

DAMPAK MERJER DAN AKUISISI TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM PERUSAHAAN DI INDONESIA PERIODE 2016-2018

Chaerani Nisa

Program Studi Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Pancasila
Chaerani.nisa@univpancasila.ac.id

Muji Astuti

Program Studi Manajemen
Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen dan Ilmu Komputer ESQ
mujiastuti@esqbsa.ac.id

Christy Dwita Mariana

Program Studi Kewirausahaan
Fakultas Sosial
Podomoro University
christy.mariana@podomorouniversity.ac.id

ABSTRAK

Abnormal return merupakan salah satu indikasi adanya asimetri informasi di pasar modal. Salah satu hal yang dapat menimbulkan *abnormal return* adalah aksi korporasi. Penelitian ini dilaksanakan dengan basis *event study* untuk melihat perbedaan *return* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman merjer dan akuisisi (M&A). Hasil dari penelitian terhadap 4 perusahaan di Indonesia ditemukan adanya perbedaan rerata *return* perusahaan berdasarkan variabel *Cumulative Average Return* (CAR), *Cumulative Market Adjusted Return* (CMAR) dan *Difference* (Dif). Berdasarkan uji beda dengan metode CAR dan CMAR menunjukkan

bahwa ada perbedaan rerata *return* perusahaan pra dan pasca pengumuman M&A pada tingkat signifikansi 1%.

Kata kunci : Merjer dan Akuisisi, *Abnormal Return*, *Event Study*

PENDAHULUAN

Pergerakan harga saham sebelum dan sesudah *event* tertentu, diantaranya merjer dan akuisisi, mengindikasikan adanya *asymmetric information*. Akses terhadap informasi sebelum terjadinya pengumuman suatu *event*, seperti *insider trading*, diduga menimbulkan reaksi yang tidak biasa dan tergambar dalam *abnormal return* selama *event window*. Penelitian untuk melihat pengaruh peningkatan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *stock split* yang dilakukan Nguyen et. al, (2017), Olmo et. al, (2011), Meulbroek (1992), menyimpulkan akses informasi yang dimiliki *insider trading* memiliki peran besar dalam pergerakan harga saham. Penelitian (Rosen, 2006) melihat reaksi pasar dan *abnormal return* yang disebabkan pengumuman merjer dan akuisisi pada perusahaan target dikaitkan dengan *return* jangka panjang. Studi ini menunjukkan harga saham perusahaan akan bergerak naik bila pengumuman merjer diapresiasi dengan baik oleh perusahaan lain. *Abnormal return* yang disebabkan pengumuman terhadap suatu *event* mendorong penelitian berkelanjutan dengan latar belakang data yang berbeda. Termotivasi untuk melakukan studi sejenis, penelitian ini dimaksudkan untuk melihat pengaruh pengumuman *event* merjer dan akuisisi (M&A) terhadap pergerakan saham di Indonesia.

Penelitian ini ditujukan untuk melihat apakah ada perbedaan *return* setelah adanya pengumuman merjer dan akuisisi (M&A) pada perusahaan di Indonesia periode 2016 hingga 2018. Uji beda dilakukan untuk melihat perbedaan rerata antara *return* sebelum pengumuman dan *return* setelah pengumuman. *Return* yang digunakan dalam uji beda rerata adalah *return* dalam bentuk CMAR dan CAR. Nilai *expected return* diperoleh melalui regresi variabel *return* saham sebagai variabel dependen terhadap variabel *market return* (IHSG) sebagai variabel independen. Hasil penelitian dengan uji beda pada perhitungan *return* dengan metode CMAR memperlihatkan adanya perbedaan yang signifikan antara periode sebelum pengumuman dan setelah pengumuman. Tingkat keyakinan pada hasil pengujian adalah sebesar 99% yang diperoleh dari nilai signifikansi yang di bawah 0.01 pada seluruh pengujian. Seluruh variabel menunjukkan rata-rata *return* setelah pengumuman lebih tinggi

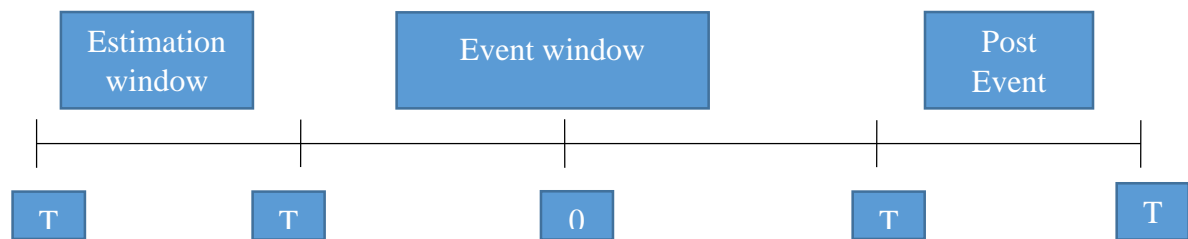
dari rata-rata *return* sebelum pengumuman, kecuali *return* saham CTRA. Kontribusi penelitian ini adalah menyediakan informasi terkait pengaruh pengumuman M&A terhadap perbedaan *return* antara periode sebelum dan setelah pengumuman. Informasi tersebut dapat digunakan oleh perusahaan, investor dan regulator untuk meminimalkan faktor yang mempengaruhi peningkatan *assymetric information*.

Struktur paper ini dipresentasikan sebagai berikut. Bagian dua memuat kerangka teoritis terkait *event study* dan pengembangan hipotesis. Data, variabel dan metodologi penelitian dijelaskan dalam bagian tiga. Pembahasan secara mendalam berdasarkan teori dan metode penelitian diuraikan dalam bagian empat. Bagian lima menjelaskan kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya dalam rangka memperbaiki penelitian sebelumnya.

TELAAH PUSTAKA

Event study merupakan metode untuk mengukur pengaruh suatu peristiwa terhadap suatu variable bebas, yang biasanya dicerminkan dalam harga saham. Pada pasar yang efisien, informasi diasumsikan tersedia dan kenaikan atau penurunan harga saham mengindikasikan adanya *assymetric information* yang diterima oleh investor. Penelitian terhadap pengumuman *stock split* mengindikasikan *abnormal return* pada saat pengumuman hingga eksekusi (Hausman et.al.,1971). Copeland (1979) menjelaskan *trading range explanation*, pemecahan saham menyebabkan harga bergerak turun dan investor mengapresiasi hal tersebut dengan baik. *Liquidity explanation* dikemukakan oleh (Muscarella and Vetsuypens, 1996), peningkatan likuiditas karena *stock split* akan mendorong pergerakan harga saham. (Fama et. Al, 1969) dalam *signaling explanation* mengindikasikan adanya *assymetric information* yang diterima oleh investor dan menjadi sentimen sehingga pasar bereaksi secara berlebihan. (Rosen, 2006) membandingkan reaksi pada saat pengumuman merger dan akuisisi dengan *return* jangka panjang dan menyimpulkan terdapat kenaikan harga saham perusahaan. Penelitian (Rosen, 2006) didasarkan pada teori neoklasik yang berasumsi motivasi merger didasarkan pada keinginan untuk meningkatkan *shareholder value*, sehingga merger momentum dihasilkan oleh peningkatan sinergi perusahaan merger. Teori kedua dikaitkan dengan tujuan tertentu yang dimiliki manager dan berakibat *shareholder* bereaksi terhadap informasi tersebut. Teori ketiga disandarkan pada optimisme yang *shareholder* sehingga memicu reaksi investor yang berlebihan.

Menurut penelitian Rosen (2006), reaksi pasar pada saat pengumuman dibandingkan dengan *return* jangka panjang dapat digunakan untuk memahami penyebab *merger momentum*. *Return* jangka panjang diukur dalam kurun waktu T0 hingga pada saat pengumuman merger (*estimation window*). Dalam menentukan berapa cepat informasi memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga saham, peneliti biasanya menggunakan *return* harian, bulanan atau pekanan. Pada pasar yang efisien, horizon *event study* dapat dipertimbangkan sesuai dengan tujuan penelitian. *Short horizon*, 1 bulan sebelum dan 1 bulan sesudah pengamatan dimaksudkan untuk mengukur seberapa cepat pengumuman (*event*) mempengaruhi pergerakan harga saham. Untuk mengetahui adanya *abnormal return*, *event window* ditentukan dari periode T1 hingga T2, sebelum dan sesudah pengumuman merger dilakukan. *Post event window* antara periode T2 hingga T3 bertujuan untuk menganalisis pergerakan harga saham setelah periode pengamatan selesai.



