

**ANALISIS REAKSI PASAR, UKURAN PERUSAHAAN, METODE
PEMBAYARAN, DAN STATUS PERUSAHAAN TARGET ATAS
PENGUMUMAN *MERGER* DAN AKUISISI
(Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2013-2015)**

Ulfaturrahmah

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

Email: ulfarahma595@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to analyze how the market reaction to the announcement of mergers and acquisitions and compare the abnormal return before and after the announcement of mergers and acquisitions, analyze differences on the market reaction towards the announcement of merger and acquisitions cash and shares payment methods, and differences on the market reaction towards the announcement of merger and acquisitions public and private target company status. In addition, this study also analyzes the influence of the firm size on the market reaction towards the announcement of merger and acquisition. The subjects of this study are public companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX), which pursued a strategy of mergers and acquisitions from 2013 to 2015 period. The sample of this study are 40 companies selected using purposive sampling method. The analysis is done using Wilcoxon Signed Rank Test, Mann Whitney and Analysis Multiple Regression. The analysis shows that there is market reaction towards the announcement of merger and acquisitions before and after announcement of mergers and acquisitions, there is no differences on the market reaction towards the announcement of merger and acquisitions cash and shares payment methods, and there is no differences on the market reaction towards the announcement of merger and acquisitions public and private target company status. In addition, the firm size has positive significant effect to market reaction towards the announcement of merger and acquisitions.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Market Reaction, Firm Size, Payment Methods, Target Company Status.

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Persaingan di dalam dunia usaha saat ini yang semakin ketat dapat mempengaruhi kondisi ekonomi suatu perusahaan. Perusahaan dengan

modal yang cukup dapat melakukan berbagai cara untuk tetap bertahan dan berkembang, sedangkan perusahaan yang tidak memiliki cukup modal memiliki risiko gagal yang lebih besar dalam melanjutkan kegiatan operasionalnya. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pelaku bisnis untuk tetap bertahan yaitu dengan melakukan ekspansi bisnis.

Terdapat dua bentuk ekspansi, yaitu ekspansi internal dan ekspansi eksternal. Penggabungan usaha seperti *merger* dan akuisisi termasuk dalam ekspansi eksternal. *Merger* dan akuisisi sebagai salah satu strategi yang efektif dan efisien untuk melakukan perluasan usaha di perusahaan publik dikarenakan dengan dilakukannya *merger* dan akuisisi maka perusahaan dapat lebih cepat masuk ke pasar yang baru tanpa harus membangun usaha dari awal.

Pasar akan bereaksi terhadap informasi yang didapat dari pengumuman *merger* dan akuisisi tersebut. Reaksi pasar merupakan respon dari pasar atas suatu informasi yang baru saja diterima. Pelaku pasar akan merespon informasi mengenai *merger* dan akuisisi dengan respon positif untuk kabar baik ataupun respon negatif untuk kabar buruk. Astria (2013) mengungkapkan bahwa adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada masa sebelum dengan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi, hal ini membuktikan bahwa pasar bereaksi atas pengumuman *merger* dan akuisisi. Penelitian serupa yang hasilnya menunjukkan tidak adanya reaksi pasar atas pengumuman *merger* dan akuisisi diungkapkan oleh Edward (2012), Dananjaya dan Wiagustini (2015), Novaliza dan Djajanti (2013),

Tarigan dan Pratomo (2015), Auqie (2013), Andini *et al.* (2015), dan Ramadhariyansyah dan Suwitho (2013).

Pada umumnya, penelitian sebelumnya meneliti mengenai perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi. Namun pada penelitian ini, peneliti mencoba untuk meneliti mengenai perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran kas dengan metode pembayaran saham dalam strategi *merger* dan akuisisi. Metode pembayaran yang dapat digunakan dalam *merger* dan akuisisi ada 2 macam, yaitu pembayaran dengan kas dan pembayaran dengan saham. Penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002) menyebutkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan pada metode pembayaran yang digunakan yaitu kas, saham dan kombinasi keduanya.

Peneliti ingin meneliti mengenai perbedaan reaksi pasar atas status perusahaan target publik dengan status perusahaan target privat dalam strategi *merger* dan akuisisi. Fuller *et al.* (2002) menyebutkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan pada status perusahaan target dalam akuisisi yaitu publik, privat dan cabang. Faktor yang dapat mempengaruhi reaksi pasar yaitu informasi mengenai ukuran perusahaan. Menurut Isa dan Lee (2011) mengakuisisi perusahaan yang relatif besar dapat memberikan *cumulative abnormal return* positif signifikan.

