

PENGARUH METODE PEMBAYARAN DALAM MERGER DAN AKUISISI TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM YANG LISTED DI BEI

Shella Kriekhof*)

Abstract : *This study bertujuan Untuk know the effect of the announcement of M & A to abnormal return acquirer's shareholders as cash and shares used as payment M & A; as well as to determine the difference between the abnormal return of M & A, which is repaid using the cash to M & A, which is repaid using shares. While the methods of analysis used in this research is event study. Event study used for empirical research on the relationship between the price of the securities to the events of this ekonomi. Studi studying the stock market reaction to an event that information is published as an announcement. The results of this study indicate the cash payment method likely to generate positive abnormal return for the company. While the method of payment of shares likely to cause companies to obtain negative abnormal return. From the statistical test showed that there is no difference of abnormal return based on the method of payment of cash and shares in companies that carry out mergers and acquisitions. These results indicate that although the cash payment methods are more likely to give a positive abnormal return than the stock payment method, but the test results are not strong enough to show the influence of the abnormal return payment method companies.*

Keywords: *Merger, Acquisitions of assets, abnormal retur, Tender offer*

PENDAHULUAN

Penggabungan usaha bisa berupa merger, konsolidasian, dan akuisisi. Merger adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih, kemudian tinggal nama salah satu perusahaan yang bergabung. Sedangkan konsolidasi adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih, dan nama dari perusahaan-perusahaan yang bergabung tersebut hilang, kemudian muncul nama baru dari perusahaan gabungan. Adapun yang dimaksud dengan akuisisi adalah penggabungan usaha dimana satu perusahaan, yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi. Istilah merger dan akuisisi itu sendiri di Indonesia digunakan saling menggantikan (*interchangeable*).

Menurut Lani Dharmasetya dan Vonny Sulaimin (2009:10), merger adalah salah satu bentuk absorpsi/penyerapan yang dilakukan oleh satu perusahaan terhadap perusahaan yang lain. Jika terjadi merger antara perusahaan A dan perusahaan B, maka pada akhirnya hanya akan ada

satu perusahaan saja, yaitu perusahaan A atau B. Pada sebagian besar kasus merger, perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar yang dipertahankan hidup dan tetap mempertahankan nama dan status hukumnya, sedangkan perusahaan yang berukuran lebih kecil atau perusahaan yang dimergerakan menghentikan aktivitas atau dibubarkan sebagai badan hukum.

Sedangkan bentuk lain dari penyatuan perusahaan adalah pengambilalihan perusahaan, yang sering disebut dengan akuisisi. Pada akuisisi, masing-masing perusahaan, baik perusahaan yang mengambil alih maupun perusahaan yang diambil alih tetap mempertahankan aktivitasnya, identitasnya, dan kedudukannya sebagai perusahaan yang mandiri. Praktik akuisisi melahirkan hubungan induk perusahaan (perusahaan yang mengambil alih) dan anak perusahaan (perusahaan yang diambil alih).

Merger dan akuisisi (M&A) dilakukan oleh perusahaan dengan harapan mendatangkan sejumlah keuntungan. Kondisi saling menguntungkan tersebut akan terjadi jika peristiwa M&A tersebut memperoleh sinergi. Sartono (2001:80)

dalam bukunya menjelaskan bahwa dengan merger dapat diperoleh *synergism* yaitu nilai keseluruhan lebih besar dari penjumlahan nilai bagian-bagiannya ($4 + 4 = 10$), oleh karena itu dengan M&A perusahaan dapat dikatakan memperoleh sinergi ketika perusahaan mencapai skala ekonomis yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Setiawan (2004:270), untuk mengukur kemakmuran yang diterima pemegang saham atas investasi yang mereka lakukan dapat dilihat berdasarkan *abnormal return*. *Abnormal return* diartikan sebagai tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh saham atau portofolio selama periode tertentu, dimana tingkat pengembalian ini berbeda dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*Expected Rate of Return*). *Abnormal return* dikatakan positif (baik) jika melampaui nilai *Expected Rate of Return*. Sehingga, *abnormal return* saham yang positif diharapkan dapat tercapai setelah peristiwa M&A.

Setyaningrum (2010) yang meneliti perbedaan *abnormal return* berdasarkan metode pembayaran yang hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* berdasarkan metode pembayaran kas dan saham pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Franks, Harris, dan Titman (1991) yang meneliti *return* saham pada perusahaan yang merger dan akuisisi yang hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata kinerja pasca merger pada semua kategori pembayaran pada dasarnya adalah sama.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka yang menjadi rumusan masalah penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan

pengakuisisi ketika kas digunakan sebagai pembayaran M&A?