Sumber : (Wong), diolah

Gambar 1 Timeline of Event Studies

Event study digunakan untuk menguji *information content* suatu peristiwa di pasar saham dan meneliti reaksi yang ditunjukkan dengan perubahan harga, sehingga menyebabkan *abnormal return*. Dalam *efficient market hypotheses*, *sentiment investor*, pertimbangan managerial dan factor lainnya diasumsikan telah tercermin dalam harga sehingga pengaruh event hanya dikaitkan dengan *return (average return)*. *Average return* dihitung dengan formula berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - \beta_i \times R_{mt} \tag{1}$$

Dalam *event study* kenaikan dan penurunan *return* disebut *abnormal return*, karena kondisi tersebut tidak dapat dijelaskan atau *abnormal*, berasal dari reaksi tidak terduga atas suatu peristiwa. Rosen (2006) menentukan *abnormal return* dan *cumulative abnormal announcement return (CAAR)* harga saham satu tahun sebelum pengumuman merger. Market model yang digunakan sebagai berikut:

$$CAAR = \sum_{t=-2}^2 (R_t - R_{index,t}), \tag{2}$$

Dalam mempekirakan CAAR, Rosen (2006) menggunakan *market index* yang berkorelasi tinggi dengan return perusahaan target, mengacu pada value average market index (Fuller et. al, 2002). Rosen (2006) melihat *long run result* dengan *buy and hold abnormal return (BHAR)*, yang merepresentasikan nilai saham perusahaan target dalam waktu yang panjang.

$$\text{BHAR} = \frac{\prod_{t=1}^T (1 + R_t)}{\prod_{t=1}^T (1 + R_{\text{index},t})} \quad (3)$$

The market adjusted return method dan *cumulative market adjusted return method (CMAR)* mendefinisikan *abnormal return* sebagai selisih antara *stock actual return* dengan *market return (index)* pada waktu t . Dalam menghitung abnormal return dalam penelitiannya tentang *stock split*, (Nguyen et. al, 2017) menggunakan CMAR dengan pertimbangan sampel yang besar.

$$\text{CMAR}_i = \left(\prod_{t=-30}^n (1 + \text{RET}_{it} - \text{IHSG}_{it}) \right) - 1 \quad (4)$$

Penelitian dalam *stock split* (Nguyen et. al, 2017)), menunjukkan akses informasi yang dimiliki *insider trading* memiliki peran besar dalam pergerakan harga saham sehingga menimbulkan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Untuk melihat perbedaan antara sebelum dan sesudah pengumuman, yang mengindikasikan dominasi insider trading Nguyen et. al (2017) menggunakan formula berikut:

$$\text{Dif}_{(-j,+j)} = \left[\frac{P_{(0)} - P_{(-j)}}{P_{(-j)}} - \frac{\text{Index}_{(0)} - \text{Index}_{(-j)}}{\text{Index}_{(-j)}} \right] - \left[\frac{P_{(j)} - P_{(0)}}{P_{(-j)}} - \frac{\text{Index}_{(j)} - \text{Index}_{(0)}}{\text{Index}_{(-j)}} \right] \quad (5)$$

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi abnormal return pada periode (*event window*) sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tanpa menganalisis variable pemicu. Studi dilakukan pada perusahaan yang mengakuisisi maupun perusahaan target secara individual dan bersama-sama (rerata) untuk melihat tingkat abnormal return pada dua sisi.

METODE PENELITIAN

Metode Seleksi dan Pengumpulan Data

Data-data yang dipergunakan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder, yakni menggunakan metode dokumentasi. Pengambilan data dilakukan melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia yang diperoleh melalui situs

<http://www.idx.co.id>, harga saham perusahaan dan indeks harga saham gabungan (IHSG) harian yang diperoleh melalui DataStream serta jurnal-jurnal dan buku teks yang mempunyai tema merger dan akuisisi.

Pengambilan sampel penelitian adalah melalui teknik *purposive sampling*, yakni perusahaan publik yang mengalami merger dan akuisisi, baik perusahaan target maupun pengakuisisi, dan tercatat di BEI dari tahun 2016-2018. Diperoleh empat perusahaan setelah tindakan penggabungan, yaitu PT Gunadawan Dianjaya Steel (GDST), PT Sejahteraraya (SRAJ), PT Ciputra Development (CTRA) dan PT Bank Sumitomo Mitsui Indonesia (SMBCI). Dikarenakan SMBCI tidak terdaftar di BEI, maka data perusahaan diwakilkan oleh perusahaan target yaitu PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional (BTPN). Total data yang diperoleh adalah tujuh perusahaan sebagai berikut.

Tabel 1 Data Yang Digunakan

No.	Kode	Nama	Setelah penggabungan	Perusahaan Target	Tanggal Pengumuman	Tanggal Efektif
1	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk	GDST	JPRS	6/21/2018	10/8/2018
	GDST	Gunawan Dianjaya Steel				
2	SRAJ	PT Sejahteraraya Anugrahjaya Tbk	SRAJ	BMC*	3/13/2018	6/7/2018
	BMC	Bogor Medical Center				
3	CTRA	PT Ciputra Development	CTRA	CTRP	10/24/2016	1/19/2017
	CTRS	PT Ciputra Surya Tbk		CTRS		
	CTRP	PT Ciputra Property Tbk				
4	BTPN	PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional	SMBCI*	BTPN	8/2/2018	1/2/2019
	SMBCI	PT Bank Sumitomo Mitsui Indonesia				

Keterangan : *= data tidak tersedia di BEI

Sumber : BEI, diolah

Definisi Operasional Penelitian

Berdasarkan kajian literatur yang telah disampaikan pada bagian sebelumnya, variabel penelitian yang digunakan ditujukan untuk mengukur *abnormal return* dari aksi korporasi spesifik, yaitu merger dan akuisisi. Dengan demikian, definisi operasional penelitian adalah sebagai berikut.

Cumulative Market Adjusted Return (CMAR)

$$CMAR = \left(\prod_{t=-30}^n (1 + RET_{it} - IHSG_{it}) \right) - 1 \quad (6)$$

Dengan :

RET_{it} = return saham i pada hari t

$IHSG_{it}$ = return indeks IHSG pada hari t

Variabel ini ditujukan untuk mengukur kumulatif return saham harian sejak t=-30 hingga hari t dan telah disesuaikan dengan pasar yang diwakilkan oleh indeks IHSG.

Cumulative Abnormal Return (CAR)

$$CAR_{it} = \sum_{t=-30}^i AR_{it} \quad (7)$$

Dengan :

AR_{it} = abnormal return saham i pada hari t, yang diperoleh melalui perhitungan berikut.

$$AR_{it} = R_{it} - \beta_i \times R_{mt}$$

Dengan :

R_{it} = return saham i pada hari t

β_i = beta saham i

R_{mt} = return pasar pada hari t

Variabel CAR ini digunakan untuk mengukur akumulasi *abnormal* return saham i sejak t=-30 hingga hari t. Abnormal return saham i pada hari t diperoleh melalui perhitungan *single index model* dengan beta hasil regresi harga saham harian i terhadap indeks IHSG.

Difference Return Pre- and Post- Announcement (Dif)

$$Dif_{(-j,+j)} = \left[\frac{P_{(0)} - P_{(-j)}}{P_{(-j)}} - \frac{Index_{(0)} - Index_{(-j)}}{Index_{(-j)}} \right] - \left[\frac{P_{(j)} - P_{(0)}}{P_{(-j)}} - \frac{Index_{(j)} - Index_{(0)}}{Index_{(-j)}} \right] \quad (8)$$

Dengan :

P_0 = harga saham pada t 0

P_{-j} = harga saham pada t=-j

P_j = harga saham pada t=j

$Index_0$ = indeks IHSG pada t 0

$Index_{-j}$ = indeks IHSG pada t=-j

$Index_j$ = indeks IHSG pada t=j

Variabel Dif ini ditujukan untuk mengukur perbedaan return saham perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman akan adanya aksi korporasi. T=-j atau t=j ditentukan berdasarkan *event window* yang digunakan pada penelitian, yakni antara t=-15 hingga t=+15 serta t=-30 hingga t=+30

Metode Analisis Data

Berdasarkan tujuan penelitian untuk melihat adanya *abnormal return* perusahaan terhadap aksi korporasi merger dan akuisisi yang dilakukan, maka penelitian ini menggunakan variabel CMAR, CAR dan Dif. Untuk menghitung CAR, beta perusahaan diperoleh melalui analisis regresi return saham harian terhadap return indeks IHSG dalam satu tahun (250 hari perdagangan). Analisis regresi diterapkan melalui metode *Least Square* dan ARCH (*Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). Pemilihan beta didasarkan pada hasil melalui metode regresi mana yang memiliki tingkat signifikansi lebih tinggi.

