

TESIS

PENGARUH PERISTIWA MERGER DAN AKUISISI TERHADAP KINERJA KEUANGAN DAN KINERJA PASAR PERUSAHAAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA

Effect of Merger and Acquisition Events on Financial Performance and Market Performance of Manufacturing Industry Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange

Sebagai Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Magister

Disusun dan diajukan oleh

**YUMIAD FERNANDO RICHARD
A022181003**



Kepada

**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020**

PERSETUJUAN TESIS

**Pengaruh Peristiwa Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan
Dan Kinerja Pasar Perusahaan Industri Manufaktur
Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia**

**Effect of Merger and Acquisition Events on Financial Performance
and Market Performance of Manufacturing Industry Companies
Listed on the Indonesia Stock Exchange**

Disusun dan diajukan oleh

**YUMIAD FERNANDO RICHARD
A022181003**

Telah diperiksa dan disetujui untuk diuji
Makassar, 13 Oktober 2020

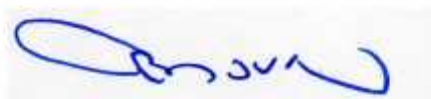
Komisi Penasihat

Ketua



**Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si
Nip. 195906051986011001**

Anggota



**Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si
Nip. 197106192000031001**

Ketua Program Studi Magister Sains Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



**Prof. Dr. Idayanty Nursyamsi, SE., M.Si
Nip. 196906271994032002**

TESIS

Pengaruh Peristiwa Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia

disusun dan diajukan oleh

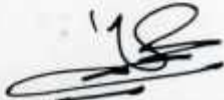
YUMIAD FERNANDO RICHARD
A022181003


telah dipertahankan dalam sidang ujian tesis
pada tanggal 13 Oktober 2020
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,
Komisi Penasehat

Ketua

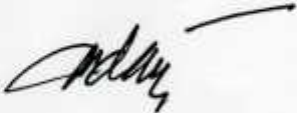
Anggota


Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si
NIP. 195906051986011001


Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si
NIP. 197106192000031001

Ketua Program Studi
Magister Sain Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin


Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si
NIP. 196906271994032002


Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si
NIP. 196402051988101001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Yumiad Fernando Richard

Nim : A022181003

Program Studi: Magister Sains Manajemen

menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul:

Pengaruh Peristiwa Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia.

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan / ditulis / diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No.20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 13 Oktober 2020

Yang membuat pernyataan,

A photograph of a handwritten signature in black ink over a green 5000 Rupiah Indonesian banknote. The banknote features the Garuda Pancasila emblem and the serial number 2C0F9AHF7376UJ35B. The signature is written in a cursive style.

Yumiad Fernando Richard

PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah yang maha kuasa melalui perantaraan Putra-Nya yang terkasih Tuhan Yesus Kristus, karena atas rahmat dan kasih setia-Nya saja akhirnya tesis yang berjudul “Pengaruh Peristiwa Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia” ini dapat penulis selesaikan dengan baik. Penulis menyadari bahwa penulisan tesis ini tidak terlepas dari bantuan dan jasa dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Dwia Aries Tina Pulubuhu, M.A., selaku Rektor Universitas Hasanuddin, beserta jajarannya, atas kesempatan yang telah diberikan kepada penulis untuk menjadi bagian dari civitas akademika Universitas Hasanuddin.
2. Bapak Prof. Dr. Add. Rahman Kadir, SE., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin, beserta jajarannya, atas kesempatan yang telah diberikan kepada penulis untuk mengikuti perkuliahan dan menimba ilmu di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
3. Ibu Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si., selaku Ketua Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin atas kesempatan yang telah diberikan kepada penulis untuk mengikuti perkuliahan dan menimba ilmu pada program studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

4. Bapak Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Utama, yang telah mengorbankan waktu, tenaga dan pikiran untuk membimbing dan mengarahkan penulis selama penyusunan tesis sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.
5. Bapak Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Pendamping, yang juga dengan ikhlas mengorbankan waktu, tenaga dan pikiran untuk membimbing dan mengarahkan penulis selama penyusunan tesis ini dengan penuh kesabaran sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.
6. Ibu Prof. Dr. Siti Haerani, SE., M.Si., Bapak Dr. Muhammad Sobarsyah, SE., M.Si., Ibu Dr. Erlina Pakki, SE., MA., sebagai Dosen Penilai pada Seminar Usul, Seminar Hasil dan Ujian Akhir, atas segala masukan dan saran yang membangun serta bermanfaat, sehingga tesis ini dapat menjadi lebih baik.
7. Seluruh karyawan dan staf Universitas Hasanuddin pada umumnya dan Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Hasanuddin pada khususnya, yang telah memberikan bantuan dan pelayanan selama penulis menempuh perkuliahan pada Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
8. Bapak Prof. Dr. Philipus Betaubun, ST., MT., selaku Rektor Universitas Musamus Merauke dan seluruh jajarannya, yang telah mengizinkan dan memberikan kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan studi pada Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
9. Kedua orang tua terkasih; Alfons Kloatubun (RIP) dan Fransina Maturbongs atas perhatiannya, dukungannya dalam doa dan kasih sayangnya kepada penulis.