2. Bagaimana pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika saham digunakan sebagai pembayaran M&A?
3. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang dan perumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya, maka tujuan dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika kas digunakan sebagai pembayaran M&A;
2. Untuk mengetahui pengaruh pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika saham digunakan sebagai pembayaran M&A;
3. Untuk mengetahui perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham

TINJAUAN PUSTAKA

Penggabungan Usaha

Kebanyakan pertumbuhan usaha terjadi melalui ekspansi internal, tapi contoh pertumbuhan yang paling dramatis dan sering kali merupakan penyebab terjadinya kenaikan harga saham perusahaan yang terbesar adalah akibat dari adanya penggabungan usaha. Penggabungan usaha (*business combination*) adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan (entitas) yang terpisah

menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain (Standar Akuntansi Keuangan No 22 Paragraf 08). Aktivitas ini bisa dilakukan dengan berbagai cara, misalnya suatu entitas mengakuisisi saham atau bertukar saham dengan entitas lain sehingga menyebabkan timbulnya induk dan anak perusahaan, atau suatu entitas mengakuisisi asset dan liabilitas dari entitas lain.

Pengertian Merger

Merger secara umum dapat dikatakan sebagai strategi pertumbuhan melalui jalur eksternal atau cara untuk memperluas perusahaan dengan menggabungkan dua atau lebih perusahaan, dimana salah satu perusahaan akan hilang dan hanya satu perusahaan yang masih tetap hidup. Menurut UU No.40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT), merger dikenal dengan istilah penggabungan. Hal ini diatur dalam Pasal 1 ayat 9 UUPT, berbunyi : *Penggabungan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari perseroan yang menggabungkan beralih karena hukum kepada perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum.*

Noor (2009:242) mengatakan bahwa merger adalah peleburan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan yang baru. Merger mengakibatkan semua kekayaan (*assets*) dan kewajiban (*liabilities*) perusahaan lama, menjadi assets dan liabilities perusahaan yang baru. Dengan demikian, maka proses terjadinya merger, ada 2 (dua) pihak yang terlibat, yaitu di satu sisi perusahaan yang mengambil alih

(*acquiring company*), dan di sisi lain ada perusahaan yang diambil alih atau dicaplok (*target company*).

Sartono (2001:34) mengartikan merger adalah penggabungan perusahaan atau pembelian perusahaan oleh perusahaan lainnya, dapat dilakukan melalui pembelian saham perusahaan ataupun pembelian asset perusahaan yang ingin dibeli. Singkatnya perusahaan yang akan dibeli ditutup, sementara pemegang saham lamanya akan menerima uang tunai dan atau sekuritas dari perusahaan yang akan membeli.

Pengertian Akuisisi

Moin (2004:56) dalam bukunya menjelaskan akuisisi sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian (*control*) atas asset atau saham suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya, namun perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih masih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah. Dalam Peraturan Pemerintah No.27 Tahun 1998 tentang penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan perseroan terbatas mendefinisikan akuisisi sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.

Akuisisi dikenal dengan istilah pengambilalihan, hal ini diatur dalam Pasal 1 ayat 11 UUPT, berbunyi : *Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambilalih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan publik.*

Jenis-Jenis Merger Dan Akuisisi

Menurut Damodaran (2001:835), suatu perusahaan dapat diakuisisi perusahaan lain dengan beberapa cara, yaitu:

a. *Merger*
Pada merger, para direktur kedua pihak setuju untuk bergabung dengan persetujuan para pemegang saham. Pada umumnya, penggabungan ini disetujui oleh paling sedikit 50% *shareholder* dari *target firm* dan *bidding firm*. Pada akhirnya *target firm* akan menghilang (dengan atau tanpa proses likuidasi) dan menjadi bagian dari *bidding firm*.

b. *Konsolidasi*
Pada konsolidasi setelah proses merger selesai, sebuah perusahaan baru tercipta dan pemegang saham kedua belah pihak menerima saham baru di perusahaan ini.

c. *Tender offer*
Terjadi ketika sebuah perusahaan membeli saham yang beredar dari perusahaan lain tanpa persetujuan manajemen *target firm*, dan disebut *tender offer* karena merupakan *hostile takeover*. *Target firm* akan tetap bertahan selama tetap ada penolakan terhadap penawaran. Banyak *tender offer* yang kemudian berubah menjadi merger karena *bidding firm* berhasil mengambil alih kontrol *target firm*.

d. *Acquisition of assets*
Sebuah perusahaan membeli aset perusahaan lain melalui persetujuan pemegang saham *target firm*.

Pembagian akuisisi tersebut berbeda menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2005:817). Menurut mereka hanya ada tiga cara untuk melakukan akuisisi, yaitu:

a. Merger atau konsolidasi
Merger adalah bergabungnya perusahaan dengan perusahaan lain. *Bidding firm* tetap berdiri dengan identitas dan namanya, dan memperoleh semua aset dan kewajiban milik *target firm*. Setelah merger *target firm* berhenti untuk menjadi bagian dari *bidding firm*.

b. *Acquisition of stock*

Akuisisi dapat juga dilakukan dengan cara membeli *voting stock* perusahaan, dapat dengan cara membeli secara tunai, saham, atau surat berharga lain. *Acquisition of stock* dapat dilakukan dengan mengajukan penawaran dari suatu perusahaan terhadap perusahaan lain,

c. *Acquisitions of assets*
Perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain dengan membeli semua asetnya. Pada jenis ini, dibutuhkan suara pemegang saham *target firm* sehingga tidak terdapat halangan dari pemegang saham minoritas, seperti yang terdapat pada *acquisition of stock*.

