terhadap isteri kamu, mereka itu kawan-kawan yang membantumu, mereka tidak memiliki sesuatu untuk diri mereka. Kamu mengambil mereka sebagai amanat Tuhan, dan kehormatan mereka dihalalkan buat kamu dengan nama Tuhan. (Muhammad SAW)

Setiap Muslim adalah saudara buat Muslim yang lain, dan kaum Muslimin semua bersaudara. Tetapi seseorang tidak dibenarkan (mengambil sesuatu) dari saudaranya, kecuali jika dengan senang hati diberikan kepadanya. Janganlah kamu menganiaya diri sendiri. (Muhammad SAW)

TANDA PENGESAHAN

TELAH DIPERTAHANKAN DI DEPAN MAJELIS PENGUJI SKRIPSI,
 FAKULTAS ILMU ADMINISTRASI UNIVERSITAS BRAWIJAYA, PADA:

Hari : Jumat
 Tanggal : 8 Agustus 2008
 Jam : 10.00
 Judul : Analisis Uji Beda Tingkat Pengembalian Saham PT
 HM Sampoerna Sebelum dan Sesudah *Take Over*”
 (Studi kasus pada *take over* saham PT HM Sampoerna
 oleh Philip Morris International Inc. tahun 2005)

Disusun Oleh : Ahmad Suryannudin Zuhri
 NIM : 0110320006

DAN DINYATAKAN LULUS

MAJELIS PENGUJI

KETUA

ANGGOTA

Drs. R. Rustam Hidayat, M.Si
 NIP. 131 276 257

Drs. Achmad Husaini, MAB
 NIP. 131 475 902

ANGGOTA

ANGGOTA

Drs. Muhammad Saifi M.Si
 NIP. 131 475 781

Devi Farah Azizah, S.Sos, MAB
 NIP. 132 232 179

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh pihak lain untuk mendapatkan karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebut dalam sumber kutipan dan dalam daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia skripsi ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (S-1) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Malang, Juli 2008

Mahasiswa



Nama : Ahmad Suryannudin Zuhri

NIM : 0110320006

RINGKASAN

Ahmad Suryannudin Zuhri, 2001, **Analisis Uji Beda Tingkat Pengembalian Saham PT HM Sampoerna Sebelum dan Sesudah *Take Over***, Drs. R. Rustam Hidayat, M.Si, Drs. Achmad Husaini, MAB, 79 Hal + xii.

Persaingan bisnis semakin ketat, menuntut perusahaan untuk bertahan dan berkembang. Perusahaan dapat berkembang dengan dua cara. Secara internal dan secara eksternal. Secara eksternal, salah satunya melalui merger dan akuisisi. Merger dan akuisisi sudah lama menjadi topik hangat di dunia bisnis. Setiap tahunnya, nilai merger dan akuisisi, semakin meningkat. Ukuran dan jumlah transaksi M&A terus berkembang di seluruh dunia. Pada tanggal 14 maret 2005, Philip Morris International Inc. (PMI) mengumumkan bahwa telah mengakuisisi perusahaan rokok Indonesia, PT HM Sampoerna. Pada tanggal 10 maret 2005, perusahaan yang berasal dari Amerika Serikat tersebut mengambil alih kepemilikan 40% atau 1.753.200.000 lembar saham keluarga Sampoerna dan 57,5% sisanya dari tangan para investor melalui proses *tender offer*. *Take over* ini merupakan langkah PMI untuk ekspansi perusahaan ke pasar Indonesia, serta menunjukkan kepercayaan PMI terhadap masa depan ekonomi Indonesia. Saham HM Sampoerna tersebut dibeli dengan harga Rp 10.600 (USD 1.13) per lembar, 20% di atas harga pasarnya, Rp 8.850 (USD 0.95) saat itu. Nilai total transaksi yang mencapai Rp 48 triliun (USD 5,2 milyar), menjadikan peristiwa akuisisi ini sebagai transaksi bisnis dengan nilai tertinggi yang pernah terjadi di Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana kinerja tingkat pengembalian saham PT HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*. Selain itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian saham HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*. Periode penelitian adalah 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) dan 15 (lima belas) hari setelah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005).

Dilihat dari jenisnya, penelitian ini termasuk jenis penelitian deskriptif. Dilihat dari pendekatan analisisnya, penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan pendekatan metode statistik. Sampel (N) atau dalam penelitian ini adalah periode penelitian, berjumlah 15 (lima belas hari).

Dari uji statistik diperoleh, rata-rata (*mean*) *return* saham menurun, dari 0,005820 (sebelum pengumuman akuisisi) menjadi -0,000927 (setelah pengumuman akuisisi), menunjukkan indikasi menurunnya kinerja tingkat pengembalian saham. Temuan yang kedua adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dan sesudah *take over*.

Berdasarkan hasil temuan tersebut, saran yang diberikan adalah, para pemegang saham Sampoerna disarankan agar melepas (menjual) sahamnya. Alasannya adalah (1) ketika pengumuman akuisisi, saham Sampoerna dihargai (ditawar) Rp 10.600 (USD 1.13) per lembar, 20% di atas harga pasarnya, Rp 8.850 (USD 0.95) saat itu; dan (2) berdasarkan hasil dari penelitian ini, setelah akuisisi *return* saham sampoerna mengalami penurunan.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat, nikmat, dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul Analisis Uji Beda Tingkat Pengembalian Saham PT HM Sampoerna Sebelum dan Sesudah *Take Over*.

Shalawat serta salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita, Nabi Muhammad SAW, Nabi penutup para Nabi, beserta keluarganya, sahabat-sahabatnya, dan para pengikutnya, semuanya.

Skripsi ini merupakan tugas akhir yang diajukan untuk memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi Bisnis pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya Malang.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Prof. Dr. Suhadak, M.Ec selaku Dekan Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya Malang.
2. Dr. Kusdi Rahardjo, DEA selaku Ketua Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
3. Drs. R. Rustam Hidayat, M.Si selaku Dosen Pembimbing I yang banyak memberi masukan dan bimbingan dalam menyelesaikan skripsi ini.
4. Drs. Achmad Huzaeni, MAB selaku Dosen Pembimbing II yang banyak memberi masukan dan bimbingan dalam menyelesaikan skripsi ini.
5. Drs. Abd. Rachman Soendjoto (alm.) selaku Dosen Pembimbing Akademik yang selalu memberikan dorongan dan motivasi agar selalu meningkatkan prestasi akademik.
6. Seluruh Dosen Pengajar Administrasi Bisnis yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat bagi penulis.
7. Pimpinan, staf dan karyawan Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang, yang telah berkenan memberikan ijin dan bantuan selama proses penelitian.

8. Kedua orang tua serta kakak tercinta yang telah memberikan doa, bantuan, dorongan dan semangat kepada penulis.
9. Rekan-rekan mahasiswa yang memberikan dukungan kepada penulis.
10. Semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini baik secara langsung maupun tidak langsung yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Kesempurnaan hanyalah kepunyaan Allah SWT semata. Demi kebaikan skripsi ini, saran dan kritik yang sifatnya membangun sangat penulis harapkan. Semoga karya skripsi ini bermanfaat dan dapat memberikan sumbangan yang berarti bagi pihak yang membutuhkan. Amin.

Malang, Juli 2008

Penulis



DAFTAR ISI

| | Halaman |
|--|---------|
| MOTTO | ii |
| TANDA PENGESAHAN | iii |
| PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI | iv |
| RINGKASAN | v |
| KATA PENGANTAR | vi |
| DAFTAR ISI | viii |
| DAFTAR GAMBAR | x |
| DAFTAR TABEL | xi |
| DAFTAR LAMPIRAN | xii |
| BAB I PENDAHULUAN | |
| A. Latar Belakang | 1 |
| B. Perumusan Masalah | 3 |
| C. Tujuan Penelitian | 4 |
| D. Kontribusi Penelitian | 4 |
| E. Sistematika pembahasan | 4 |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKA | |
| A. Penelitian Terdahulu yang Relevan | 6 |
| B. Merger dan Akuisisi | |
| 1. Pengertian Merger dan Akuisisi | 9 |
| 2. Alasan, Motif, dan Tujuan Merger dan Akuisisi | 9 |
| 3. Jenis-Jenis Penggabungan Usaha (Merger) | 22 |
| 4. Penawaran Tender (<i>Tender Offer</i>) | 22 |
| 5. Analisis Akuisisi | 23 |
| 6. Proses Merger dan Akuisisi | 23 |
| C. Saham | |
| 1. Pengertian Saham | 25 |
| 2. Jenis-Jenis Saham | 26 |
| 3. Faktor-Faktor Penggerak Harga Saham | 29 |
| 4. Analisis Saham | 29 |
| 5. Definisi Istilah-Istilah yang Digunakan dalam Model Penilaian Saham | 30 |
| D. Pasar Modal di Indonesia | |
| 1. Pengertian Pasar Modal di Indonesia | 30 |
| 2. Macam-Macam Pasar Modal | 31 |
| 3. Peranan Pasar Modal di Indonesia | 31 |
| 4. Instrumen Pasar Modal yang Diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia | 32 |
| a. Saham | 32 |
| b. Obligasi | 35 |
| c. Reksadana | 36 |
| d. Derivatif | 36 |
| 5. Mekanisme Perdagangan di Bursa Efek Indonesia | 37 |
| E. Perumusan Hipotesis | 39 |

BAB III METODE PENELITIAN

| | |
|-------------------------------------|----|
| A. Jenis Penelitian | 41 |
| B. Lokasi Penelitian | 42 |
| C. Variabel dan Pengukurannya | 42 |
| D. Teknik Pengumpulan Data | 43 |
| E. Metode Analisis Data | 44 |

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

| | |
|---|----|
| A. Ringkasan Peristiwa Akuisisi PT HM Sampoerna oleh Philip Morris International Inc. | 48 |
| B. Gambaran Umum Obyek Penelitian | |
| 1. Profil PT HM Sampoerna Tbk. | 49 |
| 2. Profil Philip Morris International Inc. | 50 |
| 3. Bursa Efek Indonesia | 51 |
| a. Visi Bursa Efek Indonesia | 51 |
| b. Misi Bursa Efek Indonesia | 51 |
| c. Sasaran Bursa Efek Indonesia | 52 |
| d. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal di Indonesia | 52 |
| e. Struktur Pasar Modal di Indonesia | 55 |
| C. Analisis Deskriptif | |
| 1. Harga saham 15 (lima belas) hari <i>pra-event</i> | 59 |
| 2. Harga saham 15 (lima belas) hari <i>past-event</i> | 61 |
| 3. <i>Return</i> saham <i>pra-event</i> | 62 |
| 4. <i>Return</i> saham <i>past-event</i> | 64 |
| D. Uji Normalitas dengan <i>Kolmogorov Smirnov Test</i> | |
| 1. Uji normalitas distribusi data (<i>return</i> saham <i>pra-event</i>) | 65 |
| 2. Uji normalitas distribusi data (<i>return</i> saham <i>past-event</i>) | 66 |
| E. Pengujian Hipotesis dengan Uji Beda Dua Rata-Rata Berpasangan dengan <i>Paired Sample T Test</i> | 67 |
| F. Interpretasi Hasil Penelitian | 69 |

BAB V PENUTUP

| | |
|---------------------|----|
| A. Kesimpulan | 70 |
| B. Saran | 71 |

| | |
|----------------------|----|
| DAFTAR PUSTAKA | 72 |
|----------------------|----|

| | |
|----------------|----|
| LAMPIRAN | 75 |
|----------------|----|

| | |
|-----------------------------------|----|
| SURAT KETERANGAN PENELITIAN | 77 |
|-----------------------------------|----|

| | |
|---------------------|----|
| RIWAYAT HIDUP | 78 |
|---------------------|----|

DAFTAR GAMBAR

| No | Judul | Halaman |
|----|---|---------|
| 1 | Berbagai variasi <i>Takeover</i> | 22 |
| 2 | Tiga tahap akuisisi | 23 |
| 3 | Pandangan kaum rasionalis terhadap akuisisi | 24 |
| 4 | Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 60 |
| 5 | Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari sesudah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 62 |
| 6 | <i>Return</i> saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 63 |
| 7 | <i>Return</i> saham 15 (lima belas) hari sesudah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 65 |



DAFTAR TABEL

| No | Judul | Halaman |
|----|--|---------|
| 1 | Pendapatan Abnormal Pemegang Saham dari Perusahaan Target dan Perusahaan Penawar dalam Pengumuman Pengambilalihan di Inggris | 7 |
| 2 | Kinerja Pasca Merger | 7 |
| 3 | Perubahan profitabilitas perusahaan-perusahaan yang merger di Inggris, yang lebih dari 3 dan 5 tahun setelah merger (profitabilitas = pendapatan bersih / aset bersih) | 8 |
| 4 | Pendapatan abnormal pemegang saham di Amerika Serikat di seputar pengumuman pengambilalihan | 8 |
| 5 | Nilai tambah dan biaya akuisisi | 16 |
| 6 | Kerangka analisis <i>must-to-do</i> | 25 |
| 7 | Konsep, variabel, dan indikator | 43 |
| 8 | Bentuk transformasi data | 45 |
| 9 | Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi | 59 |
| 10 | <i>Descriptive statistics</i> harga saham <i>pra-event</i> | 59 |
| 11 | Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari sesudah pengumuman akuisisi | 61 |
| 12 | <i>Descriptive statistics</i> harga saham <i>past-event</i> | 61 |
| 13 | <i>Return</i> saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 62 |
| 14 | <i>Descriptive statistics return</i> saham <i>pra-event</i> | 63 |
| 15 | <i>Return</i> saham 15 (lima belas) hari setelah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005) | 64 |
| 16 | <i>Descriptive statistics return</i> saham <i>past-event</i> | 64 |
| 17 | Uji normalitas <i>return</i> saham <i>pra-event</i> | 66 |
| 18 | Uji normalitas <i>return</i> saham <i>past-event</i> | 67 |
| 19 | Hasil uji <i>Paired Samples T Test</i> | 68 |

DAFTAR LAMPIRAN

| No | Judul | Halaman |
|----|---|---------|
| 1 | Bentuk histogram data (pola distribusi) dan transformasi agar diperoleh distribusi normal | 75 |
| 2 | Tabel t dan r product moment dengan signifikansi 5% | 76 |



BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dewasa ini, persaingan bisnis semakin ketat, menuntut perusahaan memanfaatkan kemampuannya secara maksimal untuk bertahan dan berkembang. Perusahaan dapat berkembang dengan dua cara. Yang pertama, secara internal, dan yang kedua, secara eksternal. Secara eksternal, salah satunya melalui merger dan akuisisi (M&A). M&A sudah lama menjadi topik hangat di dunia bisnis. Setiap tahunnya, nilai M&A semakin meningkat.

Pada tahun 1998, ada banyak M&A kategori besar yang membuat M&A pada tahun-tahun sebelumnya tampak kecil. Misalnya, merger terbesar yang diumumkan pada tahun 1998 adalah penggabungan antara Citicorp dengan Traveler's Group dengan nilai yang diperkirakan mencapai USD 77 milyar dan akuisisi Exxon atas Mobil dengan perkiraan nilai USD 79 milyar. Segera sesudah itu menyusul transaksi antara SBC dan Ameritech dengan nilai kira-kira USD 61,8 milyar dan antara National Bank Corp. dengan BancAmerica Corp. dengan nilai sekitar USD 60 milyar. AT&T mengumumkan akuisisi Tele-Communication, Inc. dengan nilai sekitar USD 43 milyar. Salah satu M&A industri terbesar, yakni antara Chrysler Corp. dan Daimler-Benz dengan nilai USD 45,5 milyar, juga diumumkan. Angka-angka di atas lebih besar daripada akuisisi MCI oleh Worldcom yang diumumkan pada tahun 1997 dan disebut-sebut banyak kalangan sebagai mega merger dengan nilai USD 37 milyar. (Hitt, 2002:1)

Ukuran dan jumlah transaksi M&A terus berkembang di seluruh dunia. Misalnya, salah satu merger terbesar dalam sejarah diumumkan pada tahun 1991. MCI Worldcom dan Sprint menyetujui suatu merger yang oleh para analis diperkirakan bernilai antara USD 115-129 milyar, tetapi transaksi ini tidak mendapatkan persetujuan regulatori dan dewan direksi keduanya membatalkan perjanjian merger tersebut pada bulan Juli 2000. Seandainya merger itu terlaksana, perusahaan gabungan tersebut akan menjadi perusahaan telekomunikasi global terbesar kedua setelah AT&T. (Hitt, 2002:1)

Pada era 1980-an di Amerika Serikat saja terjadi kira-kira 55.000 M&A. Nilai akuisisi selama dekade ini kira-kira USD 1,3 trilyun. Meskipun angka tersebut

mengesankan, dibandingkan dengan gelombang merger yang terjadi pada awal 1990-an, atau pada tahun 1993, jumlah itu menjadi kecil. Sejak 1993 jumlah dan nilai M&A berkembang setiap tahunnya. Misalnya, pada tahun 1997 terjadi sekitar 22.000 M&A, atau sekitar 40% dari total M&A yang terjadi selama dekade 1980-an. Yang lebih penting lagi, nilai M&A pada tahun 1997 tersebut mencapai USD 1,6 trilyun. Dengan kata lain, nilai akuisisi yang diselesaikan pada tahun 1997 lebih besar USD 300 milyar daripada seluruh akuisisi selama era 1980-an. Menariknya, tahun 1980-an sering disebut sebagai dekade merger mania. Tahun 1998 demikian juga. Dengan transaksi-transaksi besar M&A yang disebut di depan tadi, tahun tersebut diperkirakan menjadi tahun rekor lagi. Yang menarik, 6.311 M&A domestik (AS) pada tahun 1993 bernilai total USD234,5 milyar atau rata-rata USD 37,2 milyar, sedangkan M&A yang diumumkan pada tahun 1998 bernilai rata-rata USD 168,2 milyar yang berarti meningkat 352% dibandingkan nilai rata-rata M&A tahun 1993. Nilai M&A yang diumumkan pada tahun 1999 menembus angka USD 2,5 trilyun, suatu bukti berlanjutnya trend menanjak. M&A pada era 1990-an merupakan gelombang merger kelima selama abad kedua puluh dan ukuran serta jumlahnya mengindikasikan bahwa dekade 1990-an mungkin akan dikenang sebagai mega merger dunia. Dengan adanya lima gelombang merger selama abad dua puluh, dapat disimpulkan bahwa merger dan akuisisi (M&A) adalah strategi yang penting, atau bahkan dominan, bagi organisasi-organisasi di abad dua puluh satu. Jelaslah bahwa akuisisi telah menjadi salah satu strategi tingkat korporat yang sangat penting dalam milenium baru ini. (Hitt, 2002:2)

Meskipun populer dan penting bagi perusahaan besar maupun kecil, banyak akuisisi yang tidak menghasilkan keuntungan finansial seperti yang diharapkan atau diinginkan oleh perusahaan pengakuisisi. Salah satu indikasi sukses atau tidaknya suatu merger dan akuisisi adalah tingkat pengembalian saham. Jumlah dan ukuran merger dan akuisisi yang sudah diselesaikan terus tumbuh searah deret ukur. Jika dahulu fenomena ini hanya muncul terutama di Amerika Serikat, maka saat ini merger dan akuisisi telah terjadi di seluruh dunia, termasuk di Indonesia.

Pada tanggal 14 maret 2005, Philip Morris International Inc. (PMI) mengumumkan bahwa telah mengakuisisi perusahaan rokok Indonesia, PT HM

Sampoerna (PT HMSP). Pada tanggal 10 maret 2005, perusahaan yang berasal dari Amerika Serikat tersebut mengambil alih kepemilikan 40% atau 1.753.200.000 lembar saham keluarga Sampoerna dan 57,5% sisanya dari tangan para investor melalui proses *tender offer*. *Take over* ini merupakan langkah PMI untuk ekspansi perusahaan ke pasar Indonesia, serta menunjukkan kepercayaan PMI terhadap masa depan ekonomi Indonesia. Saham HM Sampoerna tersebut dibeli dengan harga Rp 10.600 (USD 1.13) per lembar, 20% di atas harga pasarnya, Rp 8.850 (USD 0.95) saat itu. Nilai total transaksi yang mencapai Rp 48 triliun (USD 5,2 milyar), menjadikan peristiwa akuisisi ini sebagai transaksi bisnis dengan nilai tertinggi yang pernah terjadi di Indonesia. Sudarsanam (1999:250) menyatakan, dilihat dari sudut pandang kinerja jangka pendek yang mengelilingi suatu penawaran (*take over*), para pemegang saham perusahaan target diuntungkan (*return* sahamnya meningkat), sebaliknya para pemegang saham perusahaan pengakuisisi dirugikan (*return* sahamnya menurun).