10. Istri tercinta, Amelia Lakburlawal dan anak-anak; Farel, Clearin dan Jayden yang memberikan kepercayaan dan selalu memberikan semangat, dorongan dan kasih sayangnya selama penulis menempuh pendidikan pada Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
11. Teman-teman Progran Studi Magister Sains Manajemen angkatan 2018(1), Nabila, Apolinaris, Irene, Ridfan, Mitha, Aini, dan Anis Ansari. Terima kasih atas kebersamaan, motivasi dan dorongan serta kekompakannya selama masa perkuliahan.
12. Teman dan saudara, yang bersama-sama dari Universitas Musamus Merauke menempuh pendidikan pada Sekolah Pasca Sarjana Universitas Hasanuddin.
13. Semua pihak lain yang tidak dapat disebut satu persatu, yang telah membantu penulis selama menempuh pendidikan pada Program Studi Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

Penulis menyadari bahwa tesis ini tidak terlepas dari kekurangan, oleh karena itu, mohon maaf apabila terdapat kesalahan atau hal-hal yang kurang berkenan dalam tesis ini. Saran dan kritik yang membangun dari pembaca sangat diharapkan. Penulis berharap tesis ini dapat memberi manfaat bagi semua pembaca.

Makassar, 2020

Penulis,

Yumiad Fernando Richard

ABSTRAK

Pengaruh Peristiwa Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Dan Kinerja Pasar Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia

Yumiad Fernando Richard
Haris Maupa
Mursalim Nohong

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi untuk menunjukkan pengaruh kinerja dalam jangka pendek dan jangka panjang dengan membandingkan kinerja sebelum dan kinerja sesudah merger dan akuisisi. Penelitian dilakukan pada perusahaan industri manufaktur yang merger dan akuisisi pada periode tahun 2012 dan 2013.

Metode studi peristiwa digunakan dalam penelitian ini, dimana reaksi pasar jangka pendek diukur menggunakan CAR yang disesuaikan pasar pada periode peristiwa (-1,+1), (-3,+3), (-5,+5), dan (-10,+10) disekitar hari pengumuman. Reaksi pasar jangka panjang diukur menggunakan pendekatan BHAR yang disesuaikan pasar dengan periode peristiwa (-36,+36) dan (-60,+60) disekitar bulan pengumuman. Sedangkan untuk kinerja keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang diukur dengan membandingkan nilai rasio Tobin's Q, ROA, ROE, dan EPS untuk periode 5 tahun sebelum dengan 5 tahun sesudah di sekitar tahun pengumuman. Sebagai alat analisis statistik dalam pengujian hipotesis menggunakan uji beda (*paired sample t-test*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang positif dan signifikan pada CAR yang disesuaikan pasar, sedangkan dalam jangka panjang BHAR yang disesuaikan pasar tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan, hal ini menunjukkan merger dan akuisisi tidak mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham perusahaan. Kinerja keuangan menunjukkan hasil yang serupa bahwa dalam jangka pendek tidak terdapat perbedaan yang signifikan, namun dalam jangka panjang khususnya rasio ROE menunjukkan adanya perbedaan dan signifikan pada periode (-4,+4) dan (-5,+5), sedangkan rasio ROA dan EPS menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada periode (-4,+4) tetapi kemudian menurun dan tidak signifikan pada periode berikutnya.

Kata kunci: Merger dan akuisisi, studi peristiwa, kinerja pasar, kinerja keuangan

ABSTRACT

Effect of Merger and Acquisition Events on Financial Performance and Market Performance of Manufacturing Industry Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange

Yumiad Fernando Richard

Haris Maupa

Mursalim Nohong

This study aims to examine the effect of merger and acquisition events on market performance and the financial performance of the acquiring company to show the effect of performance in the short and long term by comparing the performance before and after the merger and acquisition performance. The study was conducted on manufacturing industry companies which were mergers and acquisitions in the period 2012 and 2013.

The event study method is used in this study, where short-term market reactions are measured using market-adjusted CARs in the event period (-1, + 1), (-3, + 3), (-5, + 5), and (-10), + 10) around the announcement day. Long-term market reaction is measured using the BHAR approach that is adjusted by the market to the period of events (-36, + 36) and (-60, + 60) around the announcement month. As for financial performance both short and long term, it is measured by comparing Tobin's Q, ROA, ROE, and EPS ratios for the period of 5 years before to 5 years after around the announcement year. As a statistical analysis tool in testing hypotheses using a different test (paired sample t-test).

The results showed that there were positive and significant differences in the CAR adjusted by the market, while in the long run, the adjusted market BHAR did not show a significant difference, this showed mergers and acquisitions unable to create value for the company's shareholders. Financial performance shows similar results that in the short term there is no significant difference, but in the long run, especially the ROE ratio shows a different and significant in the period (-4, +4) and (-5, + 5), while the ratio of ROA and EPS shows a significant difference in the period (-4, +4) but then decreases and is not as significant in the next period.

Keywords: Mergers and acquisitions, event studies, market performance, financial performance

DAFTAR ISI

| | |
|---|-------------------------------------|
| HALAMAN SAMBUT..... | Error! Bookmark not defined. |
| HALAMAN JUDUL..... | ii |
| HALAMAN PERSETUJUAN..... | iii |
| HALAMAN PENGESAHAN | iv |
| PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN | v |
| PRAKATA..... | vi |
| ABSTRAK..... | ix |
| <i>ABSTRACT</i> | x |
| DAFTAR ISI..... | xi |
| DAFTAR TABEL..... | xiv |
| DAFTAR GAMBAR | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN | xvi |
| BAB I PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1 Latar Belakang..... | 1 |
| 1.2 Rumusan Masalah | 8 |
| 1.3 Pertanyaan Penelitian..... | 8 |
| 1.4 Tujuan Penelitian..... | 9 |
| 1.5 Manfaat Penelitian..... | 9 |
| 1.6 Lingkup Penelitian | 10 |
| 1.7 Sistematika Penulisan | 10 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA..... | 12 |
| 2.1 Kajian Teoritis | 12 |
| 2.1.1. Definisi Merger dan Akuisisi | 12 |
| 2.1.2. Penciptaan Nilai Dalam Merger dan Akuisisi | 19 |
| 2.1.3. Motif Sinergi | 21 |
| 2.1.4. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>)..... | 25 |
| 2.1.5. Teori Hubris (<i>Hubris Theory</i>) | 28 |
| 2.1.6. Teori Prospek (<i>Prospect Theory</i>)..... | 29 |
| 2.1.7. Studi Peristiwa (<i>Event Study</i>)..... | 32 |