Menurut Sartono (2001:366), secara umum merger dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok:

- a. Horizontal
- b. Vertikal
- c. Congeneric
- d. Konglomerat

Brigham dan Houston (2006:167) mengklasifikasikan jenis merger menjadi :

- a. Merger Horizontal
- b. Merger Vertikal
- c. Merger Kongenerik
- d. Merger Konglomerat

Menurut Noor (2009:243), secara umum ada tiga proses merger dan akuisisi yang lazim dilakukan, yaitu:

- a. Akuisisi kekayaan dan kewajiban (*Assets and Liabilities Acquisition*)
- b. Akuisisi Saham (*Share Acquisition*)
- c. Akuisisi Aset atau Kekayaan (*Assets Acquisition*)

Tujuan Melakukan Merger Dan Akuisisi

Sartono (2001:115) menjelaskan motif yang mendorong perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah sebagai berikut:

- a. Skala ekonomi

- b. Memperbaiki manajemen
- c. Penghematan pajak
- d. Meningkatkan *Corporate Growth Rate*
- e. Diversifikasi atau *Risk Reduction*

Sedangkan menurut Brealey, dkk (2008:132) menyatakan bahwa diversifikasi merupakan alasan yang meragukan untuk melakukan merger dan akuisisi. Manajer perusahaan dengan kas yang melimpah memang menginvestasikan kas itu untuk melakukan akuisisi. Masalahnya disini bahwa diversifikasi lebih mudah dan murah bagi para pemegang saham dibandingkan perusahaan.

Menurut David (2009:164), dalam melakukan merger dan akuisisi terdapat beberapa manfaat yang diperoleh, antara lain :

- a. Meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta di antara perusahaan yang dimerger atau diakuisisi.
- b. Memperluas portofolio jasa yang ditawarkan yang akan berakibat pada bertambahnya sumber pendapatan bagi perusahaan.
- c. Memperkuat daya saing perusahaan, dan lain sebagainya.

Selain itu, Foster dalam Payamta (2004:67) juga menemukan pengaruh positif dari hasil merger dan akuisisi yaitu:

- a. Dimungkinkannya pertukaran cadangan *cash flow* secara internal antar perusahaan yang melakukan merger, sehingga perusahaan hasil merger dapat mengatur resiko likuiditas dengan lebih fleksibel.
- b. Diperolehnya peningkatan modal perusahaan dan adanya keunggulan dalam memanager biaya akibat bertambahnya skala usaha. Efisiensi perusahaan dapat dilakukan lebih lanjut.
- c. Dicapainya keunggulan market *power* dalam persaingan.

Namun selain manfaat, David (2009:167) juga mengungkapkan adanya kemungkinan resiko yang timbul dan

perlu mendapat perhatian dalam melakukan merger dan akuisisi, antara lain :

- a. Seluruh kewajiban masing-masing perusahaan akan menjadi tanggungan perusahaan hasil merger atau akuisisi, termasuk kewajiban pembayaran dan penyerahan produk kepada vendor yang masih terhutang.
- b. Beban operasional, terutama dalam jangka pendek, akan semakin meningkat sebagai akibat dari proses penggabungan usaha.
- c. Perbedaan budaya (*corporate culture*), sistem dan prosedur yang diterapkan di masing-masing perusahaan selama ini akan memerlukan penyesuaian dengan waktu yang relatif lama, dan sebagainya.

Merger dan akuisisi memang memiliki beragam tujuan dan manfaat, namun merger dan akuisisi hanya dapat dilakukan bila telah memenuhi peraturan perundang-undangan yang berlaku dalam pasar modal.

Kelebihan dan Kekurangan Merger dan Akuisisi

Tujuan perusahaan melakukan merger dan akuisisi pasti karena adanya manfaat yang lebih untuk diperoleh yang nantinya dapat menguntungkan perusahaan, namun asumsi ini tidak semuanya terbukti. Kelebihan dan kekurangan merger dan akuisisi menurut Moin (2004:79) adalah sebagai berikut:

- a. Kelebihan merger
Pengambilalihan melalui merger lebih sederhana dan lebih ekonomis dibandingkan dengan pengambilalihan yang lain.
- b. Kekurangan merger
Merger memiliki kekurangan yaitu harus ada persetujuan dari para pemegang saham masing-masing perusahaan sehingga membutuhkan waktu yang lama.
- c. Kelebihan akuisisi