B. Rumusan Masalah Penelitian

1. Apakah terdapat perbedaan reaksi pasar atas pengumuman *merger* dan akuisisi pada masa sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi?
2. Apakah terdapat perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran kas dengan metode pembayaran saham dalam strategi *merger* dan akuisisi?
3. Apakah terdapat perbedaan reaksi pasar atas status perusahaan target publik dengan status perusahaan target privat dalam strategi *merger* dan akuisisi?
4. Apakah terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang melakukan strategi *merger* dan akuisisi?

II. METODE PENELITIAN

A. Obyek/Subyek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi. Sedangkan sampel dalam penelitian ini yaitu perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan *merger* dan akuisisi pada periode 2013 sampai 2015.

B. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa nilai kesepakatan *merger* dan akuisisi, serta harga saham dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Data laporan tahunan yang

diperlukan yaitu periode tahun dilakukannya *merger* dan akuisisi. Periode estimasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah 50 hari sebelum periode peristiwa. Jendela pengamatan (*event windows*) yang digunakan untuk melihat reaksi pasar yaitu 10 hari sebelum, hari H, dan 60 hari sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi (71 hari).

C. Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *non probability sampling* dengan menggunakan pendekatan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan *merger* dan akuisisi antara tahun 2013-2015.
2. Diketahui dengan pasti tanggal resmi aktivitas *merger* dan akuisisi.
3. Merupakan perusahaan pengakuisisi, bukan perusahaan target.
4. Sahamnya diperdagangkan secara aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI).
5. Menerbitkan laporan tahunan secara lengkap pada periode tahun dilakukannya *merger* dan akuisisi.
6. Terdapat informasi yang jelas mengenai metode pembayaran dalam melakukan *merger* dan akuisisi, baik metode pembayaran dengan kas maupun metode pembayaran dengan saham.

7. Terdapat informasi yang jelas mengenai status perusahaan target dalam melakukan *merger* dan akuisisi, baik perusahaan publik maupun perusahaan privat.

D. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi dengan mempelajari berbagai literatur-literatur dan arsip-arsip yang sudah ada. Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari data publikasi Bursa Efek Indonesia (BEI), Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), serta *www.finance.yahoo.com*.

E. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Variabel Dependen.

- a. Reaksi Pasar.

Reaksi pasar diukur menggunakan *Cumulative Abnormal Return (CAR)* yang didapatkan dari penjumlahan *Abnormal Return (AR)*. *Abnormal return* merupakan selisih antara pengembalian yang diperoleh investor (*actual return*) dengan pengembalian yang diharapkan investor (*expected return*).

Perhitungan *abnormal return* dengan *Market Model* yang dikembangkan dari teori yang dituliskan oleh Hartono (2015) dan

penelitian yang dilakukan oleh Edward (2012). *Abnormal return* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

Keterangan:

AR_{it} : *abnormal return* perusahaan i pada periode ke t

R_{it} : *actual return* perusahaan i pada periode ke t

$E(R_{it})$: *expected return* perusahaan i pada periode ke t

dimana perhitungan *actual return* dan *expected return* sebagai berikut:

(1) Penghitungan *actual return* diperoleh dengan rumus:

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

Keterangan:

R_{it} : *return* perusahaan i periode ke t

P_t : harga saham perusahaan i pada periode ke t

P_{t-1} : harga saham perusahaan i pada periode ke t-1

(2) Perhitungan *expected return* dihitung menggunakan *Market Model*

yang diukur menggunakan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan)

dengan rumus:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta_{it}R_{mt}$$

dimana

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$: *expected return* perusahaan i pada periode ke-t

α : konstanta

β_{it} : beta perusahaan i pada periode ke t

R_{mt} : *return* pasar perusahaan i pada periode ke t

$IHS G_t$: indeks harga saham gabungan perusahaan i pada periode ke t

$IHS G_{t-1}$: Indeks harga saham gabungan perusahaan i pada periode ke t-1

2. Variabel Independen.

a. Ukuran Perusahaan Target.

Ukuran perusahaan target diukur menggunakan nilai kesepakatan yang diumumkan pada saat *merger* dan akuisisi.

3. Metode Pembayaran.

Metode pembayaran diukur dengan variabel *dummy*, 1 untuk pembayaran dengan kas dan 0 untuk pembayaran dengan saham.