| | |
|--|-----------|
| 2.1.8. Kinerja Pasar..... | 32 |
| 2.1.9. Kinerja Keuangan..... | 35 |
| 2.2. Kajian Empiris..... | 39 |
| BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS..... | 56 |
| 3.1. Kerangka Konseptual..... | 56 |
| 3.2. Hipotesis..... | 59 |
| 3.2.1. Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang..... | 60 |
| BAB IV METODE PENELITIAN..... | 63 |
| 4.1. Rancangan Penelitian..... | 63 |
| 4.2. Situs dan Waktu Penelitian..... | 65 |
| 4.3. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel..... | 65 |
| 4.3.1. Populasi..... | 65 |
| 4.3.2. Sampel..... | 66 |
| 4.4. Jenis dan Sumber Data..... | 67 |
| 4.5. Metode Pengumpulan Data..... | 68 |
| 4.6. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional..... | 68 |
| 4.6.1. Variabel Penelitian..... | 68 |
| 4.6.2. Definisi Operasional..... | 68 |
| 4.7. Instrumen Penelitian..... | 74 |
| 4.8. Teknik Analisis Data..... | 75 |
| 4.8.1. Analisis Statistik Deskriptif..... | 75 |
| BAB V HASIL PENELITIAN..... | 80 |
| 5.1. Deskripsi Data..... | 80 |
| 5.1.1. Statistik Deskriptif Kinerja Pasar..... | 80 |
| 5.1.2. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan..... | 82 |
| 5.2. Deskripsi Hasil Penelitian..... | 83 |
| 5.2.1. Uji Normalitas Data..... | 83 |
| 5.2.2. Uji Hipotesis..... | 85 |
| BAB VI PEMBAHASAN..... | 94 |
| 6.1. Perbedaan Kinerja Pasar Jangka Pendek Pasca Merger dan Akuisisi.... | 94 |
| 6.2. Perbedaan Kinerja Pasar Jangka Panjang Pasca Merger dan Akuisisi.. | 97 |

| | |
|---|-----|
| 6.3. Perbedaan Kinerja Keuangan Jangka Pendek Pasca Merger dan Akuisisi. | 102 |
| 6.4. Perbedaan Kinerja Keuangan Jangka Panjang Pasca Merger dan Akuisisi..... | 106 |
| BAB VII PENUTUP | 110 |
| 7.1.Kesimpulan..... | 110 |
| 7.2.Implikasi | 112 |
| 7.3.Keterbatasan Penelitian | 113 |
| 7.4.Saran | 114 |
| Daftar Pustaka | 115 |
| LAMPIRAN | 122 |

DAFTAR TABEL

| | |
|---|----|
| Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu | 47 |
| Tabel 4.1 Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian | 67 |
| Tabel 4.2. Sampel Penelitian | 67 |
| Tabel 4.3 Variabel yang digunakan dalam Uji Statistik..... | 75 |
| Tabel 5.1 Analisis Statistik Deskriptif Kinerja Pasar | 80 |
| Tabel 5.2 Analisis Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan | 83 |
| Tabel 5.4 Uji Normalitas Kinerja Keuangan..... | 85 |
| Tabel 5.5 Hasil Analisis Kinerja Pasar Jangka Pendek | 85 |
| Tabel 5.6 Ringkasan Hasil Analisis Uji Hipotesis 1 | 87 |
| Tabel 5.7 Hasil Analisis Kinerja Pasar Jangka Panjang | 88 |
| Tabel 5.8 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 2..... | 88 |
| Tabel 5.9 Hasil Analisis Kinerja Keuangan Jangka Pendek | 89 |
| Tabel 5.10 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 3..... | 90 |
| Tabel 5.11 Hasil Analisis Kinerja Keuangan Jangka Panjang | 91 |
| Tabel 5.12 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 4..... | 92 |
| Tabel 5.13 Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis | 93 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|--|----|
| Gambar 1. Kerangka Koseptual Kinerja Perusahaan..... | 59 |
|--|----|

DAFTAR LAMPIRAN

| | |
|--|-----|
| Lampiran 1 Daftar Perusahaan Industri Manufaktur yang Merger dan Akuisisi Periode Tahun 2012-2013 | 122 |
| Lampiran 2. Rincian Perhitungan <i>Abnormal Return</i> | 123 |
| Lampiran 3. Rincian Perhitungan CAR | 125 |
| Lampiran 4. Rincian Perhitungan BHAR | 126 |
| Lampiran 5. Rincian Perhitungan Kinerja Keuangan | 129 |
| Lampiran 6. Output Statistik Deskriptif SPSS 25..... | 130 |
| Lampiran 7. Output Uji Normalitas SPSS 25..... | 132 |
| Lampiran 8. Output Uji Hipotesis SPSS 25 | 134 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan dalam lingkungan bisnis saat ini telah memasuki era globalisasi atau persaingan bebas, yang mana era digital atau yang disebut industri global 4.0 menjadi tantangan tersendiri dalam lingkungan bisnis. Dampak dari persaingan bebas ini menuntut perusahaan untuk selalu meningkatkan strategi bisnisnya agar mampu bertahan dan berkompetisi dengan baik serta lebih kreatif baik persaingan di dalam negeri maupun bersaing dengan kompetitor yang datang dari luar negeri.