- 1) Akuisisi saham tidak memerlukan rapat pemegang saham dan suara pemegang saham sehingga jika pemegang saham tidak menyukai tawaran *bidding firm*, mereka dapat menahan sahamnya dan tidak menjual kepada pihak *bidding firm*.
 - 2) Dalam akuisisi saham, perusahaan yang membeli dapat berurusan langsung dengan pemegang saham perusahaan yang dibeli dengan melakukan *tender offer* sehingga tidak diperlukan persetujuan manajemen perusahaan.
 - 3) Karena tidak memerlukan persetujuan manajemen dan komisaris perusahaan, akuisisi saham dapat digunakan untuk pengambilalihan perusahaan yang tidak bersahabat (*hostile takeover*).
 - 4) Akuisisi aset memerlukan suara pemegang saham tetapi tidak memerlukan mayoritas suara pemegang saham seperti pada akuisisi saham sehingga akuisisi tidak akan terjadi jika pemegang saham minoritas tidak menyetujui akuisisi tersebut.
- d. Kekurangan Akuisisi
- Kekurangan akuisisi pada perusahaan dalam akuisisi asset dan saham adalah sebagai berikut :
- 1) Jika cukup banyak pemegang saham minoritas yang tidak menyetujui pengambilalihan tersebut, maka akuisisi akan batal. Pada umumnya anggaran dasar perusahaan menentukan paling sedikit dua per tiga (sekitar 67%) suara setuju pada akuisisi agar akuisisi terjadi.
 - 2) Apabila perusahaan mengambil alih seluruh saham yang dibeli maka terjadi merger.

Metode Pembayaran Merger Dan Akuisisi

Metode pembayaran adalah cara yang digunakan dalam transaksi M&A antara *bidding firm* dan *target firm*. Dalam Moin (2004:83) menyatakan bahwa pengambilalihan asset atau saham perusahaan dapat dilakukan dengan pembayaran yang menggunakan kas, hutang, saham, atau kombinasi ketiganya.

1. Kas (*cash*) adalah sejumlah uang kas yang dibayarkan dari *bidding firm* kepada *target firm* secara tunai.
2. Hutang (*debt*), saat *bidding firm* menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga (hutang) yang biasa disebut dengan *leverage buy out*.
3. Saham (*stock*), jika *bidding firm* tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham *target firm* masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembayaran dengan cara pertukaran saham ini dapat digunakan.
4. Kombinasi kas, hutang dan saham (*combination*), pembayaran dengan menggabungkan kedua atau ketiga unsur tersebut dapat dilakukan bila perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup kas, tidak ingin menggunakan seluruh sahamnya, atau tidak ingin menggunakan hutang seluruhnya untuk membiayai transaksi M&A.

Return

Investor dalam melakukan investasi mempunyai motivasi untuk memperoleh pengembalian atau *return* yang akan diterima dari dana yang mereka tanamkan. Menurut Jogiyanto (2009:196) *return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return* total sering disebut dengan *return*

saja. *Return* total terdiri dari dua komponen, antara lain:

1. *Yield*
2. *Capital gain (loss)*

Tandelilin (2001:58) menjelaskan dua jenis *return* dalam manajemen investasi, yaitu:

1. *Return* yang terjadi (*actual return*) yang merupakan *return* yang diterima investor atas investasi yang telah dilakukan.
2. *Return* yang diharapkan (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang atas kegiatan investasi yang dilakukannya.

Menurut Jogiyanto (2009:549), dalam keuangan, *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal.

Abnormal Return

Abnormal return merupakan suatu keadaan yang menggambarkan bahwa *return* terjadi tidak sesuai dengan *return* yang diharapkan. Adanya selisih antara *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* yang diharapkan disebut *abnormal return*. Menurut Jogiyanto (2009:108) menyatakan bahwa kelebihan dari *return* sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) dikatakan sebagai *abnormal return*. Dengan kata lain, *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor).

Expected Return

Menurut Jogiyanto, (2009:109) *expected return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang dilakukan. Terdapat tiga model dalam mengestimasi *expected return*, yaitu sebagai berikut :

1. Model disesuaikan rata-rata (*Mean Adjusted Model*), dalam model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi.
2. Model pasar (*Market Model*), dalam model ini menggunakan dua tahapan untuk dapat mengestimasi *return* ekspektasi.
3. Model disesuaikan pasar (*Market Adjusted Model*), menganggap bahwa penduga terbaik dalam mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Pengaruh Metode Pembayaran M&A Terhadap *Abnormal Return*

Dalam melakukan merger dan akuisisi, terdapat faktor eksternal yang harus diperhatikan dalam hal ini adalah metode pembayaran yang digunakan. Menurut Aritonang (2009:818), metode pembayaran yang digunakan dalam M&A dapat mempengaruhi *abnormal return* yang didapatkan oleh pemegang saham. Pengumuman M&A termasuk didalamnya metode pembayaran yang digunakan oleh perusahaan merupakan sebuah informasi penting bagi sejumlah pelaku pasar. Pengumuman yang dipublikasikan oleh perusahaan tersebut (termasuk metode pembayaran yang digunakan) dianggap sebagai nilai informatif bagi sejumlah pelaku pasar yang akan digunakan sebagai bahan pertimbangan sebelum melakukan keputusan berinvestasi.