4. Status Perusahaan Target.

Status perusahaan target diukur dengan variabel *dummy*, 1 untuk perusahaan publik dan 0 untuk perusahaan privat.

F. Uji Kualitas Data

1. Model Penelitian 1.

Sebelum dilakukan pengujian pada hipotesis pertama, dilakukan uji normalitas. Metode uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Uji Kolmogorov-Smirnov*. Sampel dikatakan berdistribusi normal apabila *nilai Sig* > α 0,05. Sebaliknya, data tidak berdistribusi normal apabila *Sig* < α 0,05.

2. Model Penelitian 2 dan Model Penelitian 3.

Sebelum dilakukan pengujian pada hipotesis kedua dan ketiga, dilakukan pengujian uji normalitas dan uji homogenitas.

a. Uji Normalitas.

Metode uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Uji Kolmogorov-Smirnov*. Sampel dikatakan berdistribusi normal apabila *nilai Sig* > α 0,05. Sebaliknya, data tidak berdistribusi normal apabila *Sig* < α 0,05.

b. Uji Homogenitas.

Metode uji homogenitas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Levene's Test*. Sampel dikatakan homogen apabila nilai *Sig* > 0,05, dan begitu pula sebaliknya sampel dikatakan tidak homogen apabila nilai *Sig* < α 0,05. Syarat yang harus dipenuhi adalah sampel bersifat homogen.

3. Model Penelitian 4.

Sebelum dilakukannya pengujian pada hipotesis pada model penelitian 4 yang diajukan diatas, perlu dilakukan serangkaian uji asumsi klasik yang berpedoman pada teori yang dituliskan oleh Nazaruddin dan Basuki (2016), sebagai berikut:

a. Uji Normalitas.

Metode uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Uji Kolmogorov-Smirnov*. Sampel dikatakan berdistribusi normal apabila $nilai Sig > \alpha 0,05$. Sebaliknya, data tidak berdistribusi normal apabila $Sig < \alpha 0,05$.

b. Uji Autokorelasi.

Metode uji autokorelasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Uji Durbin Watson* dengan ketentuan $dU < dW < 4-dU$. Nilai dU diperoleh dari tabel statistik *Durbin Watson* yang nilainya tergantung pada banyaknya sampel dan juga variabel independennya.

c. Uji Multikolinearitas.

Metode uji multikolinearitas dalam penelitian ini menggunakan nilai dari *Variance Inflation Factors (VIF)*. Kriteria pengujiannya yaitu apabila nilai $VIF < 10$, maka tidak terdapat multikolinearitas, dan sebaliknya.

d. Uji Heteroskedastisitas.

Metode yang digunakan dalam uji heteroskedastisitas yaitu *Uji Glejser*, yang dilakukan dengan cara meregresikan nilai *absolute*

residual dengan variabel-variabel independen dalam model. Syarat non-heteroskedastisitas dapat terpenuhi apabila nilai $Sig > \alpha 0,05$.

G. Uji Hipotesis dan Analisis Data

1. Model Penelitian 1.

Alat uji yang digunakan untuk uji hipotesis pertama mengenai perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi ditentukan berdasarkan hasil dari uji normalitas data. Apabila data berdistribusi normal, maka uji hipotesis yang digunakan adalah uji parametrik (*paired sample t-test*), jika data tidak berdistribusi normal maka uji hipotesis yang digunakan uji non parametrik (*wilcoxon signed rank test*). Dikatakan terdapat perbedaan yang signifikan apabila nilai $Sig < \alpha 0,05$ dan tidak ada perbedaan yang signifikan apabila nilai $Sig > \alpha 0,05$.

2. Model Penelitian 2 dan 3.

Alat uji yang digunakan untuk uji hipotesis kedua dan ketiga mengenai perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran (kas dengan saham) dan status perusahaan target (publik dengan privat) dalam strategi *merger* dan akuisisi ditentukan berdasarkan hasil dari uji normalitas dan uji homogenitas data. Apabila data berdistribusi normal dan homogen, uji hipotesis yang digunakan adalah uji parametrik (*independent sample t-test*). Apabila syarat berdistribusi normal dan homogenitas tidak

terpenuhi, menggunakan uji non parametrik (*mann whitney*). Dikatakan terdapat perbedaan yang signifikan apabila nilai $Sig < \alpha 0,05$ dan tidak ada perbedaan yang signifikan apabila nilai $Sig > \alpha 0,05$.