Salah satu strategi yang umum digunakan untuk mempertahankan keberlangsungan hidup perusahaan dan kemampuan untuk dapat bersaing adalah dengan melakukan ekspansi. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (<https://www.finansialku.com/ekspansi/>), ekspansi adalah: (1) aktivitas memperbesar atau memperluas usaha yang ditandai dengan penciptaan pasar baru, perluasan fasilitas, perekrutan pegawai, dan lain-lain; (2) peningkatan aktivitas ekonomi dan pertumbuhan dunia usaha (*expansion*). Ekspansi terdiri dari ekspansi internal dan ekspansi eksternal, dimana ekspansi internal perusahaan dapat dilakukan dengan cara menambah divisi dalam perusahaan, memperluas kapasitas pabrik, meningkatkan unit produksi, dan inovasi produk. Ekspansi eksternal yang sering dilakukan oleh sebagian besar perusahaan salah satunya meliputi merger dan akuisisi. Merger dan akuisisi adalah alat untuk ekspansi bisnis, guna memperoleh keunggulan kompetitif dan sinergi (Gupta, 2012; Edi dan Leony Irayanti, 2019).

Merger adalah proses ketika dua atau lebih perusahaan bergabung dan muncul sebagai perusahaan baru, sedangkan akuisisi adalah proses di mana satu perusahaan mengambil alih perusahaan lain dan menjalankan bisnisnya dengan benar (Tanriverdi dan Uysal, 2015). Jika dilihat dari definisi diatas bahwa merger dan akuisisi berbeda, dimana perbedaan terletak pada kepemilikan, kontrol manajemen, dan pengaturan keuangan. Namun pada umumnya merger dan akuisisi ditujukan untuk sinergi atau nilai tambah dan finansial, tidak hanya dalam jangka pendek tetapi juga untuk jangka panjang, guna meningkatkan skala ekonomi, ruang lingkup ekonomi dan kekuatan keuangan (Mardianto *et al.*, 2018; Edi da Leony Irayanti, 2019).

Merger memiliki beberapa kategori yaitu merger horizontal, vertikal, dan konglomerat. Dengan dilakukannya merger diharapkan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan menghasilkan perubahan terhadap kinerja keuangan perusahaan, hal ini dapat dilihat pada laporan keuangan perusahaan. Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan yaitu dengan menggunakan rasio profitabilitas untuk mengukur tingkat pengembalian investasi perusahaan. Untuk mengukur profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan rasio return on equity (ROE). ROE adalah ukuran dari hasil yang diperoleh para pemegang saham sepanjang tahun (Stephen A. Ross *et al*, 2009). Selain ROE, dalam penelitian ini juga menggunakan *rasio earning per share* (EPS). Karena informasi dari EPS mampu menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan (Tandelilin, 2010:373). Dengan adanya informasi ini, tentunya akan menjadi menarik bagi pemegang saham karena memberikan gambaran besarnya laba yang akan diperoleh atau dengan kata lain informasi EPS mampu mencerminkan penciptaan nilai bagi pemegang saham.

Selain rasio ROE dan EPS, dalam penelitian ini juga menggunakan rasio Tobins,Q dan rasio *return on asset* (ROA) untuk pengukuran kinerja keuangan. Rasio Tobins,Q memberikan gambaran terhadap nilai pasar sebuah perusahaan dari aset tidak berwujud perusahaan, tentunya semakin baik nilai rasio ini menunjukkan pasar menilai positif terhadap kinerja perusahaan, dengan kata lain perusahaan memiliki keunggulan kompetitif sehingga peluang investasi lebih baik. Sedangkan ROA membirikan informasi terkait seberapa baik manajemen mampu menghasilkan laba dari setiap aset perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa aset perusahaan setelah penggabungan mampu menghasilkan laba dari setiap aset atau sebaliknya.

Tujuan akhir dari merger dan akuisisi adalah untuk meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan yang mengakuisisi. Untuk itu, selain kinerja keuangan perusahaan yang diharapkan membaik pasca dilakukannya merger dan akuisisi, kinerja pasar dirasa sangat perlu untuk dianalisa berdasarkan harga pasar per lembar saham. Dimana, harga saham biasanya mengalami perubahan dari waktu ke waktu seiring dengan perubahan kondisi dan informasi baru yang diperoleh investor tentang prospek perusahaan (Brigham &Houston, 2012).

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Duppati dan Locke (2015) bahwa, kinerja pasar jangka pendek menunjukkan keyakinan dan harapan yang diberikan oleh pemegang saham dalam kinerja jangka panjang perusahaan India yang terlibat dalam merger dan akuisisi lintas batas. Maka dalam penelitian ini untuk mengukur kinerja pasar jangka pendek dan jangka panjang atas peristiwa merger dan akuisisi menggunakan metode estimasi *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) untuk jangka pendek. Sedangkan untuk melihat tingkat *return* dalam jangka panjang dalam

penelitian ini akan menggunakan pendekatan *buy and hold abnormal return* (BHAR).