Respon dari adanya pengumuman M&A dapat dilihat dari reaksi pelaku pasar yang tercermin dalam aktivitas perdagangan sahamnya, bila investor bereaksi terhadap pengumuman yang ada di pasar, maka kecenderungan untuk dapat menikmati *abnormal return* akan lebih besar.

Hipotesis

Hipotesis yang penulis ajukan dalam penelitian ini adalah :

- H1** :Terdapat pengaruh positif pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika kas digunakan sebagai pembayaran M&A.
- H2** :Terdapat pengaruh positif pengumuman M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi ketika saham digunakan sebagai pembayaran M&A.
- H3** :Terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

METODE ANALISIS DATA

Alat Analisis Data

Untuk menganalisis data digunakan *event study*. *Event study* merupakan nama yang biasanya diberikan pada penelitian empiris atas hubungan antara harga sekuritas dengan kejadian ekonomi. Studi ini mempelajari reaksi pasar modal terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Kebanyakan *event study* memfokuskan pada perilaku harga saham untuk menguji apakah harga saham mereka dipengaruhi oleh suatu kejadian dalam perusahaan. Kegunaan *event study* adalah memberikan rasionalitas didalam pasar bahwa efek suatu peristiwa akan segera dengan cepat terefleksikan pada harga suatu surat berharga di pasar modal. Pada penelitian *event study* objek yang paling sering digunakan adalah perubahan harga saham. Hal ini dikarenakan oleh kemampuan harga saham dalam merefleksikan secara tepat

peristiwa yang terjadi dalam pasar modal.

- a. Menghitung return saham individu yang sesungguhnya, digunakan

rumus:

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

Notasi :

R_{it} = Return saham I pada hari t

P_{it} = Harga saham I pada hari t

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

- b. Menghitung return pasar harian.

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{Git} - IHS_{Git-1}}{IHS_{Git-1}}$$

Notasi :

R_{mt} = Return pasar pada hari t

IHS_{Git} = Indeks harga saham gabungan pada hari t

IHS_{Git-1} = Indeks harga saham gabungan pada hari t-1

- c. Menghitung *expected return* saham harian dengan menggunakan *Market-Adjusted Model* atau Model disesuaikan-pasar, dimana model tersebut menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar, sehingga *return* ekspektasinya dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

Notasi :

$E(R_{it})$ = return saham yang diharapkan

R_{mt} = return pasar pada periode t

d. Menghitung *abnormal return* dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AR_{it} = Rit - E(R_{it})$$

Notasi :

AR_{it} = *Abnormal return* saham I pada hari t

R_{it} = Return sesungguhnya untuk saham I pada waktu t

$E(R_{it})$ = Return ekspektasi saham I pada periode waktu

Pengujian hipotesis

Dari hasil pengujian normalitas data, ditentukan alat uji statistik yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis. Berdasarkan pada tingkat signifikansi, didukung atau tidak didukungnya hipotesis juga dapat ditentukan dari angka hasil pengolahan data sesuai dengan alat analisis yang digunakan. Alat analisis yang digunakan adalah:

- a. Independent Sample t-test (Uji T)
Independent-Samples T Test digunakan untuk menguji apakah dua sampel yang tidak bertalian (independent) berasal dari populasi yang mempunyai mean (ekspektasi) yang sama.
- b. Two Independent Sample Test: Mann-Whitney (Uji U)
Metode Mann-Whitney (uji U) digunakan untuk menguji dua kelompok sampel independent dimana ukuran kedua sampel tidak harus sama.
Langkah-langkah dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

- 1) Menyusun hipotesis

H_0 = Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

H_1 = Terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

2) Menentukan tingkat signifikansi ($\alpha=5\%$)

3) Menghitung probabilitas (output SPSS)

4) Kriteria pengujian:

H_0 diterima bila probabilitas $> 0,05$

H_0 ditolak bila probabilitas $< 0,05$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Data yang dikumpulkan merupakan data sekunder yang diperoleh dari database Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM), www.idx.co.id, dan yahoofinance.com. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selanjutnya, penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu, yakni perusahaan-perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi dan telah terdaftar di BEI. Proses penyeleksian sampel dimulai dengan mencari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi selama tahun pengamatan 2010 sampai dengan 2014. Setelah diperoleh data mengenai perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tersebut, langkah selanjutnya adalah mencari data *return* saham harian individu, *return* pasar dalam penelitian ini adalah IHSG, dan selanjutnya menghitung *abnormal return* perusahaan tersebut.