3. Model Penelitian 4.

Uji hipotesis keempat mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar menggunakan regresi sederhana. Terdapat 2 macam pengujian pada regresi sederhana, yaitu:

a. Uji Simultan (Uji F).

Uji F dalam analisis regresi sederhana bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan yang ditunjukkan dalam tabel ANOVA (Nazaruddin dan Basuki, 2016). Dikatakan ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama apabila nilai $Sig < \alpha 0,05$ dan tidak terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama apabila nilai $Sig > \alpha 0,05$.

b. Uji Koefisien Determinasi (R^2).

Uji koefisien determinasi ini digunakan untuk melihat kemampuan model untuk menerangkan seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependennya. Penelitian ini hanya menguji 1 variabel independen, maka

untuk melakukan uji koefisien determinasi dilihat dari nilai *R Square*.

c. Uji Parsial (Uji *t*).

Uji *t* digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen (Nazaruddin dan Basuki, 2016). Dikatakan ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial apabila nilai *Sig* < α 0,05 dan tidak terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial apabila nilai *Sig* > α 0,05.

Model regresi sederhana pada penelitian ini sebagai berikut:

$$CAR(-10,60) = \alpha + \beta_1 (Size) + e$$

Keterangan:

CAR(-10,60) : *Cummulative abnormal return* dari sepuluh hari sebelum sampai enam puluh hari setelah pengumuman *merger* dan akuisisi

α : konstanta

Size : ukuran perusahaan, diukur dengan nilai kesepakatan yang diumumkan

e : error

III. HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS

A. Hasil Penelitian (Uji Hipotesis)

1. Perbedaan Reaksi Pasar atas Pengumuman *Merger* dan Akuisisi.

Berdasarkan pada uji normalitas yang telah dilakukan, data pada sampel tidak berdistribusi normal sehingga uji hipotesis yang digunakan uji non parametrik (*wilcoxon signed rank test*) dengan hasil sebagai berikut:

TABEL 4.1.
Uji Hipotesis *Wilcoxon Signed Rank Test*

	Sesudah <i>Merger</i> dan Akuisisi - Sebelum <i>Merger</i> dan Akuisisi
Z	-2.119 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.034

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Berdasarkan hasil pada perhitungan *wilcoxon signed rank test* pada Tabel 4.1. maka didapat nilai *Sig* sebesar 0,034 atau $Sig < \alpha 0,05$. Maka **H₁ diterima**, artinya terdapat perbedaan reaksi pasar atas pengumuman *merger* dan akuisisi pada masa sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi.

2. Perbedaan Reaksi Pasar atas Metode Pembayaran Kas dengan Metode Pembayaran Saham dalam Strategi *Merger* dan Akuisisi.

Data tidak memenuhi syarat normalitas dan homogenitas, maka uji hipotesis yang digunakan adalah uji non parametrik (*mann whitney*). Hasil Uji *mann whitney* sebagai berikut:

TABEL 4.2.
Uji Hipotesis *Mann Whitney* (Metode Pembayaran)

	Cumulative Abnormal Return
Mann-Whitney U	82.000
Wilcoxon W	187.000
Z	-.736
Asymp. Sig. (2-tailed)	.462
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	.482 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Metode Pembayaran

Pada Tabel 4.2. diatas nilai *Sig* (2-tailed) > α 0,05 yaitu sebesar 0,462, maka **H₂ ditolak**. Artinya, tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran kas dengan metode pembayaran saham dalam strategi *merger* dan akuisisi.

3. Perbedaan Reaksi Pasar atas Status Perusahaan Target Publik dengan Status Perusahaan Target Privat dalam Strategi *Merger* dan Akuisisi.

Data memenuhi syarat homogenitas namun tidak memenuhi syarat normalitas, maka uji hipotesis yang digunakan adalah uji non parametrik (*mann whitney*). Hasil Uji *mann whitney* sebagai berikut:

TABEL 4.3.
Uji Hipotesis *Mann Whitney* (Status Perusahaan Target)

	Cumulative Abnormal Return
Mann-Whitney U	33.000
Wilcoxon W	36.000
Z	-.310
Asymp. Sig. (2-tailed)	.756
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	.785 ^a

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: Status Perusahaan Target

Pada Tabel 4.3. diatas nilai *Sig* (2-tailed) $> \alpha$ 0,05 yaitu sebesar 0,756, maka **H₃ ditolak**. Artinya, tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas status perusahaan target publik dengan status perusahaan target privat dalam strategi *merger* dan akuisisi.

