

THE EFFECT OF MERGER ANNOUNCEMENTS ON ABNORMAL RETURNS AND STOCK TRADING VOLUME ACTIVITIES (STUDY ON BANKING COMPANIES IN BANK INDONESIA)

Mohamad Ali Wairooy
Politeknik Informatika Nasional Makassar
Email: wairooy@yahoo.co.id

Abstract

The purpose of this study is to find out the price and trading volume activity of shares in the Jakarta Stock Exchange on the event of merger announcements, also to find out whether there are differences in average abnormal returns and the activity of stock trading volume between before and after the announcement of the merger. The stock samples chosen in this study are stocks that are included in the banking sector and LQ-45 index with the consideration that these stocks are stocks that can represent the population of the banking sector in terms of the number of shares traded and the market capitalization value. To test the information content of the event, the event study method is used. The test results show that the Jakarta Stock Exchange did not react to the event of the merger announcement. This can be seen from the absence of test results that provide a minimum level of significance of the set that is 95%. The difference in the average abnormal return at the time of the announcement and around the announcement was also not proven significantly. Meanwhile, the difference in average trading volume activity at the time of the announcement and around the announcement actually shows the opposite, which is proven significantly at the 99% confidence level.

Keywords: Merger, Abnormal Return and Stock Trading

Abstrak

Tujuan penelitian ini selain untuk mengetahui reaksi harga dan aktivitas volume perdagangan (trading volume activity) saham di Bursa Efek Jakarta terhadap peristiwa pengumuman merger, juga untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata abnormal return (average abnormal return) dan aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dan setelah peristiwa pengumuman merger. Sampel saham yang dipilih dalam penelitian ini adalah saham-saham yang termasuk dalam sektor perbankan dan Indeks LQ-45 dengan pertimbangan bahwa saham-saham tersebut merupakan saham-saham yang dapat mewakili populasi sektor perbankan dilihat dari sudut pandang jumlah saham yang diperdagangkan dan nilai kapitalisasi pasarnya. Untuk menguji kandungan informasi (information content) dari peristiwa tersebut, digunakan metode event study. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta tidak bereaksi terhadap peristiwa pengumuman merger. Hal ini terlihat dari tidak adanya hasil pengujian yang memberikan tingkat signifikansi minimal sebesar yang ditetapkan yaitu 95%. Perbedaan rata-rata abnormal return pada saat terjadinya pengumuman dan sekitar pengumuman ternyata juga tidak terbukti secara signifikan. Sementara itu, perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat terjadinya pengumuman dan sekitar pengumuman justru menunjukkan hal yang sebaliknya, yakni terbukti secara signifikan pada tingkat keyakinan 99%.

Kata Kunci: Merger, Abnormal Return dan Perdagangan Saham

1. 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), rekomposisi 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 1999 sampai dengan tahun 2000 khususnya bagi bank yang telah listed di Bursa Efek Jakarta.

2. TINJAUAN PUSTAKA

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

a. 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).

b. 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).

c. 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.

d. 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.

e. Peran lembaga-lembaga pendukung pasar modal

Lembaga-lembaga pendukung pasar modal seperti Bapepam (*Stock Exchange*

Commision) 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.

Bursa Efek

Pengertian bursa efek adalah suatu sistem yang terorganisir dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual efek (pihak yang defisit dana) dengan pembeli efek (pihak yang surplus dana) secara langsung atau melalui wakil- wakilnya. Adapun mengenai fungsi bursa efek adalah sebagai berikut :

- a. Menciptakan pasar yang terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
- b. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme pasar.
- c. Membantu pembelanjaan (pemenuhan dana) dunia usaha, melalui penghimpunan dana masyarakat.
- d. Memperluas proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan.

Bursa Efek Jakarta berkembang relatif pesat sejak tahun 1988. Dana yang dihimpun tumbuh rata-rata 65% per tahun dan sampai dengan Desember 1996, Bursa Efek Jakarta berhasil menghimpun dana sebesar Rp.12,7 triliun atau meningkat sebesar 47,1% dari tahun sebelumnya. Namun pada tahun 1991 dan 1992 menurun secara drastis dari tahun 1990 karena adanya kebijakan uang ketat yang diterapkan pemerintah sehingga menggerakkan tingkat suku bunga bank ke titik yang relatif sangat tinggi (23%-26% per tahun) dan disusul dengan masalah likuiditas di dunia usaha. Volume perdagangan tumbuh rata-rata lebih dari 168% per tahun selama tahun 1989-1995. Sampai dengan awal Desember 1996, volume dan nilai perdagangan naik masing-masing sebesar 168% dan 126%. Pertumbuhan pesat ini terjadi pada rata-rata harian volume dan nilai perdagangan. Jumlah frekuensi juga meningkat dengan