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis menyusun skripsi dengan judul:
“ANALISIS UJI BEDA TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM PT HM SAMPOERNA SEBELUM DAN DENGAN SESUDAH TAKE OVER”
(Studi kasus pada *take over* (akuisisi) saham PT HM Sampoerna oleh Philip Morris International Inc. tahun 2005)

B. Perumusan Masalah

Dengan mengacu pada latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana kinerja tingkat pengembalian saham PT HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*?
2. Apakah ada perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian saham HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai oleh penelitian ini adalah:

1. Mengetahui tingkat pengembalian saham PT HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*.
2. Mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian saham HM Sampoerna sebelum dan sesudah *take over*.

D. Kontribusi Penelitian

Kontribusi yang diharapkan dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Aspek Akademis
 - a. Penulis dapat menambah pengetahuan mengenai merger dan akuisisi serta terciptanya pemahaman terhadap tingkat pengembalian (*return*) saham, khususnya sebelum dan sesudah *take over*.
 - b. Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan masukan dan bahan referensi untuk penelitian yang lebih baik di masa mendatang.
2. Aspek Praktis
 - a. Menambah perbendaharaan pustaka, dimana dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dan pertimbangan penelitian tentang analisis pengaruh kejadian *take over* terhadap perubahan harga saham.
 - b. Penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tambahan bagi para pembaca untuk memperluas wawasan dalam bidang keuangan, khususnya merger dan akuisisi dan berguna bagi pihak lain yang memiliki ketertarikan pada merger internasional.

E. Sistematika Pembahasan

BAB I : PENDAHULUAN

Memaparkan latar belakang pemilihan judul penelitian, perumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, kontribusi penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Menyajikan penelitian-penelitian terdahulu dan memaparkan teori-teori yang relevan dengan pokok permasalahan kemudian diungkapkan juga hipotesis yang diajukan. Teori dibutuhkan sebagai landasan umum penelitian, dan hipotesis adalah perumusan jawaban sementara terhadap sesuatu soal yang dimaksudkan sebagai tuntunan sementara dalam penelitian untuk mencari jawaban yang sebenarnya.

BAB III : METODE PENELITIAN

Memaparkan metode penelitian, jenis penelitian, lokasi obyek penelitian, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan data, dan metode analisis data.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Menyajikan data penelitian, hasil analisis data dan interpretasi dari data hasil analisis. Diawali dengan analisis deskripsi dari tingkat pengembalian sebelum dan sesudah *take over* kemudian dilanjutkan dengan pengujian hipotesis melalui uji statistik, yaitu uji normalitas melalui *kolmogorov smirnov*, uji beda dua mean dan selanjutnya menginterpretasikan data hasil uji statistik tersebut.

BAB V : PENUTUP

Mengungkapkan kesimpulan dan saran dari peneliti atas hasil dari penelitian yang telah dilakukan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu yang Relevan

Firth (1980) melakukan penelitian terhadap pendapatan pemegang saham sebelum dan sesudah *take over*. Penelitian dilakukan pada tahun 1969 s.d. 1975 dengan sampel sebanyak 486. Temuan pada penelitian ini menyatakan pemegang saham perusahaan target mengalami peningkatan *return* saham sebesar 28%.

Frank dan Harris (1989) melakukan penelitian terhadap pendapatan bulanan para pemegang saham. Penelitian ini dilakukan pada tahun 1955 s.d. 1985. Jumlah sampel yang diteliti sebanyak 1445 sampel. Penelitian ini menyatakan pendapatan pemegang saham perusahaan target meningkat sebesar 22%.

Limmack (1991) dalam kurun waktu 9 tahun (1977-1986) melakukan penelitian, dengan sampel sebanyak 462 sampel, data yang digunakan adalah pendapatan bulanan, dengan jendela penelitian selama periode penawaran, menyimpulkan pendapatan pemegang saham perusahaan target meningkat sebesar 31%.

Sudarsanam (1993) melakukan penelitian terhadap pendapatan harian. Penelitian dilakukan dari tahun 1980 s.d. 1990. Jumlah sampel yang diteliti adalah 171 penawaran saham. Periode penelitian yaitu h-5 s.d. h+5 sekitar hari pengumuman. Penelitian ini menyimpulkan pendapatan pemegang saham perusahaan target meningkat sebesar 21%.

Data kinerja jangka panjang setelah merger hanya dimiliki oleh pengakuisisi, karena perusahaan target seringkali dihilangkan. Bukti kinerja pasca merger ditunjukkan pada Tabel 2.2.

Tabel 1.
Pendapatan Abnormal Pemegang Saham dari Perusahaan Target dan Perusahaan Penawar dalam Pengumuman Pengambilalihan di Inggris

| Penelitian | Periode | Ukuran Sampel | Jendela | Data | Sasaran (%) | Penawar (%) |
|-------------------------|-----------|---------------------|--------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|
| Firth (1980) | 1969-1975 | 486 sasaran | Bulan Pengumuman | Pendapatan Bulanan | 28 | -6,3 |
| Frank and Harris (1989) | 1955-1985 | 1445 sasaran | Bulan Pengumuman | Pendapatan Bulanan | 22 | 0 |
| Limmack (1991) | 1977-1986 | 462 sasaran | Periode penawaran | Pendapatan Bulanan | 31 | -0,2 |
| Sudarsanam dkk. (1993) | 1980-1990 | 171 penawaran saham | h-5 s.d. h+5 sekitar hari pengumuman | Harian | 21 | -2 |

Catatan: Pendapatan perusahaan target dalam semua penelitian dan pendapatan penawar dalam Firth dan Sudarsanam dkk. signifikan pada tingkat signifikansi 5 persen atau lebih

Sumber: (Sudarsanam, 1999:249)

Tabel 2.
Kinerja Pasca Merger

| Penelitian | Periode | Ukuran Sampel | Jendela | Data | Pendapatan (%) |
|--------------------------|-----------|-------------------|---------------------|---------|----------------|
| Firth (1980) | 1969-1975 | 434 pengakuisisi | +1 sampai +36 bulan | Bulanan | -0,0 |
| Franks and Harris (1989) | 1955-1985 | 1048 pengakuisisi | +1 sampai +24 bulan | Bulanan | -12,6 |
| Limmack (1991) | 1977-1986 | 448 pengakuisisi | +1 sampai +24 bulan | Bulanan | -4,5 |

Catatan: + menunjukkan bulan setelah penawaran selesai.

Pendapatan yang dilaporkan oleh Franks dan Harris dan Limmack signifikan pada tingkat 5 persen

Sumber: (Sudarsanam, 1999:250)

Bukti-bukti yang terjadi di Inggris dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil pengambilalihan terbaik adalah netral dalam keseluruhan penciptaan nilai untuk semua pemegang saham, yang terburuk adalah cukup merusak nilai.
2. Pemegang saham perusahaan target mendapatkan keuntungan eksklusif dari pengambilalihan.

3. Ada bukti-bukti pengalihan kekayaan pemegang saham pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan target. Hal ini mengikuti pendapatan negatif dari pemegang saham pengakuisisi dan netralitas semua pengaruh. (Sudarsanam, 1999:251)

Tabel 3.
Perubahan profitabilitas perusahaan-perusahaan yang merger di Inggris, yang lebih dari 3 dan 5 tahun setelah merger (profitabilitas = pendapatan bersih / aset bersih)

| Penelitian | Periode | Besar Sampel | Sampel Pengendali | Lebih dari 3 tahun setelah merger | Lebih dari 5 tahun setelah merger |
|------------------|-----------|--------------|------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Meeks (1977) | 1964-1971 | 164 | Normalisasi Industri | Menurun secara signifikan | Menurun secara signifikan |
| Kumar (1984) | 1967-1974 | 241 | Normalisasi Industri | Menurun secara signifikan | Menurun secara signifikan |
| Losch dkk (1980) | 1967-1970 | 225 | Perusahaan yang tidak merger | Peningkatan secara signifikan | Peningkatan secara signifikan |

Catatan: Perbandingan pada setiap penelitian adalah rata-rata profitabilitas 5 tahun sebelum merger. Besar sampel adalah jumlah merger. Ukuran ini lebih kecil untuk perbandingan 5 tahun.

Sumber: (Sudarsanam, 1999:254)

Tabel 4.
Pendapatan abnormal pemegang saham di Amerika Serikat di seputar pengumuman pengambilalihan

| Penelitian | Periode | Ukuran Sampel | Jendela Peristiwa | Tipe Penawaran | Pendapatan Abnormal | |
|----------------------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------|----------------|---------------------|---------|
| | | | | | Target | Penawar |
| Jensen dan Ruback (1983) | Paling banyak sebelum tahun 1980 | Kesimpulan dari 13 penelitian | Bervariasi | Merger | 20 | 0 |
| | | | | Tender | 30 | 4 |
| Jarrel dan Poulsen* (1989) | 1963-1986 | 526 | -20 s.d. +10 hari | Tender | 29 | 1 |

Catatan: * Penghasilan abnormal pada signifikansi 5 persen atau lebih

Sumber: (Sudarsanam, 1999:249)

A. Merger dan Akuisisi (M&A)

1. Pengertian Merger dan Akuisisi

Merger adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu. Sedangkan akuisisi adalah satu perusahaan membeli atau mengambil alih perusahaan lain. Menurut Madura (2007:470) yang dimaksud merger yaitu, dua perusahaan melebur (bergabung) menjadi satu perusahaan tunggal yang dimiliki oleh pemilik (pemegang saham yang sama). Menurut Wachowicz (1998:628) merger adalah kombinasi dua atau lebih perusahaan dimana hanya satu perusahaan yang menjadi entitas resmi. Menurut Hitt (2002:259) akuisisi adalah memperoleh atau membeli perusahaan lain dengan cara membeli sebagian besar saham dari perusahaan sasaran. Menurut Hitt (2002:262) merger adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih.

Menurut Hanafi (2004:662) akuisisi adalah satu perusahaan diabsorpsi oleh perusahaan lain. Pengakuisisi mempertahankan nama dan identitasnya, dan mengambil alih aset dan kewajiban perusahaan yang diakuisisi. Sedangkan merger mirip dengan akuisisi, kecuali perusahaan baru akan terbentuk. Pengakuisisi dan yang diakuisisi 'hilang' dan menjadi perusahaan baru.

Dalam merger, perusahaan-perusahaan menggabungkan dan membagi sumber daya yang mereka miliki untuk mencapai tujuan bersama. Akuisisi lebih merupakan sebuah perjanjian, sebuah perusahaan membeli aset atau saham perusahaan lain, dan para pemegang saham dari perusahaan yang menjadi sasaran akuisisi (perusahaan target) berhenti menjadi pemilik perusahaan. Dalam merger, entitas baru dapat dibentuk (dari/dengan menyertakan) perusahaan yang digabungkan, sedangkan pada akuisisi, perusahaan target menjadi tambahan atau cabang dari perusahaan yang mengakuisisi. (Sudarsanam, 1999:1)

2. Alasan, Motif, dan Tujuan Merger dan Akuisisi

Menurut Hanafi (2004:668) alasan-alasan merger dan akuisisi antara lain:

a. Skala ekonomi

Skala ekonomi berangkat dari filosofi "lebih besar, lebih baik". Sebagai contoh, jika memesan barang dalam jumlah besar, akan memperoleh potongan kuantitas, atau harga yang lebih rendah. Jika harga per unit dihitung, maka akan diperoleh harga yang lebih rendah dibandingkan jika membeli dalam jumlah yang kecil. Jika ingin

menyewa tenaga profesional, maka volume penjualan perusahaan harus cukup besar untuk bisa memanfaatkan tenaga profesional tersebut. Jika perusahaan terlalu kecil, penggunaan tenaga profesional tidak cukup efisien karena tidak bisa dimanfaatkan secara penuh.

b. Pengendalian

Beberapa perusahaan melakukan merger untuk memperoleh pengendalian yang lebih baik terhadap jalur produksi/distribusi. Merger vertikal dilakukan biasanya dengan tujuan seperti ini. Sebagai contoh, jika perusahaan sepatu kulit menginginkan pasokan yang stabil, perusahaan tersebut bisa mengakuisisi perusahaan kulit. Merger semacam itu sering disebut sebagai integrasi ke belakang (*backward integration*). Kemudian, jika perusahaan tersebut ingin mempunyai kendali atas distribusi/pelayanan kepada konsumennya, perusahaan sepatu tersebut bisa membeli perusahaan ritel. Penggabungan semacam itu sering disebut sebagai integrasi ke depan (*forward integration*). Dengan menguasai jalur hulu dan hilir, perusahaan sepatu tersebut bisa mengendalikan arus barang dagangan dengan lebih baik.

c. Pajak

Merger bisa dilakukan dengan tujuan memanfaatkan penghematan pajak. Misalkan perusahaan yang membeli atau yang dibeli mengalami akumulasi kerugian yang cukup besar. Sedangkan perusahaan partner mempunyai keuntungan yang cukup tinggi. Kedua perusahaan tersebut bisa bergabung, kemudian kerugian bisa ditransfer ke perusahaan gabungan (*tax carry backward and/or forward*). Pajak yang dibayarkan oleh perusahaan gabungan (termasuk) perusahaan partner akan berkurang dibandingkan dengan jika tidak bergabung. Merger juga memunculkan potensi restrukturisasi aset dengan, misal, menghapus aset tertentu (*write off*). Penghapusan bisa dilakukan dengan menambah depresiasi. Tambahan depresiasi tersebut bisa dipakai untuk mengurangi pajak yang dibayarkan. Penghematan pajak juga bisa dicapai jika merger

didanai dengan menggunakan utang. Dengan utang, perusahaan gabungan harus membayar bunga pinjaman. Bunga tersebut bisa dipakai untuk mengurangi pajak, sehingga perusahaan bisa menghemat pajak.

d. Menggabungkan Sumber Daya

Perusahaan bisa membeli perusahaan lain yang mempunyai sumber daya yang bisa komplemen (melengkapi) sumber daya yang dibutuhkan oleh perusahaan pembeli. Sebagai contoh, Microsoft membeli *software* yang bisa melakukan pengecekan *grammar* bahasa inggris (apakah bahasa inggris yang ditulis sudah baik apa belum, apakah kata-katanya sudah benar apa belum). Karena Microsoft mempunya *software* Ms Word untuk mengolah kata/tulisan, *software grammar* semacam itu tentu merupakan pelengkap yang sangat cocok untuk Ms Word. Microsoft bisa saja mengembangkan sendiri *software* semacam itu. Tetapi jika Microsoft menginginkan produk/*skill* baru dengan lebih cepat, membeli perusahaan lain merupakan pilihan yang lebih baik.

e. Menghilangkan Ketidakefisienan

Jika manajer tidak kompeten menjalankan perusahaannya, perusahaan menjadi tidak efisien. Manajer seharusnya berhenti, untuk digantikan oleh yang lebih baik. Biasanya manajer tidak akan memecat dirinya sendiri. Pemegang saham dalam beberapa situasi juga tidak bisa memecat langsung manajer yang kurang kompeten tersebut. Apalagi jika kepemilikan pemegang saham menyebar luas, seperti di negara maju. Dalam situasi tersebut, manajer praktis menjadi pihak yang paling berkuasa di perusahaan. Merger atau akuisisi menjadi alternatif untuk menghilangkan manajer yang tidak kompeten. Setelah merger, manajer yang tidak kompeten bisa diberhentikan, kemudian digantikan oleh manajer yang lebih kompeten.

f. Memaksa Pendistribusian Kas

Manajer cenderung ingin memegang kendali atas sumber daya perusahaan, termasuk kas. Pada situasi tertentu, permasalahan ini menjadi semakin serius. Sebagai contoh, perusahaan yang beroperasi di industri yang sudah dalam tahap kedewasaan. Perusahaan tersebut mempunyai karakteristik: mempunyai aliran kas masuk yang besar dan mempunyai aliran kas keluar yang kecil. Aliran kas keluar yang kecil karena perusahaan tersebut tidak perlu lagi melakukan investasi pada distribusi, pemasaran, dan produksi. Kemudian, karena industrinya sudah dewasa, maka tidak banyak kesempatan pertumbuhan untuk perusahaan tersebut. Bagi pemegang saham, hal yang terbaik adalah membagikan aliran kas tersebut kepada pemegang saham, dan membiarkan pemegang saham memanfaatkan kas tersebut (investasi sendiri atau konsumsi). Tetapi manajer tidak mau membagikan kas tersebut, karena ingin memegang kendali atas sumber daya tersebut. Situasi tersebut sering disebut sebagai *agency free cash flow* antara pemegang saham dengan manajer. Merger dan akuisisi merupakan salah satu cara untuk memaksa manajer membayar kas ke pemegang saham atau investor lainnya (misal pemegang utang). Perusahaan dengan karakteristik disebutkan di atas cenderung mempunyai nilai yang lebih rendah dari yang seharusnya (*undervalued*), dan karenanya menjadi sasaran merger dan akuisisi. Kemudian manajer perusahaan tersebut diganti. Perusahaan menjadi semakin efisien, dan bisa mendistribusikan kas kembali ke pasar keuangan.

g. Diversifikasi

Diversifikasi bisa mengurangi risiko. Jika perusahaan melakukan merger, perusahaan bisa mengurangi risiko. Perusahaan multinasional, karena beroperasi di banyak negara, melakukan diversifikasi. Diversifikasi tersebut menurunkan resiko, yang berarti menguntungkan pemegang saham.

h. Meningkatkan Pertumbuhan

Salah satu alasan merger adalah meningkatkan pertumbuhan. Pertumbuhan akan memperbesar perusahaan. Perusahaan bisa saja meningkatkan pertumbuhan dengan cara membangun sendiri pabrik-pabrik produksi. Tetapi hal itu membutuhkan waktu. Akan lebih cepat, jika perusahaan langsung membeli/mengakuisisi perusahaan lain.

i. Meningkatkan EPS

Salah satu alasan merger yaitu meningkatkan EPS. Misal, perusahaan A berkapitalisasi besar tetapi mempunyai EPS kecil. Perusahaan B berkapitalisasi lebih kecil dari perusahaan A, tetapi mempunyai EPS lebih besar dari perusahaan A. jika perusahaan A mengakuisisi perusahaan B, maka EPS perusahaan A akan meningkat.

Motif perusahaan melakukan penggabungan usaha:

a. Pertumbuhan segera

Dengan melakukan akuisisi, produksi akan meningkat. Dengan begitu, penjualan juga akan meningkat. Hal ini lebih cepat jika dibandingkan dengan membangun fasilitas produksi tambahan, yang tentunya membutuhkan waktu yang lebih lama.

b. Skala ekonomi

c. Pengalaman manajerial

Memungkinkan perusahaan menggabungkan sumber daya dan memanfaatkan sumber daya yang memiliki keahlian manajerial tertinggi.

d. Keuntungan pajak

Kerugian perusahaan yang diakuisisi terjadi sebelum pajak, kerugian ini akan mengurangi laba kena pajak dari perusahaan gabungan yang baru dibentuk. (Madura, 2007:471)

Motif perusahaan melakukan penggabungan usaha:

a. Peningkatan penjualan dan penghematan operasi

Dengan tambahan pangsa pasar, maka penjualan akan meningkat, secara otomatis akan meningkatkan dominasi pasar. Penghematan operasi akan terjadi karena (1) fasilitas yang sama dapat dihilangkan, (2) kegiatan pemasaran, akuntansi, pembelian, dan kegiatan operasional lainnya dapat dikonsolidasi, (3) tenaga pemasaran dapat dikurangi untuk menghindari usaha yang sama dalam daerah tertentu.

b. Skala ekonomis

Keuntungan dalam ukuran dimana biaya per unit rata-rata menurun seiring dengan meningkatnya volume.

c. Perbaikan manajemen

d. Pengaruh informasi

e. Transfer kekayaan dari peminjam

f. Manfaat pajak

Perusahaan dapat berkembang secara internal, maupun secara eksternal melalui akuisisi. Dan tujuannya adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. (Wachowicz, 1998:628)

Menurut Sudarsanam (1999:5) tujuan langsung suatu akuisisi adalah (pembuktian diri atas) pertumbuhan dan ekspansi aset perusahaan, penjualan, dan pangsa pasar pihak pengakuisisi. Akan tetapi semua itu merupakan tujuan jangka menengah. Tujuan jangka panjangnya yaitu, pengembangan kekayaan para pemegang saham melalui akuisisi yang ditujukan pada pengaksesan atau pembuatan penciptaan keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pengakuisisi. Dalam teori keuangan modern, memaksimalkan kekayaan pemegang saham dianggap sebagai kriteria yang rasional untuk investasi dan keputusan finansial yang dibuat oleh para manajer. Tetapi memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dapat diganti dengan mengejar kepentingan pribadi para manajer pembuat keputusan tersebut. Menurut teori utilitas manajerial, akuisisi dapat didorong oleh ego atau keinginan

manajerial akan kekuasaan, atau hak istimewa yang sesuai dengan ukuran perusahaan.

