

KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM *BIDDER* DALAM JANGKA PANJANG PASCA MERGER DAN AKUISISI

Permata Dian Pratiwi

Universitas Ahmad Dahlan
permatadianp@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this research is to find how merger and acquisition create value for stakeholder at long-term post of an event. Testing of this welfare cannot be measured only in the short-term to avoid the bubble effect. Merger and acquisition conducted to obtain benefits or synergies. So the hypothesis proposed in this study is there a statistically significant positive value for bidding after the merger in the long-term. But the results of this study indicate that the fallout. The result showed statistically significant that the merger and acquisition do not provide for the welfare of shareholders bidder after the merger in the long-term. The research result supports several previous studies.

Keywords: merger, acquisition, bidder, target, value, long-term

PENDAHULUAN

Perusahaan-perusahaan di Indonesia berusaha memperbesar bisnisnya dengan melakukan merger dan akuisisi. Merger dan akuisisi dilakukan dapat juga dikarenakan motivasi lain, seperti adanya kepentingan pribadi manajer yang bersangkutan. Menurut Komisi Pengawas Perlindungan Usaha di Indonesia (www.kppu.co.id), data perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi semakin bertambah, bahkan tidak hanya perusahaan lokal tetapi juga perusahaan asing. Adanya partisipasi perusahaan asing tersebut menunjukkan Indonesia cukup dapat dipercaya untuk dijadikan tujuan investasi. Dengan merger dan akuisisi diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang bersangkutan.

Perusahaan melakukan merger dan akuisisi dimotivasi dengan berbagai hal, baik yang logis maupun tidak logis. Tujuan merger

dan akuisisi seharusnya untuk menghasilkan sinergi, dimana perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih baik bergabung daripada hanya menjalankan usahanya sendiri. Tetapi tidak semua perusahaan yang bergabung akan mencapai hasil yang lebih baik. Hasil penelitian Scaik, Spronk & Steenbeek (2011) menemukan bahwa merger tidak terlihat menciptakan kesejahteraan bagi pemegang saham dengan sampel perbankan di Jepang. Moeller, Schilengemann, & Stulz (2005) menemukan bahwa pemegang saham perusahaan bidder rugi 12 sen sekitar pengumuman akuisisi untuk setiap dollar yang dikeluarkan pada akuisisi dengan total kerugian \$240 juta dari tahun 1996 sampai 2001. Hasil penelitian Moeller et al. (2005) tersebut menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan akuisisi mengalami kinerja buruk setelahnya. Hal tersebut dikarenakan pada periode tersebut terjadi gelombang merger besar-besaran yang disebabkan kesalahan valuasi harga saham perusahaan *bubble* yang secara

ekstrim terlalu tinggi. Duchin & Schmidt (2013) menyatakan bahwa gelombang merger mungkin mengembangkan perilaku *agency-driven*, yang mana kepentingan manajer dapat mengarahkan pada merger yang buruk.

Terkadang kesalahan valuasi memotivasi para manajer perusahaan tersebut untuk memanfaatkan kondisi yang ada untuk kepentingan mereka sendiri sesuai dengan teori *market timing*. Para manajer mengantisipasi kesempatan untuk diakuisisi supaya tidak kehilangan manfaat pribadi dari pengontrolannya terhadap perusahaan jika perusahaan diakuisisi (Gorton, et al, 2009). Adanya kesalahan valuasi yang tinggi, perusahaan-perusahaan akan terlihat lebih memiliki kekuatan dan menarik untuk melakukan merger dan akuisisi, sehingga para manajer memutuskan merger dan akuisisi sebelum pasar mengetahui adanya kesalahan valuasi harga saham tersebut (Savor & Lu, 2009). Tetapi tidak semua keputusan merger dan akuisisi dimotivasi karena kepentingan manajer. Merger dan akuisisi yang baik dimotivasi sesuai dengan teori neoklasik, seperti menambah skala ekonomi perusahaan.