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan yang Melakukan *Merger* dan Akuisisi.

a. Uji Simultan (Uji F).

TABEL 4.4.
Uji Simultan (Uji F)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.295	1	.295	5.532	.024 ^a
	Residual	1.864	35	.053		
	Total	2.159	36			

a. Predictors: (Constant), Ukuran Perusahaan

b. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Tabel 4.4. diatas dapat dilihat bahwa nilai Sig $0,024 < \alpha 0,05$ yang berarti bahwa ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi.

b. Uji Koefisien Determinasi (R^2).

TABEL 4.5.
Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.369 ^a	.136	.112	.230803979	1.938

a. Predictors: (Constant), Ukuran Perusahaan

b. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Pada Tabel 4.5. menunjukkan nilai *R Square* sebesar 0,136 atau sebesar 13,6%. Hal ini berarti variabel ukuran perusahaan mampu menjelaskan variabel reaksi pasar sebesar 13,6%, sedangkan sisanya sebesar 86,4% tidak diteliti didalam penelitian ini.

c. Uji Parsial (Uji *t*).

TABEL 4. 1.
Uji Hipotesis Regresi Sederhana

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.041	.043		.956	.346		
Ukuran Perusahaan	4.281E-14	.000	.369	2.352	.024	1.000	1.000

a. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Hasil pengujian diatas menghasilkan nilai *Sig* sebesar 0,024. Angka *Sig* tersebut bernilai $< \alpha$ 0,05, yang berarti terdapat pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar. Hal ini didukung dengan nilai B sebesar 4,281 yang menunjukkan arah positif, maka **H₄ diterima**. Artinya, terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi. Semakin besar ukuran perusahaan target akan memberikan *CAR* yang tinggi pula.

Persamaan regresi pada uji hipotesis keempat diatas, yaitu:

$$CAR (-10,60) = 0,041 + 0,369(Size)$$

B. Pembahasan (Interpretasi)

1. Perbedaan Reaksi Pasar atas Pengumuman *Merger* dan Akuisisi.

Uji hipotesis yang telah dilakukan sebelumnya untuk hipotesis pertama memberikan hasil bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar atas

pengumuman *merger* dan akuisisi pada masa sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi. Hal ini berarti bahwa pasar bereaksi terhadap informasi yang dipublikasikan mengenai pengumuman *merger* dan akuisisi. Namun reaksi ini menunjukkan reaksi yang negatif, hal ini dapat dilihat dari rata-rata *abnormal return* 50 hari sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi (-4,298064) lebih rendah daripada sebelum pengumuman *merger* dan akuisisi (-1,264000). Hal ini menunjukkan bahwa pasar menganggap strategi *merger* dan akuisisi memberikan sinyal negatif yang diartikan sebagai kabar buruk.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Astria (2013) yang menyatakan bahwa pasar modal bereaksi signifikan terhadap pengumuman *merger* dan akuisisi ditunjukkan dengan *abnormal return* yang signifikan. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh berbagai peneliti, seperti Novaliza dan Djajanti (2013), Tarigan dan Pratomo (2015), Auqie (2013), Andini *et al.* (2015), Ramadhariyansyah dan Suwitho (2013), Dananjaya dan Wiagustini (2015) serta Edward (2012) yang mengungkapkan bahwa tidak ada reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi yang dapat dilihat dari tidak adanya perbedaan *abnormal return*.

2. Perbedaan Reaksi Pasar atas Metode Pembayaran Kas dengan Metode Pembayaran Saham dalam Strategi *Merger* dan Akuisisi.

Pengujian sebelumnya mengenai metode pembayaran pada transaksi *merger* dan akuisisi memberikan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran kas dengan metode pembayaran saham dalam strategi *merger* dan akuisisi. Hal ini berarti bahwa pengumuman mengenai *merger* dan akuisisi beserta dengan metode pembayaran yang digunakan tidak mengandung informasi yang berarti bagi pelaku pasar, sehingga pelaku pasar tidak mempertimbangkan informasi metode pembayaran yang digunakan untuk mengambil keputusan investasi dalam strategi *merger* dan akuisisi.