Apapun tujuan dasar para manajer dalam mengakuisisi perusahaan lain, akuisisi semacam ini harus membentuk bagian dari bisnis dan strategi perusahaan dari pengakuisisi. Strategi bisnis ditujukan untuk menciptakan keunggulan kompetitif yang mantap bagi perusahaan. Kekuatan ini berasal dari skala dan jangkauan ekonomi, atau kekuatan pasar, atau akses kepada kekuatan unik yang dimiliki oleh perusahaan target.

Seringkali pengakuisisi bertujuan mentransfer keunggulan ketrampilan manajemennya kepada perusahaan target, sehingga meningkatkan kekuatan yang diperoleh dari aset perusahaan target. Di sini nilai tambah dapat diciptakan bahkan meskipun perusahaan target tetap sebagai entitas yang berdiri sendiri, dan tidak tergantung pada sinergi yang mungkin di antara pihak pengakuisisi dan yang diakuisisi. Pengakuisisi mengejar strategi perusahaan untuk menciptakan nilai melalui perbaikan efisiensi perusahaan target.

Akuisisi juga dapat memenuhi strategi perusahaan pengakuisisi untuk menyusun portofolio dari berbagai bisnis yang tidak berkaitan. Dalam hal ini tujuannya mungkin berupa pengurangan risiko jika arus pendapatan dari berbagai bisnis dalam portofolio tidak saling terkait secara positif.

Motif akuisisi antara lain:

- a. Memperoleh sinergi pemasaran dan distribusi.
- b. Keinginan untuk meningkatkan kekuatan pasar.
- c. Kontrol terhadap pemasok.
- d. Konsolidasi kelebihan kapasitas produksi.

Dalam perspektif neoklasik, semua keputusan perusahaan, termasuk akuisisi, dibuat dengan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham perusahaan. Ini berarti peningkatan *cash flow* yang datang dari akuisisi, jika dipotong pada rata-rata potongan yang sesuai, harus memberikan nilai kosong atau nilai positif terhadap nilai bersih saat ini (*net present value*). Dengan akuisisi, kriteria pemaksimalan kekayaan

para pemegang saham dipenuhi jika nilai tambah yang diciptakan oleh akuisisi melampaui harga akuisisi.

Tabel 5.
Nilai tambah dan biaya akuisisi

| | | | | |
|---|---|--|---|--------------------------------------|
| Nilai tambah akuisisi | = | Nilai perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sesudah akuisisi | - | nilai masing-masing sebelum akuisisi |
| Peningkatan nilai saham perusahaan pengakuisisi | = | Nilai tambah | - | Biaya akuisisi |
| Biaya akuisisi | = | Biaya transaksi akuisisi | + | premi akuisisi |

Sumber: (Sudarsanam, 1999:17)

Biaya transaksi akuisisi merupakan biaya kontrak (*incurred cost*) ketika akuisisi dibuat, dalam bentuk berbagai honor penasehat, honor pengatur (*regulator's fee*), biaya pertukaran modal, biaya *underwriter* dan sebagainya. Premi akuisisi merupakan hasil dari harga penawaran yang dibayar kepada perusahaan target, melebihi harga sebelum penawaran dari perusahaan target.

Masih menurut Sudarsanam (1999:19), dari perspektif manajerial, motivasi manajerial dalam akuisisi antara lain:

- a. Untuk memperbesar ukuran perusahaan, karena penghasilan, bonus, status, dan kekuasaan mereka merupakan suatu fungsi dari ukuran perusahaan (sindrom *empire building*).

Kompensasi bagi eksekutif dapat meningkat sebagai akibat peningkatan skala ukuran perusahaan (misalnya dari segi aset atau penjualan), bahkan apabila tidak ada peningkatan kekayaan para pemegang saham. Para manajer akan mengejar pertumbuhan jika kompensasi yang mereka dapatkan merupakan fungsi dari pertumbuhan penjualan.

- b. Untuk menyusun kemampuan manajerial yang saat ini belum digunakan secara maksimal (motivasi pemenuhan diri).

Apabila sebuah perusahaan berada dalam suatu industri yang dewasa atau yang sedang mundur, perjuangan perusahaan untuk tetap hidup tergantung pada suatu tindakan keluar yang teratur dari industri tersebut dan masuk ke industri dengan kesempatan yang lebih besar. Operasi industri saat ini mungkin tidak menghabiskan energi dan kemampuan para manajer. Tanpa berpindah ke industri yang berkembang, perusahaan dapat kehilangan para manajer muda dan mempercepat kemunduran perusahaan.

- c. Untuk mengurangi risiko dan meminimalkan tekanan biaya finansial dan kebangkrutan (motivasi keamanan pekerjaan).

Diversifikasi risiko dapat dicapai jika *cash flow* perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target tidak berkaitan secara positif, sehingga mengurangi keseluruhan variabilitas gabungan *cash flow*. Diversifikasi seperti ini bukan penciptaan nilai yang perlu dibuat untuk para pemegang saham. Dalam pasar modal yang berfungsi dengan baik, para pemegang saham dapat menyusun portofolio mereka supaya mencakup saham kedua perusahaan dan mencapai diversifikasi yang diinginkan, mungkin pada tingkat harga yang lebih rendah dari perusahaan. Jadi diversifikasi yang dikerjakan sendiri oleh para pemegang saham menjadi alternatif yang lebih kuat bagi diversifikasi perusahaan.

Para manajer umumnya melakukan investasi secara berlebihan dalam perusahaan mereka. Investasi seperti itu muncul, salah satunya, karena para manajer bergantung pada perusahaan untuk penghasilan dalam bentuk gaji dan bonus. Karena perilaku investasi manajer yang seperti itu, maka risiko total, yang meliputi risiko khusus perusahaan seperti risiko kegagalan, lebih penting bagi para manajer dari pada risiko sistematis, yaitu risiko pergerakan pasar yang berkaitan sesuai untuk diversifikasi pemegang saham.

Para pemegang saham juga dapat memperoleh keuntungan dari pengurangan risiko tekanan finansial dan kebangkrutan melalui diversifikasi perusahaan. Stabilitas *cash flow* perusahaan yang digabungkan, sebagai hasil diversifikasi merger, dapat memperkuat keamanan pemegang hutang perusahaan. Jadi pengurangan risiko lebih menguntungkan pemegang hutang perusahaan dari pada para pemegang saham.

d. Untuk menghindari pengambilalihan.

Motif terakhir –menolak diambil alih– mungkin yang paling tidak menyakinkan atau dihargai, dan alasan ini sering ditutup dengan retorika manajerial yang epimistis dan bangga diri terhadap nilai kelangsungan kemandirian perusahaan. Para manajer perusahaan target seringkali memaksa diri untuk mengalahkan penawaran yang memaksa. Untuk mencapai kekebalan terhadap ancaman pengambilalihan, para manajer mungkin melakukan akuisisi dengan anggapan yang agak salah bahwa memperbesar ukuran perusahaan akan meningkatkan kekebalan.

Akuisisi untuk memperbesar ukuran perusahaan, atau untuk bergerak menuju industri yang bertumbuh dan menjauhi kemunduran perusahaan yang sekarang beroperasi, adalah konsisten dengan motif bertahan yaitu menghindar menjadi sasaran akuisisi.

Menurut Hitt (2002:205) alasan-alasan melakukan akuisisi dan merger lintas negara antara lain:

a. Meningkatnya kekuatan pasar

Kekuatan pasar tercipta jika perusahaan dapat menjual produknya lebih tinggi dari harga pasar kompetitif yang ada atau jika biaya manufaktur, distribusi, dan jasanya lebih rendah dari yang dikeluarkan para pesaing. Kekuatan pasar adalah hasil kombinasi dari besar perusahaan (ukuran perusahaan), tingkat ketahanan keunggulan kompetitifnya saat itu, dan kemampuannya membuat keputusan saat ini yang akan menghasilkan keunggulan kompetitif baru di masa datang. Perusahaan dapat meningkatkan kekuatan pasar mereka

melalui akuisisi lintas negara. Secara umum, akuisisi lintas negara bisa digunakan untuk meningkatkan kekuatan pasar jika perusahaan tersebut mengakuisisi: (1) perusahaan yang bersaing dalam industri yang sama dan seringkali dalam segmen-segmen yang sama dengan industri utama (akuisisi horizontal), (2) pemasok atau distributor (akuisisi vertikal), (3) perusahaan yang menjalankan bisnis dalam industri yang paling terkait (akuisisi terkait). Analisa hasil menunjukkan bahwa akuisisi horizontal perusahaan-perusahaan dengan ciri-ciri yang sama menghasilkan kinerja yang lebih tinggi daripada jika akuisisi perusahaan dengan ciri-ciri yang berbeda. Contoh kesamaan ciri-ciri yang penting antara lain gaya manajemen, strategi-strategi yang sedang diimplementasikan, dan pola-pola alokasi sumber daya.

b. Penyelesaian hambatan masuk

Hambatan masuk (*entry barriers*) merupakan faktor yang terkait dengan pasar dan atau beberapa perusahaan yang waktu itu beroperasi di pasar tersebut yang menambah kesulitan dan biaya yang akan ditanggung perusahaan lain untuk memasuki pasar tersebut. Kasus-kasus hambatan masuk antara lain berupa posisi kokoh yang dipegang oleh pemimpin pasar dalam segmen industri yang dibidik oleh calon perusahaan yang akan masuk ke pasar tersebut dan kesetiaan pelanggan pada merek-merek yang ada. Praktik dan tindakan perusahaan selama ini menunjukkan bahwa lebih ketat hambatan masuk, lebih besar pula kemungkinan sebuah perusahaan akan mengatasi hambatan tersebut melalui akuisisi.

c. Biaya pengembangan produk baru

Mengembangkan produk-produk baru dan bisnis-bisnis baru secara internal bisa sangat mahal dan makan waktu. Karena itulah, beberapa manajer percaya bahwa usaha-usaha pengembangan internal sangat riskan. Sebaliknya, mengakuisisi perusahaan yang sudah ada yang mempunyai volume penjualan yang mapan, basis pelanggan, dan kinerja keuangan yang baik dipandang tidak begitu

riskan. Gabungan antara pengurangan biaya dibandingkan dengan yang dikeluarkan untuk mengembangkan produk atau bisnis secara internal dan kemampuan akuisisi yang dengan cepat menghadirkan perusahaan di pasar menyakinkan para manajer untuk mengakuisisi produk baru dan bisnis baru daripada mengembangkannya secara internal.

d. Meningkatnya kecepatan mencapai pasar

Dibandingkan bisnis baru dan pengembangan produk yang dilakukan secara internal, akuisisi memungkinkan perusahaan masuk suatu pasar baru dengan dengan lebih cepat. Oleh sebab itu, bagi perusahaan yang berusaha bersaing di negara di luar lokasi perusahaan induk mereka, mengakuisisi sebuah perusahaan adalah cara yang lebih cepat untuk mencapai tujuan ini dibandingkan dengan waktu yang diperlukan untuk membuat fasilitas baru dan hubungan baru dengan para pemegang saham di negara lain.

e. Meningkatnya diversifikasi

Beberapa perusahaan memiliki pemahaman yang baik terhadap pasar mereka pada saat tertentu sehingga lebih mudah bagi mereka khususnya untuk mengembangkan produk baru dan bisnis baru di pasar-pasar mereka ini. Sebaliknya, untuk mengembangkan produk baru yang sangat berbeda dengan produk yang sudah ada dan untuk memasuki pasar baru sangatlah sulit bagi perusahaan. Kesulitan tersebut disebabkan antara lain oleh kenyataan bahwa perusahaan tersebut kurang memahami pasar baru dan persyaratan untuk memenangkan persaingan dalam pasar-pasar baru tersebut. Pemahaman perusahaan itu tentang pasar yang baru kurang baik jika dibandingkan dengan pemahaman mereka tentang dinamika persaingan pasar yang lama, yang perusahaan itu telah biasa berkompetisi. Jadi beberapa perusahaan cenderung melakukan akuisisi untuk mendiversifikasi operasi dan jenis produk mereka daripada melakukan usaha-usaha pengembangan internal. Tindakan-tindakan tersebut bisa dimengerti karena bukti-bukti tentang

pengalaman perusahaan menunjukkan bahwa akuisisi memberi cara tercepat dan mungkin termudah bagi perusahaan untuk mengubah portofolio bisnisnya.

Motivasi di balik akuisisi lintas negara antara lain:

a. Orientasi pertumbuhan

Meninggalkan pasar dalam negeri yang kecil, untuk mengembangkan jangkauan pelayanan pasar, dan untuk mencapai skala ekonomi.

b. Akses ke input

Mengakses bahan mentah untuk menjamin pasokan yang konsisten, untuk mengakses teknologi, inovasi terbaru, serta mengakses tenaga kerja yang murah dan produktif.

c. Mengolah keunggulan spesifik

Untuk mengolah *trademark* perusahaan, reputasi, desain, produksi, dan kemampuan manajemen.

d. Pertahanan

Untuk melakukan difersifikasi produk dan pasar dengan tujuan mengurangi pemborosan, mengurangi ketergantungan pada ekspor, untuk menghindari ketidakstabilan politik dan ekonomi dalam negeri, untuk bersaing dengan pesaing luar negeri di wilayah mereka sendiri, untuk mengambil keuntungan terhadap halangan proteksi perdagangan di negara tujuan.

e. Tanggapan terhadap kebutuhan klien

Memberikan pelayanan kepada klien dalam negeri bagi cabangnya di luar negeri, misalnya bank dan perusahaan akuntansi.

f. Oportunisme

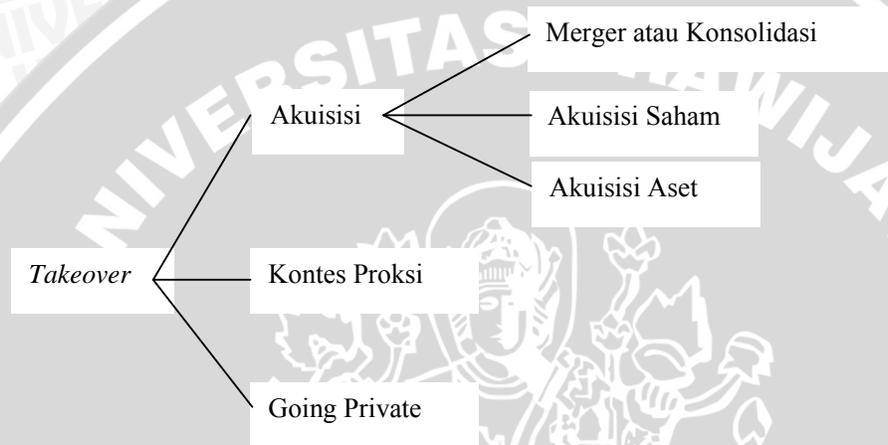
Memanfaatkan keunggulan sementara misalnya daya tarik nilai rata-rata pertukaran yang membuat akuisisi di luar negeri menjadi lebih murah. (Sudarsanam, 1999:309)

3. Jenis-Jenis Penggabungan Usaha (Merger)

Penggabungan Usaha (Merger) terdiri dari:

- Penggabungan usaha horizontal, adalah gabungan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam jenis bisnis yang sama.
- Penggabungan usaha vertikal, adalah gabungan sebuah perusahaan dengan pemasok atau pelanggan potensial.
- Penggabungan usaha konglomerat, adalah gabungan dua perusahaan dalam bisnis yang tidak saling berkaitan. (Madura, 2007:470)

Gambar 1 Berbagai variasi Takeover



Sumber: (Hanafi, 2004:662).

4. Penawaran Tender (*Tender Offer*)

Penawaran tender adalah penawaran yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk membeli saham perusahaan target, dan biasanya penawaran ini lebih tinggi dari harga pasar yang berlaku. Menurut Madura (2007:477) *Tender offer* adalah penawaran langsung dari perusahaan pengakuisisi atas saham perusahaan target. Menurut Keown (2000:867) *tender offer* adalah suatu penawaran (*bid*) yang dilakukan pihak yang tertarik, biasanya suatu perusahaan, untuk mengendalikan kepentingan di perusahaan. Menurut Wachowicz (1998:643) penawaran tender adalah penawaran yang dilakukan oleh pemilik saham yang beredar guna mengendalikan aktivitas perusahaan tersebut. Penawaran seringkali dilakukan lebih tinggi dari harga pasar saat berlaku. Menurut Hanafi (2004:663) *tender offer* adalah penawaran publik untuk membeli saham dari perusahaan target.

5. Analisis Akuisisi

Terdapat dua pendekatan umum atas analisis akuisisi:

- a. Pendekatan per lembar saham, yaitu apakah ada perbaikan laba per lembar di masa yang akan datang. Pendekatan ini fokus pada jangka pendek.
- b. Pendekatan arus kas bersih, yaitu arus kas bersih diharapkan memiliki nilai sekarang (PV) di atas biaya akuisisi. Pendekatan ini fokus pada penilaian akuisisi dalam jangka waktu yang panjang. (Wachowicz, 1998:)

6. Proses Merger dan Akuisisi

Menurut Sudarsanam (1999:50), akuisisi atau merger terdiri dari tiga tahap: persiapan, negosiasi, dan penggabungan. Ada berbagai langkah pada masing-masing tahap tersebut, sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 2.

Gambar 2 Tiga tahap akuisisi

TAHAP 1

- Pengembangan strategi akuisisi, alasan penciptaan nilai, dan kriteria akuisisi.
- Meneliti perusahaan target, penyaringan, dan identifikasi.
- Evaluasi strategis terhadap sasaran dan menilai kelayakan akuisisi.

TAHAP 2

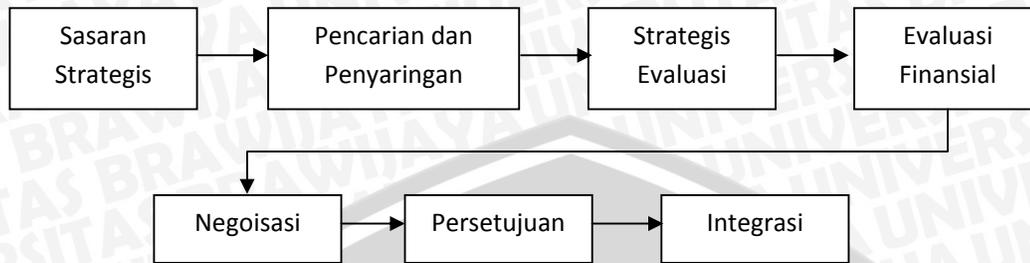
- Pengembangan strategi pengarahan.
- Mengevaluasi keuangan dan perhitungan harga perusahaan target.
- Negosiasi dan transaksi pembiayaan.

TAHAP 3

- Mengevaluasi kesehatan organisasi dan budaya perusahaan.
- Mengembangkan pendekatan integrasi.
- Menyelaraskan strategi, organisasi, dan budaya antara pengakuisisi dan perusahaan target.