pesat terutama sesudah otomatisasi perdagangan pada tanggal 22 Mei 1995. Sampai dengan awal Desember 1996, total frekuensi sudah mendekati tiga kali lipat dari total frekuensi tahun 1995. Penerapan otomatisasi melalui sistem perdagangan efek berbasis komputer yang disebut dengan Jakarta *Automated Trading System* (JATS) yang implementasinya mulai dilaksanakan pada tanggal 22 Mei 1995 guna peningkatan aktivitas perdagangan pada Bursa Efek Jakarta ternyata cukup berpengaruh pada kinerja Bursa Efek secara keseluruhan. Penerapan sistem JATS memiliki sasaran sebagai berikut :

- a. Meningkatkan kapasitas untuk mengantisipasi pertumbuhan pasar dimasa yang akan datang karena sistem manual sudah tidak memadai lagi.
- b. Meningkatkan integritas (keterkaitan satu pihak dengan pihak yang lainnya) dan likuiditas (kecepatan transaksi sekuritas diselesaikan).
- c. Meningkatkan pamor pasar modal Indonesia dengan meletakkan BEJ setara dengan pasar-pasar modal lain di dunia

Transaksi perdagangan di BEJ menggunakan order-driven market system dan sistem lelang kontinyu (*continuous auction system*). Dengan *order-driven market system* berarti bahwa pembeli dan penjual sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui broker. Investor tidak dapat langsung melakukan transaksi di lantai bursa, hanya broker yang dapat melakukan transaksi jual dan beli di lantai bursa berdasarkan order dari investor. Disamping itu, broker dapat juga melakukan transaksi untuk dirinya sendiri untuk membentuk portofolionya. Masing-masing perusahaan broker mempunyai staf yang ditugaskan di lantai bursa, staf ini disebut dengan *Securities Dealer-Broker Representative* atau Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE). Sedangkan sistem lelang kontinyu adalah bahwa harga transaksi ditentukan oleh penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) dari investor. Saat ini BEJ telah menggunakan sistem JATS (Jakarta *Automated Trading System*) sehingga broker hanya memasukkan order dari investor

ke *workstation* JATS yang ada di lantai bursa, kemudian order ini akan diproses oleh komputer JATS yang akan menemukan harga transaksi yang cocok dengan mempertimbangkan waktu urutan order. Sistem lelang ini akan terus dilakukan secara kontinyu selama jam kerja bursa sampai ditemukan harga kesepakatan. Gambaran proses perdagangan di Bursa Efek Jakarta. Sebagai suatu bisnis yang berdampak sosial sangat luas, pasar modal melibatkan banyak orang dan lembaga. Masing-masing pihak mempunyai peranan dan fungsi yang berbeda-beda dan saling menunjang kepentingan pihak lainnya. Pihak-pihak yang terkait dalam kegiatan pasar modal Indonesia sesuai dengan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yaitu:

a. Bapepam

Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal) merupakan lembaga pemerintah yang mempunyai tugas :

- 1) Mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal sehingga saham (efek) dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum;
- 2) Melakukan pembinaan dan pengawasan terhadap lembaga-lembaga dan profesi-profesi penunjang yang terkait dalam pasar modal; dan
- 3) Memberi pendapat kepada menteri keuangan mengenai pasar modal beserta kebijakan operasionalnya.

b. Pelaksana Bursa

Bursa efek menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Di Indonesia terdapat dua tempat bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES).

c. Perusahaan yang Go Public (Emiten)

Adalah pihak yang melakukan emisi atau yang telah melakukan penawaran umum

surat berharga. Pihak ini membutuhkan dana guna membelanjai operasi maupun investasi.

d. Perusahaan Efek

Adalah perusahaan yang telah memperoleh ijin usaha untuk beberapa kegiatan sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek, manajer investasi atau penasihat investasi. Penjamin emisi (*underwriter*) merupakan mediator yang mempertemukan emiten dengan para pemodal, lembaga ini bertugas meneliti dan mengadakan penilaian menyeluruh atas kemampuan dan prospek emiten khususnya untuk emisi saham, penjamin emisi juga turut serta dalam menentukan pasar harga saham yang diemisikan. Terdapat tiga bentuk penjamin emisi, yaitu :