Dalam beberapa literatur penelitian mengatakan bahwa merger dan akuisisi berpengaruh signifikan terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Simon K. Harvey (2015) meneliti dampak merger dan akuisisi (M&A) terhadap kinerja keuangan perusahaan menggunakan kasus Total Petroleum Ghana Limited. Untuk memastikan apakah akuisisi Mobil Oil Limited oleh Total Ghana Limited telah berdampak positif atau negatif pada kinerja keuangan perusahaan baru pada periode tahun 2000 hingga 2012, enam tahun berturut-turut sebelum akuisisi dan enam tahun berturut-turut setelah akuisisi. Hasilnya menunjukkan bahwa semua rasio profitabilitas, kecuali *Gross Operating Margin* (GOM) menurun setelah merger. Rasio biaya mengikuti tren menurun pada periode paska merger. Semua rasio likuiditas sedikit menurun selama periode paska merger. Demikian pula, penelitian ini menemukan bahwa *leverage* keuangan menurun setelah merger.

Pada penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda, seperti hasil penelitian oleh Yanan, *et al* (2016). Penelitian ini dilakukan untuk mempelajari pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di Amerika Serikat. Berdasarkan literatur empiris, merger dan akuisisi ditemukan untuk meningkatkan profitabilitas dan memperbesar pangsa pasar mereka. Hal ini ditunjukkan melalui rasio *return on equity* (ROE) dan *net profit margin* (NPM). Selain itu, merger dan akuisisi meningkatkan nilai pemegang saham melalui peningkatan dividen dalam permintaan stok pasar, hal ini ditunjukkan dengan rasio *earning per share* dan *sales growth*.

Kemudian penelitian yang dilakukan terhadap reaksi pasar oleh Geeta Rani Duppati dan Stuart Locke (2015). Penelitian ini menggunakan metode studi

peristiwa untuk menguji efek pengumuman merger dan akuisisi (M&A) dalam jangka pendek dan kinerja pasar paska akuisisi jangka panjang. Studi acara menunjukkan hasil ekonomi yang menguntungkan untuk sebagian besar merger dan akuisisi dalam jangka pendek di sekitar jendela peristiwa, meskipun beberapa perusahaan mengalami penurunan sementara dalam harga saham. Namun semua memiliki hasil yang menguntungkan dalam periode jangka panjang. Dimana efek paska akuisisi secara statistik signifikan. Dalam pengembalian abnormal jangka panjang, di bawah dua pendekatan BHAR dan CAR, menunjukkan bukti pengembalian abnormal signifikan secara statistik kepada pemegang saham perusahaan pengakuisisi dalam periode paska akuisisi. Jelas dari hasil penelitian bahwa ada efek kekayaan positif kepada pemegang saham setelah periode paska akuisisi.

Adapula penelitian lain mengenai reaksi pasar dalam jangka pendek dan jangka panjang yang dilakukan oleh Zaremba dan Płotnicki (2016). Hasil penelitian menunjukkan *abnormal return* pada perusahaan yang mengakuisisi selama 20 hari kerja pertama setelah pengumuman transaksi. Reaksi pasar tampaknya positif pada hari pengumuman. Pada hari pertama dan kedua berikutnya setelah pengumuman pengembalian abnormal masih meningkat. Namun pada hari ketiga model yang digunakan, ACAR melebihi 2% dan signifikan secara statistik. Meskipun demikian fakta bahwa selama beberapa minggu kedepan beberapa pengembalian abnormal menjadi menurun. Dengan kata lain, pengembalian abnormal yang buruk pada penelitian terdahulu tampak mungkin lebih merupakan hasil dari masalah pengukuran dari pada kesalahan harga. Kemudian tidak adanya bukti adanya destruksi nilai jangka panjang setelah pengakuisisi, ini merupakan pengamatan penting bagi tata kelola dan manajemen perusahaan.

Selain beberapa penelitian diatas, khususnya untuk aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia juga menunjukkan hasil yang bervariasi misalnya; penelitian terkait aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia yang dilakukan oleh Nurfauziah dan Ainy (2018) dengan judul *Financial Performance Analysis of Companies With Merger and Acquisition Deals*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada perbedaan kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah merger dan akuisisi. Dalam penelitian ini rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan adalah CR, DER, DTA, ROE, ROA, TATO, dan untuk mengukur kinerja pasar menggunakan PER. Dimana, hasil penelitian mengungkapkan bahwa hampir tidak ada rasio keuangan perusahaan-perusahaan ini yang menunjukkan perbedaan signifikan dalam kinerja keuangan baik untuk seluruh perusahaan atau kelompok merger dan akuisisi. Perbedaan signifikan kinerja keuangan hanya ditunjukkan oleh DER untuk kelompok merger dan akuisisi horisontal sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, begitupun dengan PER sebagai ukuran kinerja pasar tidak menunjukkan perbedaan signifikan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh Josua Tarigan, *et al* (2018) dengan topik *Analysis Of Merger & Acquisition Motives In Indonesian Listed Companies Through Financial Performance Perspective*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja keuangan perusahaan Indonesia yang menjalani M&A pada periode 2009-2012 dengan membandingkan beberapa rasio akuntansi dari empat tahun sebelum dan sesudah M&A. Kinerja keuangan perusahaan dinilai oleh beberapa rasio CR, TATO, NPM, ROA, ROE, EPS, dan DER, untuk pengukuran akuntansi dan Tobin's Q untuk pengukuran pasar dilakukan secara bersamaan untuk sepenuhnya menilai kinerja M&A. Hasil penelitian menunjukkan adanya peningkatan yang signifikan dalam kinerja

keuangan secara keseluruhan. Tobin's Q telah meningkat secara signifikan dalam penelitian ini. Karena Tobin's Q telah meningkat secara signifikan di tahun M&A, hal ini menunjukkan bahwa pasar mengharapkan perusahaan untuk melakukan lebih baik setelah M&A karena nilai tambah yang diperoleh dari sinergi.