Sumber: (Sudarsanam, 1999:50)

Gambar 3 Pandangan kaum rasionalis terhadap akuisisi



Sumber: (Sudarsanam, 1999:51)

Menurut Hanafi (2004:674) langkah-langkah untuk Merger dan Akuisisi yang sukses terdiri dari:

a. Langkah pre-akuisisi

Memperjelas visi bagaimana meningkatkan nilai. Tiga jalan:

- 1) Memperkuat *core business* dengan memperoleh akses ke konsumen baru atau produk/jasa yang komplemen.
- 2) Memanfaatkan *economic of scale* (distribusi atau manufaktur)
- 3) Memanfaatkan transfer teknologi.

b. Mengidentifikasi kandidat

Harus lebih aktif, jangan menunggu tawaran dari bank. Bisa membuat semacam *database*, baik perusahaan yang *public* atau *private*, target yang ideal bisa diidentifikasi: bisnis yang berkaitan: bisa diintegrasikan dengan lebih mudah, bisa dijangkau harganya, dan bisa dibeli.

c. Menilai kandidat lebih mendalam

Nilai yang diperoleh akan dibandingkan dengan harga yang akan dibayar. Sinergi bisa dikelompokkan ke dalam:

- 1) *Universal*: bisa dimanfaatkan oleh semua pengakuisisi.
- 2) *Endemic*: bisa dimanfaatkan hanya oleh beberapa pengakuisisi, misal yang sama di dalam industri.
- 3) *Uniqe*: hanya bisa dimanfaatkan oleh pihak tertentu saja.

Pada waktu menganalisis, pertimbangkan kemungkinan restrukturisasi dan *financial engineering*. Pajak bisa menjadi faktor penting, karena itu kerja sama dengan spesialis pajak penting dilakukan.

d. Melakukan kontak, negosiasi

Melakukan kontak untuk kandidat yang utama. Sekaligus negosiasi dan mempelajari situasi target. Negosiasi lebih merupakan seni dibandingkan ilmu (meskipun ada ilmunya).

e. Manajemen integrasi post-merger

Integrasi target.

Tabel 6.
Kerangka analisis *must-to-do*

| | <i>Must-do actions</i> |
|---|--|
| <i>Define new business model</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Unify strategic direction</i> 2. <i>Develop new operating model</i> 3. <i>Set clear target, accountability, and performanse incentives</i> |
| <i>Resolve uncertainty and conflict</i> | <ol style="list-style-type: none"> 4. <i>Decide top managements</i> 5. <i>Embrace top performers</i> 6. <i>Communicate to get employee buy-in</i> |
| <i>Respond to external pressure</i> | <ol style="list-style-type: none"> 7. <i>Sell deal to key customers</i> 8. <i>Communicate with external stakeholders</i> 9. <i>Keep regulators satisfied</i> |

Sumber: (Hanafi, 2004:675)

B. Saham

1. Pengertian Saham

Saham (*stock* atau *share*) adalah tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut. (Darmadji, 2001:6)

Menurut Keown (2000:281) saham biasa menunjukkan kepemilikan dalam perusahaan. Menurut Brigham (2001:360) saham biasa menggambarkan kepemilikan seseorang dalam korporasi, tetapi, bagi investor biasa, satu lembar saham biasa hanyalah sepotong kertas yang memiliki dua karakteristik, yaitu:

- a. Kertas tersebut menunjukkan kepemilikannya atas dividen, tetapi hanya jika perusahaan memiliki kelebihan laba untuk membayar dividen, dan hanya jika manajemen memilih untuk membayar dividen daripada menahan atau mereinvestasi semua laba tersebut. Walaupun sebuah obligasi mencantumkan janji untuk membayar bunga, namun saham biasa tidak memberikan janji seperti itu-jika Anda memiliki saham, maka Anda dapat mengharapkan dividen, tetapi pengharapan Anda mungkin saja tidak terwujud. Misalnya, *Long Island Lightning Company* (LILCO) telah membayar dividen atas saham biasanya selama lebih dari 50 tahun, dan pemegang saham mengharapkan dividen tersebut tetap dibagikan. Akan tetapi, ketika perusahaan

menghadapi masalah beberapa tahun yang lalu, maka LILCO tidak dapat lagi membayar dividen. Perhatikan bahwa LILCO tetap membayar bunga atas obligasinya; karena jika tidak, perusahaan akan dinyatakan bangkrut dan pemegang obligasi dapat mengambilalih perusahaan.

- b. Saham dapat dijual pada beberapa tanggal di masa depan, dengan harapan tingkat harganya lebih tinggi daripada harga beli. Jika saham benar-benar dijual pada harga di atas harga beli, maka investor akan menerima keuntungan modal (*capital gain*). Biasanya, ketika seseorang membeli saham biasa, mereka mengharapkan akan menerima keuntungan modal; karena jika tidak, mereka tidak akan membeli saham tersebut. Akan tetapi, dalam kenyataannya, seseorang bisa juga mengalami kerugian modal (*capital loss*) bukannya keuntungan modal. Harga saham LILCO telah menurun dari \$17,50 menjadi \$3,75 dalam satu tahun, sehingga keuntungan modal yang diharapkan atas saham berubah menjadi kerugian modal aktual yang sangat besar.

2. Jenis-Jenis Saham

Ditinjau dari segi kemampuan hak tagih atau klaim, maka saham terbagi atas:

- a. Saham biasa (*common stock*), yaitu saham yang menempatkan pemiliknya pada posisi paling junior dalam pembagian dividen dan hak atas kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi.
- b. Saham preferen (*preferred stock*), yaitu saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan penghasilan tetap (seperti bunga obligasi), tetapi juga tidak bisa mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Saham preferen serupa dengan saham biasa karena dua hal, yaitu (i) mewakili kepemilikan ekuitas dan diterbitkan tanpa tanggal jatuh tempo yang tertulis di atas lembaran saham tersebut; (ii) membayar dividen. Persamaan antara saham preferen dengan obligasi terletak pada tiga hal: (i) ada klaim atas laba dan aktiva sebelumnya; (ii) dividennya tetap selama masa berlaku (hidup) dari saham; dan (iii) memiliki hak hak tebus serta dapat dipertukarkan (*convertible*) dengan saham biasa.

Dilihat dari cara peralihannya, saham dapat dibedakan atas:

- a. Saham atas unjuk (*bearer stock*), artinya pada saham tersebut tidak tertulis nama pemiliknya, agar mudah dipindahtangankan dari satu investor ke investor lain. Secara hukum, siapa yang memegang saham tersebut, maka dialah yang diakui sebagai pemiliknya dan berhak untuk ikut hadir dalam RUPS.
- b. Saham atas nama (*registered stock*), merupakan saham dengan nama pemilik yang ditulis secara jelas dan cara peralihannya harus melalui prosedur tertentu.

Ditinjau dari kinerja perdagangan, maka saham dapat dikategorikan atas:

- a. Saham unggulan (*blue-chip stock*), yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi yang tinggi, sebagai pemimpin (*leader*) di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil, dan konsisten dalam membayar dividen.
- b. Saham pendapatan (*income stock*), yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan pada tahun sebelumnya. Emiten seperti ini biasanya mampu menciptakan pendapatan yang lebih tinggi dan secara teratur membagikan dividen tunai. Emiten ini tidak suka menekan laba dan tidak mementingkan potensi pertumbuhan harga saham (*P/E ratio*).
- c. Saham pertumbuhan (*growth stock-well-known*), yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi, sebagai pemimpin di industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi. Selain itu, terdapat juga *growth stock (lesser-known)*, yaitu saham dari emiten yang tidak berperan sebagai *leader* dalam industri, namun memiliki ciri *growth stock*. Umumnya, saham ini berasal dari daerah yang kurang populer di kalangan emiten.
- d. Saham spekulatif (*speculative stock*), yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi memiliki kemungkinan penghasilan yang tinggi di masa mendatang, meskipun belum pasti.
- e. Saham siklikal (*cyclical stock*), yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum. Pada saat resesi ekonomi, harga saham ini tetap tinggi, di mana emitennya mampu memberikan dividen yang tinggi sebagai akibat dari kemampuan emiten dalam memperoleh penghasilan yang tinggi pada masa resesi. Emiten seperti ini biasanya bergerak dalam produk yang sangat dan selalu dibutuhkan masyarakat, seperti rokok dan barang-barang kebutuhan sehari-hari (*consumer goods*). (Darmadji, 2001:7)

Menurut Brigham (2001:352) pemegang saham biasa adalah pemilik dari sebuah perusahaan, dan karenanya mereka memiliki hak dan *privilege* tertentu, yaitu:

- a. Pengendalian perusahaan

Pemegang saham biasa memiliki hak untuk memilih direksi perusahaan yang, pada gilirannya akan memilih orang-orang yang

mengelola perusahaan. Dalam sebuah perusahaan kecil, pemegang saham utama biasanya menduduki jabatan presiden direktur dan ketua dewan direksi. Sebaliknya, dalam perusahaan besar yang terbuka, para manajer biasanya memiliki sejumlah saham, tetapi kepemilikan mereka umumnya tidak mencukupi untuk memegang kendali dan pemungutan suara (voting). Jadi, manajemen perusahaan yang dimiliki publik dapat diganti oleh pemegang saham jika mereka memutuskan bahwa tim manajemen tidak efektif.

b. *Preemptive right*

Pemegang saham seringkali memiliki hak, yang disebut *preemptive right*, untuk membeli setiap tambahan saham yang dijual oleh perusahaan. Tujuan dari *preemptive right* ada dua. Pertama, hak itu membuat pemegang saham saat ini dapat mempertahankan pengendalian. Jika tidak ada perlindungan semacam ini, maka manajemen korporasi dapat menerbitkan sejumlah besar saham tambahan dan membeli sendiri saham tersebut. Dengan cara ini, manajemen dapat merampas pengendalian korporasi dan menghalangi keinginan pemegang saham awal. Kedua, dan yang lebih penting, alasan *preemptive right* adalah untuk melindungi para pemegang saham terhadap dilusi nilai saham.

Menurut Brigham (2001:354) saham biasa terdiri dari:

a. Saham berklasifikasi

Saham berklasifikasi adalah saham biasa yang diberi nama khusus, seperti Kelas A, Kelas B, dan seterusnya, untuk memenuhi kebutuhan khusus perusahaan.

b. Saham pendiri

Saham pendiri adalah saham yang dimiliki oleh pendiri perusahaan dan memiliki hak suara tunggal tetapi dividennya tidak dibayar selama beberapa tahun yang ditentukan.

Menurut Brigham (2001:388) saham preferen adalah sebuah *hybrid* – serupa dengan obligasi dalam beberapa hal dan dengan saham biasa dalam hal lainnya. Sifat *hybrid* saham preferen terlihat ketika kita mencoba mengklasifikasikan dalam hubungannya dengan obligasi dan saham biasa. Seperti halnya obligasi, saham preferen memiliki nilai nominal dan sejumlah dividen tetap yang harus dibayar sebelum dividen saham biasa dibayarkan. Akan tetapi, jika dividen saham preferen tidak diperoleh, maka direksi dapat mengabaikan (atau “melewatkan”) tanpa membuat perusahaan pailit. Jadi, meskipun saham preferen memiliki pembayaran yang tetap seperti obligasi, namun kegagalan membayar kewajiban ini tidak akan membuat perusahaan pailit.

Menurut Keown (2000:274) saham preferen sering disebut sebagai sekuritas hibrida/sekuritas campuran (*hybrid security*) karena ia memiliki banyak karakteristik baik dari saham biasa ataupun obligasi. Saham preferen sama dengan saham biasa karena ia tidak memiliki tanggal jatuh tempo yang ditetapkan, dividen yang tidak dibayarkan tidak akan menyebabkan kebangkrutan bagi perusahaan, dan dividen tidak dapat

mengurangi pembayaran pajak. Di lain pihak, saham preferen sama dengan obligasi karena jumlah dividennya memiliki batas tertentu.

3. Faktor-Faktor Penggerak Harga Saham

Faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham antara lain:

- a. Pendapatan perusahaan
- b. Keuntungan perusahaan
- c. Dividen
- d. Resiko
- e. *Right issue* (penerbitan *right*)
- f. *Buyback stock* (pembelian kembali saham)

4. Analisis Saham

Dalam penilaian saham, terdapat dua cara, yaitu:

a. Analisis fundamental

Menurut Darmadji (2001:189) analisis fundamental merupakan salah satu cara melakukan penilaian saham dengan mempelajari atau mengamati berbagai indikator terkait kondisi makro ekonomi dan kondisi industri suatu perusahaan, termasuk berbagai indikator keuangan dan manajemen perusahaan. Beberapa data atau indikator yang umum digunakan adalah: pendapatan, laba, pertumbuhan penjualan, imbal hasil atau pengembalian atas ekuitas (*return on equity*), margin laba (*profit margin*), dan data-data keuangan lainnya sebagai sarana untuk menilai kinerja perusahaan dan potensi pertumbuhan perusahaan di masa mendatang.

b. Analisis teknikal

Menurut Darmadji (2001:202) analisis teknikal merupakan salah satu metode yang digunakan untuk menilai saham, di mana dengan metode ini para analis melakukan evaluasi saham berbasis pada data-data statistik yang dihasilkan dari aktivitas perdagangan saham, seperti harga saham dan volume transaksi. Dengan berbagai grafik yang ada serta pola-pola grafik yang terbentuk, analisis teknikal mencoba memprediksi arah pergerakan saham ke depan. Analisis teknikal atau sering disebut *chartist* percaya bahwa perkembangan atau kinerja saham dan pasar di masa lalu merupakan cermin kinerja ke depan. Dengan kata lain, mereka percaya 'sejarah akan berulang kembali.'

5. Definisi istilah-istilah yang digunakan dalam model penilaian saham

Saham biasa memberikan aliran arus kas yang diharapkan di masa depan, dan nilai saham dicari dengan cara yang sama seperti penilaian aktiva lainnya-yang dinamakan *nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan di masa depan*. Arus kas yang diharapkan terdiri dari dua unsur: (1) dividen yang diharapkan setiap tahunnya dan (2) harga yang diharapkan diterima investor ketika mereka menjual saham. Harga saham akhir yang diharapkan meliputi pengembalian investasi awal ditambah keuntungan modal yang diharapkan. (Brigham, 2001:360)

Penilaian saham didasarkan atas *present value* aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham di masa mendatang. Karena pemegang saham akan menerima dividen dan *capital gain (loss)*, maka aliran kas yang relevan untuk pemegang saham adalah dividen dan *capital gain (loss)*. *Capital gain (loss)* adalah selisih antara harga jual dengan harga beli. (Hanafi, 2004:124)

Menurut Brigham (2001:362), tingkat pengembalian saham (*return* saham) adalah keuntungan modal selama periode tertentu dibagi dengan harga awal saham. *Return* saham dihitung dengan rumus:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_t = *Return* saham pada periode t

P_t = Harga penutupan saham pada periode t

P_{t-1} = Harga penutupan saham pada periode t-1

C. Pasar Modal Di Indonesia

1. Pengertian Pasar Modal di Indonesia

Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah) dan sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi

berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya. (Darmadji dkk, 2006:1)

Pasar modal (*capital market*) adalah pasar untuk utang jangka panjang dan saham perusahaan. Bursa Efek Indonesia, tempat saham-saham perusahaan Indonesia diperjualbelikan, adalah salah satu contoh pasar modal. (Brigham, 2001:122)

Dapat disimpulkan bahwa pasar modal merupakan pasar dalam artian abstrak maupun konkrit (sesungguhnya) untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk PT (Perseroan Terbatas), baik yang dimiliki swasta maupun pemerintah sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi.

2. Macam-macam Pasar Modal

Penjualan saham kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut diperjualbelikan. Menurut Brigham (2001:122) jenis-jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam, yaitu:

1. Pasar Primer (*primary market*) adalah pasar dimana perusahaan dapat memperoleh modal baru. Jika Microsoft menjual terbitan saham biasa baru untuk menambah modal, maka hal itu disebut transaksi pasar primer. Perusahaan yang menjual saham baru akan menerima hasil dari penjualan tersebut dalam transaksi pasar primer.
2. Pasar sekunder (*secondary market*) adalah pasar dimana sekuritas yang beredar diperdagangkan di antara para investor. Jadi, jika seseorang memutuskan untuk membeli 1.000 lembar saham AT&T, maka pembelian ini akan terjadi di pasar sekunder. New York Stock Exchange merupakan pasar sekunder, karena pasar ini berhubungan dengan saham dan obligasi yang beredar.

3. Peranan Pasar Modal di Indonesia

Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>), yaitu:

- a. Sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal

(investor). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain;

- b. Pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrument.

Pada dasarnya, pasar modal merupakan produk dari sistem perekonomian kapitalis. Sedangkan dalam proses sosialisasi pasar modal di Indonesia, tujuan didirikannya pasar modal sudah disisipi muatan idealisme bangsa Indonesia yang berusaha untuk menjalankan perekonomian yang berasaskan kekeluargaan. Pasar modal Indonesia diharapkan mampu memberikan alternatif sumber dana eksternal yang berasal dari masyarakat (investor) bagi perusahaan, sehingga nantinya kredit sektor perbankan dapat dialihkan untuk pembiayaan industri kecil dan menengah. Untuk mewujudkannya, terdapat tiga aspek mendasar yang ingin dicapai pasar modal Indonesia (Tandelilin, 2001:26), yaitu:

- a. Mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan;
 - b. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham;
 - c. Menggairahkan masyarakat dalam mengerahkan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif.
4. Instrumen Pasar Modal yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia

Instrument pasar modal yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, adalah sebagai berikut:

- a. Saham

Saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan

tingkat keuntungan yang menarik. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham:

1) Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

2) Capital Gain

Capital Gain merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Capital gain terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Misalnya Investor membeli saham ABC dengan harga per saham Rp 3.000 kemudian menjualnya dengan harga Rp 3.500 per saham yang

berarti pemodal tersebut mendapatkan capital gain sebesar Rp 500 untuk setiap saham yang dijualnya.

Sebagai instrument investasi, saham juga memiliki risiko, antara lain:

1) Capital Loss

Merupakan kebalikan dari Capital Gain, yaitu suatu kondisi dimana investor menjual saham lebih rendah dari harga beli. Misalnya, saham PT. XYZ yang di beli dengan harga Rp 2.000,- per saham, kemudian harga saham tersebut terus mengalami penurunan hingga mencapai Rp 1.400,- per saham. Karena takut harga saham tersebut akan terus turun, investor menjual pada harga Rp 1.400,- tersebut sehingga mengalami kerugian sebesar Rp 600,- per saham.

2) Risiko Likuidasi

Perusahaan yang sahamnya dimiliki, dinyatakan bangkrut oleh Pengadilan, atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini hak klaim dari pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Jika masih terdapat sisa dari hasil penjualan kekayaan perusahaan tersebut, maka sisa tersebut dibagi secara proporsional kepada seluruh pemegang saham. Namun jika tidak terdapat sisa kekayaan perusahaan, maka pemegang saham tidak akan memperoleh hasil dari likuidasi tersebut. Kondisi ini merupakan risiko yang terberat dari pemegang saham. Untuk itu seorang pemegang saham dituntut untuk secara terus menerus mengikuti perkembangan perusahaan. Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari, harga-harga saham mengalami fluktuasi baik berupa kenaikan maupun penurunan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham tersebut. Dengan kata lain harga saham terbentuk oleh *supply* dan *demand* atas saham tersebut. *Supply*

dan *demand* tersebut terjadi karena adanya banyak faktor, baik yang sifatnya spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak) maupun faktor yang sifatnya makro seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>).