Dari hasil tersebut diperoleh 43 perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi pada periode pengamatan tahun 2010 sampai 2014 yang disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 1
Jumlah Sampel Per Tahun Merger dan Akuisisi

Sampel Penelitian	
Tahun Merger Dan Akuisisi	Perusahaan Yang Merger Dan Akuisisi
2010	1
2011	11
2012	11
2013	15
2014	5
Jumlah	43

Sumber: Data Laporan Keuangan

Analisis Deskriptif

NO	NAMA PERUSAHAAN	(AR SETELAH M&A- AR SEBELUM M&A)	VALUE
	PT. MODERNLAND REALTY TBK	-0.008682185	Menurun
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.003550092	Meningkat
	PT. HANSON INTERNATIONAL TBK	-0.012627465	Menurun
	PT. ASTRA AGRO LESTARI TBK	0.000907578	Meningkat
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	-0.016935556	Menurun
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	-0.007307183	Menurun
	PT. ASTRA OTOPARTS TBK	-0.001882357	Menurun
	PT. SALIM IVOMAS PRATAMA TBK	-0.014486243	Menurun
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.008948931	Meningkat
0	PT. TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	0.01171494	Meningkat
1	PT. INDOSPRING TBK	-0.022625898	Menurun
2	PT MNC LAND TBK	-0.03061396	Menurun
3	PT. TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	0.017065772	Meningkat
4	PT. TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	-0.008802016	Menurun
5	PT. NUSA RAYA CIPTA TBK	-0.008162628	Menurun
6	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.00077179	Meningkat
7	PT. INDIKA ENERGY TBK	-0.028645932	Menurun
8	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.005733896	Meningkat
9	PT. SOLUSI TUNAS PRATAMA TBK	-0.003997792	Menurun
0	PT. SOLUSI TUNAS PRATAMA TBK	0.002488317	Meningkat
1	PT. TUNAS RIDEAN TBK	0.002840229	Meningkat
2	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.017328051	Meningkat
3	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.006971709	Meningkat
4	PT. SUGIH ENERGY TBK	-0.029354484	Menurun
5	PT. COWELL DEVELOPMENT TBK	0.008258591	Meningkat
6	PT. TOWER BERSAMA TBK	-0.000771025	Menurun
7	PT. ANEKA TAMBANG TBK	-0.006398477	Menurun
8	PT. CHAROEN POKPHAND JAYAFARM TBK	-0.004867021	Menurun
9	PT. BERAUL COAL ENERGY TBK	0.000394693	Meningkat
0	PT. ELANG MAHKOTA TEKNOLOGI TBK	0.00605279	Meningkat
1	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	-0.016543587	Menurun
	PT. TOWER BERSAMA TBK	0.001454432	Meningkat

Tabel 2

Hasil Uji Statistik Deskriptif

		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Abnormal Return	3	-.013947283	.040896321	.00105558612	.009050499549
Metode Pembayaran	3	1	2	1.26	.441
Valid N (listwise)	3				

Sumber : Data Diolah

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel *abnormal return* memiliki nilai minimum sebesar -0,0139 dengan nilai maksimum sebesar 0,0408. Nilai rata-rata *abnormal return* sebesar 0,0105 dengan standar deviasi

sebesar 0,0905. Standar deviasi yaitu ukuran penyebaran data dari rata-ratanya. Dari angka-angka tersebut maka dapat diketahui bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* diantara perusahaan-perusahaan yang melakukan

merger dan akuisisi. Variabel *dummy* metode pembayaran memiliki nilai minimum sebesar 1 dengan nilai maksimum sebesar 2. Jumlah sampel sebanyak 43 perusahaan, dimana dari keseluruhan sampel 74% perusahaan pengakuisisi menggunakan metode pembayaran kas.

Uji Hipotesis

1. Pengujian Hipotesis ke-1

Hipotesis ke-1 bertujuan untuk mengetahui pengaruh jika perusahaan pengakuisisi menggunakan metode pembayaran kas pada saat M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hasil pengujian terhadap hipotesis ke-1 tersaji pada tabel di bawah ini:

Uji Hipotesis Ke-1

Berdasarkan hasil pengolahan data dari 32 sampel perusahaan yang menggunakan kas sebagai metode pembayaran untuk M&A,

terdapat 15 perusahaan sampel yang *abnormal returnnya* mengalami kenaikan setelah pengumuman M&A. Dan 17 perusahaan sampel lainnya mengalami penurunan *abnormal return*. Dari data tersebut, maka dapat diketahui bahwa jumlah sampel yang mengalami kenaikan *abnormal return* lebih kecil dibandingkan dengan jumlah sampel yang mengalami penurunan *abnormal return* dengan tingkat perbedaan sebesar 0,68%. Sehingga, dapat dikatakan bahwa metode pembayaran kas dalam M&A berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* perusahaan.

2. Pengujian Hipotesis ke-2

Hipotesis ke-2 bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh jika perusahaan pengakuisisi menggunakan metode pembayaran saham pada saat M&A terhadap *abnormal return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hasil pengujian terhadap hipotesis ke-2 tersaji pada tabel di bawah ini:

Tabel 3

Uji Hipotesis Ke-2

O	NAMA PERUSAHAAN	AR SETELAH M&A – AR SEBELUM M&A	VALUE
	PT. TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	0.007528719	Meningkat
	PT. HARUM ENERGY TBK	0.013411461	Meningkat
	PT. BAYAN RESOURCES TBK	0.011739294	Menurun
	PT. PABRIK KERTAS TJIWIKIMIA TBK	0.018477661	Menurun
	PT. MITRABAHTERA SEGARA SEJATI TBK	0.006414703	Meningkat
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.001225684	Menurun
	PT. JASA MARGA (PERSERO) TBK	0.013742804	Meningkat
	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.001809346	Meningkat
	PT. MITRA ADI PERKASA TBK	0.012607295	Meningkat
0	PT. AGUNG PODOMORO LAND TBK	0.012843537	Menurun
	PT. ASTRA INTERNATIONAL TBK	-0.01507916	Menurun