Apabila terdapat perdagangan dari informasi yang diketahui oleh *insider*, maka terjadi *abnormal return* pada 25 hari sebelum pengumuman aksi korporasi (Olmo et al., 2011). Selain itu, pasar modal pun mendeteksi perdagangan yang dilakukan oleh *insider* sehingga menjadi pemberi kontribusi terbesar terhadap pembentukan harga saham sebelum aksi korporasi tersedia untuk publik (Meulbroek, 1992). Untuk melihat apakah ada perbedaan *return* setelah adanya pengumuman M&A, peneliti melakukan uji beda. Uji beda dilakukan

dengan melihat perbedaan rerata antara *return* sebelum pengumuman dan *return* setelah pengumuman. *Return* yang digunakan dalam uji beda rerata adalah *return* dalam bentuk CMAR dan CAR.

Sebelum melakukan pengujian, peneliti menentukan alat analisis yang akan digunakan. Penentuan alat analisis berdasarkan tiga hal, pertama apakah data terdistribusi normal atau tidak. Kedua, rentang waktu observasi tidak besar. Ketiga, pengujian dilakukan dengan menggunakan variabel *return* saham sebagai variabel dependen dan variabel periode pengamatan (sebelum dan sesudah pengamatan) sebagai variabel independen. Dengan demikian, variabel dependen berbentuk rasio sedangkan variabel independen berbentuk kategori. Dimana kategori 1 untuk periode sebelum pengumuman dan kategori 2 untuk periode setelah pengumuman.

Analisis terhadap nilai CAR, CMAR dan Dif dilakukan dengan cara penggambaran grafik berdasarkan tiap-tiap perusahaan (target dan pengakuisisi) serta perusahaan setelah penggabungan secara keseluruhan. Kemudian, nilai dari variabel-variabel terkait akan dirata-ratakan untuk digambarkan grafik pergerakannya sebelum dan setelah tanggal pengumuman merger dan akuisisi. Untuk mengeliminasi subjektivitas interpretasi grafik nilai-nilai variabel penelitian, diterapkan *independent t-test* dan *Mann Whitney U*. *Independent t-test* digunakan jika data yang dianalisis terdistribusi normal (*Parametric Test*). Sedangkan *Mann Whitney U Test* digunakan jika data tidak terdistribusi normal (*Non Parametric Test*). Grafik tersedia dalam dua *event window*, yakni $t=-30$ hingga $t=+30$ dan $t=-15$ hingga $t=+15$.

Mengacu pada penjelasan di atas, maka hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut

H_0 = Tidak terdapat perbedaan *return* antara periode sebelum pengumuman dan periode setelah pengumuman

H_1 = Terdapat perbedaan rerata antara *return* sebelum pengumuman dan *return* setelah pengumuman.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Regresi

Untuk mendapatkan nilai *expected return*, maka dilakukan regresi pada kesemua variabel saham yang menjadi observasi pada penelitian ini ini. Variabel *return* saham menjadi variabel dependen sedangkan variabel *return* IHSG menjadi variabel independen. Regresi ini dibuat berdasarkan model *Single Index Factor*. Tujuan dari regresi ini adalah untuk mendapatkan intercept dan beta yang selanjutnya akan digunakan untuk memperkirakan nilai dari *expected return*. Hasil dari regresi pada masing-masing saham adalah sebagai berikut

Tabel 2 Hasil Regresi dengan Menggunakan Model *Single Index*

Saham	Intercept	Beta
SRAJ	0.000	-0.599
GDST	0.000	0.323
JPRS	0.001	0.289
BTPN	0.002	0.392**
CTRS	0.000	0.968
CTRA	0.002	1.352***
CTRP	0.002	1.072***

*** : Signifikan pada level 5%

** : Signifikan pada level 10%

* : Signifikan pada level 15%

Sumber : Data diolah peneliti

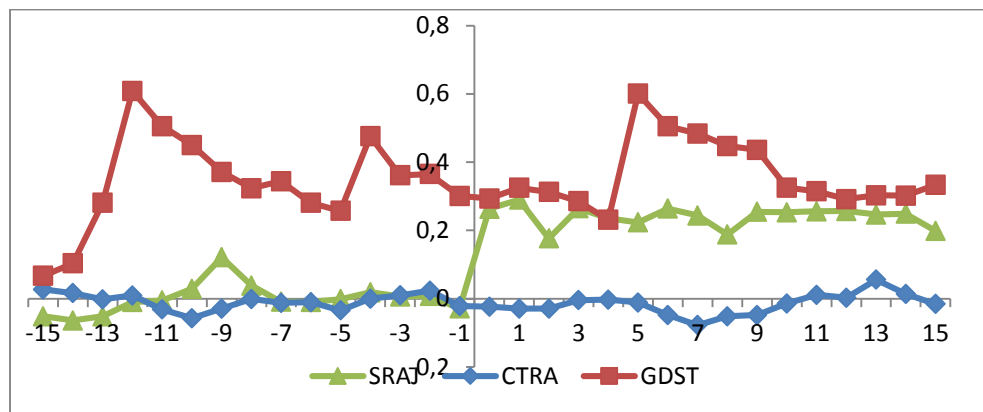
1.1 Cumulative Market Abnormal Return (CMAR)

Pengamatan *event studies* dengan menggunakan metode CMAR dibahas pada bagian berikut ini.

1.1.1 Perusahaan Pengakuisisi

Pada rentang tahun 2016 hingga 2018 tercatat empat perusahaan yang melakukan akuisisi. Keempat perusahaan tersebut adalah GDST, SRAJ dan CTRA. Grafik berikut menggambarkan CMAR pada ketiga perusahaan tersebut.

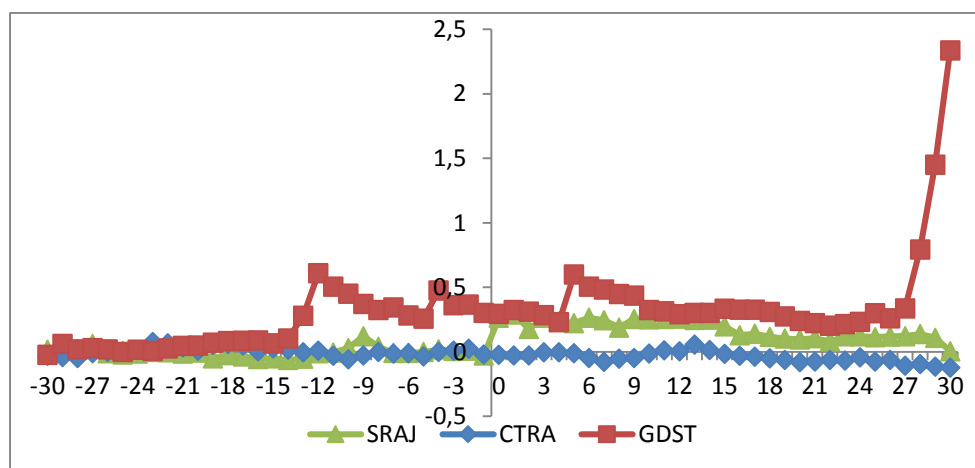
Grafik 1 CMAR Perusahaan Pengakuisisi (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Grafik 1 menunjukkan CMAR dengan rentang waktu 15 hari sebelum tanggal pengumuman akuisisi dan 15 hari setelah diumumkannya rencana akuisi. Lonjakan *CMAR* saham pada SRAJ terjadi hari pengumuman atau $t=0$. Pada saham perusahaan GDST, pergerakan cenderung tidak berbeda jauh. Sementara pada CTRA, *CMAR* saham setelah *event* terlihat lebih rendah pada kondisi setelah terjadinya akuisisi. *CMAR* saham positif hanya terjadi antara hari ke-11 hingga hari ke-15 setelah pengumuman M&A.

Grafik 2 CMAR Perusahaan Pengakuisisi (-30,30)



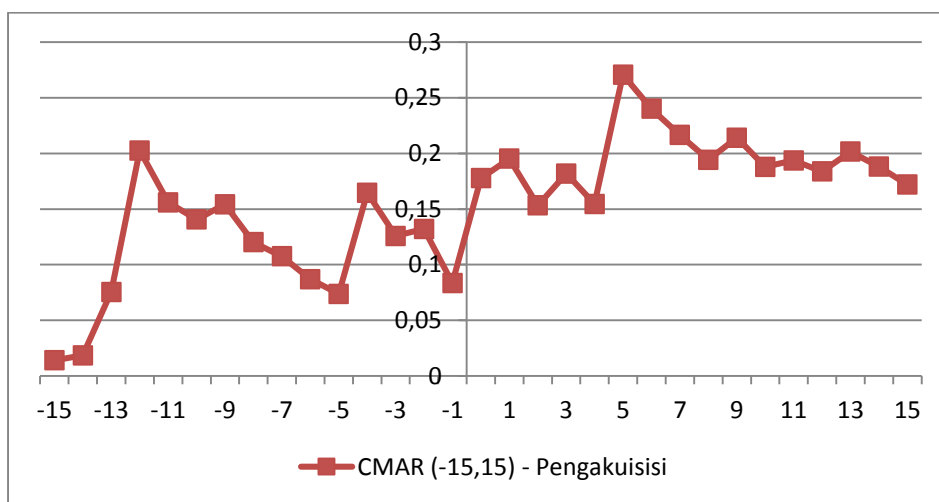
Sumber: Datastream, diolah

Grafik 2 memperlihatkan observasi *event* yang diperpanjang hingga 30 hari sebelum pengumuman dan 30 hari setelah pengumuman. Diperpanjangnya rentang waktu menunjukkan pergerakan *CMAR* pada periode sebelum hari ke - 15 atau t_{-15} . Sebelum periode t_{-15} , *CMAR* GDST meningkat perlahan-lahan, hingga akhirnya setelah t_{-15} , *CMAR* GDST meningkat drastis. Walaupun sempat mengalami penurunan, *tren* kenaikan terus terjadi dan *CMAR* GDST setelah t_{-15} tidak kembali lagi ke tingkatan sebelum t_{-15} . *CMAR*

GDST pada periode setelah 15 hari dari pengumuman, masih relatif tinggi. Pada hari ke 26, *CMAR* mengalami lonjakan yang cukup tinggi. Lonjakan ini terus berlangsung hingga 30 hari setelah pengumuman.