Teori neoklasik memprediksi bahwa suatu kombinasi baru akan menjadi lebih produktif daripada hanya bagian-bagian sendiri, yang berarti manfaat sinergi akan direalisasikan (Ahern & Weston, 2007). Seperti yang diketahui pada umumnya, manfaat akuisisi biasanya dirasakan oleh perusahaan target daripada perusahaan *bidder*. (Antoniou, et al, 2007) menguji pengaruh kesejahteraan pemegang saham baik jangka pendek dan jangka panjang dari perusahaan *bidder* dan target. Kesimpulan dari penelitian mereka, pengaruh kesejahteraan pemegang saham *bidder* tidak bisa didasarkan pada *event study* jangka pendek.

Hasil penelitian Savor & Lu (2009) menemukan bahwa *overvalue* perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini juga

mendukung penelitian Antoniou et al. (2007) untuk membuktikan adanya kesejahteraan bagi pemegang saham untuk jangka panjang, bukan dilihat dari jangka pendek saja. Bukti penelitian Wang & Xie (2009) menyatakan bahwa target akuisisi yang dikelola dengan buruk dengan *bidder* yang baik akan menciptakan nilai yang lebih baik. Membuktikan bahwa apabila motivasi yang baik dari merger dan akuisisi dan adanya integrasi yang baik, maka keputusan merger dan akuisisi akan menghasilkan manfaat bagi pihak-pihak yang bersangkutan sesuai dengan teori neoklasik.

Dari penjelasan diatas, tampak kesenjangan dari hasil-hasil penelitian sebelumnya dan juga teori-teori yang memotivasi merger dan akuisisi. Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham perusahaan *bidder* dalam jangka panjang. Penjelasan mengenai motivasi merger dan akuisisi yang diajukan teori neoklasik berbeda dengan teori *market timing* yang merupakan bagian dari teori perilaku. Hal ini menjadi menarik karena untuk mengetahui lebih jauh bagaimana merger dan akuisisi yang dapat menciptakan nilai.

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Merger dan Akuisisi

Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih untuk membentuk satu perusahaan (Brigham & Houston, 2007). Merger dan akuisisi merupakan transfer kendali dari satu kelompok investor ke kelompok investor lain. Sebenarnya akuisisi itu merupakan salah satu bentuk merger. Jika salah satu pihak kekuatan yang lebih besar dan yang lain menjadi target maka terjadilah proses akuisisi. Dalam Hanafi (2004), pada akuisisi perusahaan yang diambil alih tersebut kemudian menggunakan nama baru, sedangkan pada merger, perusahaan yang diambil alih memakai nama perusahaan yang

mengakuisisi. Pada umumnya perusahaan yang mengakuisisi merupakan perusahaan yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang diakuisisi. Menurut Hanafi (2004), terdapat beberapa langkah dalam melakukan merger dan akuisisi. Pertama adalah proses strategi dimana dibutuhkan analisis dalam memutuskan kelayakan merger dan akuisisi. Setelah hasil analisis menyatakan merger dan akuisisi layak dijalankan maka langkah kedua adalah proses transaksi. Setelah adanya transaksi kemudian keputusan tersebut diimplementasikan. Proses ketiga ini lah tantangan baru bagi perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Menggabungkan dua perusahaan atau lebih ini tidak semudah melakukan proses transaksi. Setiap perusahaan memiliki budaya dan lingkungan kerja yang berbeda. Jika perusahaan sukses dalam meleburkan keseluruhan yang ada, tidak hanya dalam sisi kepemilikan dan nama saja, maka merger dan akuisisi akan sukses membentuk sinergi positif.

Motivasi Merger dan Akuisisi

Terdapat beberapa hal yang memotivasi perusahaan untuk melakukan merger dan akuisisi menurut Hanafi (2014), yaitu:

1. Sinergi dan skala ekonomi
Peningkatan skala ekonomi dengan berpandangan lebih besar lebih baik dapat terjadi jika merger dan akuisisi terintegrasi dengan baik atau menciptakan sinergi. Pertumbuhan tanpa diikuti peningkatan sinergi tidak akan ada pengaruh positif terhadap pemegang saham
2. Pengendalian
Merger dan akuisisi dapat dimotivasi untuk mengendalikan jalur produksi atau distribusi. Perusahaan dapat merger atau mengakuisisi perusahaan yang menjadi suppliernya untuk mengendalikan biaya produksi atau biaya pasokan perusahaan. Aktivitas ini disebut dengan merger vertikal *backward*. Perusahaan

juga dapat memutuskan untuk melakukan merger vertikal *forward*. Aktivitas ini dilakukan dengan merger atau mengakuisisi perusahaan yang mendistribusikan produk sehingga dapat mengedalikan harga produk perusahaan. Aktivitas merger ini diharapkan dapat membuat perusahaan beroperasi seefisien mungkin. Jika memiliki produksi dan atau distribusi sendiri dinilai lebih menguntungkan perusahaan daripada perusahaan bergantung pada perusahaan lain, sebaiknya perusahaan memutuskan untuk merger atau akuisisi perusahaan tersebut.