Saham dapat dibedakan menjadi saham preferen dan saham biasa. Saham preferen adalah saham yang memiliki kombinasi karakteristik gabungan dari obligasi dan saham biasa, karena saham preferen memberikan pendapatan yang tetap seperti halnya obligasi, dan juga mendapatkan hak kepemilikan seperti halnya saham biasa. Pemegang saham preferen mendapatkan hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan setelah dikurangi dengan pembayaran kewajiban pemegang obligasi dan utang (sebelum pemegang saham biasa mendapatkan haknya). Perbedaan dengan saham biasa adalah bahwa saham preferen tidak memberikan hak suara kepada pemegangnya untuk memilih direksi ataupun manajemen perusahaan, seperti layaknya saham biasa. Saham biasa adalah sekuritas yang menunjukkan bahwa pemegang saham biasa tersebut mempunyai hak kepemilikan atas aset-aset perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham memiliki hak suara (*voting rights*) untuk memilih direktur atau manajemen perusahaan dan ikut berperan dalam pengambilan keputusan penting perusahaan dalam RUPS (Tandelilin, 2001:18).

b. Obligasi

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>).

c. Reksadana

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksadana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu Reksadana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia. Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (27) mendefinisikan reksadana sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Ada tiga hal yang terkait dari definisi tersebut yaitu, pertama, adanya dana dari masyarakat pemodal. Kedua, dana tersebut diinvestasikan dalam portofolio efek. Ketiga, dana tersebut dikelola oleh manajer investasi. Dengan demikian, dana yang ada dalam reksadana merupakan dana bersama para pemodal, sedangkan manajer investasi adalah pihak yang dipercaya untuk mengelola dana tersebut (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>).

d. Derivatif

Efek derivatif merupakan efek turunan dari efek utama baik yang bersifat penyertaan maupun utang. Efek turunan dapat berarti turunan langsung dari efek utama maupun turunan selanjutnya. Derivatif merupakan kontrak atau perjanjian yang nilai atau peluang keuntungannya terkait dengan kinerja aset lain. Aset lain ini disebut sebagai *underlying assets*. Dalam pengertian yang lebih khusus, derivatif merupakan kontrak finansial antara 2 (dua) atau lebih pihak-pihak guna memenuhi janji untuk membeli atau menjual *assets / commodities* yang dijadikan sebagai obyek yang diperdagangkan pada waktu dan harga yang merupakan kesepakatan

bersama antara pihak penjual dan pihak pembeli. Adapun nilai di masa mendatang dari obyek yang diperdagangkan tersebut sangat dipengaruhi oleh instrumen induknya yang ada di *spot market*. Derivatif yang terdapat di Bursa Efek Indonesia adalah derivatif keuangan (*financial derivative*). Derivatif keuangan merupakan instrumen derivatif, di mana variabel-variabel yang mendasarinya adalah instrumen-instrumen keuangan, yang dapat berupa saham, obligasi, indeks saham, indeks obligasi, mata uang (*currency*), tingkat suku bunga dan instrumen-instrumen keuangan lainnya. Instrumen-instrumen derivatif sering digunakan oleh para pelaku pasar (pemodal dan perusahaan efek) sebagai sarana untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) atas portofolio yang mereka miliki (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>).

5. Mekanisme perdagangan di BEI

Sebelum dapat melakukan transaksi, terlebih dahulu investor harus menjadi nasabah di perusahaan Efek atau kantor broker. Di BEI terdapat sekitar 120 perusahaan Efek yang menjadi anggota BEI. Pertama kali investor melakukan pembukaan rekening dengan mengisi dokumen pembukaan rekening. Di dalam dokumen pembukaan rekening tersebut memuat identitas nasabah lengkap (termasuk tujuan investasi dan keadaan keuangan) serta keterangan tentang investasi yang akan dilakukan.

Nasabah atau investor dapat melakukan order jual atau beli setelah investor disetujui untuk menjadi nasabah di perusahaan Efek yang bersangkutan. Umumnya setiap perusahaan Efek mewajibkan kepada nasabahnya untuk mendepositkan sejumlah uang tertentu sebagai jaminan bahwa nasabah tersebut layak melakukan jual beli saham. Jumlah deposit yang diwajibkan bervariasi; misalnya ada yang mewajibkan sebesar Rp 25 juta, sementara yang lain mewajibkan sebesar Rp 15 juta dan seterusnya.

Pada dasarnya tidak ada batasan minimal dan jumlah dana untuk membeli saham. Dalam perdagangan saham, jumlah saham yang dijual-

belikan dilakukan dalam satuan perdagangan yang disebut dengan lot. Di Bursa Efek Indonesia, satu lot berarti 500 saham dan itulah batas minimal pembelian saham. Lalu dana yang dibutuhkan menjadi bervariasi karena beragamnya harga saham yang tercatat di Bursa. Misalnya harga saham XYZ Rp 1.000, maka dana minimal yang dibutuhkan untuk membeli satu lot saham tersebut menjadi (500 dikali Rp 1.000) sejumlah Rp 500.000. Sebagai ilustrasi lain, jika saham ABC harga per sahamnya Rp 2.500 maka dana minimal untuk membeli saham tersebut berarti (500 dikali Rp 2.500) sebesar Rp 1.250.000,-. Di BEI, transaksi dilakukan pada hari-hari tertentu yang disebut Hari Bursa.

Dilihat dari prosesnya, maka mekanisme perdagangan sekuritas di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Menjadi Nasabah di Perusahaan Efek. Pada bagian ini, seseorang yang akan menjadi investor terlebih dahulu menjadi nasabah atau membuka rekening di salah satu broker atau Perusahaan Efek. Setelah resmi terdaftar menjadi nasabah, maka investor dapat melakukan kegiatan transaksi.
- b. Order dari nasabah. Kegiatan jual beli saham diawali dengan instruksi yang disampaikan investor kepada broker. Pada tahap ini, perintah atau order dapat dilakukan secara langsung dimana investor datang ke kantor broker atau order disampaikan melalui sarana komunikasi seperti telepon atau sarana komunikasi lainnya.
- c. Diteruskan ke *Floor Trader*. Setiap order yang masuk ke broker selanjutnya akan diteruskan ke petugas broker tersebut yang berada di lantai bursa atau yang sering disebut *floor trader*.
- d. Masukkan order ke Jakarta Automatic Trading System (JATS). *Floor trader* akan memasukkan (*entry*) semua order yang diterimanya ke dalam sistem komputer JATS. Di lantai bursa, terdapat ratusan terminal JATS yang menjadi sarana entry order-order dari nasabah. Seluruh order yang masuk ke sistem JATS dapat dipantau baik oleh floor trader, petugas di kantor broker dan investor. Dalam tahap ini, terdapat komunikasi antara pihak broker dengan investor agar dapat

terpenuhi tujuan order yang disampaikan investor baik untuk beli maupun jual. Termasuk pada tahap ini, berdasarkan perintah investor, *floor trader* melakukan beberapa perubahan order, seperti perubahan harga penawaran, dan beberapa perubahan lainnya.

- e. Transaksi Terjadi (*matched*). Pada tahap ini order yang dimasukkan ke sistem JATS bertemu dengan harga yang sesuai dan tercatat di sistem JATS sebagai transaksi yang telah terjadi (*done*), dalam arti sebuah order beli atau jual telah bertemu dengan harga yang cocok. Pada tahap ini pihak *floor trader* atau petugas di kantor broker akan memberikan informasi kepada investor bahwa order yang disampaikan telah terpenuhi.
- f. Penyelesaian Transaksi (*settlement*). Tahap akhir dari sebuah siklus transaksi adalah penyelesaian transaksi atau sering disebut *settlement*. Investor tidak otomatis mendapatkan hak-haknya karena pada tahap ini dibutuhkan beberapa proses seperti kliring, pemindahbukuan, dan lain-lain hingga akhirnya hak-hak investor terpenuhi, seperti investor yang menjual saham akan mendapatkan uang, sementara investor yang melakukan pembelian saham akan mendapatkan saham. Di BEI, proses penyelesaian transaksi berlangsung selama 3 hari bursa. Artinya jika melakukan transaksi hari ini (T), maka hak-hak kita akan dipenuhi selama 3 hari bursa berikutnya, atau dikenal dengan istilah T + 3.

Sumber: (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>).

D. Perumusan Hipotesis

Teori dibutuhkan sebagai landasan umum penelitian, dan hipotesis adalah perumusan jawaban sementara terhadap sesuatu soal yang dimaksudkan sebagai tuntunan sementara dalam penyelidikan untuk mencari jawaban yang sebenarnya. Hipotesis diadakan adalah untuk diuji kebenarannya, bukan mutlak untuk dibuktikan kebenarannya.

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah, maka hipotesis yang diajukan adalah “diduga terdapat perbedaan signifikan tingkat pengembalian saham HM Sampoerna antara sebelum dengan sesudah *take over*”.



BAB III METODE PENELITIAN

Di dalam melakukan suatu penelitian pasti menggunakan metode penelitian sehingga penelitian yang dilakukan tidak menyimpang dari tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya. Metode merupakan cara utama yang dipergunakan untuk mencapai tujuan, misalnya untuk menguji serangkaian hipotesis, dengan menggunakan teknik serta alat-alat tertentu. Metode merupakan cara kerja untuk dapat memahami obyek yang menjadi sasaran ilmu yang bersangkutan (Koentjoroningrat, 1977:7). Penelitian merupakan suatu proses yang panjang, berawal dari minat untuk mengetahui fenomena dan selanjutnya berkembang menjadi suatu gagasan, teori, konseptualisasi, pemilihan metode penelitian yang sesuai dan seterusnya hasil akhirnya melahirkan gagasan dan teori baru sehingga merupakan proses yang tiada hentinya (Singarimbun, 1995:12).

Dari pengertian mengenai metode dan penelitian yang telah dikemukakan, maka dapat disimpulkan bahwa yang dimaksud metode penelitian adalah cara kerja untuk memahami objek yang menjadi sasaran ilmu yang bersangkutan dengan menggunakan teknik serta alat-alat tertentu dimana merupakan suatu proses yang panjang, berawal dari minat untuk mengetahui suatu fenomena dan selanjutnya berkembang menjadi suatu gagasan, teori, konseptualisasi, melalui pemilihan metode penelitian yang sesuai yang hasil akhirnya akan menghasilkan gagasan dan teori baru dan merupakan proses yang tiada hentinya.

A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian terdiri dari tiga, yaitu:

1. Penelitian Historis

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendiskripsikan apa-apa yang telah terjadi. Proses-prosesnya terdiri dari penyelidikan, pencatatan, analisis, dan mengintrepetasikan peristiwa-peristiwa masa lampau guna menemukan generalisasi-generalisasi. Generalisasi dimaksud bisa berguna untuk memahami keadaan masa lampau, juga keadaan masa kini, bahkan secara terbatas bisa digunakan untuk mengantisipasi hal-hal mendatang.

2. Penelitian Deskriptif

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan apa-apa yang saat ini. Di dalamnya terdapat upaya deskripsi, pencatatan, analisis, dan mengintrepetasikan kondisi-kondisi yang sekarang ini terjadi atau ada. Pada penelitian deskriptif ini, di dalamnya termasuk di dalamnya berbagai

tipe perbandingan, dan mungkin juga sampai pada usaha menemukan hubungan yang terdapat di antara variabel-variabel; Asalkan variabel-variabel tadi tidak mengalami proses manipulasi seperti yang dilakukan di penelitian eksperimental.

3. Penelitian Eksperimental

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan apa-apa yang akan terjadi bila variabel-variabel tertentu dikontrol atau dimanipulasi secara tertentu. Fokus perhatiannya pada hubungan-hubungan antar variabel. Dalam hubungan ini, kesengajaan melakukan manipulasi terhadap sesuatu variabel, selamanya merupakan bagian yang tak terpisahkan dari suatu metode eksperimental. (Faisal, 1982:42)

Dilihat dari jenisnya, penelitian ini termasuk jenis penelitian deskriptif. Dilihat dari pendekatan analisisnya, penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan pendekatan metode statistik. Santoso (2005:3) menyebutkan bahwa pada prinsipnya statistik bisa diartikan sebagai sebuah kegiatan untuk mengumpulkan data, meringkas atau menyajikan data, menganalisis data dengan metode tertentu dan menginterpretasi hasil analisis tersebut.

B. Lokasi Penelitian

Lokasi penelitian ini adalah di Pojok BEI (*IDX Corner*) yang berada di Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang, Jl. Mayjen Haryono 165 Malang. Alasan pemilihan lokasi ini, karena Pojok BEI (*IDX Corner*) menyediakan data harga saham harian PT HM Sampoerna yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

C. Variabel dan Pengukurannya

Konsep adalah abstraksi tentang fenomena yang dirumuskan berdasarkan generalisasi dari sejumlah karakteristik, kejadian, keadaan, kelompok atau individu tertentu (Singarimbun dan Effendi, 1995:34). Konsep merupakan sejumlah pengertian atau ciri yang berkaitan dengan berbagai peristiwa, objek, kondisi, situasi, dan hal lain yang sejenis. Agar memiliki makna lebih jelas dan tidak abstrak maka konsep tersebut harus memiliki definisi operasional atau dapat diistilahkan sebagai konstruk. Konstruk adalah konsep yang dapat diukur dan diamati, dan menjadikan konsep yang abstrak menjadi konstruk yang dapat diukur atau didefinisikan (Hasan, 2002:17). Konsep masih bersifat abstrak terhadap suatu fenomena-fenomena, sehingga diperlukan penjabaran ke bentuk yang konkrit dengan mengoptimalkan konsep tersebut menjadi variabel. Variabel adalah obyek

penelitian atau apa saja yang menjadi titik perhatian suatu penelitian (Arikunto, 2002:94).

Konsep dalam penelitian ini adalah dampak akuisisi. Variabel atau fokus penelitian ini adalah *return* saham. *Return* saham terbagi atas dua, *capital gain* dan deviden. *Return* saham yang dipakai dalam penelitian ini adalah *capital gain*. Indikatornya adalah harga penutupan hari ke-t (P_t) dan harga penutupan hari sebelumnya (P_{t-1}). Menurut Brigham (2001:362), tingkat pengembalian saham (*return* saham) adalah keuntungan modal selama periode tertentu dibagi dengan harga awal saham. *Return* saham dihitung dengan rumus:

Keterangan:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

R_t = *Return* saham pada hari t

P_t = Harga penutupan saham pada hari t

P_{t-1} = Harga penutupan saham pada hari t-1

Tabel 7.

Konsep, variabel, dan indikator

| No | Konsep | Variabel (fokus) penelitian | Indikator | Rumus |
|----|-----------------|-----------------------------|---|---------------------------------------|
| 1 | Dampak Akuisisi | <i>Return</i> saham | Harga penutupan hari ke-t (P_t) dan harga penutupan hari sebelumnya (P_{t-1}) | $R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ |

D. Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, penulis mempergunakan teknik dokumentasi, yaitu mengumpulkan data berupa data harga saham harian yang diambil dari <http://www.idx.co.id>, yaitu situs resmi Bursa Efek Indonesia. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh atau dikumpulkan dari sumber-sumber yang telah ada. Data sekunder disebut juga data tersedia (Hasan, 2002:82).

Jenis data yang diperlukan untuk melakukan penelitian ini adalah data-data sekunder yang berupa *List of Securities Quotation* di *all daily transaction* (seluruh transaksi harian) yang terdapat di file AD050218.zip s.d. AD050310.zip dan AD050315.zip s.d. AD050405.zip yang diperoleh (di-*download*) dari situs www.jsx.co.id (sekarang berganti situs www.idx.co.id)

Harga saham harian yang digunakan dalam penelitian ini adalah 30 hari kerja.

Terbagi atas:

1. 15 (lima belas) hari *pra-event* / sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005).

Yaitu mulai tanggal 18 Februari 2005 s.d. 10 Maret 2005.

2. 15 (lima belas) hari *past-event* / sesudah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005).

Yaitu mulai tanggal 15 Maret 2005 s.d. 5 April 2005.

Selain agar hasil dari penelitian ini bisa dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu, alasan periode penelitian ini berjumlah tiga puluh hari adalah, banyak dari penelitian-penelitian terdahulu yang menggunakan bulan pengumuman sebagai periode penelitian (Tabel 1 dan Tabel 4). Dari empat penelitian terdahulu, dua di antaranya menggunakan bulan pengumuman, satu menggunakan lima hari sebelum sampai dengan lima hari sesudah (h-5 s.d. h+5), dan satu lainnya menggunakan periode penawaran (tanpa disebutkan secara lebih terperinci).

E. Metode Analisis Data

Sebelum melakukan analisis data, langkah pertama yang perlu dilakukan adalah mendapatkan data harga saham harian PT HM Sampoerna 15 (lima belas) hari *pra-event* yaitu tanggal 18 Februari 2005 s.d. 10 Maret dan 15 (lima belas) hari *past-event* yaitu tanggal 15 Maret 2005 s.d. 5 April 2005 dari situs Bursa Efek Indonesia <http://www.idx.co.id>.

1. Menghitung *return* saham pada 15 (lima belas) hari *pra-event*
2. Menghitung *return* saham pada 15 (lima belas) hari *past-event*
3. Menganalisis data dengan *paired samples t test*

Uji statistik dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan (nyata) pada *return* saham antara sebelum dan sesudah *take over*. Pengujian statistik dilakukan dengan uji parametrik dengan uji beda t berpasangan (*paired samples t test*) dengan bantuan program SPSS 16.0. Uji ini dipilih karena sesuai dengan maksud penelitian, Kurniawan (<http://ineddeni.wordpress.com>) menyebutkan bahwa uji t berpasangan (*paired sampel t test*) adalah salah satu metode pengujian hipotesis

dimana data yang digunakan tidak bebas (berpasangan). Ciri-ciri yang paling sering ditemui pada kasus yang berpasangan adalah satu individu (objek penelitian) dikenai 2 buah perlakuan yang berbeda. Walaupun menggunakan individu yang sama, peneliti akan memperoleh 2 macam data sampel, yaitu data dari perlakuan pertama dan data dari perlakuan kedua. Uji *paired samples t test* ini dapat dilakukan jika dipenuhi asumsi tertentu, yaitu:

- a. Varian kedua populasi yang diuji sama;
- b. Sampel yang diambil berdistribusi normal atau mendekati normal atau bisa dianggap normal.

Jika sampel yang didapatkan berdistribusi tidak normal, bisa dilakukan dua cara, yaitu:

- a. Jumlah sampel ditambah kemudian diuji lagi; atau
- b. Data yang ada dilakukan transformasi dalam bentuk tertentu kemudian diuji lagi.

Ghozali (2001:32) menyebutkan bahwa untuk menormalkan data kita harus mengetahui terlebih dahulu bagaimana bentuk grafik histogram dari data yang berdistribusi tidak normal tersebut.

Tabel 8.
Bentuk transformasi data

| Bentuk grafik histogram | Bentuk transformasi |
|---|---|
| <i>Moderate positive skewness</i> | Sqrt(x) atau akar kuadrat |
| <i>Substansial positive skewness</i> | Log ₁₀ (x) atau logaritma 10 atau Ln |
| <i>Severe positive skewness</i> dengan bentuk L | 1/x atau inverse |
| <i>Moderate negative skewness</i> | Sqrt(k-x) |
| <i>Substansial negative skewness</i> | Log ₁₀ (k-x) |
| <i>Severe negative skewness</i> dengan bentuk J | 1/(k-x) |

k adalah konstanta yang berasal dari setiap skor dikurangkan sehingga skor terkecil adalah 1. Biasanya sama dengan nilai terbesar +1.

Sumber: (Ghozali, 2001:32)

Gambar histogram dari masing-masing alat transformasi dapat dilihat pada lampiran 1.

Langkah-langkah analisis data

1. Melakukan uji normalitas.

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan *one-sample Kolmogorov-Smirnov test* terhadap variabel *return* saham. Uji ini sangat membantu peneliti untuk mengetahui apakah sampel yang dipilih berasal dari populasi yang terdistribusi secara normal ataukah terdistribusi tidak normal (Nugroho, 2005:107). *The one-sample Kolmogorov-Smirnov test can be used to test that a variable (for example, income) is normally distributed.* (SPSS 16.0 online help)

Dasar pengambilan keputusan adalah dengan melihat angka probabilitasnya atau *p-value* (Nugroho, 2005:112), yaitu:

1. Nilai *p-value* pada kolom *asymptotic significance (2-tailed) > level of significant* (α) sebesar 0.05, maka data berdistribusi normal;
2. Nilai *p-value* pada kolom *asymptotic significance (2-tailed) < level of significant* (α) sebesar 0.05, maka data berdistribusi tidak normal.

Apabila terdapat data yang memiliki distribusi yang tidak normal maka dalam penelitian ini penulis akan melakukan transformasi sehingga memiliki distribusi normal dan dapat diuji dengan uji *paired samples t test* (seperti yang telah diungkapkan sebelumnya).