CMAR SRAJ dan CTRA sebelum pengumuman cenderung stabil tanpa peningkatan yang signifikan. *CMAR* SRAJ setelah pengumuman lebih tinggi daripada *CMAR* sebelum pengumuman. Kondisi ini terus berlangsung setelah hari ke - 15. Namun setelah hari ke - 15, *CMAR* mulai menurun. Sedangkan pada CTRA, *CMAR* setelah hari ke-15 terus mengalami penurunan hingga hari ke-30.

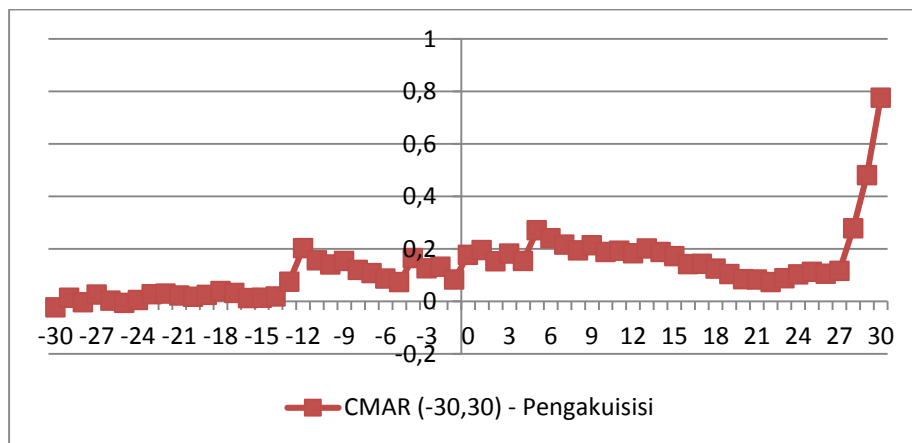
Grafik 3 Rata-rata *CMAR* (-15,15) (Pengakuisisi)



Sumber: Datastream, diolah

Grafik 3 menunjukkan *CMAR* dengan metode *CMAR* setelah dirata-rata dari ketiga perusahaan pengakuisisi. Sebelum pengumuman, tidak terlihat adanya kenaikan *CMAR* secara terus menerus. Pergerakan *CMAR* saham aktif terjadi setelah t_{-15} .

Grafik 4 Rata-rata *CMAR* (-30,30) (Pengakuisisi)



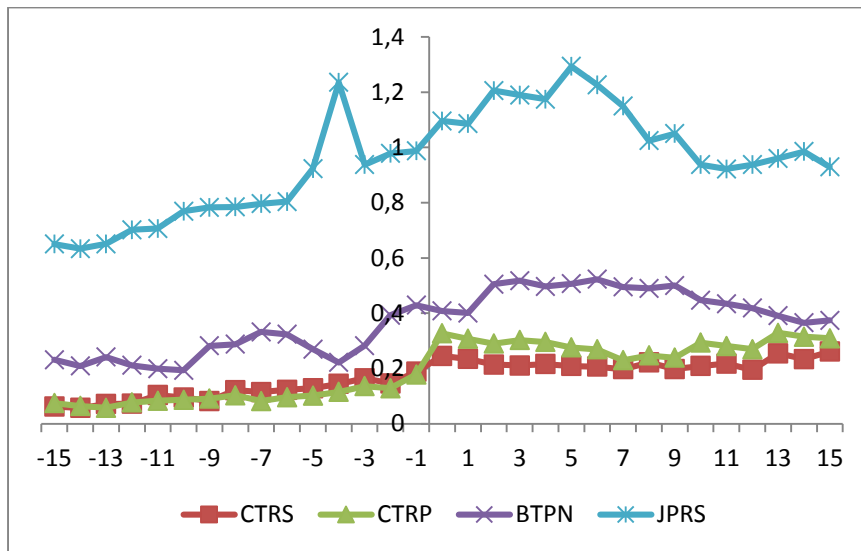
Sumber: Datastream, diolah

Pergerakan *CMAR* dengan periode antara -30 sebelum dan 30 setelah pengumuman, dapat dilihat pada Grafik 4. Secara rata-rata, *CMAR* mengalami peningkatan cukup tinggi setelah t_{-15} . Pergerakan rerata cenderung mengikuti pergerakan dari *CMAR* GDST. Kondisi ini terjadi karena *CMAR* GDST yang lebih besar dari *CMAR* SRAJ dan CTRA.

1.1.2 Perusahaan Target

Bagian ini menjelaskan hasil perhitungan *event studies* dengan menggunakan metode *CMAR* pada *CMAR* dari empat perusahaan yang menjadi perusahaan target. Keempat perusahaan tersebut adalah CTRS, CTRP, BTPN dan JPRS. *CMAR* JPRS lebih tinggi dari *CMAR* perusahaan target lainnya. Kesemua perusahaan target menunjukkan adanya *trend* *CMAR* meningkat pada periode sebelum pengumuman. Setelah pengumuman, *CMAR* dari keempat perusahaan masih di atas *CMAR* sebelum pengumuman. Pada JPRS, *CMAR* sempat meningkat drastis pada t_{+4} . Kemudian pada t_{+3} , *CMAR* kembali menurun namun tidak kembali ke *CMAR* sebelum t_{+4} . Setelah pengumuman *tren* *CMAR* meningkat terus terjadi dan baru menurun setelah t_{+6} . Setelah t_{+6} , penurunan terus terjadi. *CMAR* BTPN sebelum pengumuman juga meningkat. Meskipun peningkatannya tidak sebesar JPRS. Peningkatan tertinggi terjadi pada hari ke 3 sebelum pengumuman. Setelah pengumuman, *CMAR* kembali meningkat, kemudian stabil. Kondisi ini terjadi hingga 10 hari setelah pengumuman. Setelah itu, *CMAR* menurun

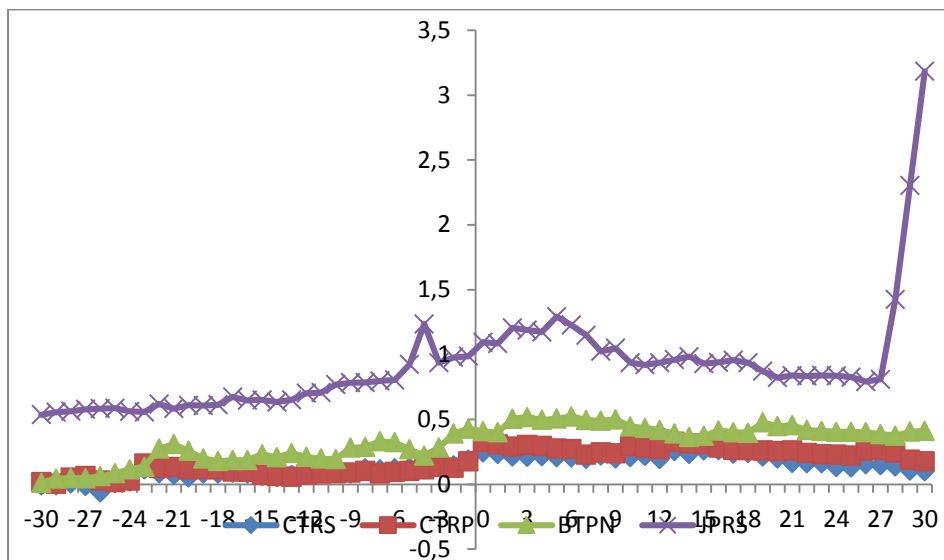
Grafik 5 CMAR Perusahaan Target (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Pergerakan *CMAR* CTRS dan CTRP relatif sama pada Grafik IV-5. Hal ini dikarenakan kedua perusahaan diakusisi oleh perusahaan yang sama yaitu CTRA, untuk kemudian keduanya akan berubah nama menjadi satu yaitu CTRA. Sebelum pengumann, *CMAR* keduanya meningkat. Pada hari pengumuman terjadi peningkatan *CMAR* yang drastis. Setelah pengumuman, *CMAR* saham kedua perusahaan menurun. Hingga hari ke-15, *CMAR* keduanya cenderung stabil.