- 1) Penjamin emisi dengan kesanggupan penuh (*full commitment*), disamping menyanggupi untuk menawarkan efek tersebut kepada masyarakat, penjamin emisi juga menyanggupi untuk membeli sendiri efek yang tidak terjual.
- 2) Penjamin emisi dengan kesanggupan terbaik (*best effort commitment*), dalam hal ini penjamin emisi hanya mempunyai kewajiban untuk menawarkan efek sebaik-baiknya dan tidak ada kewajiban untuk membeli efek yang tidak terjual.
- 3) Penjamin emisi dengan kesanggupan siaga (*standby commitment*), dimana penjamin emisi disamping menyanggupi untuk menawarkan efek juga menyanggupi membeli sisa efek yang tak terjual pada tingkat harga tertentu dengan syarat yang diperjanjikan.

e. Lembaga Kliring dan Penyelesaian Penyimpanan

Suatu lembaga yang menyelenggarakan kliring dan penyelesaian transaksi yang terjadi di bursa efek, penyimpanan efek serta penitipan harta untuk pihak lain.

f. Reksa Dana (*Investment Fund*)

Adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Jadi, perusahaan reksa dana adalah pihak yang kegiatan utamanya melakukan investasi, investasi

kembali (reinvestment) atau perdagangan efek. Ada dua macam reksa dana yaitu reksa dana terbuka dan reksa dana tertutup. Perbedaan antara reksa dana terbuka dan tertutup terletak kepada hak pemegang sahamnya untuk melakukan penjualan kembali kepada reksa dana serta hak reksa dana untuk tidak membeli kembali reksa dana yang telah terjual kepada pemegang saham yaitu bahwa pemegang saham reksa dana terbuka dapat menjual kembali sahamnya kepada reksa dana dan reksa dana wajib membeli kembali saham-saham tersebut. Sedangkan untuk reksa dana tertutup, reksa dana tidak memiliki kewajiban untuk membeli kembali saham-saham yang telah diperdagangkan.

g. Lembaga Penunjang Pasar Modal

Lembaga penunjang pasar modal meliputi tempat penitipan harta, biro administrasi efek, wali amanat atau penanggung yang menyediakan jasanya. Tempat penitipan harta adalah pihak yang menyelenggarakan penyimpanan harta dalam penitipan untuk kepentingan pihak lain berdasarkan suatu kontrak tanpa mempunyai hak kepemilikan atas harta tersebut. Biro administrasi efek adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten secara teratur menyediakan jasa-jasa pembukuan, transfer dan pencatatan, pembayaran dividen, pembagian hak opsi, emisi sertifikasi atau laporan tahunan emiten. Wali amanat (trust agent) adalah pihak yang dipercayakan untuk mewakili kepentingan seluruh pemegang obligasi. Penanggung (guarantor) adalah pihak yang menanggung kembali jumlah pokok dan atau bunga emisi obligasi, atau sekuritas kredit dalam hal emiten cedera janji.

h. Profesi Penunjang Pasar Modal

Terdiri dari akuntan publik, notaris, perusahaan penilai (appraisal), dan konsultan hukum. Akuntan adalah pihak yang memiliki keahlian dalam bidang akuntansi dan pemeriksaan akuntan (auditing). Fungsi akuntan adalah memberi pendapat atas kewajaran laporan keuangan emiten atau calon emiten. Notaris adalah pejabat yang berwenang membuat akte otentik dan dalam hal ini memiliki peran

diantaranya adalah membuat perjanjian, penyusunan anggaran dasar dan perubahannya, perubahan pemilik modal. Penilai (appraisal) adalah pihak yang menerbitkan dan menandatangani laporan penilai yang mencakup pendapat atas aktiva yang disusun berdasarkan pemeriksaan menurut keahlian penilai. Konsultan hukum adalah ahli hukum yang memberikan dan menandatangani pendapat hukum mengenai emisi atau emiten. Fungsi utama konsultan hukum adalah melindungi pemodal atau calon pemodal dari segi hukum. Tugasnya antara lain meneliti akte pendirian, ijin usaha dan lain-lain.

i. Pemodal (Investor)

Adalah pihak perorangan maupun lembaga yang menanamkan modalnya dalam efek-efek yang diperdagangkan di pasar modal.

