

DAMPAK PENGUMUMAN MERGER TERHADAP ABNORMAL RETURN DAN AKTIVITAS VOLUME PERDAGANGAN SAHAM (STUDI PERBANKAN DI BEI)

Hj. Chaerunnisa Rumianti*)

Abstract : One event that is about to test the strength of the charge information is event merger announcement in companies engaged in banking sector. Event day chosen was dated July 6, 2009 and August 2, 2010. The issue is considered attractive because of alleged contradictions between the advantages that can be gained from the merger and the fact that there is the banking business environment when it has a condition that is not too good . The purpose of this study in addition to knowing the price reaction and the activity of trading volume (trading volume activity) shares in the Jakarta Stock Exchange on the merger announcement event, also to determine whether there are differences in average abnormal return (average abnormal return) and trading volume activity between before and after the merger announcement. Samples selected stocks in this study are stocks that are included in the banking sector and the LQ - 45 with the consideration that these stocks are stock that can represent the population of the banking sector from the perspective of the number of shares traded and market capitalization value. To examine the information content (information content) of the event, use the event study method. The test results indicate that the Jakarta Stock Exchange does not react to the events of the merger announcement . This is evident from the absence of test results that provide a level of significance is set at a minimum of 95 % . The difference in the average abnormal return at the time of the announcement and about the announcement was also not proven significantly. Meanwhile, the difference in average trading volume activity at the time of the announcement and about the announcement actually showed the opposite, which is shown to be significant at the 99% confidence level .

Keywords : Mergers, Abnormal Return, Trading Volume Stocks

PENDAHULUAN

Krisis ekonomi yang diawali dengan melemahnya nilai tukar Rupiah terhadap dollar Amerika yang terjadi pada pertengahan tahun 1997 telah membuat semua sektor usaha khususnya sektor perbankan mengalami keterpurukan yang pada akhirnya berakibat kepada ditutupnya sebagian bank oleh pemerintah. Penutupan usaha/likuidasi sebagian bank tersebut didasarkan kepada kondisi permodalan bank yang mengalami minus sebagai akibat dari adanya peningkatan biaya bunga simpanan dana masyarakat karena kenaikan suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia) yang merupakan salah satu bentuk kebijakan pemerintah untuk mengatasi turunnya nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika karena adanya pembelian dollar oleh masyarakat secara

berlebihan. Dampak dari tingginya suku bunga simpanan tanpa diimbangi dengan pemulihan sektor usaha yang sebagian besar dibiayai dari hutang (apalagi hutang dalam bentuk mata uang asing dollar) membuat sektor perbankan mengalami negative spread sehingga secara perlahan mengurangi modal guna menutup kerugian yang terjadi. Keadaan tersebut terus berlangsung sehingga beberapa bank mengalami modal negatif. Hal itu pada akhirnya membuat pemerintah melakukan restrukturisasi perbankan yang salah satunya melalui upaya merger/penggabungan usaha beberapa bank dengan tujuan untuk memperkuat struktur permodalan perbankan, menciptakan sinergi dan daya saing. Langkah-langkah tersebut dilakukan dengan harapan agar perbankan nasional siap menghadapi persaingan di

era globalisasi.

Langkah penggabungan usaha melalui merger diawali terlebih dahulu oleh bank pemerintah melalui Keputusan Menteri Keuangan tanggal 31 Desember 1997, tentang merger empat bank BUMN (Badan Usaha Milik Negara) yaitu Bank Pembangunan Indonesia (Bapindo), Bank Ekspor Impor (Bank Exim), Bank Bumi Daya (BBD) dan Bank Dagang Negara (BDN) serta diakuisisinya Bank Tabungan Negara (BTN) oleh Bank Negara Indonesia (BNI). Langkah tersebut membawa dorongan kuat terhadap bank swasta untuk melakukan upaya serupa sebagai salah satu langkah restrukturisasi perbankan yang memang harus dilakukan. Selain itu, upaya lain yang telah dilakukan pemerintah untuk mendorong merger antara lain dengan Surat Keputusan Direksi BI No.28/64KEP/DIR tanggal 7 September 1995 yang mewajibkan bank-bank non devisa bergabung atau konsolidasi terlebih dahulu apabila mereka berkeinginan untuk meningkatkan status menjadi bank devisa. Motivasi dilakukannya merger selain efisiensi dan peningkatan daya saing adalah : (1) berkaitan dengan misi penguasaan pasar melalui mega-merger (penggabungan usaha skala besar) yang pada gilirannya membentuk konsentrasi industri (dalam hal ini dipahami sebagai sekumpulan perusahaan yang memproduksi barang atau jasa tertentu), dan (2) misi mengatasi moral hazard secara individual yaitu bahwa merger meniadakan eksistensi pemegang mayoritas (apalagi melibatkan pihak asing), recomposisi kepemilikan saham dalam proporsi yang relatif seimbang diharapkan menjadi pengawasan melekat yang efektif untuk mengatasi problem moral hazard. Berdasarkan kondisi tersebut di atas dapat disimpulkan sementara bahwa merger merupakan pertanda positif bagi suatu perusahaan yang melakukannya dengan adanya pertimbangan sinergi, efisiensi, daya saing, penguasaan pasar dan moral hazard dalam rangka

pemulihan perbankan nasional. Namun demikian, upaya merger yang dilakukan selama masa krisis tersebut diperkirakan tidak akan terlalu memberikan dampak bagi bank (terutama yang telah go public) yang melakukannya karena adanya pertimbangan keadaan usaha di Indonesia yang sampai dengan tahun 2000 belum menunjukkan tanda-tanda perbaikan. Dengan melihat adanya dua perbedaan pandangan tersebut di atas yaitu upaya merger yang dapat memberikan nilai positif bagi perusahaan serta keadaan usaha yang tidak mendukung tersebut, penulis tertarik untuk mengangkat permasalahan diseperti merger terutama yang berkaitan dengan reaksi pasar modal terhadap pengumuman merger perusahaan di sektor perbankan selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2010 khususnya bagi bank yang telah listed di Bursa Efek Jakarta.