Grafik 6 CMAR Perusahaan Target (-15,15)

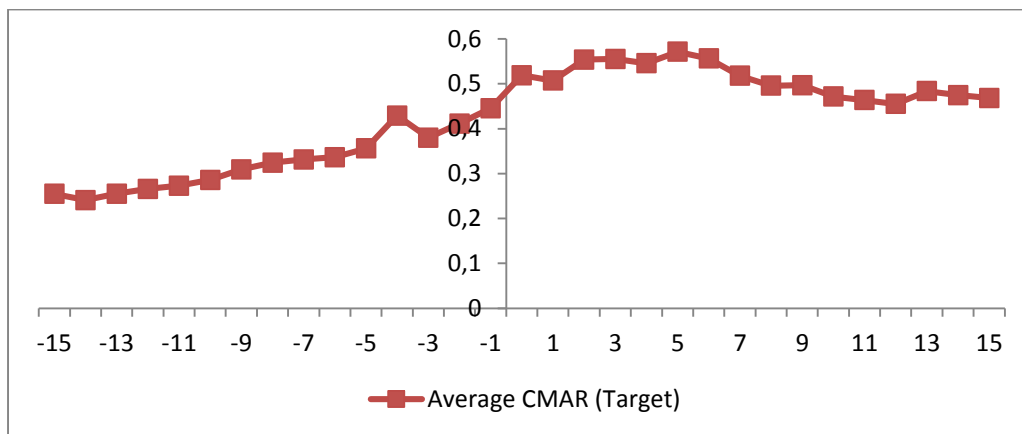


Sumber: Datastream, diolah

Pada gambar di atas, pengamatan diperpanjang hingga 30 hari sebelum dan sesudah pengumuman. BTPN menunjukkan kenaikan *CMAR* pada 30 hari sebelum pengumuman hingga hari ke 22 sebelum pengumuman. Setelah itu, *CMAR* BTPN relatif stabil walaupun berfluktuatif. Pada JPRS juga terjadi *CMAR* positif sebelum pengumuman. Setelah pengumuman pada hari ke 6 dan seterusnya terjadi penurunan. Hingga akhirnya meningkat tinggi pada hari ke 26.

CMAR CTRS dan CTRP meningkat namun tidak terlalu tinggi. Lima belas hari setelah pengumuman, *CMAR* kedua menurun. Penurunan *CMAR* pada CTRS lebih besar daripada penurunan *CMAR* pada CTRP.

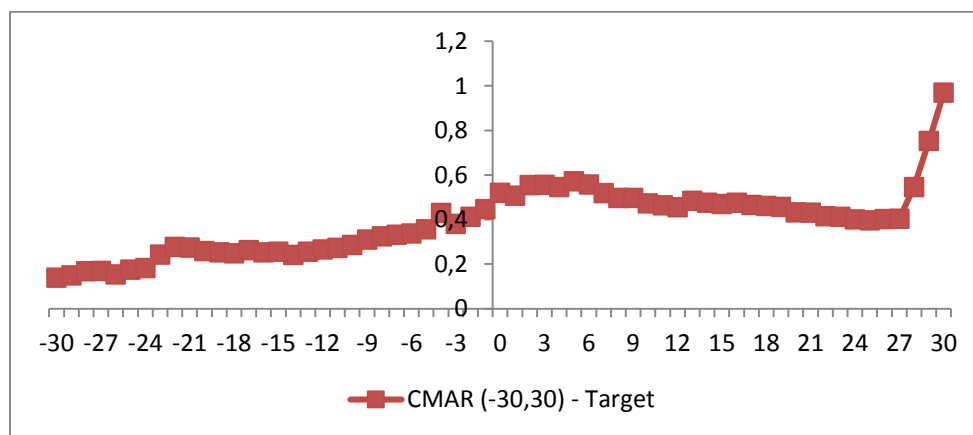
Grafik 7 Average CMAR Perusahaan Target (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Rata-rata *CMAR* perusahaan target menunjukkan adanya peningkatan *CMAR* seperti tersedia pada Grafik IV-7. Setelah pengumuman, *CMAR* meningkat dan stabil di atas posisi *CMAR* sebelum penumuman. Meskipun sempat mengalami penurunan, namun rata-rata *CMAR* masih cenderung tinggi.

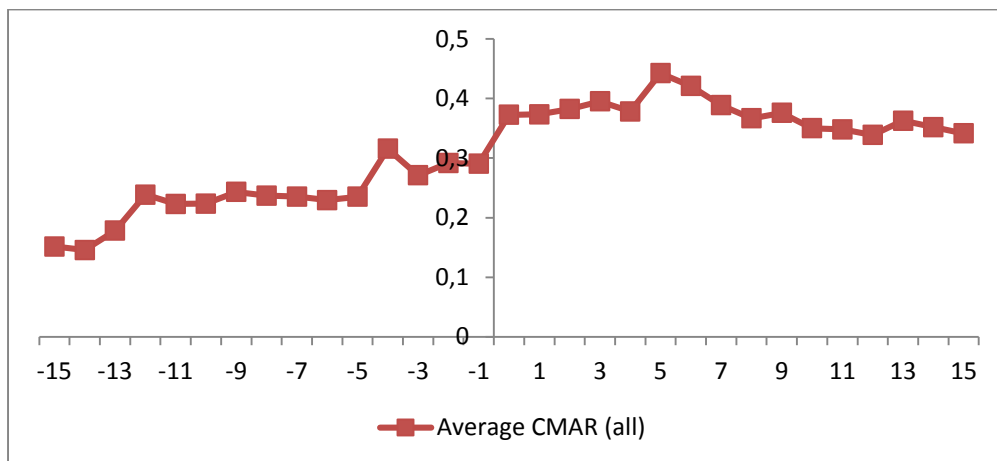
Grafik 8 Average CMAR (-30,30)



Sumber: Datastream, diolah

Grafik 8 menunjukkan *CMAR* untuk rentang waktu yang lebih panjang lagi. Rentang waktu yang digunakan berikutnya adalah 30 hari sebelum pengumuman dan 30 hari setelah pengumuman. *Trend CMAR* meningkat secara signifikan terlihat pada periode sebelum pengumuman. Setelah pengumuman, tren masih meningkat dan menurun mulai hari ke 6 setelah pengumuman. Setelah itu menurun namun penurunannya tidak terlalu besar.

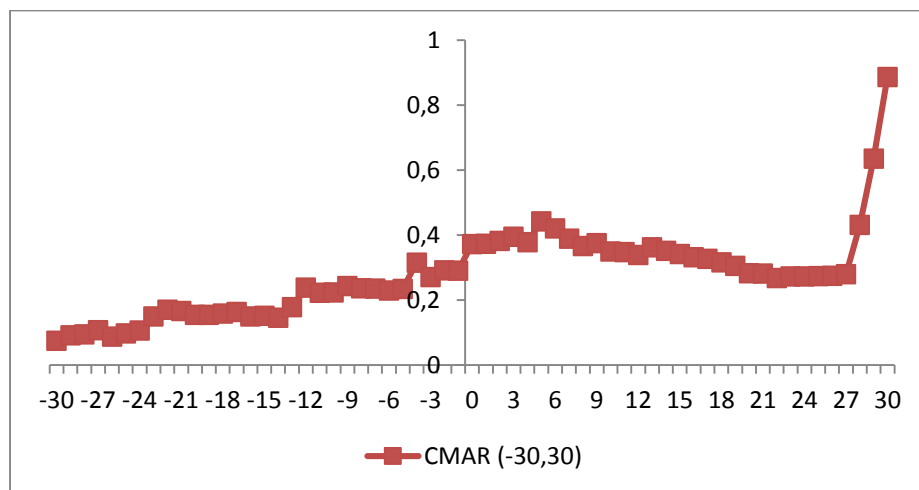
Grafik 9 Rata-rata CMAR Seluruh Perusahaan (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Grafik berikutnya menunjukkan pergerakan CMAR pada seluruh perusahaan. Terlihat adanya CMAR yang meningkat pada periode sebelum pengumuman. Setelah pengumuman, pergerakan cenderung berfluktuatif namun tidak dalam tren meningkat.