Pasar Modal Yang Efisien

Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar maka semakin cepat pula informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Dalam konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH), suatu pasar dikatakan efisien (dalam bentuk setengah kuat) jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya informasi baru dan relevan yang tersedia (Fama, 1991). Secara teoritikal, terdapat tiga bentuk pasar modal yang efisien, yaitu :

a. Pasar Efisien Bentuk Lemah (*The Weak Form Efficient Market*)

Adalah suatu pasar modal dimana harga saham merefleksikan semua informasi harga historis. Harga saham sekarang dipengaruhi oleh harga saham masa lalu. Berbagai kecenderungan harga saham dapat ditentukan oleh analisis kecenderungan informasi masa lalu. Jadi pada pasar modal efisien bentuk lemah, harga saham di masa yang akan datang mengikuti kecenderungan tersebut.

b. Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form Efficient Market*)

Harga saham pada suatu pasar modal menggambarkan semua informasi yang

dipublikasikan. Tujuannya adalah untuk meminimalkan ketidaktahuan mengenai operasi perusahaan, dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi. Jenis informasi yang dipublikasikan termasuk semua informasi dalam laporan keuangan, laporan tahunan atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi perusahaan pesaing maupun harga saham historis, data makro atau kebijakan fiskal suatu negara juga digambarkan pada harga saham.

c. Pasar Modal Efisien Bentuk Kuat (Strong Form Efficient Market)

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat merupakan tingkat efisiensi pasar yang tertinggi. Konsep pasar efisien bentuk kuat mengandung arti bahwa semua informasi direfleksikan dalam harga saham, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan (*non public atau private information*). *Private information* adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi. Bentuk pasar ini akan sulit tercapai bahkan di negara maju sekalipun. Pada pasar bentuk kuat berarti sudah mencapai efisiensi yang sempurna, karena dalam pasar efisien ini mencakup semua informasi, baik itu informasi historis, informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang belum diketahui.

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 :

a. 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.

b. 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.

c. Pembelian Aktiva dibawah Biaya Penggantian

Dalam kesempatan tertentu, perusahaan diambil alih karena nilai penggantian (*replacement value*) atas aktivanya 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.

d. 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.

e. 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.

Jenis-Jenis Merger

Merger dapat dibagi menjadi empat kelompok yaitu: (1) horizontal, (2) vertikal, (3) kongenerik, dan (4) konglomerat. Merger horizontal terjadi apabila perusahaan-perusahaan dalam jenis usaha

yang sama saling bergabung, misalnya dua perusahaan pialang bergabung. Merger vertikal merupakan penggabungan dua perusahaan antara industri hulu dengan hilir, misalnya pengambil-alihan pabrik baja oleh salah satu pemasoknya. Kongenerik (*congeneric*) merupakan penggabungan perusahaan yang bergerak pada industri umum yang sama, tetapi tidak ada hubungan pelanggan dan pemasok diantara keduanya, misalnya perusahaan pembuat sabun, sikat gigi dan sejenisnya mengambil alih perusahaan pembuat toilet. Sedangkan merger konglomerat merupakan penggabungan perusahaan dari industri yang benar-benar berbeda.

Informasi atau Peristiwa Pasar Modal

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang sangat penting bagi para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan sebagian besar dari informasi yang ada adalah informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Akibatnya, para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) untuk dapat dijadikan pertimbangan pengambilan keputusannya. Dalam penelitiannya, Marston (1996) menemukan dua sebab utama penyebab buruknya informasi, yaitu :

- Kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*); dan
- Distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar.

Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information content*). Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevannya tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

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.

a. Saham Biasa

Dalam undang-undang perseroan yang berlaku di Indonesia, diatur hak dan kewajiban hukum para pemegang saham dalam bentuk saham biasa. Berdasarkan undang-undang tersebut, saham adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) atau yang biasa disebut Emiten. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan tersebut. Terdapat dua jenis saham biasa yaitu saham atas nama dan saham atas unjuk. Saham atas nama yaitu saham atas nama pemilik saham yang tertera di atas saham tersebut. Sedangkan saham atas unjuk yaitu nama pemilik saham tidak tertera di atas saham, tetapi pemilik saham adalah yang memegang saham tersebut. Pada saat ini saham-saham yang diperdagangkan di Indonesia adalah saham- saham atas nama. Untuk itu, pembeli saham harus segera mendaftarkan dan mengadministrasikan saham tersebut atas nama pembeli.

b. Saham Preferen

Saham preferen adalah jenis saham lain sebagai alternatif saham biasa. Disebut preferen karena pemegang saham preferen memiliki hak keistimewaan di atas pemegang saham biasa untuk hal-hal tertentu yang diperjanjikan saat emisi saham. Keistimewaan ini bervariasi antara satu emiten dengan emiten yang lain. Keistimewaan tersebut merupakan hasil kesepakatan antara investor dan emiten. Emiten yang menerbitkan saham preferen

mempunyai tanggung jawab untuk memenuhi keistimewaan pemegang saham preferen tersebut.