Tidak adanya perbedaan reaksi pasar ini kemungkinan dikarenakan baik metode pembayaran menggunakan kas atau saham memiliki kelebihan dan kekurangannya masing-masing. Risiko gagal dalam pembayaran menggunakan saham akan ditanggung penuh oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target sedangkan kegagalan pembayaran dengan kas akan ditanggung penuh oleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Pembayaran dengan kas dikenakan pajak sedangkan pembayaran dengan saham bebas dari pajak. Namun pembayaran dengan kas lebih mudah dilakukan karena tidak harus mendapatkan persetujuan dari pemegang saham layaknya pembayaran menggunakan saham. Pembayaran dengan kas dapat menggambarkan likuiditas perusahaan yang baik sedangkan pembayaran dengan saham

dapat mencerminkan bahwa perusahaan target ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil *merger* dan akuisisi. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002) yang menyebutkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan pada metode pembayaran yang digunakan yaitu kas, saham dan kombinasi keduanya.

3. Perbedaan Reaksi Pasar atas Status Perusahaan Target Publik dengan Status Perusahaan Target Privat dalam Strategi *Merger* dan Akuisisi.

Pengujian sebelumnya mengenai status perusahaan target memberikan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas status perusahaan target publik dengan status perusahaan privat dalam strategi *merger* dan akuisisi. Hal ini berarti bahwa pengumuman mengenai *merger* dan akuisisi beserta dengan status perusahaan target yang akan diakuisisi tidak mengandung informasi yang berarti bagi pelaku pasar, sehingga pelaku pasar tidak mempertimbangkan informasi mengenai status perusahaan target untuk mengambil keputusan investasi dalam strategi *merger* dan akuisisi.

Tidak adanya perbedaan reaksi pasar ini kemungkinan dikarenakan perbedaan karakteristik pada perusahaan publik maupun perusahaan privat sebagai perusahaan target. Perusahaan publik sebagai perusahaan target memudahkan investor untuk mendapatkan informasi mengenai kondisi keuangan perusahaan target karena adanya publikasi mengenai

laporan keuangan perusahaan. Perusahaan privat sebagai perusahaan target memiliki kelebihan dari segi pengendalian perusahaan yang lebih baik karena sahamnya hanya dimiliki oleh beberapa pihak saja dan biasanya merupakan keluarga terdekat sehingga motivasi untuk memperoleh sinergi dari hasil *merger* dan akuisisi ini lebih besar.

Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002) yang menyebutkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan pada status perusahaan target dalam akuisisi yaitu publik, privat dan cabang.

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan yang Melakukan *Merger* dan Akuisisi.

Pengujian yang sudah dilakukan sebelumnya untuk hipotesis keempat memberikan hasil bahwa terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi. Artinya, pasar akan bereaksi terhadap informasi mengenai ukuran perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan target akan memberikan *CAR* yang tinggi pula. Hasil ini sejalan teori dan penelitian yang dilakukan oleh Isa dan Lee (2011), mengakuisisi perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar cenderung menghasilkan *cumulative abnormal return* yang lebih besar dari pada mengakuisisi perusahaan dengan ukuran yang kecil. Hasil analisis regresi juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif

signifikan, yang berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan target, semakin besar pula nilai tambah pada perusahaan pengakuisisi.

IV. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan pada hasil penelitian dan pembahasan sebelumnya, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi, namun rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi menunjukkan angka yang lebih rendah daripada rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman *merger* dan akuisisi. Hal ini menunjukkan bahwa ada respon negatif dari pelaku pasar yang berarti bahwa pengumuman mengenai strategi *merger* dan akuisisi ini dianggap sebagai kabar buruk oleh pelaku pasar.
2. Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas metode pembayaran kas dengan metode pembayaran saham dalam *merger* dan akuisisi. Artinya disini tidak terdapat perbedaan reaksi pasar atas pengumuman *merger* dan akuisisi beserta dengan metode yang digunakan. Selain itu, baik metode pembayaran kas maupun metode pembayaran saham memiliki kelebihan dan kekurangannya masing-masing.

3. Penelitian ini tidak membuktikan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar atas status perusahaan target publik dan status perusahaan privat dalam strategi *merger* dan akuisisi. Hal ini berarti bahwa informasi mengenai status perusahaan apa yang dijadikan perusahaan target dalam *merger* dan akuisisi tidak mengandung informasi yang berarti bagi pelaku pasar sehingga perusahaan apa yang dijadikan perusahaan target tidak mempengaruhi keputusan pelaku pasar dalam melakukan kegiatan investasinya.
4. Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar perusahaan yang melakukan strategi *merger* dan akuisisi. Adanya pengaruh positif ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan yang diakuisisi, akan memberikan *cumulative abnormal return* yang lebih tinggi pula.