3. Pajak
Perusahaan besar yang biasanya memiliki laba yang tinggi akan dikenakan pajak yang tinggi juga. Penghematan pajak dapat dilakukan jika perusahaan mengakuisisi perusahaan yang mempunyai kerugian cukup besar. Akuisisi dapat dibiayai dengan hutang sehingga terjadi restrukturisasi asset dan perusahaan besar tadi akan memiliki hutang yang cukup besar. Laba perusahaan harus digunakan untuk membayar bunga pinjaman sebelum membayar pajak. Pajak yang dibayarkan perusahaan akan lebih kecil daripada sebelum mengakuisisi dan terjadi lah penghematan pajak.
4. Menggabungkan sumber daya
Untuk memiliki sumber daya yang saling melengkapi perusahaan dapat melakukan merger dan akuisisi horizontal. Contoh merger dan akuisisi horizontal di Indonesia adalah Trans TV dan Trans 7 (Kompas) yang bergerak dalam bidang pertelevisian. Keduanya saling melengkapi dalam menawarkan program acara yang ditayangkan ke masyarakat.
5. Menghilangkan ketidakefisienan
Ketidakefisienan pada manajemen perusahaan membuat perusahaan tidak dapat berkembang. Ketidakefisienan ini dapat juga terjadi ketika perusahaan tidak mampu mengikuti perkembangan teknologi. Perusahaan yang tidak efisien seperti ini dapat memutuskan

untuk menggabungkan dengan perusahaan yang memiliki kompetensi tinggi. Perusahaan yang manajemennya tidak kompeten dapat merger atau diakuisi dengan perusahaan dengan manajemen yang kompeten sehingga dapat menghilangkan manajer yang tidak kompeten. Mengembangkan teknologi sendiri akan dinilai lebih mahal karena membutuhkan biaya tinggi dan waktu yang lama. Perusahaan akan lebih mudah untuk menghilangkan ketidakefisienan pada teknologi dengan bergabung ke perusahaan yang teknologinya maju.

Teori Neoklasik dari Merger dan Akuisisi

Para akademisi dan para praktisi telah menjalani uji empiris untuk mengembangkan teori-teori tentang merger dan akuisisi. Ahern & Weston (2007) menyatakan bahwa teori neoklasik (*the good*) memiliki kekuatan penjelasan lebih dibandingkan teori redistribusi (*the bad*), dan teori perilaku (*the ugly*) yang mendasari merger dan akuisisi. Secara tradisional, merger dan akuisisi didefinisikan menjadi pembelian perusahaan atau asset spesifik oleh perusahaan lain. Teori ekonomi neoklasik memprediksi bahwa suatu kombinasi baru akan menjadi lebih produktif daripada hanya bagian-bagian sendiri, berarti keuntungan sinergi akan direalisasikan. Salah satu manfaat kombinasi tersebut adalah kemampuan yang dapat ditambah lebih cepat daripada program-program internal perusahaan. Perubahan lingkungan secara cepat (seperti perubahan teknologi, globalisasi, deregulasi dan lain-lain) menciptakan potensial peran yang lebih besar untuk merger dan akuisisi (Ahern & Weston, 2007). Perusahaan lebih cepat menyesuaikan adanya perubahan dan inovasi di lingkungan bisnisnya dengan melakukan merger dan akuisisi dibandingkan harus memulai dengan program internal perusahaan. Program internal perusahaan untuk pengembangan teknologi, inovasi produk, dan pengembangan sumber daya yang lain dari

perusahaan akan memerlukan waktu dan biaya yang sangat besar. Bahkan program internal tersebut tidak menutup kemungkinan akan gagal dan membuat semakin tertinggal dari kemajuan eksternal bisnis perusahaan. Maka merger dan akuisisi perusahaan lain yang telah memiliki keunggulan yang dicari perusahaan akan menjadi keputusan yang tepat bagi perusahaan *bidder*.