Perumusan Masalah

Peristiwa merger apabila dilihat dari sudut pandang teoritis merupakan suatu peristiwa yang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan yang melakukannya karena adanya pertimbangan sinergi, efisiensi, daya saing, penguasaan pasar dan moral hazard sebagaimana tersebut di atas. Manfaat tersebut diharapkan berdampak terhadap adanya abnormal return dan aktivitas perdagangan pada saham perusahaan yang melakukan pengumuman merger dimana pengumuman tersebut dilakukan pada saat kondisi perbankan nasional masih mengalami keterpurukan sebagai akibat krisis ekonomi. Berdasarkan uraian tersebut di atas, rumusan permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah terdapat abnormal return selama periode peristiwa (event period), perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger, serta perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman merger di sektor

perbankan dengan periode pengamatan dari Tahun 2009 sampai dengan Tahun 2010.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk melihat dan memahami apakah pengumuman merger mengandung isi informasi (information content) yang direfleksikan dengan adanya abnormal return selama periode event serta perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger.
2. Untuk melihat dan memahami bagaimana dampak pengumuman merger pada kegiatan perdagangan saham yang direfleksikan dengan adanya perbedaan rata-rata volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman merger.

Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian bagi dunia usaha adalah bahwa diharapkan penelitian ini dapat memberikan bukti empiris apakah pengumuman merger dapat memberikan abnormal return, perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger serta perbedaan rata-rata volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman merger pada saham-saham bank yang melakukan pengumuman merger dimana pengumuman tersebut dilakukan pada saat kondisi perbankan saat itu sedang mengalami keterpurukan. Sedangkan manfaat bagi mahasiswa adalah bahwa penelitian ini menjadi sarana dalam menerapkan ilmu yang telah diperoleh sehingga diharapkan dapat membantu memecahkan permasalahan yang timbul dalam praktek dan memperluas pengetahuan khususnya mengenai pasar modal yang berkaitan dengan pengaruh pengumuman merger terhadap pasar modal.

TINJAUAN PUSTAKA

Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pengertian klasik pasar modal adalah suatu bidang usaha perdagangan surat-surat berharga seperti saham, obligasi dan sekuritas efek. Secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, public authorities, maupun perusahaan swasta. Dalam perkembangannya, pasar modal merupakan wahana untuk menghimpun dana guna pembiayaan pembangunan yang merupakan wujud nyata peran serta masyarakat. Dilihat dari fungsinya, pasar modal memiliki fungsi ekonomi dan keuangan. Dalam melaksanakan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari lender ke borrower. Fungsi ini sebenarnya juga dilakukan oleh intermediasi keuangan lainnya seperti lembaga perbankan namun perbedaannya hanya terletak pada lamanya jangka waktu dana yang diperdagangkan yaitu dana-dana jangka panjang yang terdapat di pasar modal. Sedangkan fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para borrowers dan para lenders menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keberhasilan Pasar Modal

Secara rinci faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal antara lain adalah :

Supply Sekuritas

Supply akan sekuritas berarti banyak perusahaan yang menerbitkan sekuritas. Hal ini tidak saja berarti banyak perusahaan yang bersedia

menerbitkan sekuritas tetapi juga berarti bahwa rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penerbitan sekuritas tersebut memang menguntungkan. Bagi negara-negara yang sedang berkembang, faktor ini perlu diperhatikan karena mungkin tidak banyak perusahaan yang memenuhi persyaratan dan bersedia menerbitkan sekuritas (yang berarti melakukan full disclosure terhadap kondisi keuangan perusahaan).

Demand akan sekuritas

Demand akan sekuritas berarti tersedia jumlah dana yang memadai untuk membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan. Ini berarti harus terdapat sejumlah pihak yang mempunyai dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan. Pihak-pihak ini bisa lembaga-lembaga keuangan (misalnya perusahaan asuransi dan dana pensiun), maupun individu yang cukup kaya sehingga bersedia menanggung resiko yang lebih besar dalam melakukan investasi, bukan sekedar menabung kelebihan penghasilan mereka di bank. Di negara yang sedang berkembang, faktor ini mungkin tidak tersedia dalam jumlah yang memadai (dan karenanya pemodal asing diijinkan untuk membeli sekuritas yang ditawarkan di bursa efek).

Kondisi politik dan ekonomi

Kondisi politik dan ekonomi yang stabil dan dinamis merupakan syarat perkembangan dunia bisnis. Perkembangan bisnis akan menyebabkan permintaan akan dana (baik dana jangka pendek maupun panjang) meningkat. Peningkatan permintaan ini yang akhirnya akan mendorong berkembangnya pasar modal.

Masalah hukum dan peraturan

Masalah kepastian hukum dan peraturan sering merupakan masalah yang menjadi penghambat di negara-negara yang sedang berkembang.

Dalam bidang apapun, nampaknya terjadi gejala ketertinggalan hukum dan peraturan dari perkembangan ekonomi. Peraturan yang melindungi para pemodal dari kecurangan (abuse) pihak emiten perlu ditegakkan.