Sumber : Data Diolah

Berdasarkan hasil pengolahan data dari 11 sampel perusahaan yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran untuk M&A, terdapat 6 perusahaan sampel yang *abnormal*

returnnya mengalami kenaikan setelah pengumuman M&A. Dan 5 perusahaan sampel lainnya mengalami penurunan *abnormal return*. Sehingga, diketahui bahwa jumlah sampel yang mengalami

kenaikan *abnormal return* lebih besar dibandingkan dengan jumlah sampel yang mengalami penurunan *abnormal return* dengan tingkat perbedaan sebesar 0,26%. Sehingga, dapat dikatakan bahwa metode pembayaran saham dalam M&A berpengaruh positif terhadap *abnormal return* perusahaan

Pengujian hipotesis ke-3

Hipotesis ke-3 bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi berdasarkan metode pembayaran kas dan saham.

H_0 =Tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

H_1 =Terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas data guna mengetahui alat analisis apa yang akan digunakan atau untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak. Data yang baik adalah data yang berdistribusi normal. Untuk mendeteksi normalitas, dalam penelitian ini digunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji normalitas dilakukan untuk variabel *abnormal return*. *Level of significant* yang digunakan adalah 0,05. Jika *p-value* lebih besar dari 0,05 maka data berdistribusi normal, begitu pula sebaliknya.

Hasil uji normalitas akan berpengaruh terhadap alat analisis yang akan digunakan. Apabila terdistribusi dengan normal, maka alat analisis yang digunakan adalah *independent sample t-test* (Uji t), namun apabila data tidak terdistribusi dengan normal maka alat analisis yang digunakan berupa uji nonparametric berupa uji Mann-Whitney (Uji U). Hasil uji normalitas data tersaji pada tabel berikut ini.

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas Data Abnormal Return

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
			Abnormal Return
N			43
Normal		Mean	.00105558612
Parameters ^{a,b}		Std. Deviation	.009050499549
Most	Extreme	Absolute	.192
Differences		Positive	.192
		Negative	-.138
		Kolmogorov-Smirnov Z	1.262
		Asymp. Sig. (2-tailed)	.083

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data Diolah

Hasil uji normalitas data menunjukkan bahwa variabel *abnormal return* memiliki *p-value* 0,083. Nilai tersebut berada diatas *level of significant* yang digunakan yaitu 0,05 sehingga

dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* terdistribusi secara normal. Analisis data selanjutnya menggunakan uji parametric berupa uji *independent sample t-test* (Uji t).

Metode pembayaran pada penelitian ini dibedakan menjadi dua yaitu metode pembayaran kas dan metode pembayaran saham. Dalam penelitian ini digunakan *variabel dummy* yang mengambil nilai 1 atau 2.

Mengambil nilai 1 jika metode pembayaran kas, dan mengambil nilai 2 jika metode pembayaran saham.

Hasil pengujian menggunakan Uji t terhadap hipotesis ke-3 tersaji pada tabel berikut ini:

Tabel 5

Uji Hipotesis Ke-3

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
		Sig.	f	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	99% Confidence Interval of the Difference		
									Lower	Upper	
normal	Equal variances assumed	.353	251	448	1	.656	00143233	00319378	-.007194666	05932	.010
	Equal variances not assumed			634	8.019	.530	00143233	00225907	-.004693111	55777	.007

Sumber : Data Diolah

Hasil pengujian *homogenitas* varians dari kedua kelompok sampel diperoleh nilai F sebesar 1,353 dengan signifikansi sebesar 0,251. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,01 menunjukkan bahwa varians kedua sampel tersebut adalah homogen. Selanjutnya akan digunakan hasil pengujian *Equal variance assumed* yaitu diperoleh nilai t sebesar 0,448 dengan signifikansi 0,656. Dengan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, berarti H_1 ditolak dan H_0 diterima. Hal ini berarti tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara M&A yang pembayarannya menggunakan kas dengan M&A yang pembayarannya menggunakan saham. **Hipotesis ke-3 tidak terdukung.**

Pembahasan

Hipotesis yang pertama menguji pengaruh metode pembayaran dengan menggunakan kas terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan

M&A. Setelah dilakukan pengujian diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa metode pembayaran M&A dengan menggunakan kas memberikan pengaruh yang negatif terhadap *abnormal return* perusahaan. Hal ini terlihat dari jumlah sampel yang mengalami penurunan *abnormal return* lebih besar dibandingkan dengan jumlah sampel yang mengalami kenaikan *abnormal return*.