Grafik 10 Rata-rata CMAR Seluruh Perusahaan (-30,30)



Sumber: Datastream, diolah

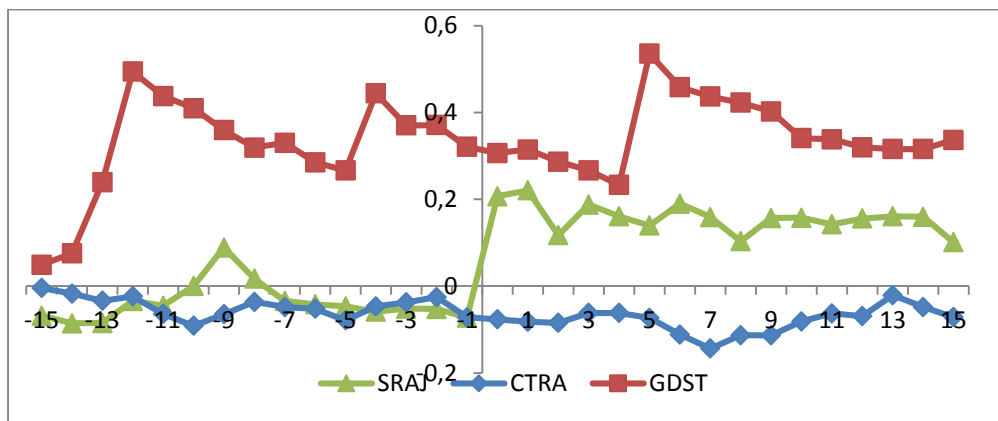
Cumulative Abnormal Return (CAR)

Pengukuran *abnormal return* dengan metode *Cumulative Abnormal Return* (CAR) dipaparkan pada bagian berikut ini.

Perusahaan Pengakuisisi

Grafik berikut menggambarkan pergerakan *Abnormal Returns* dengan metode CAR.

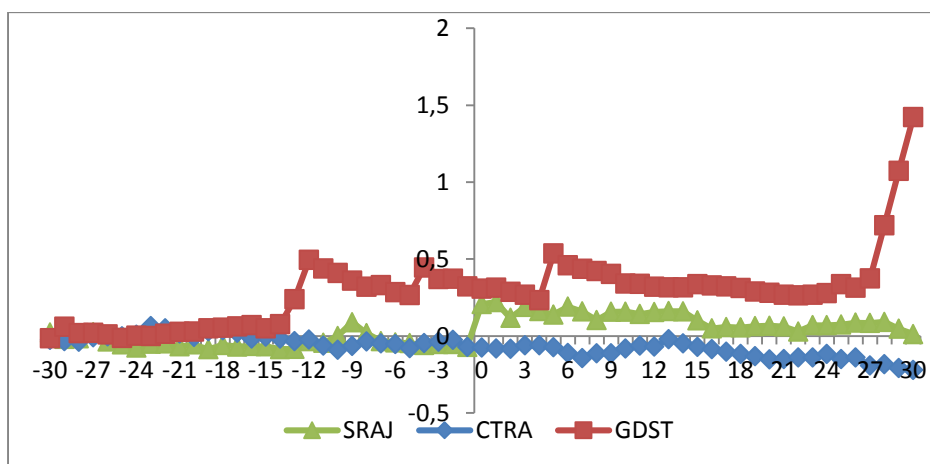
Grafik 11 CAR Perusahaan Pengakuisisi (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Pergerakan *return* pada perusahaan pengakuisisi berfluktuasi. Kenaikan *CAR* hanya terjadi pada GDST untuk kemudian turun kembali. Sedangkan pada dua perusahaan lainnya yaitu CTRA dan SRAJ, tidak terjadi kenaikan *CAR* pada periode sebelum pengumuman. Hanya pada SRAJ, setelah pengumuman *CAR* melonjak drastis dan menurun pada hari kedua untuk kemudian berfluktuasi. Sedangkan *CAR* pada CTRA negative dan menurun pada beberapa poin.

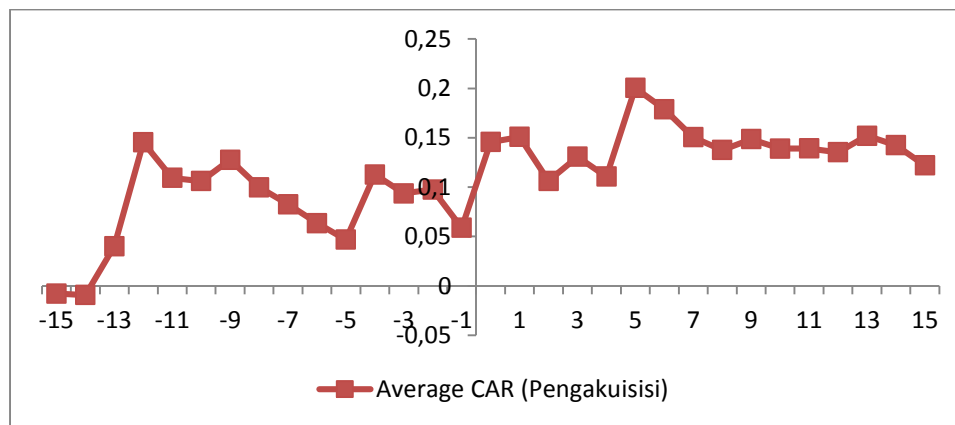
Grafik 12 CAR Perusahaan Pengakuisisi (-30,30)



Sumber: Datastream, diolah

Grafik berikutnya menunjukkan pengamatan *CAR* yang diperpanjang hingga 30 hari sebelum dan setelah pengumuman. Setelah diperpanjang tidak terlihat adanya pergerakan *CAR* yang meningkat terus menerus pada periode sebelum pengumuman. Demikian juga pada *CAR* setelah pengumuman, relatif tidak terlihat berbeda jauh.

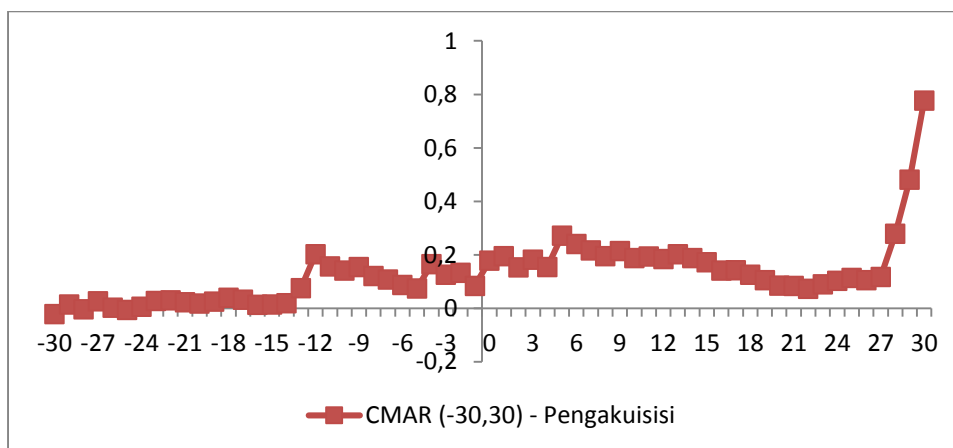
Grafik 13 Rata-rata CAR Perusahaan Pengakuisisi



Sumber: Datastream, diolah

Grafik berikutnya menunjukkan pergerakan rata-rata CAR untuk perusahaan pengakuisisi. Kurang lebih hasil yang ditunjukkan tidak jauh berbeda. Tidak terlihat adanya peningkatan CAR.

Grafik 14 Rata-rata CAR Perusahaan Pengakuisisi (-30,30)



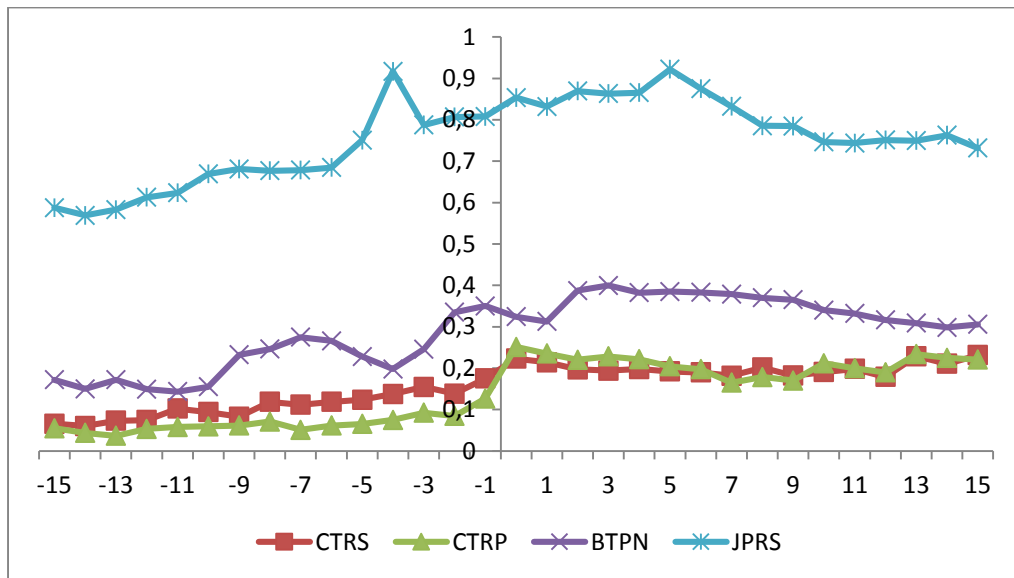
Sumber: Datastream, diolah

Grafik berikutnya menunjukkan pergerakan CAR rata-rata dengan periode yang diperpanjang. Walaupun sempat meningkat, namun pergerakannya cenderung tidak berbeda.