2. Uji beda dua rata-rata berpasangan.

Jika semua data sudah berdistribusi normal (termasuk data yang sudah ditransformasikan sehingga menjadi berdistribusi normal), maka akan dilakukan *paired samples t test*.

Paired samples t test, one of the most common experimental designs is the "pre-post" design. A study of this type often consists of two measurements taken on the same subject, one before and one after the introduction of a treatment or a stimulus. (SPSS 15.0 for windows tutorial)

Langkah-langkah *paired sample test* apabila semua data sudah berdistribusi normal adalah sebagai berikut:

1. Menentukan level of signifikan (α). Dari penelitian ini ditetapkan sebesar 5% dengan derajat kebebasan (df) sebesar N-1.

2. Mencari t hitung dengan rumus:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2)}{Sd/\sqrt{N}}$$

\bar{X}_1 = Rata-rata *return* saham sebelum *take over*;

\bar{X}_2 = Rata-rata *return* saham sesudah *take over*;

Sd = Standar deviasi;

N = Jumlah sampel.

The t statistic is obtained by dividing the mean difference by its standard error. (SPSS 15.0 for windows tutorial)

3. Membandingkan probabilitas (*p-value*) terhitung dengan $\alpha = 5\%$.

Pengambilan kesimpulan didasarkan pada (Trihendradi, 2005:150):

- a. Nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significance (2-tailed)* < level of significant (α) sebesar 0.05, maka H_1 diterima;
- b. Nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significance (2-tailed)* > level of significant (α) sebesar 0.05, maka H_1 ditolak.

4. Membandingkan antara t hitung dengan t tabel. Pengambilan kesimpulan didasarkan pada:

- a. Jika t hitung > t tabel, maka H_1 diterima;
- b. Jika t hitung < t tabel, maka H_1 ditolak.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Ringkasan Peristiwa Akuisisi PT HM Sampoerna oleh Philip Morris International Inc.

Jakarta, 14 Maret 2005. Philip Morris International Inc. (PMI), perusahaan tembakau internasional, anak perusahaan Altria Group, Inc. (NYSE) hari ini mengumumkan telah memasuki tahap persetujuan untuk mendapatkan 40% saham di perusahaan rokok kretek Indonesia PT HM Sampoerna Tbk (Sampoerna) atau sebanyak 1.753.200.000 lembar saham dari pemegang saham prinsipal Sampoerna dengan total mencapai Rp. 18,6 triliun (USD 2 miliar), dan selanjutnya akan melakukan *tender offer* untuk sisa saham Sampoerna sebagaimana disyaratkan dalam Undang-Undang yang berlaku. Berdasarkan peraturan Bapepam, setiap pembelian saham lebih dari 20 persen harus dilakukan tender offer. PMI akan melakukan *tender offer* terhadap 100% saham yang tersisa dengan harga per lembar saham Rp. 10,600 (USD 1.13 per lembar), atau berarti premium sebesar 20 persen di atas harga penutupan pada Kamis pekan lalu (10 Maret 2005) sebesar Rp 8.850.

Diasumsikan semua saham dijual melalui penawaran tender, transaksi Sampoerna ini akan bernilai kira-kira Rp. 48 triliun (USD 5.2 miliar). Jumlah ini sudah termasuk utang bersih sekitar Rp 1,5 triliun. PMI mengatakan akan membayar dengan kas untuk semua saham yang di-*tender*-kan. transaksi ini akan dibiayai dengan fasilitas pinjaman bank yang disiapkan PMI dan anak-anak perusahaannya. Penawaran tender ini diharapkan selesai dalam jangka waktu kurang lebih 90 hari dan tunduk pada peraturan yang ditetapkan otoritas yang berwenang. Untuk transaksi ini, PMI menunjuk Credit Suisse First Boston dan penasehat hukum Clifford Chance LLP dan Mohtar Karuwin Komar.

Sampoerna adalah perusahaan tembakau terbesar ketiga di Indonesia, dengan volume rokok domestik sebesar 41 miliar batang di tahun 2004 yang menghasilkan lebih dari Rp 9 triliun (US\$ 1 miliar), dengan laba diperkirakan Rp. 3,1 triliun (USD 360 juta) pada tahun 2004, naik sekitar 19.5%

dibandingkan tahun sebelumnya. Sampoerna menguasai 19,4 persen pangsa pasar rokok di Indonesia dengan produk unggulan Dji Sam Soe dan A Mild. Saham Sampoerna terdaftar di Indonesia di BEJ dan BES. Kretek adalah rokok yang terbuat dari tembakau dan cengkeh, dan menguasai 92% dari total pangsa pasar rokok Indonesia, yang diperkirakan lebih dari 200 miliar batang per tahun.

B. Gambaran Umum Obyek Penelitian

1. Profil PT HM Sampoerna Tbk.

PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. (Perusahaan) didirikan di Indonesia pada tanggal 19 Oktober 1963 berdasarkan Akta Notaris Anwar Mahajudin, S.H., No. 69. Akta Pendirian Perusahaan disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam Surat Keputusan No. J.A.5/59/15 tanggal 30 April 1964 serta diumumkan dalam Lembaran Berita Negara Republik Indonesia No. 94 tanggal 24 Nopember 1964. Anggaran dasar Perusahaan telah mengalami beberapa kali perubahan, terakhir dengan Akta No. 108 tanggal 18 Juni 2004 dari Dedy Syamri, S.H., Notaris pengganti Sutjipto, S.H., sehubungan dengan penurunan modal ditempatkan dan disetor penuh (Catatan 14), yang kemudian diubah dengan Akta No. 82 tanggal 15 Juli 2004 dari Aulia Taufani, S.H., Notaris pengganti Sutjipto, S.H. Perubahan Anggaran Dasar ini telah disahkan oleh Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia melalui Surat Keputusan No.C-20646HT.01.04.TH.2004 tanggal 16 Agustus 2004 dan telah didaftarkan dalam Daftar Perusahaan pada Departemen Perindustrian dan Perdagangan Kotamadya Surabaya No.085/BH.13.01/Sept/2004 tanggal 8 September 2004.

Ruang lingkup kegiatan Perusahaan meliputi, antara lain industri dan perdagangan rokok serta investasi saham pada perusahaan-perusahaan lain. Kegiatan produksi rokok secara komersial telah dimulai pada tahun 1913 di Surabaya sebagai industri rumah tangga. Pada tahun 1930, industri rumah tangga ini diresmikan dengan dibentuknya NVBM Handel

Maatschapij Sampoerna. Perusahaan berkedudukan di Surabaya, dengan kantor pusat berlokasi di Jl. Rungkut Industri Raya No. 18, Surabaya serta memiliki pabrik yang berlokasi di Surabaya, Pandaan dan Malang. Perusahaan juga memiliki kantor operasional di Jakarta. PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. dan anak perusahaan (bersama-sama disebut “Grup”) memiliki kurang lebih 40.000 orang karyawan tetap pada tanggal 31 Desember 2004.

PT HM Sampoerna Tbk adalah perusahaan rokok terbesar ke tiga dengan market share 19,4% pada tahun 2004. Saham Sampoerna terdaftar di BEJ dan BES dengan kapitalisasi kira-kira Rp. 35.7 triliun (USD 3.8 miliar) pada akhir februari 2005. Dji Sam Soe dan A Mild adalah merk inti dari Sampoerna. Sedangkan Sampoerna A Hijau berkompetisi di segmen harga menengah.

Perkiraan produksi rokok domestik tahun 2004:

| | | |
|--|---|----------------------------------|
| Pendapatan (<i>Net revenues</i>) | : | Rp. 9.0 triliun (USD 1.0 miliar) |
| Laba Operasi (<i>Operating income</i>) | : | Rp. 3.1 triliun (USD 360 juta) |
| Volume Produksi (<i>Unit volume</i>) | : | 41 miliar batang |
| <i>Share of total Indonesian market</i> | : | 19.4% |

Source: PMI estimates

2. Profil Philip Morris International Inc.

Philip Morris International Inc., berkantor pusat di Lausanne, Switzerland, saat ini memegang 14.5% pangsa pasar internasional. Produk unggulannya yaitu Marlboro dan L&M, diproduksi di lebih dari 60 pabrik di seluruh dunia dan dijual di lebih dari 160 negara. PMI adalah anak perusahaan dari Altria Group, Inc.

Hasil tahun 2004:

| | | |
|--|---|---------------------|
| Pendapatan (<i>Net revenues</i>) | : | USD 39.5 miliar |
| Laba Operasi (<i>Operating companies income</i>) | : | USD 6.6 miliar |
| Volume Produksi (<i>Unit volume</i>) | : | 761.4 miliar batang |
| <i>Worldwide market share</i> | : | 14.5% |

3. Bursa Efek Indonesia

a. Visi Bursa Efek Indonesia

Menjadi bursa yang kompetitif dengan kredibilitas tingkat dunia. Bursa yang kompetitif adalah bursa yang memiliki kinerja baik sehingga mampu bersaing dengan bursa-bursa lain di tingkat internasional. Beberapa kondisi yang harus dipenuhi oleh BEJ untuk menjadi bursa yang kompetitif diantaranya adalah memiliki tingkat risiko yang rendah, produk dan infrastruktur perdagangan yang lengkap, serta tingkat likuiditas perdagangan yang tinggi. Di sisi lain, agar kredibilitas BEJ diakui di tingkat internasional, maka dalam mengelola bursa, manajemen harus menjalankan tata kelola perusahaan yang baik sesuai dengan standar internasional, melindungi kepentingan investor dan memiliki sumber daya manusia yang berkualitas agar dapat menciptakan suatu perdagangan yang wajar, teratur dan efisien.

b. Misi Bursa Efek Indonesia

1) *Pillar of Indonesian Economy*

Menjadikan BEI sebagai penggerak utama pertumbuhan ekonomi nasional serta menjadi gerbang investasi bagi investor lokal maupun asing.

2) *Market Oriented*

Sebagai institusi yang dinamis dan tanggap terhadap perubahan pasar dan teknologi dengan tetap memperhatikan perlindungan investor.

3) *Company Transformation*

Organisasi yang independen dengan fokus pada unsur bisnis, transformasi struktural maupun kultural menuju tren global.

4) *Institutional Building*

Lembaga bursa yang berwibawa, transparan, memiliki integritas yang tinggi sebagai *center of competence & center of excellence* di pasar modal.

5) *Delivery Best Quality Products & Services*

Meningkatkan kualitas produk dan layanan jasa terbaik melalui pemberdayaan sumber daya manusia

c. Sasaran Bursa Efek Indonesia

Likuiditas

Meningkatkan likuiditas dengan cara:

- 1) Mengelola pertumbuhan kinerja BEJ secara berkelanjutan
- 2) Meningkatkan basis investor
- 3) Mendorong perusahaan-perusahaan untuk mencatatkan sahamnya di BEJ
- 4) Menyediakan produk dan infrastruktur bursa yang terkini

Integritas Pasar.

Meningkatkan integritas pasar dengan cara:

- 1) Mendorong peningkatan pelaksanaan Tata Kelola Perusahaan yang Baik
- 2) Mendorong peningkatan ketaatan terhadap peraturan
- 3) Meningkatkan pengawasan pasar yang lebih baik
- 4) Meningkatkan pelaksanaan penegakan peraturan

Sumber: (*anonymous*, <http://www.idx.co.id>)

d. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC. Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Republik Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tahun 1977, dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah. Secara singkat, tonggak perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat sebagai berikut:

- 14 Desember 1912 : Bursa Efek pertama di Indonesia dibentuk di Batavia oleh Pemerintah Hindia Belanda.
- 1914 sampai 1918 : Bursa Efek di Batavia ditutup selama Perang Dunia I.
- 1925 sampai 1942 : Bursa Efek di Jakarta dibuka kembali bersama dengan Bursa Efek di Semarang dan Surabaya.
- Awal tahun 1939 : Karena isu politik (Perang Dunia II) Bursa Efek di Semarang dan Surabaya ditutup.
- 1942 sampai 1952 : Bursa Efek di Jakarta ditutup kembali selama Perang Dunia II.
- 1952 : Bursa Efek di Jakarta diaktifkan kembali dengan UU Darurat Pasar Modal 1952, yang dikeluarkan oleh Menteri kehakiman (Lukman Wiradinata) dan Menteri keuangan (Prof.DR. Sumitro Djojohadikusumo). Instrumen yang diperdagangkan adalah Obligasi Pemerintah RI (1950).
- 1956 : Program nasionalisasi perusahaan Belanda. Bursa Efek semakin tidak aktif.
- 1956 sampai 1977 : Perdagangan di Bursa Efek vakum.
- 10 Agustus 1977 : Bursa Efek diresmikan kembali oleh Presiden Soeharto. BEJ dijalankan dibawah BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal). Tanggal 10 Agustus diperingati sebagai HUT Pasar Modal. Pengaktifan kembali pasar modal ini juga ditandai dengan *go public* PT Semen Cibinong sebagai emiten pertama.
- 1977 sampai 1987 : Perdagangan di Bursa Efek sangat lesu. Jumlah emiten hingga 1987 baru mencapai 24. Masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen Pasar Modal.

- 1987 : Ditandai dengan hadirnya Paket Desember 1987 (PAKDES 87) yang memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan Penawaran Umum dan investor asing menanamkan modal di Indonesia.
- 1988 sampai 1990 : Paket deregulasi dibidang Perbankan dan Pasar Modal diluncurkan. Pintu BEJ terbuka untuk asing. Aktivitas bursa terlihat meningkat.
- 2 Juni 1988 : Bursa Paralel Indonesia (BPI) mulai beroperasi dan dikelola oleh Persatuan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE), sedangkan organisasinya terdiri dari broker dan dealer.
- Desember 1988 : Pemerintah mengeluarkan Paket Desember 88 (PAKDES 88) yang memberikan kemudahan perusahaan untuk *go public* dan beberapa kebijakan lain yang positif bagi pertumbuhan pasar modal.
- 16 Juni 1989 : Bursa Efek Surabaya (BES) mulai beroperasi dan dikelola oleh Perseroan Terbatas milik swasta yaitu PT Bursa Efek Surabaya.
- 13 Juli 1992 : Swastanisasi BEJ. BAPEPAM berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal. Tanggal ini diperingati sebagai HUT BEJ.
- 22 Mei 1995 : Sistem Otomasi perdagangan di BEJ dilaksanakan dengan sistem computer JATS (*Jakarta Automated Trading Systems*).
- 10 November 1995 : Pemerintah mengeluarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Undang-Undang ini mulai diberlakukan mulai Januari 1996.
- 1995: Bursa Paralel Indonesia merger dengan Bursa Efek Surabaya.
- 2000: Sistem Perdagangan Tanpa Warkat (*scripless trading*) mulai diaplikasikan di pasar modal Indonesia.
- 2002 : BEJ mulai mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*).

- 2007 : Pada akhir tahun 2007, melalui persetujuan para pemegang saham kedua Bursa, BES digabungkan ke dalam BEJ yang kemudian menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI), menandai sebuah era baru dalam perkembangan Pasar Modal di Indonesia yang berkelanjutan.

Sumber: (anonymous, <http://www.idx.co.id>).

e. Struktur Pasar Modal di Indonesia

Struktur Pasar Modal Indonesia diatur oleh Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang pasar modal. Di dalam undang-undang tersebut dijelaskan bahwa kebijakan di bidang pasar modal ditetapkan oleh Menteri Keuangan. Sedangkan pembinaan, pengaturan dan pengawasan sehari-hari dilaksanakan oleh BAPEPAM.

Perusahaan sekuritas bergabung bersama membentuk bursa efek. Organisasi tersebut mengatur dirinya sendiri dengan mengeluarkan berbagai peraturan serta memastikan bahwa anggotanya berperilaku sedemikian rupa sehingga memberikan persepsi positif tentang pasar modal kepada masyarakat. Bursa diharapkan mampu menciptakan suatu kondisi yang dapat mendorong peranan perusahaan sekuritas yang pada akhirnya akan menarik minat pemodal untuk berinvestasi secara aman, tertib dan murah di pasar modal. Pengertian bursa efek menurut Undang-Undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995, pasal 1 ayat (4) adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek pihak - pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka.

Peran Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP) adalah melaksanakan kliring dan menjamin penyelesaian transaksi. LKP menjamin penyelesaian transaksi di bursa efek dengan bertindak sebagai *counter party* dari anggota bursa yang melakukan transaksi. Jaminan tersebut dapat berupa dana, sekuritas dan jaminan Bank Kustodian untuk menyelesaikan transaksi tertentu. Dengan sistem jaminan tersebut, maka pemesanan hanya dapat memasuki sistem

perdagangan jika LKP menyetujui bahwa terdapat cukup jaminan untuk menyelesaikan transaksi. Anggota bursa wajib menyelesaikan transaksi dengan menyerahkan dana dan sekuritas pada rekening sekuritas di Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP). Jika anggota bursa gagal menyelesaikan transaksi maka LKP akan membeli atau menjual sekuritas atau sering dikenal dengan istilah *cash and carry*.

Pengertian Kustodian menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (8) adalah pihak yang memberikan jasa penitipan Efek dan harta lain yang berkaitan dengan Efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak - hak lain, menyelesaikan transaksi Efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP), merupakan lembaga yang memberikan jasa penitipan kolektif yang aman dan efisien kepada Bank Kustodian, LKP, perusahaan sekuritas, serta pemodal institusional. Jasa yang diberikan harus memenuhi standar internasional dan memberikan keamanan yang maksimal bagi pengguna jasa LPP.

Perusahaan Efek, meliputi:

- a. Penjamin emisi yang berperan sebagai lembaga perantara emisi yang menjamin penjualan sekuritas yang diterbitkan oleh emiten dan pemodal. Mereka bertugas untuk meneliti dan mengadakan penilaian menyeluruh atas kemampuan dan prospek emiten. Dengan adanya penjamin emisi maka proses penarikan dana yang dibutuhkan akan lebih mudah dan pasti, sehingga bisa disesuaikan dengan rencana perusahaan.
- b. Perantara perdagangan efek, merupakan pihak yang mempertemukan penjual dan pembeli sekuritas, menyediakan informasi bagi kepentingan pemodal.
- c. Manajer investasi menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (11) adalah pihak yang kegiatan

usahanya mengelola portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Lembaga Penunjang, meliputi:

- a. Biro Administrasi Efek, yaitu badan hukum berbentuk PT yang melakukan usaha dalam pengelolaan administrasi sekuritas seperti registrasi dan pencatatan sekuritas, pemindahana hak kliring dan tugas-tugas administrasi lainnya bagi emiten, anggota bursa ataupun pemodal uyang menjadi konsumennya sesuai dengan ketentuan yang berlaku.
- b. Bank Kustodian adalah bank, dengan pengawasan Bank Indonesia, bertindak sebagai Kustodian di pasar modal.
- c. Wali Amanat, yaitu pihak yang berperan penting dalam penerbitan obligasi. Wali Amanat adalah lembaga yang ditunjuk oleh emiten untuk mewakili kepentingan para pemegang obligasi.
- d. Penasihat Investasi menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (14) adalah pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan.
- e. Pemeringkat Efek. Lembaga ini berperan untuk melakukan pemeringkatan sekuritas terutama untuk obligasi dan sekuritas lainnya yang bersifat utang, karena sekuritas-sekuritas tersebut terlebih dahulu harus memperoleh peringkat sebelum melakukan emisi.

Profesi Penunjang, meliputi :

- a. Akuntan, merupakan salah satu profesi penunjang yang bertujuan untuk memberikan pendapat atas kewajaran laporan keuangan perusahaan yang akan *go public*.
- b. Konsultan hukum, mempunyai peran dalam memberikan perlindungan kepada pemodal dari segi hukum. Mereka bertugas meneliti akta pendirian, izin usaha dan apakah emiten sedang

mengalami gugatan atau tidak serta berbagai hal berkaitan dengan masalah hukum yang nantinya akan dimuat dalam prospektus. Prospektus menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (26) adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.