Peran lembaga-lembaga pendukung pasar modal

Lembaga-lembaga pendukung pasar modal seperti Bapepam (Stock Exchange Commission) yang memberikan ijin (dengan memeriksa persyaratan) bagi calon emiten, Bursa Efek, para pialang, underwriter, akuntan, ahli hukum dan sebagainya, harus telah ada dan dapat bekerja secara profesional untuk mendukung beroperasinya pasar modal.

Definisi dan Motivasi Merger

Definisi merger adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan. Merger merupakan alternatif untuk melakukan ekspansi atau perluasan usaha yang dapat dilakukan ke arah internal (misalnya menambah kapasitas pabrik, menambah unit produksi atau menambah divisi baru), tetapi juga dapat dilakukan dengan menggabungkan dengan usaha yang telah ada. Keinginan suatu perusahaan untuk melakukan merger dengan perusahaan lain tentunya didasari atas beberapa motivasi pertimbangan tertentu yang secara ringkas dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Sinergi

Motivasi utama dari kebanyakan merger adalah untuk menaikkan nilai dari perusahaan gabungan yang bersangkutan. Merger yang bertujuan untuk menciptakan sinergi tersebut akan menguntungkan pemegang saham perusahaan yang bergabung karena adanya sinergi. Efek sinergi dapat timbul dari empat sumber yaitu (1) economies of scale operasi di dalam manajemen, produksi, atau distribusi (2) financial economies (3) perbedaan efisiensi manajemen yang berarti bahwa

manajemen dari salah satu perusahaan relatif tidak efisien sehingga melalui merger diharapkan profitabilitas dapat ditingkatkan dan (4) naiknya kekuatan pasar akibat berkurangnya persaingan.

2. Pertimbangan Pajak

Penggunaan kelebihan kas untuk aktivitas merger dirasakan lebih bermanfaat daripada keperluan pembayaran pajak oleh sebagian besar perusahaan yang melakukan merger. Hal ini didasari atas manfaat pajak yang tidak dapat dinikmati secara langsung oleh perusahaan atas laba yang diperoleh, dan oleh karenanya penggunaan kelebihan kas tersebut untuk melakukan merger merupakan alternatif pemecahan masalah kelebihan kas yang terakhir dari beberapa pilihan pemanfaatan kelebihan kas seperti : (1) pembayaran dividen ekstra, (2) melakukan investasi dalam sekuritas yang mudah dijual, (3) membeli kembali sahamnya sendiri.

3. Pembelian Aktiva dibawah Biaya Penggantian

Dalam kesempatan tertentu, perusahaan diambil alih karena nilai penggantian (replacement value) atas aktivitya jauh lebih tinggi daripada nilai pasar perusahaan itu sendiri, misalnya sebuah perusahaan minyak dapat memperoleh cadangan minyak secara lebih murah dengan membeli perusahaan-perusahaan minyak lainnya daripada melakukan percobaan pengeboran. Contoh lain adalah pembelian sebuah pabrik baja oleh suatu perusahaan tertentu daripada harus membangun pabrik baja baru yang memerlukan analisa, biaya dan waktu yang tidak sedikit.

4. Diversifikasi

Oleh sebagian manajer, diversifikasi dianggap dapat membantu menstabilkan laba perusahaan sehingga mengurangi resiko perusahaan. Karena itu, diversifikasi sering dijadikan alasan

bagi pengambil-alihan. Stabilisasi laba tentu bermanfaat bagi pegawai, pemasok dan pelanggan tetapi nilainya bagi pemegang saham dan pemberi pinjaman tidak terlalu baik. Jika investor mengkhawatirkan bergejolaknya laba maka investor dapat melakukan diversifikasi melalui pembelian saham perusahaan lain yang tentunya lebih mudah daripada harus melakukan pengambil-alihan. Karena itu, terjadi pendapat yang berbeda yang berasal dari sudut pandang manajer dan investor yaitu apabila manajer dalam satu sisi melakukan pengambil-alihan untuk stabilisasi laba maka investor lebih melihat kepada kemudahan untuk melakukan diversifikasi melalui penjualan saham perusahaan yang mengalami masalah dan membeli saham perusahaan lain. Dalam kasus ini, merger dapat menjadi jalan terbaik untuk mengadakan diversifikasi perorangan. Namun, bagi perusahaan publik, merger tidak dapat dijadikan alasan untuk melakukan diversifikasi yang akan memperkecil resiko pemegang saham.

5. Mempertahankan Pengendalian

Adanya merger dan pengambil-alihan secara paksa (hostile merger and takeovers) membuat para manajer terutama manajer yang memiliki proporsi kepemilikan kurang dari 51% akan mencari jalan agar perusahaannya tidak diambil alih dengan melakukan apa yang disebut merger defensif misalnya dengan melakukan penggabungan dengan perusahaan lain dengan menggunakan sumber dana yang berasal dari hutang sehingga membuat perusahaan yang melakukan penggabungan tersebut menjadi sulit diambil alih.