Teori Redistribusi dari Merger dan Akuisisi

Terdapat lima teori redistribusi yang dikategorikan oleh kelompok *stakeholder* dari suatu merger, yaitu *tax gain* untuk *bidder*, peningkatan kekuatan pasar, pemegang obligasi, pekerja, dan dana pensiun (Ahern & Weston, 2007). Masing-masing kategori merupakan beberapa motivasi dalam melakukan merger dan akuisisi. Keuntungan bagi *bidder* dari merger dan akuisisi adalah dapat menghemat pengeluaran pajak. Apabila suatu perusahaan *bidder* memiliki laba yang tinggi maka pajak yang harus dibayarkan pun akan tinggi. Untuk menghemat pembayaran pajak, maka *bidder* akan mencari target perusahaan untuk diakuisisi. Selain untuk mengurangi pembayaran pajak, perusahaan *bidder* juga dapat berinvestasi pada perusahaan target. Merger dan akuisisi dapat meningkatkan kekuatan pasar perusahaan *bidder*. Perusahaan dapat menguasai sektor hulu sampai hilir bidang bisnisnya dengan merger dan akuisisi. Misalnya perusahaan yang produknya adalah kecap dapat menguasai harga dan suplai pasokan kedelai dari petani kedelai dengan membeli pertaniannya kemudian menyewakan lahan ke petani yang sudah ada. Dengan menguasai dari bahan mentah sampai distributor, perusahaan lebih mudah mengedalikan pasar bisnisnya.

Teori Perilaku dari Merger dan Akuisisi

Menurut Ahern & Weston (2007), teori neoklasik dari merger menempatkan merger dan akuisisi untuk membantu perusahaan-perusahaan untuk menyesuaikan terhadap perubahan

lingkungan atau memperluas kemampuannya. Dibawah teori neoklasik, pasar akan memberi *reward* pada merger yang membuat *economic sense* dan menghukum yang tidak membuat *economic sense*. Keuntungan merger akan diperoleh jika perusahaan melakukan merger dengan motivasi dan cara yang baik. Sedangkan hukuman atau kerugian akan diperoleh jika perusahaan tidak mampu mencapai tujuan merger dengan baik. Tujuan atau motivasi yang buruk akan menghasilkan sesuatu yang buruk juga untuk perusahaan. Empat teori perilaku merger yaitu hubris, kesalahan valuasi pasar, masalah *agency* dan *integration*, menganggap merger sebagai permulaan dari kekuatan ekonomi neoklasik. Keempat teori tersebut dalam teori neoklasik merupakan motivasi yang buruk untuk merger dan akuisisi. Perusahaan memanfaatkan adanya kesalahan penilaian pasar yang terlalu tinggi terhadap perusahaan untuk melakukan merger atau membiarkan perusahaan diakuisisi oleh *bidding*. Masalah *agency* juga merupakan hal buruk sebagai motivasi melakukan merger dan akuisisi. Adanya kesalahan valuasi pasar memunculkan kepentingan pribadi agen perusahaan atau manajer perusahaan untuk memperoleh keuntungan pribadi dengan merger dan akuisisi. Perusahaan yang terlihat baik di pasar ternyata kinerja sesungguhnya tidak sebaik yang terlihat. Perusahaan *bidder* harus mengidentifikasi target sebelum memutuskan merger dan akuisisi untuk menghindari kerugian saham *bubbles*. Oleh karena itu teori redistribusi tidak disebut *the bad* tetapi *the ugly*. Sesuai dengan penjelasan sebelumnya, maka hipotesis hubris menyatakan bahwa pemegang saham *bidding* akan mengalami kerugian selama pengumuman merger dan akuisisi (Ahern & Weston, 2007).

Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi

Pasar dikatakan efisien apabila harga mencerminkan informasi yang relevan dengan

segera. Pengumuman keputusan merger dan akuisisi merupakan informasi yang relevan. Jika pasar efisien setengah kuat, pengumuman merger dan akuisisi tersebut akan segera direspon oleh pasar. Pengaruh pengumuman tersebut dapat direspon positif maupun negatif oleh pasar. Apabila pasar memandang keputusan tersebut akan memberikan manfaat dan prospek ke depannya, maka perusahaan-perusahaan tersebut akan menghasilkan *abnormal return* positif dan signifikan secara statistik seperti hasil penelitian Wang & Xie (2009). Penelitian ini diharapkan sejalan dengan penelitian Wang & Xie (2009), bahwa merger dan akuisisi akan memberikan pengaruh positif bagi kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Maka hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

H₁: terdapat pengaruh positif dan signifikan secara statistik antara pasca merger dan akuisisi dalam jangka panjang dan kesejahteraan *bidding*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel penelitian ini dilakukan dengan pendekatan *purposive sampling* dengan kriteria: 1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan merger dan akuisisi antara tahun 2000 sampai dengan 2011. 2) Perusahaan memiliki tanggal pengumuman merger dan akuisisi yang jelas. 3) perusahaan menerbitkan laporan keuangan secara lengkap selama pengumuman merger dan setelah pengumuman merger dengan periode berakhir per 31 Desember. Periode yang dipakai dalam penelitian ini adalah dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2014. Dari kriteria yang ditetapkan

diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 28 perusahaan. Daftar perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 1.

Teknik Pengumpulan Data

Tabel 1
Daftar Perusahaan Sampel

No.	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	Tanggal Pengumuman
1	ETWA	PT. Eterindo Wahanatama, Tbk.	27/03/2000
2	SMAR	PT. Smart, Tbk.	29/11/2000
3	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.	5/1/2001
4	STTP	PT. Siantar Top, Tbk.	22/08/2001
5	AALI	PT. Astra Agro Lestari, Tbk.	10/2/2002
6	MEDC	PT. Medco Energi International, Tbk.	1/7/2002
7	GGRM	PT. Gudang Garam, Tbk.	3/7/2002
8	AKRA	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk.	4/9/2003
9	UNVR	PT. Unliever, Tbk.	1/7/2004
10	KLBF	PT. Kalbe Farma, Tbk.	10/3/2005
11	MITI	PT. Siwani Trimitra, Tbk.	13/03/2006
12	ADES	PT. Ades Waters Indonesia, Tbk.	21/04/2006
13	BUMI	PT. Bumi Resources, Tbk.	16/06/2006
14	TOTO	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.	5/12/2006
15	SMSM	PT. Selamat Sampurna, Tbk.	4/1/2007
16	FREN	PT. Mobile 8 Telecom, Tbk.	31/05/2007
17	TRST	PT. Trias Sentosa, Tbk.	3/7/2007
18	BRPT	Barito Pacific, Tbk.	9/7/2007
19	UNTR	United Tractor, Tbk.	14/1/2008
20	MTDL	Metrodata Electronics Tbk.	22/5/2008
21	SULI	Sumalindo Lestari Jaya, Tbk.	6/6/2008
22	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk.	23/12/2009
23	ASII	PT Astra International, Tbk.	27/12/2010
24	SOBI	PT Sorini Agro Asia Corporindo, Tbk.	2/3/2011
25	ANTM	PT Aneka Tambang, Tbk.	18/5/2011
26	JSMR	PT Jasa Marga (Persero), Tbk.	10/6/2011
27	EMTK	PT Elang Mahkota Teknologi	28/6/2011
28	KKGI	PT Resource Alam Indonesia, Tbk.	18/8/2011

Metode pengumpulan data penelitian ini dengan mengumpulkan data historis seperti

harga saham bulanan perusahaan pada saat pengumuman dan setelah pengumuman merger dan akuisisi serta laporan keuangan perusahaan selama periode yang digunakan dalam penelitian ini. Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD), idx statistic, dan Bursa Efek Indonesia (BEI) di pojok BEI.

Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan model yang digunakan untuk menguji dampak aktivitas merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Model ini merupakan model yang dikembangkan oleh Fama and French, yang digunakan oleh Savor & Lu (2009) untuk menguji apakah merger menciptakan nilai bagi pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang yang mana risiko premium, faktor ukuran dan *book to market* perusahaan dimasukkan sebagai variabel kontrol.

$$R_{i_t} = \alpha + \beta R_{pM_t} + \gamma SMB_t + \delta HML_t + e_t$$

Dengan penjelasan variabel sebagai berikut:

R_{i_t} : *excess return* portofolio pada bulan t.