Koefisien Beta

Beta merupakan pengukur volatilitas (*volatility*) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Beta sekuritas ke-*i* mengukur volatilitas return sekuritas ke-*i* dengan return pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas return portofolio dengan return pasar. Dengan demikian Beta merupakan pengukur resiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar. Sedangkan volatilitas didefinisikan sebagai fluktuasi *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi *return-return* sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi return-return pasar maka Beta sekuritas atau portofolio tersebut dikatakan bernilai 1. Beta bernilai 1 menunjukkan bahwa resiko sistematis suatu sekuritas atau portofolio sama dengan resiko pasar, dengan demikian ini menunjukkan bahwa perubahan return pasar sebesar $x\%$, secara rata-rata, return sekuritas atau portofolio akan berubah juga sebesar $x\%$.

Indeks Harga Saham

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 berbeda-beda, 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. IHSG mulai diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan dasar (baseline) tanggal 10 Agustus 1982. Rumus yang digunakan untuk menghitung IHSG adalah sebagai berikut :

$$\text{IHSG}_t = \frac{\text{Nilai Pasar}_t}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Keterangan:

IHSG_t : Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t.

Nilai Pasar : Rata-rata tertimbang nilai pasar (jumlah lembar tercatat di bursa dikalikan dengan harga pasar per lembarnya) dari saham umum dan saham preferen pada hari ke-t.

Nilai Dasar : Sama dengan nilai pasar tetapi untuk tanggal 10 Agustus 1982.

Dengan demikian IHSG untuk tanggal 10 Agustus 1982 adalah bernilai 100 yang merupakan indeks dasar. Nilai dasar IHSG selalu disesuaikan untuk kejadian misalnya seperti IPO, right issues dan *delisting* (mengundurkan diri pencatatan misalnya karena kebangkrutan). Sedangkan untuk kejadian-kejadian misalnya seperti pemecahan lembar saham (*stock splits*), dividen berupa saham (*stock dividends*), nilai dasar IHSG tidak berubah karena peristiwa-peristiwa tersebut tidak mengubah nilai pasar total. Rumus untuk menyesuaikan nilai dasar adalah sebagai berikut : Nilai Dasar Disesuaikan = Nilai Dasar + Nilai Pasar Tambahan Saham

Studi Peristiwa (Event Study)

Event Study adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat abnormal return yang diperoleh pemegang saham akibat suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989). Sedangkan menurut Kritzman (1994), *event study* bertujuan mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga tersebut.

Dari pengertian tersebut tampak bahwa sebenarnya *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal (dengan

pendekatan harga saham) terhadap suatu peristiwa tertentu. Sejalan dengan tujuan tersebut, *event study* juga dapat digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) pada bentuk setengah kuat (semi-strong form), seperti yang dilakukan Fama, dkk. (1969) yang kemudian diikuti oleh berbagai peneliti pada pasar modal lainnya.

Sebagian besar *event study* yang dilakukan menggunakan berbagai event yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis, seperti kenaikan suku bunga perbankan, kebijakan dividen, emisi saham, ataupun pengumuman rencana merger atau akuisisi. Sebagian besar penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi pasar modal. Namun beberapa *event study* mutakhir mengamati reaksi pasar modal dengan menggunakan berbagai event diluar (atau tidak terkait langsung) dengan aktivitas- aktivitas ekonomi. Adapun beberapa penelitian *event study* yang terkait dengan pasar modal antara lain sebagai berikut:

- a. Namusisi (1996) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti right issues dan bonus share) pada periode pengamatan 1993-1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten.
- b. Susiyanto (1997) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman dividen (yang dipisahkan dengan pengumuman dividen turun, dividen tetap, dan dividen naik) pada periode 1994-1996 dengan menggunakan seluruh emiten yang mengumumkan rencana pembagian dividennya.

Kedua penelitian tersebut menemukan hal yang serupa yaitu tidak terjadi abnormal return yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti (emisi saham dan pengumuman dividen), sehingga mereka menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta telah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*).