Investasi Saham

Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya dalam bentuk saham (stock). Jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini

disebut dengan saham biasa (common stock). Untuk menarik investor potensial lainnya, suatu perusahaan juga dapat mengeluarkan kelas lain dari saham yaitu yang disebut dengan saham preferen (preferred stock). Saham preferen mempunyai hak-hak prioritas lebih dari saham biasa. Hak-hak prioritas saham preferen yaitu atas dividen yang tetap dan hak terhadap aktiva jika terjadi likuidasi. Namun saham preferen umumnya tidak mempunyai hak veto seperti yang dimiliki oleh saham biasa. Keputusan investor memilih suatu saham sebagai obyek investasinya membutuhkan data historis terhadap pergerakan saham yang beredar di bursa, baik secara individual, kelompok, maupun gabungan. Mengingat transaksi investasi saham terjadi pada setiap saham dengan variasi permasalahan yang sangat rumit dan berbedabeda, pergerakan saham memerlukan identifikasi dan penyajian informasi dan bersifat spesifik. Kejadian-kejadian dan fakta historis tersebut harus dapat disajikan dengan sistem tertentu agar dapat menghasilkan suatu informasi yang sederhana, konsisten dan mudah ditafsirkan oleh para pelaku pasar modal. Bentuk informasi yang dipandang sangat tepat untuk menggambarkan pergerakan harga saham dimasa lalu adalah suatu indeks harga saham yang memberikan deskripsi harga-harga saham pada suatu saat tertentu maupun dalam periode tertentu pula. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEJ meliputi pergerakan-pergerakan harga untuk saham biasa dan saham preferen.

METODOLOGI PENELITIAN

Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti reaksi pasar modal melalui pendekatan perubahan harga dan perdagangan

saham terhadap peristiwa pengumuman merger pada sektor perbankan selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2010. Oleh karena itu, ruang lingkup penelitian dibatasi pada pemilihan metodologi yang meneliti pergerakan harga saham dan volume perdagangan. Model yang digunakan untuk melihat pergerakan harga saham dalam penelitian ini adalah Single Index Market Model (SIMM), sedangkan untuk mengamati dampak event terhadap perdagangan saham akan dipergunakan model Trading Volume Activity (TVA). Metodologi event study yang diterapkan dalam penelitian ini pada dasarnya melakukan pengamatan harga saham disekitar event (peristiwa) pengumuman merger. Apabila pasar efisien bentuk setengah kuat maka tidak akan diperoleh tingkat keuntungan abnormal sesudah peristiwa tertentu. Tingkat keuntungan abnormal merupakan tingkat keuntungan diatas tingkat keuntungan seharusnya yang sudah memperhitungkan resiko. Walaupun metode ini dapat dipakai sebagai salah satu alat analisis untuk mengamati bentuk efisiensi pasar modal di Indonesia, namun penelitian ini dibatasi untuk tidak menyimpulkan bentuk efisiensi Bursa Efek Jakarta (BEJ). Bentuk lain pengujian event adalah dengan melihat variabel-variabel tertentu disekitar event. Variabel yang dapat dilihat dalam penelitian ini adalah Trading Volume Activity atau aktivitas volume perdagangan disekitar dan pada saat event pengumuman merger. Jika peristiwa tersebut dianggap informatif, maka diharapkan akan terdapat peningkatan kegiatan perdagangan selama peristiwa berlangsung relatif terhadap kegiatan perdagangan rata-rata disekitar pengumuman merger. Pengujian semacam ini mempunyai kelebihan bila dibandingkan dengan metode event study yang dilakukan dengan mengamati perubahan harga saham. Apabila pasar

tidak efisien, harga saham barangkali tidak mencerminkan informasi yang relevan. Dengan mengamati kegiatan perdagangan saham, masalah tersebut dapat dihindari. Dalam kegiatan perdagangan dapat diamati apakah investor menganggap peristiwa pengumuman merger akan mempunyai dampak, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan saham lebih tinggi diatas tingkat perdagangan normal.

Pasar Modal Yang diteliti

Pasar modal yang diteliti adalah Bursa Efek Jakarta dengan alasan Bursa Efek Jakarta merupakan bursa efek terbesar yang ada di Indonesia, baik dalam skala aktivitas volume perdagangan maupun jumlah perusahaan yang tercatat dan alasan kemudahan untuk mendapatkan data harga saham harian dan data volume perdagangan harian untuk keperluan penelitian dimaksud.

Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham perbankan yang sudah tercatat pada Bursa Efek Jakarta dengan saham sampel yang dipilih adalah saham-saham perbankan yang ada kaitannya dengan pengumuman merger. Dari jumlah emiten perbankan yang listed di BEJ hingga Juni 2009 adalah sebanyak 22 emiten. Dari jumlah tersebut, diambil 2 saham dengan nilai kapitalisasi yang dapat dianggap mewakili populasi saham sektor perbankan secara keseluruhan dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp.87.471.450.000.000,00 atau 60,04% dari kapitalisasi saham perbankan yang ada di BEJ secara keseluruhan, dengan demikian nilai kapitalisasi tersebut dapat dianggap mewakili populasi saham sektor perbankan.

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam

penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi data sebagai berikut : Berdasarkan data Infobank edisi Januari no.257/2001 didapat sebanyak 9 bank yang melakukan merger pada tahun 2009 dan 8 bank yang melakukan merger pada tahun 2010. Namun dari 17 bank tersebut ternyata yang sudah listed di BEJ hanya sebanyak 6 bank dan pengumuman merger dilakukan pada tahun 2009. Dari 6 bank tersebut terdapat 3 (tiga) bank yang sudah tidak mempunyai aktivitas perdagangan sejak tanggal 12 Maret 2009 yaitu Bank Tamara, Bank Duta / Bank Palapa dan Bank Rama yang sudah tidak memiliki aktivitas perdagangan sejak tanggal 2 Maret 1999, sehingga dikeluarkan dari sampel. Bank Piko melakukan pengumuman merger pada tanggal 25 September 1999 namun dalam penelitian ini tidak dimasukkan karena jumlah saham yang beredar serta nilai kapitalisasi pasarnya tidak mewakili populasi sehingga dikeluarkan dalam sampel penelitian ini. Dengan demikian maka saham perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebanyak 2 (dua) sampel dengan periode waktu menyesuaikan dengan tanggal event saham perusahaan yang bersangkutan. Harga saham harian dan Indeks LQ-45 harian selama periode 100 hari sebelum tanggal pengumuman sampai dengan 10 hari setelah tanggal pengumuman (t_{-100} hingga t_{+10}). Volume perdagangan saham harian selama periode t_{-10} (10 hari sebelum event day) sampai dengan t_{+10} (10 hari setelah event day) Data tersebut diperoleh dan dikutip dari Bursa Efek Jakarta, internet dan publikasi media massa (surat kabar: BisnisIndonesia, majalah : Infobank) serta publikasi lain yang memuat informasi relevan dengan penelitian ini.