- c. Penilai merupakan salah satu profesi penunjang pasar modal yang melaksanakan penilaian kembali aktiva tetap perusahaan, sehingga standar kerja profesi penilai sangat penting guna memastikan kualitas jasa yang dihasilkan.
- d. Notaris, adalah pihak yang berperan dalam pembuatan perjanjian dalam rangka emisi sekuritas seperti perjanjian penjamin sekuritas, perwaliamanatan dan lain-lain perjanjian yang harus dibuat secara nota riil agar berkekuatan hukum. Untuk itu Notaris perlu memahami peraturan pasar modal dan melaksanakan kegiatannya secara independen.

Pemodal yang terdiri dari pemodal domestik dan asing, merupakan pihak yang mempunyai dana yang siap diinvestasikan pada pasar modal. Dalam hal ini, peran pasar modal perlu melakukan pembenahan-pembenahan pasar modal agar dapat menarik semakin banyaknya pemodal uang berinvestasi di pasar modal, sehingga akan semakin menggairahkan perdagangan di bursa.

Emiten terdiri dari perusahaan publik dan reksadana. Emiten merupakan pihak yang mencari dana dengan menjual sekuritas kepada masyarakat luas melalui pasar modal. Emiten berperan dalam pengembangan pasar modal melalui keterbukaan informasi, peningkatan likuidasi sekuritas, pemantauan harga sekuritas dan menjaga hubungan baik dengan pemodal. Prinsip Keterbukaan menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat (25) adalah pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, Perusahaan Publik, dan Pihak lain yang tunduk pada Undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang

tepat seluruh Informasi Material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap Efek dimaksud dan atau harga dari Efek tersebut.

C. Analisis Deskriptif

1. Harga saham 15 (lima belas) hari *pra-event*

Tabel 9.
Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi

| Tanggal | Harga (dalam rupiah) |
|------------|----------------------|
| 18/02/2005 | 8.000 |
| 21/02/2005 | 8.000 |
| 22/02/2005 | 8.050 |
| 23/02/2005 | 8.050 |
| 24/02/2005 | 8.150 |
| 25/02/2005 | 8.050 |
| 28/02/2005 | 8.150 |
| 01/03/2005 | 8.150 |
| 02/03/2005 | 8.050 |
| 03/03/2005 | 8.150 |
| 04/03/2005 | 8.850 |
| 07/03/2005 | 8.600 |
| 08/03/2005 | 8.800 |
| 09/03/2005 | 8.900 |
| 10/03/2005 | 8.850 |

Tabel 10.
Descriptive statistics harga saham *pra-event*

| | N | Range | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|------------------------------|----|-------|---------|---------|---------|----------------|
| Harga saham <i>pra-event</i> | 15 | 900 | 8000 | 8900 | 8320.00 | 360.456 |
| Valid N (listwise) | 15 | | | | | |

Pergerakan harga saham lima belas hari sebelum pengumuman akuisisi trendnya adalah menaik. Harga terendah adalah Rp. 8.000 yaitu pada tanggal 18 dan 21 Februari 2005. Harga tertinggi adalah Rp. 8.900 yaitu pada tanggal 9 Maret 2005. Dengan kata lain, fluktuatif pergerakan (*range*)-nya sebesar Rp. 900. Kenaikan paling tajam terjadi pada tanggal

4 Maret 2005 yaitu naik sebesar Rp. 700 (8,59%). Penurunan paling tajam terjadi pada tanggal 7 Maret 2005, turun sebesar Rp. 250 atau sebesar 2,82% dari hari sebelumnya. Sedangkan rata-ratanya adalah Rp. 8.320. Gambar grafiknya dapat dilihat pada Gambar 4.

Gambar 4.
Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari
sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)



2. Harga saham 15 (lima belas) hari *past-event*

Tabel 11.
Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari
sesudah pengumuman akuisisi

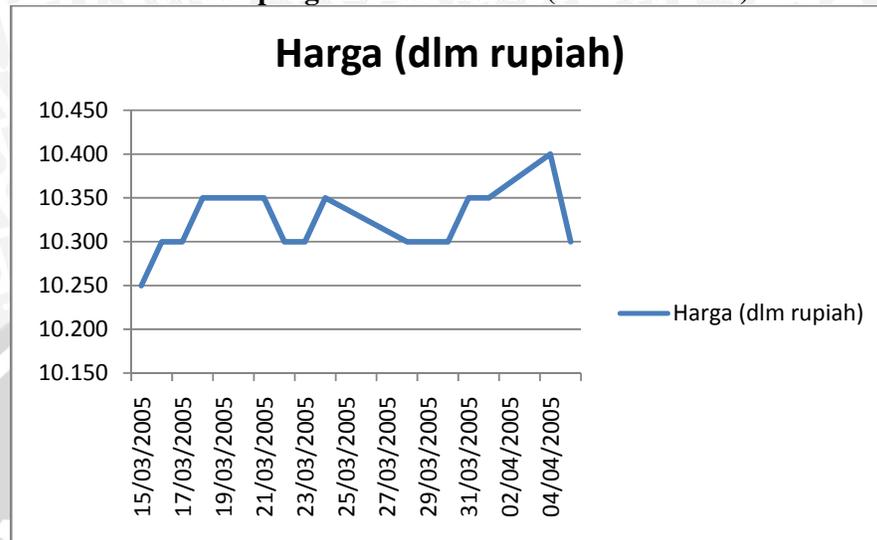
| Tanggal | Harga (dalam rupiah) |
|------------|----------------------|
| 15/03/2005 | 10.250 |
| 16/03/2005 | 10.300 |
| 17/03/2005 | 10.300 |
| 18/03/2005 | 10.350 |
| 21/03/2005 | 10.350 |
| 22/03/2005 | 10.300 |
| 23/03/2005 | 10.300 |
| 24/03/2005 | 10.350 |
| 28/03/2005 | 10.300 |
| 29/03/2005 | 10.300 |
| 30/03/2005 | 10.300 |
| 31/03/2005 | 10.350 |
| 01/04/2005 | 10.350 |
| 04/04/2005 | 10.400 |
| 05/04/2005 | 10.300 |

Tabel 11.
Descriptive Statistics* harga saham *past-event

| | N | Range | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-------------------------------|----|-------|---------|---------|----------|----------------|
| Harga saham <i>past-event</i> | 15 | 150 | 10250 | 10400 | 10320.00 | 36.839 |
| Valid N (listwise) | 15 | | | | | |

Pergerakan harga saham lima belas hari sesudah pengumuman akuisisi cenderung tetap, dengan range (kisaran) Rp. 150. Hal ini dikarenakan kepemilikan mayoritas dipegang Philip Morris International Inc., sehingga tidak ada aksi jual-beli yang signifikan. Pada masa *past-event* ini, harga terendah adalah Rp. 10.250 terjadi pada tanggal 15 Maret 2005. Harga tertinggi adalah Rp. 10.400 yaitu pada tanggal 4 April 2005. Rata-rata harga saham Sampoerna adalah Rp. 10.320. Gambar grafiknya dapat dilihat pada Gambar 5.

Gambar 5.
Pergerakan harga saham 15 (lima belas) hari
sesudah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)



3. *Return saham pra-event*

Tabel 13.
Return saham 15 (lima belas) hari
sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)

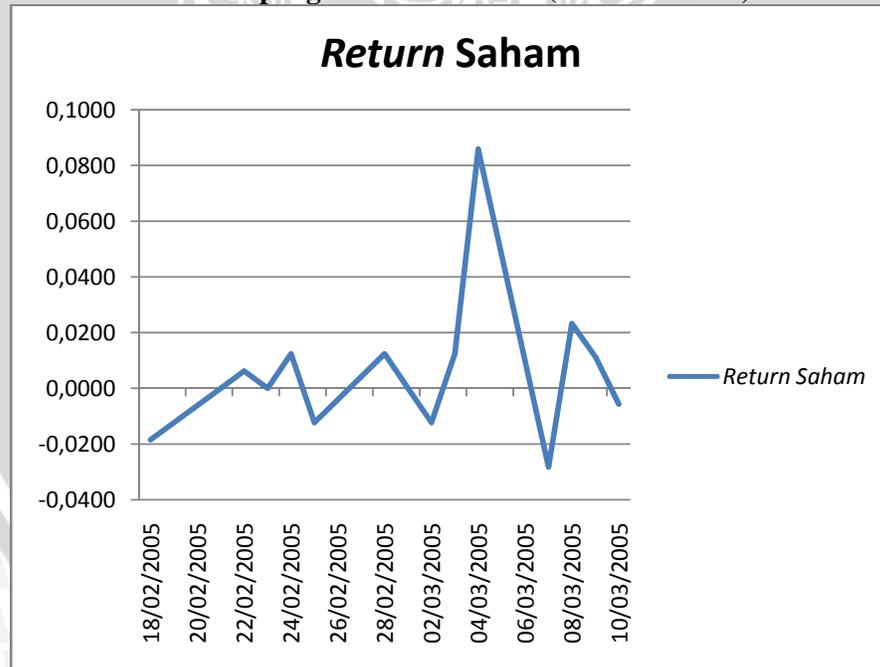
| Tanggal | Return Saham | % |
|------------|--------------|--------|
| 18/02/2005 | -0,0184 | -1,84% |
| 21/02/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 22/02/2005 | 0,0063 | 0,63% |
| 23/02/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 24/02/2005 | -0,0124 | 1,24% |
| 25/02/2005 | -0,0123 | -1,23% |
| 28/02/2005 | 0,0124 | 1,24% |
| 01/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 02/03/2005 | -0,0123 | -1,23% |
| 03/03/2005 | 0,0124 | 1,24% |
| 04/03/2005 | 0,0859 | 8,59% |
| 07/03/2005 | -0,0282 | -2,82% |
| 08/03/2005 | 0,0233 | 2,33% |
| 09/03/2005 | 0,0114 | 1,14% |
| 10/03/2005 | -0,0056 | -0,56% |

Tabel 14.
Descriptive statistics return saham pra-event

| | N | Range | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|------------------------|----|-------|---------|---------|---------|----------------|
| Return saham pra-event | 15 | .1141 | -.0282 | .0859 | .005820 | .0260662 |
| Valid N (listwise) | 15 | | | | | |

Return saham sebelum pengumuman akuisisi, terendah pada tanggal 7 Maret 2005 yaitu sebesar -2,28%. Tertinggi dicapai pada tanggal 4 Maret 2005 atau lima hari sebelum pengumuman akuisisi, yaitu sebesar 8,59%. Sedangkan rata-rata *return* saham sebelum pengumuman akuisisi adalah sebesar 0,58%. Grafiknya bisa dilihat pada Gambar 6.

Gambar 6.
Return saham 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)



4. *Return saham past-event*

Tabel 15.
Return saham 15 (lima belas) hari
setelah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)

| Tanggal | <i>Return Saham</i> | % |
|------------|---------------------|--------|
| 15/03/2005 | -0,0191 | -1,91% |
| 16/03/2005 | 0,0049 | 0,49% |
| 17/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 18/03/2005 | 0,0049 | 0,49% |
| 21/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 22/03/2005 | -0,0048 | -0,48% |
| 23/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 24/03/2005 | 0,0049 | 0,49% |
| 28/03/2005 | -0,0048 | -0,48% |
| 29/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 30/03/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 31/03/2005 | 0,0049 | 0,49% |
| 01/04/2005 | 0,0000 | 0,00% |
| 04/04/2005 | 0,0048 | 0,48% |
| 05/04/2005 | -0,0096 | -0,96% |

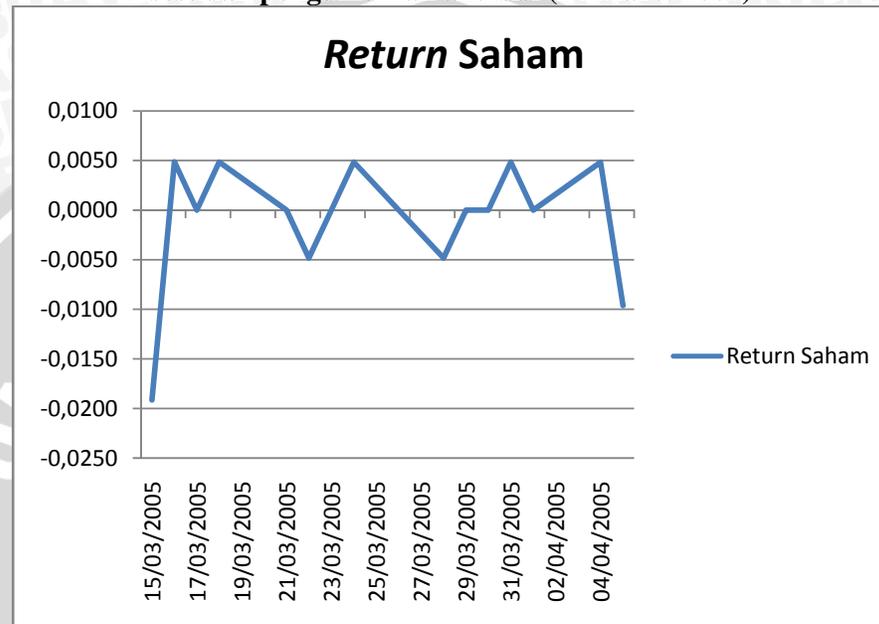
Tabel 16.
Descriptive Statistics return saham past-event

| | N | Range | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------------------|----|-------|---------|---------|----------|----------------|
| <i>Return saham past-event</i> | 15 | .0240 | -.0191 | .0049 | -.000927 | .0065968 |
| Valid N (listwise) | 15 | | | | | |

Satu hari setelah pengumuman akuisisi, *return* saham HM Sampoerna mengalami *capital loss* sebesar -1,91%. Ini adalah *return* terendah dalam kurun waktu 15 hari setelah pengumuman akuisisi. Hari kedua s.d. hari ke-14, *return* saham HM Sampoerna cenderung tetap, mengalami pergerakan tipis, berkisar antara -0,0048 (-0,48%) sampai dengan 0,0049 (0,49%). Pada hari ke-15, *return* saham HM Sampoerna

mengalami *capital loss* lagi sebesar $-0,96\%$. Grafiknya bisa dilihat pada Gambar 7.

Gambar 7.
Return saham 15 (lima belas) hari
sesudah pengumuman akuisisi (14 Maret 2005)



D. Uji Normalitas dengan *Kolmogorov Smirnov Test*

1. Uji normalitas distribusi data (*return saham pra-event*)

Uji normalitas dengan *kolmogorov smirnov test* dipilih oleh peneliti karena dapat membantu peneliti dalam menentukan normalitas distribusi. Uji ini sangat membantu peneliti untuk mengetahui apakah sampel yang dipilih berasal dari populasi yang terdistribusi secara normal atau berdistribusi tidak normal (Nugroho, 2005:107).

Dasar pengambilan keputusan adalah dengan melihat angka probabilitasnya atau *p-value* (Nugroho, 2005:112), yaitu:

- Nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significancy (2-tailed)* $>$ *level of significant* (α) sebesar 0.05, maka data berdistribusi normal;
- Nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significancy (2-tailed)* $<$ *level of significant* (α) sebesar 0.05, maka data berdistribusi tidak normal.

Berdasarkan perhitungan dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* (SPSS 16.0), dengan distribusi data *return* saham *pra-event* adalah normal.

Tabel 17.
Uji normalitas *return* saham *pra-event*

| Descriptive Statistics | | | | | |
|-------------------------------|----|---------|----------------|---------|---------|
| | N | Mean | Std. Deviation | Minimum | Maximum |
| Return saham <i>pra-event</i> | 15 | .005820 | .0260662 | -.0282 | .0859 |

| One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test | | Return saham <i>pra-event</i> |
|---|--------------------------|-------------------------------|
| N | | 15 |
| Normal Parameters ^a | Mean | .005820 |
| | Std. Deviation | .0260662 |
| | Most Extreme Differences | |
| | Absolute | .267 |
| | Positive | .267 |
| | Negative | -.110 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 1.034 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .235 |

a. Test distribution is Normal.

2. Uji normalitas distribusi data (*return* saham *past-event*)

Hasil perhitungan dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* (SPSS 16.0), distribusi data *return* saham *past-event* adalah normal.

Dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,235 untuk *return* saham *pra-event* dan 0,163 untuk *return* saham *past-event*, kedua-duanya lebih besar dari *level of significant* (α) sebesar 0.05, maka kedua data berdistribusi normal. Perhitungannya bisa dilihat pada Tabel 17 dan tabel 18.

Tabel 18.
Uji normalitas return saham past-event

| Descriptive Statistics | | | | | |
|-------------------------|----|----------|----------------|---------|---------|
| | N | Mean | Std. Deviation | Minimum | Maximum |
| Return saham past-event | 15 | -.000927 | .0065968 | -.0191 | .0049 |

| One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test | | |
|------------------------------------|-------------------------|----------|
| | Return saham past-event | |
| N | 15 | |
| Normal Parameters ^a | Mean | -.000927 |
| | Std. Deviation | .0065968 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .289 |
| | Positive | .189 |
| | Negative | -.289 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | 1.120 | |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .163 | |

a. Test distribution is Normal.

E. Pengujian Hipotesis dengan Uji Beda Dua Rata-Rata Berpasangan dengan Paired Samples T Test.

Paired samples t test adalah analisis perbandingan rata-rata dengan melibatkan subyek yang sama terhadap suatu pengaruh atau perlakuan tertentu (Trihendradi, 2005:150). Dalam uji statistik ini data hasil perlakuan pertama adalah *return* saham sebelum *take over* sedangkan hasil perlakuan kedua adalah *return* saham sesudah *take over*. Pengambilan kesimpulannya adalah sebagai berikut, yaitu:

1. Membandingkan Nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significance (2-tailed)* dengan *level of significant (α)* sebesar 0.05.
 - a. Jika nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significance (2-tailed)* < *level of significant (α)* sebesar 0.05, maka H₁ diterima;

- b. Jika nilai *p-value* pada kolom *asymptatic significance (2-tailed)* > *level of significant* (α) sebesar 0.05, maka H_1 ditolak.
2. Membandingkan antara *t* hitung dengan *t* tabel.
- a. Jika *t* hitung > *t* tabel, maka H_1 diterima:
 - b. Jika *t* hitung < *t* tabel, maka H_1 ditolak.

Hasil perhitungan pengujian hipotesis menggunakan *Paired Samples T Test* dapat dilihat pada Tabel 19.

Tabel 19.
Hasil uji Paired Samples T Test

| Paired Samples Statistics | | | | |
|----------------------------------|----------|----|----------------|-----------------|
| | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
| Pair 1 Return saham pra-event | .005820 | 15 | .0260662 | .0067303 |
| Return saham past-event | -.000927 | 15 | .0065968 | .0017033 |

| Paired Samples Correlations | | | |
|---|----|-------------|------|
| | N | Correlation | Sig. |
| Pair 1 Return saham pra-event & Return saham past-event | 15 | .216 | .439 |

| Paired Samples Test | | | | | | | | |
|--|--------------------|----------------|-----------------|---|----------|----------|-----------|-----------------|
| | Paired Differences | | | | | <i>t</i> | <i>df</i> | Sig. (2-tailed) |
| | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 Return pra-event - Return past-even | .0067467 | .0254672 | .0065756 | -.0073566 | .0208499 | 1.026 | 14 | .322 |

Rata-rata (*mean*) *return* saham *pra-event* sebesar 0,00582 atau 0,58% dan rata-rata (*mean*) *return* saham *past-event* sebesar -0,000927 atau menunjukkan bahwa 15 (lima belas) hari sebelum pengumuman akuisisi

saham Sampoerna rata-rata mengalami *capital gain* sebesar 0,00582 atau 0,58%. Sebaliknya, 15 (lima belas) hari setelah masa *tender offer* selesai, saham Sampoerna rata-rata mengalami *capital loss* sebesar -0,000927 atau -0,093%. Dengan kata lain, *return* saham Sampoerna rata-rata mengalami penurunan.

Standard deviation return saham *pra-event* sebesar 0,0260662 dan *standard deviation return* saham *past-event* sebesar 0,0065968, menunjukkan bahwa fluktuasi *return* saham *past-event* lebih besar atau nilai-nilainya lebih tidak seragam jika dibandingkan dengan *return* saham *pra-event*. Nilai *p-value* pada kolom *asymptotic significance (2-tailed)* sebesar 0,322 (lebih besar dari *level of significant* (α) sebesar 0.05), dan *t* hitung sebesar 1,026 (lebih kecil dari *t* tabel sebesar 2,1448), maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dan sesudah *take over*.