B. Saran

1. Bagi Pelaku Pasar.
 - a. Pelaku pasar perlu menambah pengetahuan dan mengasah kemampuan investasinya, sehingga dapat mengetahui waktu yang tepat untuk melakukan kegiatan investasi yang menguntungkan.
 - b. Pelaku pasar dalam melakukan keputusan investasi ketika mendengar informasi perusahaan akan melakukan strategi *merger* dan akuisisi lebih mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi keuntungan dari kegiatan tersebut seperti ukuran perusahaan target,

metode pembayaran yang digunakan, dan status perusahaan target sehingga dapat dilakukan analisis apakah keputusan tersebut memberikan keuntungan bagi pelaku pasar atau tidak.

2. Bagi Perusahaan Pengakuisisi.

- a. Perusahaan dalam melakukan strategi *merger* dan akuisisi lebih mempertimbangkan baik buruknya bagi perusahaan.
- b. Perusahaan dalam melakukan strategi *merger* dan akuisisi lebih mempertimbangkan faktor eksternal yang dapat mempengaruhi reaksi pasar dalam melakukan keputusan investasi, seperti faktor ukuran perusahaan target, metode pembayaran yang digunakan dan status perusahaan target.

3. Bagi Penelitian Selanjutnya.

- a. Penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar pada saat pengumuman *merger* dan akuisisi selain yang sudah diteliti pada penelitian ini.
- b. Rentang waktu tahun pengambilan sampel yang lebih diperpanjang agar memperoleh jumlah sampel yang lebih banyak.
- c. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan alternatif rumus lain dalam menghitung *abnormal return* seperti *Mean-Adjusted Model* dan *Market-Adjusted Model*.

Daftar Pustaka

- Andini, D. A., R. R. Hidayat., dan S. Sulasmiyati, 2015, "Analisis Perbandingan Return On Investment (ROI), Earning Per Share (EPS), dan *Abnormal return* Perusahaan Sebelum Dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi (Studi Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang Melakukan *Merger* dan Akuisisi Tahun 2010)", *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol. 27, Oktober, hal. 1-8.
- Astria, N., 2013, "Analisis Dampak Pengumuman *Merger* dan Akuisisi Terhadap *Abnormal return* Saham Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di BEI Tahun 2006-2008", *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, Vol. 1.2, hal. 1-13.
- Auqie, V., 2013, "Dampak *Merger* dan Akuisisi Terhadap *Abnormal return* dan Kinerja Keuangan Bidder Firm di Sekitar Tanggal Pengumuman *Merger* dan Akuisisi pada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012", *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2.2, hal 1-16.
- Edward, M. Y., 2012, "Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Merger* dan Akuisisi", *Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis*, Vol. 9.1, Maret, hal. 1-16.
- Dananjaya, I. B. G., dan N. L. P. Wiagustini, 2015, "Studi Komparatif *Abnormal return* Sebelum dan Sesudah *Merger* pada Perusahaan di BEI", *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4.4, hal 1085-1099.
- Fuller, K., J. Netter., dan M. Stegemoller, 2002, "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol. 57.4, Agustus, hal. 1763-1793
- Hartono, J., 2015, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kesepuluh, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta

- Isa, M., and S. P. Lee, 2011, "Method of Payment and Target Status: Announcement Returns to Acquiring Firms in the Malaysian Market", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3.3, August, page. 177-189.
- Nazaruddin, I., dan A. T. Basuki, 2016, *Analisis Statistik dengan SPSS*, Edisi Pertama, Cetakan Kedua, Danisa Media, Yogyakarta.
- Novaliza, P., dan A. Djajanti, 2013, "Analisis Pengaruh *Merger* dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia (Periode 2004 – 2011)", *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 1.1, hal. 1-16.
- Ramadhariyansyah, H., dan Suwitho, 2013, "Dampak Pengumuman Akuisisi Terhadap *Abnormal return* Saham Akuisitor dan Target". *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen*, Vol. 2.5, hal 1-20.
- Tarigan, P. P. Y., dan W. A. Pratomo, 2015, "Analisis Dampak *Merger* dan Akuisisi terhadap *Abnormal return* dan Kinerja Keuangan Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia", *Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 3.3, hal. 200-212.