Definisi Operasional

Definisi operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Harga saham yaitu harga penutupan saham ke-i pada hari ke-t.
2. Return yaitu selisih harga saham ke-i pada hari ke-t dikurangi harga penutupan saham ke-i pada hari ke-t-1, dan hasilnya dibagi dengan harga penutupan saham ke-i pada hari ke-t-1.
3. Abnormal return didefinisikan sebagai selisih antara actual return dan expected return dari saham ke-i pada hari ke-t.
4. Aktivitas perdagangan yaitu kegiatan perdagangan di bursa yang dilihat dari indikator volume perdagangan harian. Volume perdagangan harian adalah jumlah keseluruhan saham yang diperdagangkan pada hari ke-t di pasar reguler.
5. Merger adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan.
6. Pengumuman merger adalah kegiatan yang dimaksudkan untuk memberikan informasi yang berhubungan dengan rencana suatu perusahaan untuk melakukan penggabungan dengan perusahaan lain.

Asumsi-Asumsi

Asumsi-asumsi yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Dalam penelitian ini digunakan event period selama 21 hari bursa yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman merger dengan asumsi bahwa selama periode kejadian tersebut tidak ada kejadian lain yang istimewa (politik, pengumuman dividen, emisi saham baru, stock split dan lain sebagainya) yang mempengaruhi.
2. Dalam penelitian ini diasumsikan bahwa efisiensi Bursa Efek Jakarta dalam bentuk lemah (weak form efficiency) dan bentuk setengah kuat (semi-strong form efficiency) dengan alasan efisiensi ini telah dibuktikan oleh para peneliti sebelumnya.

Perumusan Model Analisis

Perhitungan Abnormal Return

Model-model analisis yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah model-model yang telah digunakan pada penelitian sebelumnya sebagai berikut :
Pengujian Untuk Mengetahui Adanya Abnormal Return

1. Rumus dasar abnormal return

Abnormal return saham selama periode kejadian didefinisikan sebagai selisih antara actual return dan expected return dari saham ke-i pada hari ke-t adalah :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(.1)$$

dimana :

AR_i = abnormal return saham i pada hari ke-t.

R_{it} = actual return untuk saham i pada hari ke-t.

$E(R_{it})$ = expected return untuk saham i pada hari ke-t.

Dalam penelitian ini, expected return dihitung dengan menggunakan Single Index Market Model (SIMM), yakni :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} \dots\dots\dots(.2)$$

dimana :

$E(R_{it})$ = expected return untuk saham i pada hari ke-t.

R_{mt} = Return pasar pada hari ke t

Koefisien α dan β diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara return saham (R_{it}) dengan return pasar (R_{mt}). Dari koefisien α dan β tersebut dapat dihitung expected return tiap-tiap saham atau $E(R_i)$.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis ini dimaksudkan untuk mengetahui adanya abnormal return yang signifikan secara statistik pada saham selama periode kejadian (event period) dengan hipotesa sebagai berikut :

$H0a$: Tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada

saham.

H1a : Terdapat *abnormal return* yang signifikan secara statistik pada saham

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Mengingat tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pola reaksi pasar terhadap suatu event pengumuman merger, maka sebagai langkah awal yang perlu diperhatikan adalah mengidentifikasi saham-saham yang dipergunakan sebagai sampel dalam penelitian ini khususnya saham-saham sektor perbankan. Dari data yang ada didapatkan 17 bank yang melakukan merger pada periode tahun 1999 dan 2000. Namun dari 17 bank tersebut hanya 6 bank yang sudah listed di Bursa Efek Jakarta. Dari 6 bank tersebut didapat 3 bank yang sudah tidak memiliki aktivitas perdagangan sampai dengan tanggal event dan 1 bank yang tidak memiliki nilai kapitalisasi pasar yang signifikan bagi sampel. Dengan demikian terdapat 2 sampel dalam penelitian ini yaitu Bank Danamon dan Bank PDFCI dimana terdapat 2 tanggal event yaitu 6 Juli 1999 dan 2 Agustus 1999. Pengambilan tanggal event pada tanggal 6 Juli 1999 didasarkan kepada adanya informasi yang menyatakan bahwa Bank Danamon akan di-merger dengan 7 (tujuh) Bank BTO (Bank Take Over) yang informasinya berasal dari rapat dengar pendapat antara BPPN dan DPA. Hal ini merupakan informasi awal merger yang pada kenyataannya merger tersebut dilakukan pada sekitar akhir tahun 2000. Sedangkan pengambilan sampel pada tanggal 2 Agustus 1999 didasarkan kepada adanya siaran pers Bank Danamon yang berisi rancangan merger dimana pada saat itu Bank Danamon menyatakan bahwa pemegang saham Bank Danamon menyetujui

rencana penggabungan usaha/merger PT. Bank Danamon Indonesia Tbk dengan PT. Bank PDFCI Tbk. untuk meningkatkan modal dasar perseroan menjadi Rp.9,6 triliun dengan ketentuan Bank Danamon bertindak sebagai pihak yang menerima penggabungan dan Bank PDFCI bertindak sebagai pihak yang menggabungkan diri. Pengambilan sampel sebanyak 2 bank ini apabila ditinjau dari total populasi perbankan yang listed di Bursa Efek Jakarta sudah cukup mewakili populasi dengan adanya pertimbangan total kapitalisasi pasar pada sampel mencapai 60,04% dari total kapitalisasi pasar yang ada di Bursa Efek Jakarta.