Fenomena ataupun kesenjangan penelitian yang ditemukan yaitu tidak terdapat hasil penelitian yang konsisten, artinya beberapa penelitian diatas menunjukkan hasil yang berbeda. Hal ini yang menjadi dasar peneliti untuk mengembangkan penelitian terkait aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia. Perbedaan dalam penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada metode yang digunakan, dimana penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa untuk membandingkan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi baik jangka pendek maupun jangka panjang. Kemudian perbedaan pada variabel yang digunakan dalam mengukur kinerja keuangan maupun kinerja pasar sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Maka peneliti tertarik untuk meneliti pengaruh merger dan akuisis terhadap perusahaan industri manufaktur di Indonesia. Dimana pengaruh yang akan diteliti sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisis adalah kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan pengakuisisi yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi pada periode tahun 2012 dan tahun 2013. Periode 2013 dipilih karena memungkinkan adanya ketersediaan data hingga lima tahun setelah peristiwa merger dan akuisisi, sehingga dapat dilakukan analisis kinerja jangka pendek maupun kinerja jangka panjang.

1.2 Rumusan Masalah

Integrasi merger dan akuisisi oleh perusahaan diharapkan memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan maupun kinerja pasar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Maka, dalam penelitian ini akan membahas mengenai analisis jangka pendek dan jangka panjang pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini membandingkan kinerja keuangan dan kinerja pasar sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dalam jangka pendek. Dimana periode waktu untuk kinerja keuangan adalah 1 tahun sebelum dibandingkan dengan 1 tahun sesudah, untuk kinerja pasar periode waktu yang digunakan 11 hari, 7 hari dan 3 hari sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Sedangkan untuk jangka panjang akan dibandingkan 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun sebelum merger dan akuisisi dengan 3 tahun, 4 tahun, dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar. Kemudian untuk mengukur pangsa pasar perusahaan pengakuisisi dengan menggunakan rasio konsentrasi *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI), menggunakan periode waktu jangka pendek dan jangka panjang dengan periode waktu yang sama dengan kinerja pasar maupun kinerja keuangan.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Dari rumusan masalah diatas, dapat dibuat pertanyaan penelitian sebagai berikut:

- a. Apakah kinerja pasar jangka pendek perusahaan industri manufaktur di Indonesia lebih baik pasca merger dan akuisisi?

- b. Apakah kinerja pasar jangka panjang perusahaan industri manufaktur di Indonesia lebih baik pasca merger dan akuisisi?
- c. Apakah kinerja keuangan jangka pendek perusahaan industri manufaktur di Indonesia lebih baik pasca merger dan akuisisi?
- d. Apakah kinerja keuangan jangka panjang perusahaan industri manufaktur di Indonesia lebih baik pasca merger dan akuisisi?

1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar pada perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini dilakukan untuk menunjukkan pengaruh kinerja dalam jangka pendek dan jangka panjang sebelum dan sesudah merger dan akuisisi terhadap penciptaan nilai bagi pemegang saham perusahaan.

1.5 Manfaat Penelitian

Dengan penelitian ini kemungkinan akan diketahui pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Melalui pengaruh tersebut, maka penelitian ini dapat memberi kontribusi baik untuk kalangan akademisi maupun kalangan praktisi serta bagi para investor.

a. Akademisi

Penelitian ini dapat digunakan oleh kalangan akademisi sebagai tambahan bukti empiris mengenai pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan maupun kinerja pasar pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

b. Praktisi

Penelitian ini dapat digunakan oleh kalangan praktisi bisnis sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan pada saat akan melakukan strategi merger dan akuisisi di Indonesia.

c. Investor

Selain itu penelitian ini juga dapat digunakan bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang melakukan strategi merger dan akuisisi.

1.6 Lingkup Penelitian

Fokus pada penelitian ini adalah pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Subjek dalam penelitian ini yaitu perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang melakukan merger dan akuisisi eksternal pada tahun 2010 hingga 2012. Penelitian ini menggunakan data keuangan satu tahun sebelum dan lima tahun setelah melakukan merger dan akuisisi untuk menilai kinerja keuangan dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Sedangkan untuk menilai kinerja pasar jangka pendek maupun jangka panjang, penelitian ini menggunakan data harga saham perusahaan pengakuisisi dengan pola harian dan pola bulanan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

1.7 Sistematika Penulisan

Laporan penelitian ini menggunakan sistematika penulisan sebagai berikut:

a. Bab I Pendahuluan

Berisi latar belakang masalah, rumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, lingkup penelitian, dan sistematika penulisan.

b. Bab II Landasan Teori

Berisi teori-teori yang relevan dan kajian empiris penelitian terdahulu.

c. Bab III Kerangka Koseptual dan Rumusan Hipotesis

Berisi proses teoritis yang berkaitan dengan penelitian untuk menjelaskan rumusan masalah dan pertanyaan penelitian serta hubungan dua atau lebih variabel yang dinyatakan dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji.

d. Bab IV Metoda Penelitian

Berisi desain penelitian, metoda pengumpulan data, instrumen penelitian, dan metoda analisis data.

e. Bab V Hasil Penelitian dan Pembahasan

Meliputi deskripsi data, alat ukur, uji hipotesis, dan pembahasan.

f. Bab VI Simpulan

Berisi simpulan, implikasi, keterbatasan, dan saran.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Kajian Teoritis

Berdasarkan teori ataupun konsep yang telah dikemukakan oleh para ahli terkait merger dan akuisisi, kinerja pasar, dan kinerja keuangan maka dapat dijelaskan tujuan yang ingin dicapai dari strategi merger dan akuisisi.