R_{pM_t} : risiko premium pada bulan t.

SMB_t : faktor ukuran pada bulan t.

HML_t : faktor *book to market* pada bulan t.

e_t : *error term* pada bulan t.

Pada model, untuk menguji kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang yang diperhatikan adalah nilai α . Nilai α tersebut merupakan nilai dari *cumulative abnormal return* (CAR) yang menunjukkan kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Apabila nilai $\alpha > 0$ dan signifikan secara statistik, maka merger dan akuisisi menciptakan nilai atau kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Sedangkan apabila nilai $\alpha < 0$, maka merger dan akuisisi tidak menciptakan nilai atau kesejahteraan pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Pada variabel penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol. Variabel dependen pada penelitian ini adalah rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio (R_i). Variabel independennya adalah rata-rata tertimbang dari risiko premium pasar (R_pM). Variabel kontrol dari penelitian ini adalah selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan kecil dan perusahaan besar (SMB) dan selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan dengan *book-to-market* tinggi dan saham perusahaan dengan *book-to-market* rendah (HML). Dalam permasalahan penelitian ini untuk mengukur kesejahteraan *bidding* ditunjukkan dengan nilai atau tanda konstanta dari model penelitian, bukan dari nilai atau tanda koefisien variabel independen.

Variabel Dependen

Rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio (R_i)

Rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio dihitung dari *excess return* individu perusahaan terlebih dahulu. Setelah dihitung *excess return* individu perusahaan kemudian dihitung *return* portofolio untuk setiap periode atau waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah bulan. Berikut rumus dan tahap yang digunakan dalam menghitung rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio.

1. $r_i =$
2. $E(R_i) = r_i - r_f$
3. $R_i = \sum x_i E(R_i)$

Dimana:

- r_i : *return* saham perusahaan i
 P_t : harga saham perusahaan pada t
 P_{t-1} : harga saham perusahaan pada $t-1$
 $E(R_i)$: *excess return* saham perusahaan i
 r_f : tingkat bebas risiko (suku bunga Bank Indonesia)
 R_i : rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio
 x_i : proporsi saham i pada portofolio

Variabel Independen

Rata-rata tertimbang dari risiko premium pasar (R_pM)

Rata-rata tertimbang dari risiko premium pasar (R_pM) dihitung dari selisih *return* pasar dan *risk free*. *Return* pasar dihitung menggunakan indeks harga saham gabungan (IHSG). *Risk free* merupakan tingkat bebas risiko yang diperoleh dari tingkat SBI.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan salah satunya adalah selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan kecil dan perusahaan besar (SMB). Langkah pertama untuk menghitung SMB adalah menentukan ukuran perusahaan sampel. Perusahaan sampel dibedakan antara yang ukurannya besar dan ukurannya kecil. Setelah menentukan ukuran perusahaan dan menghitung tingkat pengembalian saham masing-masing perusahaan, yaitu menghitung selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan kecil dan perusahaan besar.

Variabel kontrol berikutnya adalah selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan dengan *book-to-market* tinggi dan saham perusahaan dengan *book-to-market* rendah (HML). Variabel kontrol ini didasarkan pada nilai *book-to-market* perusahaan sampel. *Book-to-market* merupakan rasio yang digunakan untuk menentukan nilai perusahaan dengan membandingkan nilai buku terhadap nilai pasar perusahaan. Nilai buku merupakan selisih antara total asset dan total hutang perusahaan. Sedangkan nilai pasar perusahaan merupakan harga saham dikalikan dengan jumlah saham beredar. Jika rasio dibawah satu, maka saham perusahaan *overvalue*. Jika rasio diatas satu, maka saham perusahaan *undervalue*. Setelah diperoleh rasio *book-to-market* masing perusahaan dan *return* sahamnya, langkah terakhir adalah menselisihkan tingkat pengembalian saham antara perusahaan dengan *book-to-market* tinggi dan saham perusahaan dengan *book-to-market* rendah.