1.1.3 Perusahaan Target

CAR pada perusahaan target ditunjukkan pada grafik berikut ini

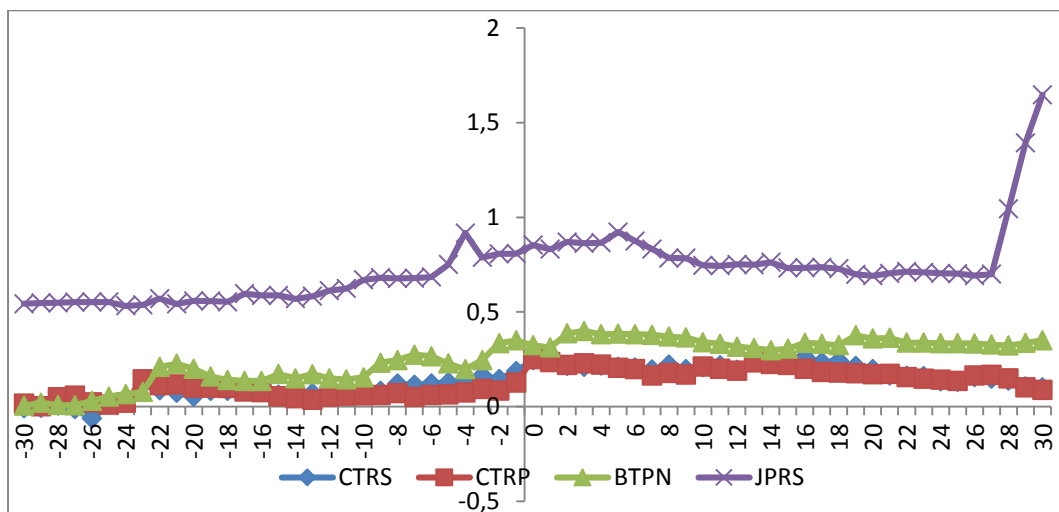
Grafik 15 CAR Perusahaan Target (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Pada perusahaan target, adanya kenaikan CAR lebih terlihat. Kenaikan terutama terlihat pada periode sebelum pengumuman. Kondisi ini tidak berbeda jauh dengan temuan *event studies* dengan metode CMAR.

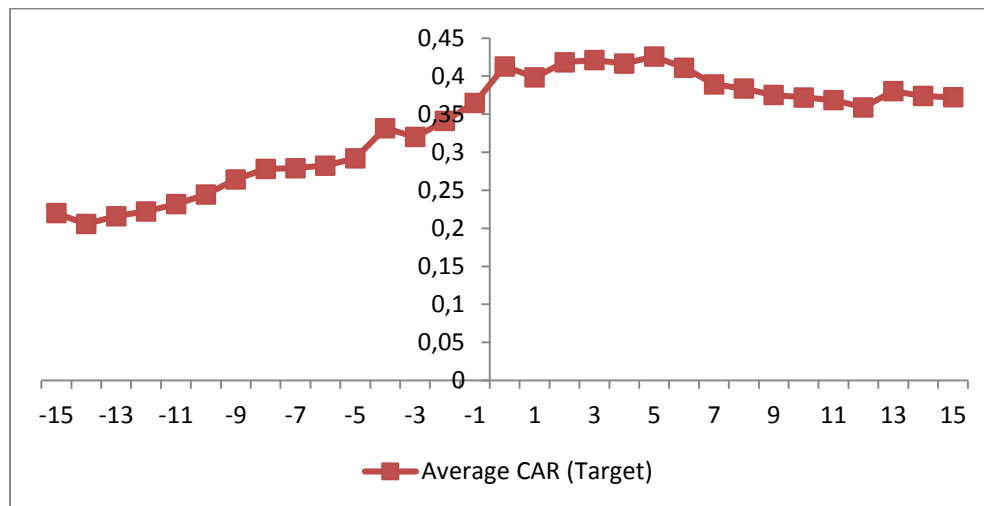
Grafik 16 CAR Perusahaan Target (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Perpanjangan periode pengamatan menunjukkan tren peningkatan CAR. Tren peningkatan dimulai pada waktu yang berbeda pada keempat perusahaan. Pada BTPN sudah dimulai sejak 26 hari sebelum pengamatan, sedangkan pada JPRS baru dimulai setelah hari ke 12 sebelum pengumuman. CTRP dan CTRA memperlihatkan mulainya tren kenaikan yang tidak jauh berbeda dengan JPRS.

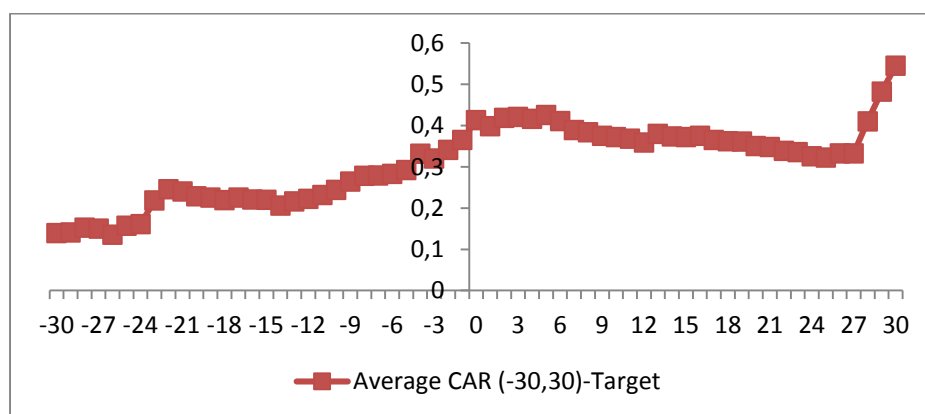
Grafik 17 Rata-rata CAR Perusahaan Target (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Adanya tren peningkatan CAR perusahaan target terlihat jelas pada grafik rata-rata CAR perusahaan target. Grafik meningkat sejak hari ke 15 sebelum pengumuman dan terjadi peningkatan yang konsisten. Setelah pengumuman cenderung stabil namun masih tetap tinggi.

Grafik 18 Rata-rata CAR Perusahaan Target (-30,30)

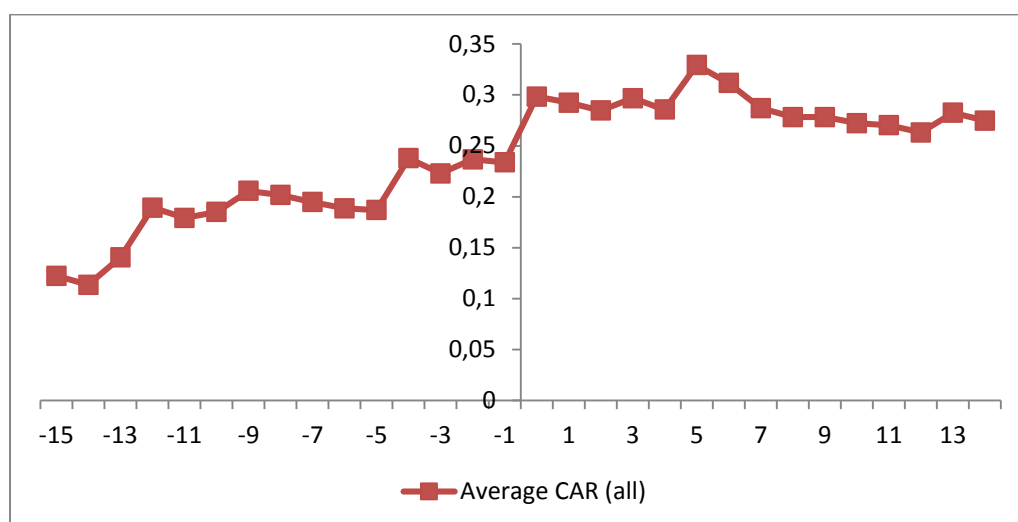


Sumber: Datastream, diolah

Perpanjangan menunjukkan tren CAR yang meningkat. Setelah pengumuman, relatif stabil dan fluktuatif. Dengan semikian, tren meningkat pada perusahaan target pada umumnya terjadi sebelum pengumuman.