Tabel dapat dilihat pada lampiran 2.

F. Interpretasi Hasil Penelitian

Hasil uji *paired sample test* antara rata-rata (*mean*) *return* saham pada perlakuan pertama (sebelum *take over*) dengan rata-rata (*mean*) *return* saham pada perlakuan kedua (sesudah *take over*) menunjukkan bahwa nilai probabilitas (*p-value*) pada kolom *asymptotic significance (2-tailed)*, sebesar 0,322 adalah lebih besar dari *level of significant* (α) yang telah ditentukan, sebesar 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa perbedaan rata-rata antara *return* saham sebelum dan sesudah *take over* adalah tidak signifikan.

Berdasarkan hal ini, maka penulis menginterpretasikan bahwa, tidak ada perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian saham sebelum *take over* dengan tingkat pengembalian saham sesudah *take over*.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini dilandasi oleh dugaan adanya perbedaan tingkat pengembalian saham sebelum dan sesudah *take over*. Umumnya, pada kejadian akuisisi, pemegang saham perusahaan target diuntungkan, sedangkan pemegang saham perusahaan pengakuisisi dirugikan. Dengan kata lain, ada bukti-bukti pengalihan kekayaan pemegang saham pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan target. Hal ini biasanya terjadi karena manajer perusahaan pengakuisisi menghargai terlalu tinggi terhadap saham perusahaan target. Penyebab yang lain adalah manajer-manajer cenderung membayar lebih atas akuisisi mereka karena mereka terlalu tinggi mengestimasi kapasitas mereka untuk menciptakan nilai akuisisi tersebut.

Pada penelitian ini, pengujian statistik dilakukan terhadap *return* saham sebelum *take over* dan *return* saham sesudah *take over*. Kesimpulan yang penulis ambil dari hasil uji statistik adalah:

1. Rata-rata (*mean*) *return* saham yang menurun, dari 0,005820 menjadi -0,000927, merupakan indikasi menurunnya kinerja tingkat pengembalian saham.
2. Nilai *Sig. (2-tailed)* sebesar 0,322 (lebih besar dari *level of significant* (α) yang telah ditentukan, sebesar 0.05), dan nilai *t* hitung sebesar 1,026 (lebih kecil dari *t* tabel sebesar 2,1448), menunjukkan perbedaan rata-rata antara *return* saham sebelum dan sesudah *take over* adalah tidak signifikan.

B. Saran

Adapun saran yang dapat diajukan oleh penulis setelah melakukan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan pada kesimpulan yang telah disebutkan sebelumnya, penulis memberikan saran kepada para pemegang saham Sampoerna, agar melepas (menjual) sahamnya. Alasannya adalah:
 - a. Ketika pengumuman akuisisi, saham Sampoerna dihargai (ditawar) Rp 10.600 (USD 1.13) per lembar, 20% di atas harga pasarnya, Rp 8.850 (USD 0.95) saat itu.
 - b. Berdasarkan hasil dari penelitian ini, setelah akuisisi *return* saham sampoerna mengalami penurunan.
2. Bagi perusahaan lain yang mau mengakuisisi, khususnya para manajer mereka, disarankan jangan terlalu tinggi mengestimasi kapasitas mereka dalam menciptakan nilai akuisisi. Kesalahan paling umum yang dilakukan para manajer perusahaan pengakuisisi adalah mereka menghargai saham perusahaan target terlalu tinggi. Yang ideal adalah nilai tambah yang diciptakan oleh akuisisi melampaui harga akuisisi.
3. Bagi para pemegang saham perusahaan target yang lain:
 - a. Jika diperkirakan kinerja perusahaan akan menurun, disarankan melepas (menjual) saja sahamnya. Karena hal itu lebih menguntungkan. Biasanya, dalam kejadian akuisisi, saham perusahaan target ditawar (*bid*) lebih mahal (premi) dari harga pasar yang berlaku saat itu.
 - b. Jika diperkirakan kinerja perusahaan akan menaik, disarankan menahan sahamnya. Walaupun harga (penawaran) saat itu sudah sangat baik (dalam kasus ini, 20% di atas harga pasar saat itu), kalau diperkirakan masih bisa naik, kenapa harus dijual.
4. Bagi penelitian selanjutnya yang sejenis dengan penelitian ini hendaknya dapat memberikan kontribusi yang lebih baik, misalnya dengan menambahkan periode penelitian dan atau menambahkan variabel yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Arikunto, Suharsimi. 2002. *Prosedur Penelitian (Suatu Pendekatan Praktek)*. Edisi Revisi IV, Cetakan ke-11. Jakarta : Rineka Cipta.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. Eight Edition.; alih bahasa, Suharto, Dodo dan Wibowo Herman. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedelapan, Jakarta: Erlangga.
- Darmadji, Tjiptono dan M. Fakhruddin, Hendy, 2001. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan tanya jawab*. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Faisal, Sanapiah. 1982. *Metodologi Penelitian Pendidikan*. Surabaya: Usaha Nasional.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005, Cetakan Pertama. Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.
- Hasan, Iqbal. 2002. *Pokok-pokok Materi Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*. Jakarta : Ghalia Indonesia.
- Hitt, Michael A., Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland. 2002. *Merger dan Akuisisi: Panduan Meraih Laba bagi Para Pemegang Saham*. Terjemahan oleh Sugeng Hariyanto, Sukono, Umi Rohimah. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Keown, Arthur J., David F. Scott, Jr., John D. Martin, J. William Petty. 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 2*. Terjemahan oleh Chaerul D. Djakman, Dwi Sulistyorini, Jakarta: Salemba Empat.
- Koentjoroningrat. 1977. *Metode-metode Penelitian Masyarakat*. Jakarta: Gramedia.
- Madura, Jeff. 2007. *Pengantar Bisnis Edisi 4 Buku 2*. Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto dan Krista. Jakarta: Salemba Empat.

Nugroho, Bhuono Agung. 2005. *Strategi Jitu Memilih Metode Statistik Penelitian dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi Offset

Santoso, Singgih. 2005. *SPSS Parametrik*. Jakarta: Elexmedia Komputindo.

Singarimbun, Masri dan Effendi, Sofian. 1995. *Metode Penelitian Survey*. Jakarta: Lembaga Pendidikan dan Pengembangan Ekonomi dan Sosial.

Sudarsanam. 1999. *The Essence of Merger dan Akuisisi*. Yogyakarta: Andi Yogyakarta.

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Maret 2001. Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.

Trihendradi, Cornelliuss. 2005. *SPSS 13: Step by Step Analisis Data Statistik*. Yogyakarta: Andi Offset.

Wachowicz, Van Horne Jr. 1998. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Buku 2*. Terjemahan oleh Heru Sutojo. Jakarta: Salemba Empat.

Sumber dari internet:

<http://www.jsx.co.id> ;sekarang <http://www.idx.co.id>

<http://www.altria.com>

<http://www.philipmorrisinternational.com>

<http://www.sampoerna.com>

http://202.155.2.90/corporate_actions/new_info_jsx/jenis_informasi/00_Pengumuman-Bursa/2005/04_April/2005-04-18/20050418_HMSP_KI_457_PSR-Iklan%20Pernyataan%20Penawaran%20Tender%20PT%20Philip%20Morris%20Indonesia.pdf

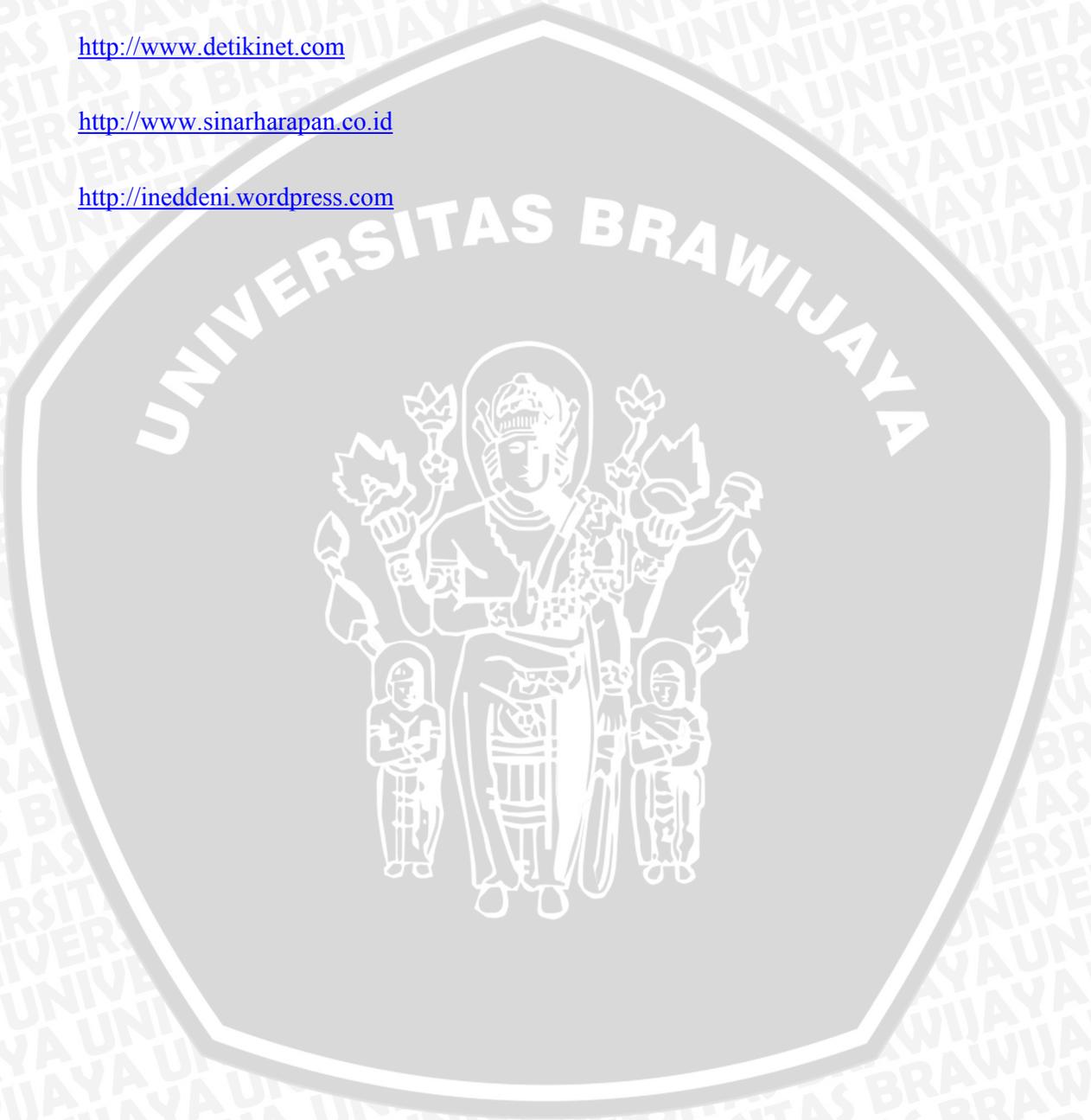
http://64.233.183.104/search?q=cache:E8sdbu_gs74J:www.stieykpn.ac.id/images/artikel/IOS.pdf+%22rumus+R+saham%22&hl=en&ct=clnk&cd=7

<http://www.detikfinance.com>

<http://www.detikinet.com>

<http://www.sinarharapan.co.id>

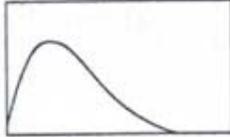
<http://ineddeni.wordpress.com>



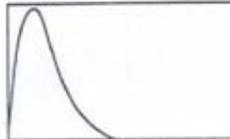
LAMPIRAN

Lampiran 1.

Bentuk histogram data (pola distribusi) dan transformasi agar diperoleh distribusi normal



A. Akar kuadrat (*Square root*)



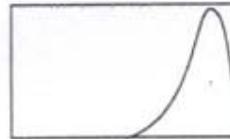
B. Logaritma (*Logarithm*)



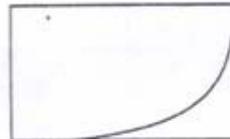
C. Invers (*Inverse*)



D. Refleksi dan akar kuadrat (*Reflect and square root*)



E. Refleksi dan logaritma (*Reflect and logarithm*)



F. Refleksi dan invers (*Reflect and inverse*)

Sumber: Tabachnick & Fidell (1996: 83)



Lampiran 2.

TABEL t dan r product moment dengan signifikansi 5%

| df | Tabel t one tail | Tabel t two tail | Tabel r one tail | Tabel r two tail |
|----|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 1 | 6.3138 | 12.7062 | 0.9877 | 0.9969 |
| 2 | 2.9200 | 4.3027 | 0.9000 | 0.9500 |
| 3 | 2.3534 | 3.1824 | 0.8054 | 0.8783 |
| 4 | 2.1318 | 2.7764 | 0.7293 | 0.8114 |
| 5 | 2.0150 | 2.5706 | 0.6694 | 0.7545 |
| 6 | 1.9432 | 2.4469 | 0.6215 | 0.7067 |
| 7 | 1.8946 | 2.3646 | 0.5822 | 0.6664 |
| 8 | 1.8595 | 2.3060 | 0.5494 | 0.6319 |
| 9 | 1.8331 | 2.2622 | 0.5214 | 0.6021 |
| 10 | 1.8125 | 2.2281 | 0.4973 | 0.5760 |
| 11 | 1.7959 | 2.2010 | 0.4762 | 0.5529 |
| 12 | 1.7823 | 2.1788 | 0.4575 | 0.5324 |
| 13 | 1.7709 | 2.1604 | 0.4409 | 0.5140 |
| 14 | 1.7613 | 2.1448 | 0.4259 | 0.4973 |
| 15 | 1.7531 | 2.1314 | 0.4124 | 0.4821 |
| 16 | 1.7459 | 2.1199 | 0.4000 | 0.4683 |
| 17 | 1.7396 | 2.1098 | 0.3887 | 0.4555 |
| 18 | 1.7341 | 2.1009 | 0.3783 | 0.4438 |
| 19 | 1.7291 | 2.0930 | 0.3687 | 0.4329 |
| 20 | 1.7247 | 2.0860 | 0.3598 | 0.4227 |
| 21 | 1.7207 | 2.0796 | 0.3515 | 0.4132 |
| 22 | 1.7171 | 2.0739 | 0.3438 | 0.4044 |
| 23 | 1.7139 | 2.0687 | 0.3365 | 0.3961 |
| 24 | 1.7109 | 2.0639 | 0.3297 | 0.3882 |
| 25 | 1.7081 | 2.0595 | 0.3233 | 0.3809 |
| 26 | 1.7056 | 2.0555 | 0.3172 | 0.3739 |
| 27 | 1.7033 | 2.0518 | 0.3115 | 0.3673 |
| 28 | 1.7011 | 2.0484 | 0.3061 | 0.3610 |
| 29 | 1.6991 | 2.0452 | 0.3009 | 0.3550 |
| 30 | 1.6973 | 2.0423 | 0.2960 | 0.3494 |
| 31 | 1.6955 | 2.0395 | 0.2913 | 0.3440 |
| 32 | 1.6939 | 2.0369 | 0.2869 | 0.3388 |
| 33 | 1.6924 | 2.0345 | 0.2826 | 0.3338 |
| 34 | 1.6909 | 2.0322 | 0.2785 | 0.3291 |
| 35 | 1.6896 | 2.0301 | 0.2746 | 0.3246 |
| 36 | 1.6883 | 2.0281 | 0.2709 | 0.3202 |
| 37 | 1.6871 | 2.0262 | 0.2673 | 0.3160 |
| 38 | 1.6860 | 2.0244 | 0.2638 | 0.3120 |
| 39 | 1.6849 | 2.0227 | 0.2605 | 0.3081 |
| 40 | 1.6839 | 2.0211 | 0.2573 | 0.3044 |
| 41 | 1.6829 | 2.0195 | 0.2542 | 0.3008 |
| 42 | 1.6820 | 2.0181 | 0.2512 | 0.2973 |
| 43 | 1.6811 | 2.0167 | 0.2483 | 0.2940 |
| 44 | 1.6802 | 2.0154 | 0.2455 | 0.2907 |
| 45 | 1.6794 | 2.0141 | 0.2429 | 0.2876 |
| 46 | 1.6787 | 2.0129 | 0.2403 | 0.2845 |
| 47 | 1.6779 | 2.0117 | 0.2377 | 0.2816 |
| 48 | 1.6772 | 2.0106 | 0.2353 | 0.2787 |
| 49 | 1.6766 | 2.0096 | 0.2329 | 0.2759 |
| 50 | 1.6759 | 2.0086 | 0.2306 | 0.2732 |
| 51 | 1.6753 | 2.0076 | 0.2284 | 0.2706 |
| 52 | 1.6747 | 2.0066 | 0.2262 | 0.2681 |
| 53 | 1.6741 | 2.0057 | 0.2241 | 0.2656 |
| 54 | 1.6736 | 2.0049 | 0.2221 | 0.2632 |
| 55 | 1.6730 | 2.0040 | 0.2201 | 0.2609 |
| 56 | 1.6725 | 2.0032 | 0.2181 | 0.2586 |
| 57 | 1.6720 | 2.0025 | 0.2162 | 0.2564 |
| 58 | 1.6716 | 2.0017 | 0.2144 | 0.2542 |
| 59 | 1.6711 | 2.0010 | 0.2126 | 0.2521 |
| 60 | 1.6706 | 2.0003 | 0.2108 | 0.2500 |
| 61 | 1.6702 | 1.9996 | 0.2091 | 0.2480 |
| 62 | 1.6698 | 1.9990 | 0.2075 | 0.2461 |
| 63 | 1.6694 | 1.9983 | 0.2058 | 0.2441 |
| 64 | 1.6690 | 1.9977 | 0.2042 | 0.2423 |
| 65 | 1.6686 | 1.9971 | 0.2027 | 0.2404 |

Sumber: (Ghozali, 2006:311)



Universitas Brawijaya

UNIVERSITAS BRAWIJAYA
POJOK BEI (IDX- Indonesia Stock Exchange)



Indonesia Stock Exchange

SURAT KETERANGAN
NO.034/P.BEI-UB/XII/08

Yang bertanda tangan di bawah ini, Direktur Pojok Bursa Efek Indonesia (BEI) Universitas Brawijaya Malang Menerangkan bahwa:

Nama : AHMAD SURYANNUDIN ZUHRI
Nim : 0110320006 - 32
Fakultas / Jurusan : ILMU ADMINISTRASI / ADMINISTRASI BISNIS
Perguruan Tinggi : UNIVERSITAS BRAWIJAYA MALANG
Alamat : Jl. Mayjend. Haryono 163 Malang

Telah mengadakan penelitian dalam rangka penyusunan skripsi di Pojok Bursa Efek Indonesia (BEI) Universitas Brawijaya Malang pada bulan Juni 2008 - Juli 2008. Penelitian tersebut berjudul:

“ANALISIS UJI BEDA TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM PT. HM. SAMPOERNA SEBELUM DAN SESUDAH TAKE OVER”

Demikian surat keterangan ini dibuat untuk digunakan sebagaimana – mestinya.

Malang, 09 Desember 2008

Direktur



Zaki Baridwan
NIP.131943895

Pojok BEI – UB
Gedung Pusat Pengembangan Akuntansi (PPA)
Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya
Jl. Mayjen Haryono 165, Malang 65145 – Indonesia
Telp: 0341-556280, 551396 (psw.230)
Fax: 0341-556280

RIWAYAT HIDUP

Nama : Ahmad Suryannudin Zuhri
 Nomor Induk Mahasiswa : 0110320006-32
 Tempat dan Tanggal Lahir : Malang, 3 Januari 1981
 No. HP : 085 649 101 301
 Pendidikan : 1. SD Negeri Ngenep III, Kec. Karangploso, Kab. Malang, tamat tahun 1993.
 2. SMPN 1 Singosari Kab. Malang, tamat tahun 1996.
 3. SMK Negeri 3 Buduran Kab. Sidoarjo, tamat tahun 2000.

Pekerjaan (bagi yang sudah bekerja) : -

Publikasi-publikasi atau karya ilmiah : -