Analisis Hasil Pengujian

Hasil Pengujian Hipotesis I

Pengujian hipotesis kesatu dilakukan untuk mengetahui adanya *abnormal return* selama periode peristiwa untuk keseluruhan sampel. Untuk memperoleh nilai *abnormal return* tersebut harus dihitung terlebih dahulu *expected return* dan *actual return* pada periode kejadian. Setelah didapat nilai *abnormal return* masing-masing saham maka dihitung nilai rata-rata keseluruhan saham sehingga didapatkan nilai *average abnormal return* (AAR). Nilai AAR inilah yang diuji signifikansinya dengan menggunakan uji-t dengan asumsi bahwa nilai AAR tersebut berdistribusi normal. Kecenderungan penambahan kekayaan investor secara kumulatif yang terjadi dari t_{-10} sampai ke t_{-3} mengalami penurunan namun dari t_{-2} sampai dengan t_0 mengalami kenaikan yang cukup tinggi, namun setelah event date terlihat cenderung terus menurun hingga investor tidak dapat menikmati *abnormal return* setelah hari ke-7 (t_{+7}) dari event date yang dapat terlihat dari garis CAAR yang berada dibawah garis CAAR yang negatif, namun pada hari ke-9 (t_{+9})

terjadi kembali kenaikan abnormal return yang menyebabkan garis CAAR yang positif. Sedangkan kecenderungan penambahan kekayaan investor secara kumulatif selama periode event terlihat terus mengalami penurunan hingga hari terakhir pada periode event yang dapat terlihat dari garis CAAR yang negatif. Selama periode event tidak terdapat abnormal return yang signifikan. Beberapa kejadian yang timbul ini dapat terjadi karena adanya beberapa kemungkinan sebagai berikut : Sebagai dampak terjadinya krisis ekonomi yang berkepanjangan dimana saat itu perbankan masih mengalami negative spread yang cukup besar sehingga menyebabkan beberapa bank harus menjalani proses penyehatan melalui BPPN (Badan Penyehatan Perbankan Nasional) melalui pengambil-alihan (take over) dimana Bank Danamon juga termasuk salah satu bank yang masuk dalam program penyehatan dibawah BPPN, berakibat pada prospek usaha perbankan secara keseluruhan mengalami penurunan sehingga investor melihat bahwa walaupun merger dilakukan, usaha perbankan tetap tidak dapat memberikan suatu nilai yang positif bagi investor dimasa depan mengingat prospeknya yang tidak terlalu baik. b Pengumuman merger merupakan informasi yang membutuhkan analisis lebih terdapat abnormal return yang signifikan selama periode event tidak dapat dibuktikan secara statistik. Hal ini berarti bahwa abnormal return selama periode event adalah sama.

Hasil Pengujian Hipotesis II

Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat perbedaan rata-rata abnormal return pada saat pengumuman merger dan dihari-hari sekitarnya (sebelum dan setelah pengumuman merger). Hal ini untuk melihat apakah pasar bereaksi secara berlebihan pada hari-hari disekitar pengumuman merger. Banyaknya informasi

yang relevan tentang pengumuman merger diperkirakan akan mempengaruhi pasar sehingga pasar dapat bereaksi. Namun apabila informasi pengumuman merger tersebut dianggap tidak relevan bagi pelaku pasar maka pasarpun tidak akan bereaksi. Berdasarkan hasil pengujian terlihat bahwa untuk event tanggal 06 Juli 1999 terdapat perbedaan rata-rata abnormal return dengan signifikansi 10%, sedangkan untuk event tanggal 02 Agustus 1999 tidak terdapat perbedaan abnormal return secara statistik. Dengan demikian untuk kedua event tersebut diatas apabila diambil tingkat signifikansi minimum sebesar 5% maka kedua event tersebut tidak membuktikan adanya perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger secara signifikan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesa yang menyatakan adanya perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan pada saat sebelum dan setelah pengumuman merger tidak terbukti, hasil yang diperoleh adalah tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal return disekitar pengumuman merger. Dari hasil tersebut dapat dijelaskan bahwa tidak terdapat informasi yang relevan tentang pengumuman merger yang mempengaruhi pasar yang menyebabkan pasar tidak terlalu bereaksi.