2.1.1. Definisi Merger dan Akuisisi

Merger berasal dari kata latin "*Mergere*", yang berarti menyatukan atau menggabungkan. Merger didefinisikan sebagai perjanjian dua atau lebih perusahaan untuk menyatukan satu sama lain, yang akan menghasilkan hanya satu perusahaan yang berdiri sebagai badan hukum tunggal, sementara yang lain menghentikan kegiatan mereka secara permanen. Sedangkan akuisisi berasal dari kata latin "*acquisitio*" yang berarti memiliki. Definisi dari akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan atau kendali atas aset atau saham oleh perusahaan lain, tetapi baik perusahaan pengakuisisi maupun yang diakuisisi tetap sebagai badan hukum yang terpisah (Moin, 2003; Wibowo, 2012; Azwat *et al*, 2016).

Pengertian lain menurut Sudarsanam (1995) dalam Jay Desai *et al* (2015), merger merupakan aktivitas tertentu, ketika perusahaan bergabung untuk menggabungkan berbagi sumber daya mereka untuk mencapai tujuan bersama. Dalam merger, kedua perusahaan bergabung untuk membentuk entitas ketiga dan pemilik kedua perusahaan yang bergabung tetap sebagai pemilik bersama entitas baru. Akuisisi sendiri dapat dijelaskan sebagai peristiwa di mana

perusahaan mengambil kepemilikan saham pengendali di perusahaan lain, anak perusahaan yang sah dari perusahaan lain, atau aset tertentu dari perusahaan lain. Ini mungkin melibatkan pembelian aset atau saham perusahaan lain (DePamphilis, 2008; Jay Desai *et al*, 2015). Merger dan akuisisi menggambarkan hampir semua kombinasi bisnis yang melibatkan kemitraan baru. Secara hukum, merger membutuhkan satu perusahaan untuk mengorbankan kehidupan perusahaannya. Akuisisi, yang merupakan pembelian perusahaan lain, tidak memerlukan suatu perjanjian dengan piagam resmi pengabungan. Istilah *merger* mengacu pada merger dan akuisisi. Konsekuensi spasial dari keduanya tidak dapat dibedakan dan perbedaan hukum tidak perlu menjadi perhatian (Green, 2018)

Persaingan yang semakin ketat memicu perusahaan untuk menemukan cara baru untuk pertumbuhan. Tidak dapat disangkal bahwa merger dan akuisisi serta strategi aliansi adalah strategi utama perusahaan untuk meningkatkan penciptaan nilai (Papanikolaou *et al.*, 2011). Hal ini dikuatkan lagi oleh Green (2018), bahwa dasar pemikiran untuk merger dan akuisisi adalah untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu untuk saat ini merger dan akuisisi merupakan kegiatan paling penting di pasar modal.

Ada beberapa istilah yang sering digunakan dalam penulisan merger dan akuisisi, dimana dalam Jay Desai *et al* (2015) menjelaskan bahwa untuk akuisisi memiliki beberapa istilah, seperti pengambilalihan. Pengambilalihan sedikit berbeda dari akuisisi namun artinya tetap sama. Ketika akuisisi dipaksa secara alamiah dan tanpa kehendak manajemen perusahaan target itu dikenal sebagai pengambilalihan. Pengambilalihan biasanya mengalami proses di mana perusahaan yang mengakuisisi secara langsung mendekati pemegang saham minoritas melalui penawaran tender terbuka untuk membeli saham mereka tanpa

persetujuan manajemen perusahaan target. Dalam skenario merger dan akuisisi, istilah merger, akuisisi, pengambilalihan, konsolidasi, dan penggabungan digunakan secara bergantian (Chandra, 2001).

2.1.1.1. Klasifikasi Merger dan Akuisisi

Klasifikasi merger dan akuisisi merupakan relevansi dari pemetaan merger guna memberikan gambaran ruang lingkup dalam pasar yang terkena dampak dari peristiwa merger dan akuisisi. Menurut Green (2018) terdapat empat klasifikasi merger dan akuisisi, antara lain:

1. Merger Horizontal, yaitu penggabungan atau kombinasi perusahaan yang beroperasi pada lini bisnis yang sama. Merger jenis ini mengarah pada penghapusan pesaing, peningkatan pangsa pasar perusahaan pengakuisisi, peningkatan konsentrasi dalam industri (misalnya, membentuk harga di pasar sesuai keinginan perusahaan, sehingga menyebabkan harga di pasar tidak efisien). Contoh merger horizontal misalnya, dua perusahaan mobil bergabung untuk menciptakan pangsa pasar yang lebih luas.
2. Merger Vertikal, yaitu kombinasi perusahaan dalam berbagai lini produksi dalam industri yang sama, melibatkan pemasok dan perusahaan yang dipasok. Artinya, Perusahaan yang pengakuisisi ingin meningkatkan kontrolnya atas lebih banyak sumber pasokan dan distribusi. Suatu perusahaan dapat memperluas secara vertikal baik maju atau mundur dalam mengintegrasikan komponen ke dalam bisnis yang ada. Dengan mengintegrasikan ke depan, perusahaan berusaha untuk memastikan permintaan berkelanjutan untuk produknya. Misalnya, produsen kertas dapat mengakuisisi perusahaan alat tulis atau perusahaan penerbitan untuk menjamin pasar kertas. Integrasi ke belakang membantu menjamin bahan

baku, memastikan pasokan berkelanjutan dan menghilangkan keanehan yang terkait dengan ketergantungan pada pemasok independen. Misalnya, produsen pakaian mungkin memperoleh berbagai pabrik tekstil untuk menjamin input berkelanjutan untuk produknya.