1.1.4 Seluruh Perusahaan

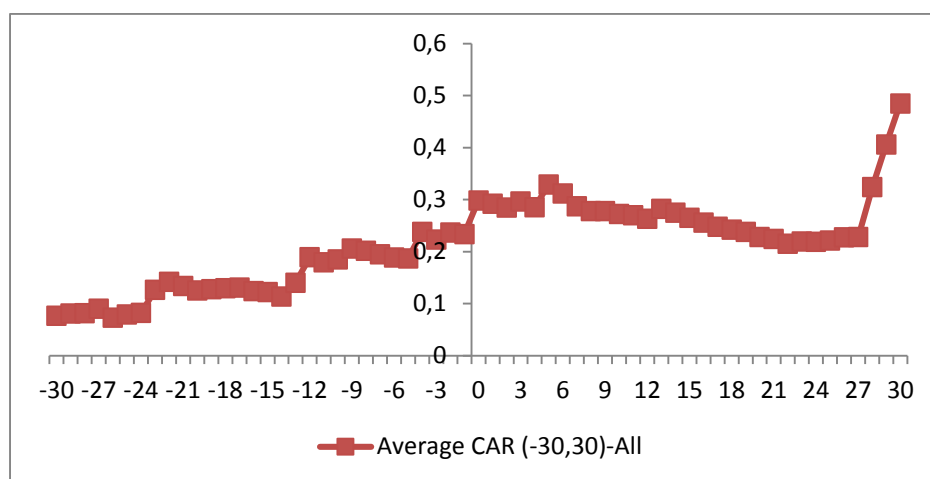
Grafik 19 Rata-rata CAR Seluruh Perusahaan (-30,30)



Sumber: Datastream, diolah

Hasil yang ditunjukkan dengan CAR pada seluruh perusahaan menunjukkan adanya tren peningkatan CAR sebelum pengumuman. Setelah pengumuman, CAR relatif stabil.

Grafik 20 Rata-rata CAR Seluruh Perusahaan (-15,15)



Sumber: Datastream, diolah

Pada grafik ini semakin terlihat adanya tren positif pada CAR. Dimana pergerakan positif sudah terlihat pada 30 hari sebelum pengumuman.

1.2 Difference

Tabel 3 Difference

	CTRA	CTRS	CTRP	BTPN	GDST	JPRS	SRAJ	Average all	Average Target	Average Pengakuisisi
(-15,15)	-0.17291	0.166801	0.262064	0.171708	0.19191	0.378738	0.403397	0.200243	0.244828	0.140797

(-										
30,30)	-0.09372	0.411974	0.470184	0.355317	-1.5997	-0.89117	0.386277	-0.13726	0.086577	-0.43572

Sumber: Datastream, diolah

Pada *Difference* terbesar terjadi pada perusahaan-perusahaan target dengan rentang waktu 15 hari sebelum pengumuman dan 15 hari setelah pengumuman. Sedangkan dengan melihat masing-masing perusahaan, maka CTRP (-30,30) memiliki selisih terbesar dibandingkan perusahaan lainnya.

1.3 Hasil Uji Beda

Hasil uji beda dengan menggunakan metode CMAR adalah sebagai berikut

Tabel 4 Hasil Uji Beda dengan Metode CMAR

Keterangan	Rata-rata CMAR	Rata-rata CMAR	Sig
	Sebelum Pengumuman	Setelah Pengumuman	
CTRA	0.003	-0.045	0.000
CTRS	0.081	0.194	0.000
CTRP	0.096	0.263	0.000
GDST	0.192	0.444	0.002
JPRS	0.720	1.110	0.000
SRAJ	0.004	0.177	0.000
BTPN	0.215	0.436	0.000
All	0.187	0.369	0.000
Pengakuisisi	0.278	0.500	0.000
Target	0.192	0.136	0.000

Sumber: SPSS, diolah

Hasil uji beda pada perhitungan *return* dengan metode CMAR memperlihatkan adanya perbedaan yang signifikan antara periode sebelum pengumuman dan setelah pengumuman. Tingkat keyakinan pada hasil pengujian adalah sebesar 99%. Kesimpulan ini didapat dari nilai signifikansi yang di bawah 0.01 pada seluruh pengujian. Sedangkan pada rata-rata *return*, seluruh variabel menunjukkan rata-rata *return* setelah pengumuman lebih tinggi dari rata-rata *return* sebelum pengumuman. Hanya pada *return* saham CTRA, hasil pengujian menunjukkan rata-rata *return* setelah pengumuman lebih rendah dari sebelum pengumuman.

Tabel 5 Hasil Uji Beda dengan Metode CAR

Keterangan	Rata-rata	Rata-rata	<i>Significance</i>
	CMAR Sebelum Pengumuman	CMAR Setelah Pengumuman	
CTRA	-0.002	-0.115	0.000
CTRS	0.080	0.177	0.000
CTRP	0.073	0.181	0.000
GDST	0.176	0.406	0.001
JPRS	0.633	0.824	0.000
SRAJ	-0.033	0.059	0.000
BTPN	0.165	0.346	0.000
All	0.153	0.275	0.000
Pengakuisisi	0.238	0.381	0.000
Target	0.040	0.133	0.000

Sumber: SPSS, diolah

Demikian juga dengan hasil pengujian pada uji beda dengan menggunakan metode CAR. Pada seluruh pengujian, ada perbedaan yang signifikan antara *return* sebelum pengujian dan *return* setelah pengujian. Nilai signifikansi menunjukkan tingkat keyakinan sebesar 99% karena seluruh nilai signifikansi berada di bawah 1%. Hampir seluruh observasi memperlihatkan rata-rata *return* setelah pengumuman lebih tinggi daripada rata-rata *return* sebelum pengumuman. Hanya pada CTRA, rata-rata *return* setelah pengumuman lebih rendah.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pemetaan grafik pergerakan *abnormal return* perusahaan yang diukur melalui 3 variabel (CAR, CMAR dan Dif) ditemukan hasil bahwa terdapat tren peningkatan *abnormal return* perusahaan sebelum pengumuman M&A. Selain itu, hasil uji beda menunjukkan ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum pengumuman dan *return* saham setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan adanya pengumuman M&A mempengaruhi *return* saham walaupun tidak seluruhnya berpengaruh positif. Pada salah satu perusahaan pengakuisisi, yaitu CTRA, adanya pengumuman M&A menyebabkan penurunan *return* saham CTRA. Periode penelitian yang relatif pendek (3 tahun) menyebabkan

keterbatasan jumlah sampel penelitian. Penelitian ini hanya melihat adanya *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman M&A tanpa menganalisis variabel yang mempengaruhi perubahan tersebut. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya terkait topik serupa dapat memperpanjang periode penelitian agar menambah jumlah sampel perusahaan yang akan diteliti. Dengan model dan metode penelitian yang lebih komprehensif, penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel bebas yang mempengaruhi *abnormal return* dalam *event* merger dan akuisisi.

DAFTAR PUSTAKA

- Copeland, T. E. (1979). Liquidity Changes Following Stock Splits. *Journal of Finance*. 34 (1), 115-141.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Price to New Information. *Journal of International Economics*, 10.
- Golbe, D. L., & White, L. J. (1987). Merger and Acquisition in the U.S. economy: An Aggregate and Historical Overview. In A. J. Alan, *Merger and Acquisitions* (pp. 25-48). Chicago: University of Chicago Press.
- Hausman, W. H., Wess, R. R., & Largay, J. A. (1971). Stock Splits, Price Changes and Trading Profit; A Synthesis. *Journal of Business*, 44 (1), 69-77.
- Meulbroeck, & Lisa, K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *Journal of Finance*. 47 (5), 1661-1699.
- Muscarella, Chris, J., Vetsuypens, & Michael, R. (1996). Stock Split: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'Solo-Splits'. *Journal of Finance and Economics*. 42 (1), 3-26.
- Nguyen, V., Tran, A., & Zeckhauser, R. (2017). Stock Splits to Profit Insider Trading: Lesson from an Emerging Market. *Journal of International Money and Finance* 74, 69-87.
- Olmo, Jose, Pilbeam, Keith, Pouliot, & William. (2011). Detecting The Presence of Insider Trading via Structural Break Test. *Journal of Banking and Finance*. 35 (11), 2820-2828.

Peterson, P. P. (1989). Event Studies: A Review of issues and Methodology. *Journal of Business and Economics* (28), 36.

Rosen, R. J. (2006). Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcement. *The Journal of Business*, Vol. 79 No. 2, 987-1017.

Wong, S. W. (n.d.). Introduction to The Event Study Methodology.