Hasil Pengujian Hipotesis III

Pengujian ini digunakan untuk melihat apakah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan dihari-hari sekitar pengumuman merger. Hal ini dilakukan untuk memperkuat kedua hipotesis di atas. Selain itu, hipotesis ini merupakan salah satu cara (selain mengamati harga saham pada kedua hipotesis sebelumnya) untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman merger, yakni dengan mengamati aktivitas volume perdagangannya. Tujuan hipotesis ini juga untuk melihat

apakah pasar bereaksi secara berlebihan terhadap pengumuman merger disekitar terjadinya pengumuman merger. Berdasarkan hasil pengujian tersebut di atas, tampak bahwa perbedaan rata-rata volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman merger untuk tanggal event 6 Juli 1999 dan 2 Agustus 1999 ternyata signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Khususnya yang berkaitan dengan event tanggal 6 Juli 1999, tampak bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa. Nilai rata-rata TVA menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah peristiwa daripada rata-rata volume perdagangan sebelum peristiwa. Peningkatan volume perdagangan saham ini dapat memiliki arti ganda. Apabila volume perdagangan meningkat akibat peningkatan permintaan (demand), maka dapat diartikan bahwa peristiwa merger pada tanggal 06 Juli 1999 merupakan peristiwa yang "positif" (good news) oleh para pelaku pasar. Sebaliknya, jika peningkatan volume perdagangan ini lebih banyak diakibatkan oleh peningkatan penjualan (supply) saham, maka dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar mengartikan bahwa peristiwa tersebut sebagai peristiwa yang "bad news" dan dianggap sinyal negatif bagi prospek perbankan di Indonesia. Untuk event tanggal 2 Agustus 1999 terlihat bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa juga berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa, namun nilai rata-rata TVA menunjukkan adanya penurunan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah peristiwa daripada rata-rata volume perdagangan sebelum peristiwa. Mengacu kepada adanya dualisme arti peningkatan volume perdagangan sebagaimana telah diuraikan sebelumnya bahwa penurunan volume perdagangan saham ini juga dapat

memiliki arti ganda yaitu apabila volume perdagangan menurun akibat penurunan permintaan (demand), maka dapat diartikan bahwa peristiwa merger pada tanggal 02 Agustus 1999 merupakan peristiwa yang "negatif" (bad news) karena terdapat indikasi bahwa investor tidak ingin membeli saham-saham dimaksud karena adanya kekhawatiran ketidakpastian prospek perbankan di Indonesia sehingga investor tidak akan melakukan pembelian (demand) dan akan menyebabkan investor melakukan penjualan saham. Sedangkan apabila volume perdagangan menurun akibat penurunan penjualan (supply) saham, dapat diartikan bahwa peristiwa merger pada tanggal 2 Agustus 1999 merupakan peristiwa yang "positif" (good news) dengan alasan bahwa investor tidak akan melakukan penjualan saham dengan harapan akan mendapatkan abnormal return sebagai akibat dari adanya pengumuman merger. Dalam hal ini, penulis cenderung untuk memilih kesimpulan yang menyatakan bahwa event pengumuman merger lebih mengarah kepada bad news karena pengumuman merger dilakukan pada saat kondisi perbankan secara nasional sedang mengalami keterpurukan sebagai akibat dari adanya krisis ekonomi yang telah berlangsung lama sejak pertengahan Tahun 1997 dan sampai dengan saat itu (pengumuman merger) belum ada tanda-tanda perbaikan. Secara umum, kondisi perbankan sebagaimana disebutkan diatas yaitu negative spread disebabkan karena adanya kenaikan suku bunga simpanan yang lebih besar daripada suku bunga kredit karena untuk mengantisipasi permintaan pembelian dollar oleh masyarakat, dengan demikian perbankan secara umum mengalami kenaikan biaya bunga simpanan yang lebih besar daripada kenaikan pada sisi pendapatan khususnya pendapatan bunga kredit yang menyebabkan laba perbankan

menurun sehingga berdampak pada pengurangan modal yang menyebabkan modal perbankan secara umum negatif. Hal ini secara teoritis dapat dikatakan bahwa bank dengan modal minus seharusnya sudah tidak dapat menjalankan usaha perbankan sebagaimana mestinya. Kondisi negative spread sebagaimana tersebut diatas juga dapat terjadi walaupun suku bunga simpanan lebih kecil daripada suku bunga kredit karena adanya outstanding simpanan yang lebih besar daripada outstanding kredit sehingga terjadi biaya bunga simpanan yang lebih besar daripada pendapatan bunga kredit yang pada akhirnya akan menyebabkan modal bank menurun. Berdasarkan kondisi tersebut diatas maka dapat disimpulkan bahwa pengumuman merger yang dilakukan pada tanggal 6 Juli 1999 dan 2 Agustus 1999 dimana pada saat itu perbankan secara umum mengalami kondisi yang tidak terlalu baik mengakibatkan dampak pengumuman merger tidak terlalu signifikan bagi investor. Hal ini dapat terlihat dari beberapa hasil analisis tersebut diatas yang hasilnya secara ringkas adalah sebagai berikut :

1. Dari hasil analisis hipotesis pertama, didapatkan bahwa tidak terdapat abnormal return yang signifikan selama periode event.
2. Dari hasil analisis hipotesis kedua, didapatkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal return yang signifikan sebelum dan setelah pengumuman merger; dan
3. Dari hasil analisis hipotesis ketiga, didapatkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan setelah pengumuman merger, namun penulis cenderung untuk memilih hasil analisis TVA tersebut kearah bad news dengan pertimbangan sebagaimana yang telah dikemukakan di atas.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dalam bab sebelumnya maka ditarik kesimpulan sebagai berikut: Pasar modal Indonesia (dalam hal ini Bursa Efek Jakarta) bereaksi terhadap peristiwa pengumuman merger yang dilakukan oleh pihak diluar perusahaan (BPPN) maupun yang dilakukan oleh perusahaan itu sendiri (Bank Danamon). Hal ini terlihat dari adanya perbedaan rata-rata volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman merger dengan tingkat signifikansi 99%.

Peristiwa pengumuman merger tidak memberikan abnormal return yang signifikan selama periode event. Hal ini terlihat dari tidak adanya hasil uji yang memberikan tingkat signifikansi minimal sebesar yang ditetapkan yaitu 95% untuk uji adanya abnormal return selama periode event.