Hipotesis yang kedua menguji pengaruh metode pembayaran dengan menggunakan saham terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan M&A. Setelah dilakukan pengujian diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan saham sebagai metode pembayaran M&A, memberikan pengaruh positif terhadap *abnormal return* perusahaan tersebut. Hal ini dapat dilihat dari jumlah sampel yang *abnormal returnnya* mengalami kenaikan lebih besar dibandingkan dengan jumlah sampel

yang *abnormal return*nya menurun. Sehingga dapat dikatakan bahwa metode pembayaran M&A menggunakan saham lebih baik dibandingkan dengan menggunakan kas. Hal ini dapat terjadi karena investor dan calon investor lebih menyukai merger dan akuisisi yang dilakukan secara bersahabat (*friendly merger*).

Hipotesis yang ketiga menguji perbedaan *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi berdasarkan metode pembayaran kas dan saham. Setelah dilakukan pengujian diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi berdasarkan metode pembayaran. Hal ini ditunjukkan dengan pengujian *abnormal return* pada perusahaan yang menggunakan metode pembayaran kas dan pada perusahaan yang menggunakan metode pembayaran saham dengan nilai hasil Uji t sebesar 0,448 dengan signifikansi 0,656. Walaupun metode pembayaran dengan saham memberikan pengaruh yang positif dengan persentase perbedaan 0,26%, sedangkan kas memberikan pengaruh yang negatif dengan persentase perbedaan sebesar 0,68% terhadap *abnormal return* perusahaan. Akan tetapi, nilai tersebut secara statistik tidak signifikan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Setyaningrum (2010), Franks, Harris, dan Titman (1991) yang mana hasilnya menunjukkan bahwa rata-rata kinerja pasca merger pada semua kategori pembayaran pada dasarnya adalah sama. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Gunawan dan Sukartha (2013) yang menyatakan bahwa merger dan akuisisi dengan metode pembayaran menggunakan saham menyebabkan peningkatan kinerja pasar yang lebih positif dibandingkan dengan menggunakan

kas. Meskipun pada penelitian ini pengaruhnya secara statistik terbilang kecil.

Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Vanniewenhuyze (2010), Isa dan Lee (2010), Rani (2012), Franks, Harris, dan Mayer (1988), Travlos (1987) dalam Moeller, Schlingemann, Stulz (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan target akan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi jika penawaran dengan *all cash* (tunai) daripada penawaran yang menggunakan ekuitas atau campuran sekuritas dan jika penawar menggunakan saham, maka penawar akan mengalami kerugian yang signifikan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh metode pembayaran yang digunakan yaitu kas atau saham terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Penelitian dilakukan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Analisis data menggunakan uji bedadengan alat analisis berupa uji *independent sample t-test*. Berdasarkan pada analisis dan pembahasan yang telah dipaparkan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa:

Metode pembayaran kas berpeluang untuk menghasilkan *abnormal return* positif bagi perusahaan. Sedangkan metode pembayaran saham berpeluang untuk menyebabkan perusahaan memperoleh *abnormal return* negatif.

Dari hasil uji statistik menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* berdasarkan metode pembayaran kas dan saham pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Hasil ini menunjukkan bahwa walaupun metode pembayaran kas lebih berpeluang untuk memberikan *abnormal return* positif dibandingkan metode pembayaran saham, tapi hasil pengujian tersebut tidak cukup kuat untuk menunjukkan

adanya pengaruh metode pembayaran terhadap *abnormal return* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aritonang, Slamet Harijono, dkk. 2009. Analisis *Return, Abnormal Return*. Aktivitas Volume Perdagangan atas Pengumuman Merger dan Akuisisi (Studi pada Perusahaan yang Listed di BEJ tahun 2000-2002). *Wacana*. 12(4) : 815-827.
- Brealey, Myers, dan Marcus. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 1. Jakarta : Erlangga.
- Brigham, Eugene and Houston, Joel F. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Tenth Edition. New York : The Dryden Press.
- David, Fred R. 2009. *Manajemen Strategis Konsep*. Edisi 12. Jakarta : Salemba Empat.
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta : BPFE UGM.
- Noor, Henry Faizal. 2009. *Investasi, Pengelolaan Keuangan Bisnis dan Pengembangan Ekonomi Masyarakat*. Jakarta : PT. Indeks.
- Payamta, dan Setiawan, Doddy. 2004. Analisis Pengaruh Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 7(3) : 265-282.
- Priyatno, Duwi. 2009. *Lima Jam Belajar Olah Data dengan SPSS 17*. CV Andi Offset.
- Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, and Jeffrey Jaffe. 2005. *Corporate Finance*. Seventh Edition. New York : Mc Braw Hill.
- Sartono, R. Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta : BPFE.
- Setyaningrum, Wahyu Dwi. 2010. *Perbedaan Abnormal Return Berdasarkan Firm Size, Karakteristik Target Dan Metode Pembayaran Pada Perusahaan Yang Melakukan Merger Dan Akuisisi*. Fakultas Ekonomi. Universitas Sebelas Maret.
- *) Penulis adalah Dosen Politeknik Negeri Ambon**