Analisis Data

Analisis data berupa data *time series* dengan *window event study* sekitar 3 tahun (bulan ke 0 sampai 36) setelah pengumuman merger dan akuisisi. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder dari perusahaan-perusahaan sampel yang memenuhi kriteria-kriteria yang disyaratkan. Penelitian ini menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) untuk mengestimasi persamaan model 1 dan diolah dengan Eviews 6. Untuk memperoleh estimasi regresi yang baik dan menghindari adanya penyimpangan asumsi klasik pada penelitian, maka akan dilakukan uji diagnosis (uji ekonometrika) seperti uji stasioneritas (uji *unit root*), uji normalitas, uji linieritas, uji autokolerasi, homoskedastisitas, dan uji multikolinieritas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini memiliki jumlah sampel sebanyak 28 perusahaan dengan tahun pengamatan dari tahun 2000 sampai tahun 2014. Jenis data penelitian ini adalah data *time series* sekitar 37 bulan sehingga memerlukan pengujian-pengujian variabel dan model sebelum melakukan pengujian hipotesis. Dari uji unit root dan pengujian asumsi klasik, terbukti bahwa variabel-variabel dalam model penelitian stasioner dan model tersebut terbebas dari pelanggaran asumsi klasik. Langkah selanjutnya adalah meregresi model penelitian untuk menguji hipotesis penelitian ini. Hasil regresi model penelitian ditunjukkan pada tabel 2.

Tabel 2 menyajikan hasil pengujian pengaruh merger dan akuisisi pada perusahaan *bidder* dalam jangka panjang. Model penelitian yang digunakan yaitu: $R_i = \alpha + \beta RpM_t + \gamma SMB_t + \delta HML_t + e_t$ dimana R_i adalah rata-rata tertimbang dari *excess return* portofolio, yang merupakan variabel dependen. α adalah konstanta yang mengukur nilai kesejahteraan *bidder*. RpM

adalah rata-rata tertimbang dari risiko premium pasar. SMB adalah Selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan kecil dan perusahaan besar. HML Selisih tingkat pengembalian saham antara perusahaan dengan *book-to-market* tinggi dan saham perusahaan dengan *book-to-market* rendah.

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	A	RpM	SMB	HML
Koefisien	-0,0432**	1,5129	0,0474	0,0002
t-statistik	-26,819	3,9141	25,965	0,9817
Prob.	0,0113	0,0004	0,0140	0,3334

Sumber: hasil olah data (2016)

** signifikan pada 5%

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham *bidder* yang ditunjukkan pada nilai α dalam model 1. Nilai α atau konstanta (C) dari hasil regresi model 1 menunjukkan tanda negatif dan signifikan secara statistik (*one tailed*, $t_{\text{statistik}} < t_{\text{tabel}}$ atau $-2,6819 < 2,021$). Hasil ini berkebalikan dengan tanda yang diharapkan dalam pengujian hipotesis penelitian ini, yaitu pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini ditolak. Artinya merger dan akuisisi tidak memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham perusahaan *bidder* dalam jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Moeller et al. (2005). Tanpa akuisisi, kesejahteraan pemegang saham perusahaan *bidder* akan meningkat. Perusahaan yang melakukan akuisisi mengalami kinerja yang buruk setelah keputusan tersebut. Sama dengan hasil penelitian Duchin & Schmidt (2013), menemukan bahwa rata-rata kinerja jangka panjang dari agresif akuisisi selama gelombang merger secara signifikan buruk. Hasil-hasil penelitian sebelumnya mendukung hasil dalam penelitian ini. Rata-rata merger dan

akuisisi di Indonesia dimotivasi dengan alasan yang tidak baik atau pengelolaan yang buruk sehingga tidak ada sinergi positif. Kemungkinan lain merger dan akuisisi gagal dikarenakan gelombang merger memberikan nilai yang semu pada kinerja perusahaan. Dilihat dari nilai koefisien HML yang dibawah satu menunjukkan saham perusahaan di Indonesia dinilai terlalu tinggi. Teori neoklasik juga menyatakan bahwa keputusan yang didasari dengan hal yang buruk akan menghasilkan kinerja yang buruk juga.