Dari hasil analisis uji beda dua rata-rata abnormal return yang dilakukan, tampak bahwa variabel harga saham yang dicerminkan oleh rata-rata return yang diterima investor tidak secara cepat menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi sehingga secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan (tingkat signifikansi yang dicapai sebesar 90%) antara rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger.

Beberapa hal yang perlu diperhatikan sehubungan dengan tidak adanya abnormal return sebagai akibat dari pengumuman merger adalah sebagai berikut :

Peristiwa pengumuman merger dilakukan pada saat kondisi perbankan mengalami keterpurukan yang ditandai dengan adanya program penyehatan perbankan melalui BPPN dimana Bank Danamon saat itu juga masuk dalam program penyehatan tersebut

sehingga dimungkinkan bahwa ekspektasi investor terhadap prospek usaha Bank Danamon adalah tidak terlalu baik

Mengacu kepada Teori Efisiensi Pasar Secara Keputusan (Decisionally Efficient Market) bahwa para pelaku pasar telah “canggih” dalam menginterpretasikan informasi pengumuman merger yang berakibat kepada harga saham sampel tidak mengalami perubahan secara signifikan sehingga tidak terdapat adanya abnormal return.

Adanya keterbatasan jumlah sampel yang hanya sebanyak 2 (dua) buah maka hasil uji statistik yang didapat adalah sangat jauh dari taraf signifikansi 95% (two-tail) khususnya untuk uji statistik untuk mengetahui adanya perbedaan rata-rata abnormal return sebelum dan setelah pengumuman merger.

Secara umum, hasil-hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman merger mempengaruhi perubahan-perubahan di Bursa Efek Jakarta apabila dilihat dari sisi aktivitas perdagangan. Dengan demikian Bursa Efek Jakarta semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk informasi pengumuman merger.

Saran

Untuk keperluan penelitian dimasa mendatang, agar diperoleh hasil yang lebih akurat, perlu diperhatikan faktor-faktor sebagai berikut : Setiap jenis informasi akan menghasilkan reaksi yang berbeda. Oleh karena itu, perlu dilakukan pemilihan jenis informasi yang relevan terhadap pasar modal.

Agar dilakukan pengkajian terlebih dahulu terhadap penentuan lamanya periode kejadian (event period) terutama yang menyangkut kejadian lain yang tidak memiliki relevansi dengan penelitian. Sehingga jika terdapat kejadian lain selama periode kejadian yang tidak memiliki relevansi dengan penelitian maka kejadian tersebut harus dikeluarkan dari

sampel penelitian.

Untuk pengujian pengaruh informasi terhadap return saham secara keseluruhan maka pemilihan sampel menjadi hal yang sangat penting karena pemilihan sampel yang salah akan berakibat kepada kesimpulan yang salah pula. Untuk itu, bagi penelitian lebih lanjut dianjurkan untuk : (a). Melakukan penyaringan terhadap sampel-sampel yang mempunyai pergerakan harga tidak wajar (b). Menggunakan sampel yang lebih banyak agar lebih mewakili pasar secara keseluruhan.

DAFTAR PUSTAKA

Go Marcel, M.S., *Manajemen Group Bisnis*, Penerbit PT. Rineka Cipta, Jakarta, Agustus 1992.

Husnan Suad, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke-3, UPP AMP YKPN, Oktober 1998.

_____ & Pudjiastuti Enny, *Seri Penuntun Belajar Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke-1, UPP AMP YKPN, Juni 1993.

_____ & Pudjiastuti Enny, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi ke-1, Cetakan ke-2, UPP AMP YKPN, Juli 1996.

Jogiyanto H.M., *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke-1, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta, Desember 1998.

Keown A.J., Pinkerton, J.M., Bolster, Paul J., *Merger Announcements, Asymmetrical Information*,

- And Trading Volume : An Empirical Investigation,***
Journal of Business Finance & Accounting, November 1992.
- Kritzman Mark P., ***What Practitioners Need to Know...About Event Studies,*** Financial Analysts Journal, November - Desember 1994.
- Prager Robin A. & Hannan Timothy H., ***Do Substantial Horizontal Mergers Generate Significant Price Effect ? Evidence From The Banking Industry,*** The Journal of Industrial Economics, Vol.XLVI, Desember 1998.
- Sartono R. Agus, ***Manajemen Keuangan,*** Edisi ke-3, BPFE - Yogyakarta, 1998.
- Sunariyah, ***Pengantar Pengetahuan Pasar Modal,*** Edisi ke-2, UPP AMP YKPN, Maret 2000.
- Susiyanto M. F., ***The Impact of Bank Restructuring Announcement on the Banking Stock Prices,*** Gadjah Mada International Journal of Business, Vol. 1 No.2, September 1999.
- Suwandi Titin, ***Kinerja Bursa Efek Jakarta 1988-1996,*** Kelola No.14/VI/1997,1997.
- Toyne Michael F. & Tripp James D., ***Interstate Bank Mergers and Their Impact on Shareholder Returns :*** Evidence From the 1990s, QJBE, Vol. 37 no.3, Autumn 1998.
- Weston J. Fred & Brigham Eugene F., ***Dasar-Dasar Manajemen Keuangan,*** Edisi ke-9, Jilid 2, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1997.
- Weston J. Fred & Copeland, E. Thomas, ***Manajemen Keuangan,*** Edisi ke-8, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1994.
- *) ***Penulis adalah Dosen Tetap STIE Makassar Maju***