Beberapa penelitian lain yang menggunakan *event study* untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap berbagai event

yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi adalah sebagai berikut:

- a. Mansur, Cochran, dan Froiro (1989) mengenai reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap event pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC-10. Penelitian dilakukan dengan menggunakan event period selama 30 hari bursa dengan event date pada tanggal 6 Juni 1979 (tanggal pengumuman *grounding*) yang hasilnya menunjukkan bahwa saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat-pesawat DC-10 di *New York Stock Exchange* dengan cepat mencerminkan informasi buruk tersebut (*return* pemilik saham menjadi turun akibat event tersebut).
- b. Kalra, Henderson Jr., dan Raines (1993) meneliti reaksi pasar modal Amerika Serikat (*New York Stock Exchange*) terhadap bocornya reaktor nuklir di Chernobyl, Uni Sovyet. Mereka menemukan reaksi yang negatif (karena event-nya tergolong *bad news*) terhadap peristiwa itu pada saham perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang listed di NYSE yang menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.
- c. Asri (1996) meneliti pergerakan harga saham dikaitkan dengan peristiwa politik dengan mengambil pengamatan dari pergerakan harga-harga saham emiten Amerika Serikat di NYSE yang memiliki subsidiary dalam berbagai bentuknya di Jepang akibat informasi mengenai mundurnya Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita. Hasil yang diperoleh adalah adanya abnormal return yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum event-day serta pada hari kedua dan sejak hari ke-7 setelah event-day.
- d. Susiyanto (1999) meneliti reaksi harga saham perbankan terhadap pengumuman restrukturisasi perbankan dengan sampel sebanyak 13 bank dan periode pengamatan dari Bulan Januari 1997 sampai dengan Bulan Juni 1999. Dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa pengumuman tersebut tidak

menghasilkan respon yang positif bahkan sebaliknya. Hal ini terjadi karena adanya penundaan pengumuman restrukturisasi perbankan oleh pemerintah yang seharusnya dilakukan sekitar dua minggu sebelumnya sehingga pasar sudah mengetahui hal tersebut sebelumnya.

3. METODE

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.

a. 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. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa selama periode event tidak terdapat abnormal return yang signifikan. Beberapa kejadian yang timbul ini dapat terjadi karena adanya beberapa kemungkinan sebagai berikut :

- 1) 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 pengambilalihan (*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.

- 2) Pengumuman merger merupakan informasi yang membutuhkan analisis lebih mendalam karena tidak selamanya suatu pengumuman merger merupakan kabar baik atau kabar buruk. Teori Efisiensi Pasar Secara Keputusan (*Decisionally Efficient Market*) menyatakan bahwa tidak semua informasi relevan yang diterima oleh pasar akan secara langsung digunakan untuk mengambil keputusan atas aktiva tertentu namun informasi tersebut akan diinterpretasikan terlebih dahulu. Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa faktor terpenting dalam penerimaan informasi baru yang relevan diterima pasar adalah "kecanggihan" para pelaku pasar / investor dalam menginterpretasikan informasi baru tersebut sebagai *good news* ataupun *bad news*. Dalam penelitian ini penulis lebih cenderung untuk melihat bahwa investor lebih memilih pengumuman merger merupakan suatu hal yang tidak memiliki pengaruh positif yang terlalu besar terhadap bisnis Bank Danamon dan Bank PDFCI karena lingkungan usaha perbankan yang memang saat itu mengalami masa-masa yang sulit dan oleh karenanya tidak terdapat perubahan harga saham yang dapat mengakibatkan abnormal return.

Berdasarkan tersebut di atas, maka hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat abnormal *return* yang signifikan selama periode *event* tidak dapat dibuktikan secara statistik. Hal ini berarti bahwa abnormal return selama periode event adalah sama.

b. 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 sebagaimana tersebut dalam Tabel 4.2 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.

c. 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. Secara umum, 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-pertimbangan sebagaimana yang telah dikemukakan di atas.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dalam bab sebelumnya maka ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- a. 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%.
- b. 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*.
- c. 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.

- d. 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 :

- a. Setiap jenis informasi akan menghasilkan reaksi yang berbeda. Oleh karena itu, perlu dilakukan pemilihan jenis informasi yang relevan terhadap pasar modal.
- b. 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.
- c. 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 :
 - 1) Melakukan penyaringan terhadap sampel-sampel yang mempunyai pergerakan harga tidak wajar.
 - 2) Menggunakan sampel yang lebih banyak agar lebih mewakili pasar secara keseluruhan.

5. DAFTAR PUSTAKA

- Asri S. M. dan Setiawan F.A., Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri, Kelola, 1998
- 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

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.