KESIMPULAN DAN SARAN

Merger dan akuisisi merupakan keputusan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang bersangkutan. Banyak merger dan akuisisi dimotivasi karena hal-hal yang tidak baik, seperti pemanfaatan kesalahan valuasi harga saham, kepentingan pribadi manajer dan semacamnya yang mengakibatkan merger dan akuisisi menjadi merugikan perusahaan, terutama pemegang saham *bidder*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa merger dan akuisisi tidak memberikan manfaat bagi pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Kemungkinan adanya faktor motivasi merger dan akuisisi yang tidak tepat tersebut yang mengakibatkan tidak adanya manfaat bagi pemegang saham *bidder* dalam jangka panjang. Penelitian selanjutnya dapat menguji faktor-faktor yang membuat tidak adanya manfaat bagi pemegang saham *bidder*. Sehingga kedepannya perusahaan dapat mengantisipasi dan menghindari keputusan yang dapat merugikan perusahaan.

Keterbatasan pada penelitian ini adalah jumlah perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di Indonesia serta sudah *listing* di BEI cukup terbatas. Sehingga pada penelitian ini memasukkan aktivitas merger dan akuisisi yang terjadi pada tahun krisis 2008. Kemungkinan masuknya pengamatan pada tahun tersebut membuat penelitian ini tidak dapat membuktikan pengaruh positif merger dan akuisisi pada

perusahaan *bidder*. Penelitian selanjutnya dapat mengeluarkan pengamatan pada tahun krisis tersebut dan menambah jumlah sampel ke depannya. Saran lain untuk penelitian selanjutnya dapat juga menarik penelitian kualitatif dari keputusan merger dan akuisisi. Kinerja merger dan akuisisi dapat juga dilihat dari proses penggabungan budaya dari perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Jika proses penggabungan budaya ini sukses, maka kinerja perusahaan pun meningkat yang dapat dicerminkan dari kesejahteraan *bidding*. Hasil ke depannya diharapkan dapat lebih menguatkan pengaruh merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham *bidder* di Indonesia. Saran untuk perusahaan-perusahaan sebaiknya memutuskan merger dan akuisisi dilandasi dengan alasan yang logis dan tujuan yang baik. Keputusan merger dan akuisisi sebaiknya melalui tahapan yang wajar, yaitu diawali dengan proses strategi. Strategi yang ditetapkan harus bertujuan meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Bukan strategi yang bertujuan untuk meningkatkan kepentingan pribadi agen perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahern, K. R. & Weston, J. F. 2007. "M&As: The Good, the Bad, and the Ugly," *Journal of Applied Finance*.
- Antoniou, A., Petmezas, D., & Zhao, H. 2007. "Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 34(7) & (8).
- Berkman, H. & Eleswarapu, V. R. 1998. "Short-term Traders and Liquidity: A Test Using Bombay Stock Exchange Data," *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, 339-355.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. 2007. *Essentials of Financial Management*, Cengage Learning Asia Pte Ltd, Singapore.

- Duchin, R. & Schmidt, B. 2013. "Riding the Merger Wave: Uncertainty, Reduced Monitoring, and Bad Acquisition," *Journal of Financial Economics*, 107, 69-88.
- Fama, E. F. and French, K. R. 1993. "Common Risk Factors in the Return on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, 3-56.
- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M. 2002. "What Do Return to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions," *Journal of Finance*, Vol. 57, 1763-1793.
- Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. J. 2009. "Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size," *The Journal of Finance*, Vol.LXIV, No.3.
- Gujarati D.N. & Poter, D. C. 2009. *Basic Econometrics*, 5th edition, Mc-Graw Hill.
- Hackbarth, D. & Morellec, E. 2008. "Stock Returns in Mergers and Acquisitions," *The Journal of Finance*, Vol.LXIII, No.3.
- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*, BPFPE, Yogyakarta.
- Mehrota, V., Schaik, D.V., Spronk, J., & Steenbeek, O. 2011. "Creditor-Focused Corporate Governance: Evidence from Mergers and Acquisitions in Japan," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No.4, 1051-1072.
- Moeller, S. B., Schilengemann, F. P. and Stulz, R. M. 2005. "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave," *The Journal of Finance*, Vol.LX, No.2.
- Neuman, W. L. 2011. *Social Research Methods*, 7th edition. Pearson.
- Savor, P. G. & Lu, Q. 2009. "Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?" *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No.3.
- Wang, C. & Xie, F. 2009. "Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions," *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No.2.
- <http://www.kppu.go.id/id/gelombang-merger-melanda-bangga-atau-waspada/> 25-05-2013, 14:15 WIB.