3. Merger Konglomerat, yaitu diversifikasi ke dalam bidang yang tidak terkait atau beda latar belakang industri, tujuannya untuk mengurangi risiko bisnis. Seringkali, merger konglomerat terjadi ketika perusahaan-perusahaan yang terdiversifikasi terlibat dalam produksi barang diberbagai industri dengan teknologi yang stabil. Merger konglomerat lain juga terjadi ketika perusahaan yang terdiversifikasi berusaha menjadikan jaringan distribusi yang efisien sebagai kunci utama dari strategi mereka. Contoh merger jenis ini misalnya, merger antara produsen mobil dengan produsen jam tangan mewah.
4. Merger Timbal-balik, artinya perusahaan pengakuisisi memaksa pemasok untuk membeli dari akuisisi barunya. Pemaksaan seperti itu mungkin dapat memaksa pesaing untuk keluar dari bisnis baru. Merger ini ilegal berdasarkan undang-undang karena potensinya untuk mengurangi persaingan.

2.1.1.2. Faktor Penentu Keberhasilan Merger dan Akuisisi

Berdasarkan literatur dan penelitian-penelitian terdahulu bahwa merger dan akuisisi merupakan sebuah aktivitas yang kompleks. Hal ini dapat berdampak langsung terhadap keberhasilan kinerja merger dan akuisisi. Untuk itu ada beberapa faktor yang menjadi acuan keberhasilan untuk menghindari kegagalan dalam aktivitas merger dan akuisisi adalah sebagai berikut (Michael Hitt *et al*, 2001):

1. Uji Tuntas (*Due Diligence*)

Uji tuntas merupakan analisis komprehensif tentang seluruh karakter penting perusahaan target, termasuk kondisi keuangan, kemampuan manajemen, aset-aset fisik, dan aset tak berwujud yang relevan dengan akuisisi itu. Dimana, uji tuntas yang tidak memadai akan menyebabkan pembayaran premi yang cukup tinggi untuk mengakuisisi perusahaan target, hal ini merupakan salah satu faktor yang menyebabkan kegagalan dalam merger dan akuisisi.

2. Pembiayaan Merger dan Akuisisi

Dalam pembiayaan merger dan akuisisi terdapat dua cara yang umum dipakai, yakni pembiayaan melalui transaksi saham dan pembiayaan secara tunai. Pembiayaan secara tunai merupakan cara yang terbaik, karena pasar keuangan cenderung menghargai tipe transaksi ini dengan evaluasi harga saham yang lebih positif. Sedangkan pembiayaan menggunakan transaksi saham akan menyebabkan harga saham meningkat dari harga normalnya, sehingga respon pasar tentunya lebih menyukai tipe transaksi dengan metode pembayaran tunai.

3. Sumber Daya Komplementer

Artinya peleburan sumber-sumber daya komplementer antara dua perusahaan akan cenderung menciptakan nilai ekonomis pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dari pada penggabungan sumber daya yang tidak terkait atau tidak identik. Sifat saling melengkapi dari sumber-sumber daya ini dapat menunjang penyebaran keahlian, mempermudah pembelajaran organisasi, dan memungkinkan terciptanya sinergi yang unik dan bernilai.

4. Akuisisi Bersahabat

Sikap bersahabat merupakan salah satu kunci untuk menciptakan nilai ekonomis. Jika terjadi permusuhan antara para eksekutif perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target dapat menghancurkan nilai bagi perusahaan pengakuisisi. Dimana permusuhan ini akan menyebabkan jumlah premi yang dibayarkan meningkat, berkurangnya transfer informasi selama proses uji tuntas dan integrasi merger, serta dapat menyebabkan pergantian jabatan eksekutif utama di perusahaan target.

5. Penciptaan sinergi

Artinya nilai ekonomis dapat tercipta hanya melalui sinergi melebihi biaya-biaya yang dikeluarkan untuk mengembangkan dan menggunakan sinergi itu. Dengan kata lain, peleburan sumber-sumber daya komplementer yang saling melengkapi memudahkan pentransferan pengetahuan, penggabungan operasi, riset dan pengembangan (R&D), pemasaran atau pengelolaan sehingga dapat menciptakan sinergi.

6. Pembelajaran Organisasional

Artinya perusahaan pengakuisisi harus belajar dari beberapa akuisisi sebelumnya, dimana kemiripan perusahaan target mempermudah untuk proses pembelajaran organisasional. Pembelajaran dapat dilakukan melalui akuisisi yang pernah dilakukan atau akuisisi yang dilakukan perusahaan pesaing lainnya.

7. Fokus Pada Bisnis Inti

Artinya akuisisi yang terkait dengan kesamaan bisnis inti perusahaan pengakuisisi lebih cenderung menghasilkan nilai ekonomis daripada akuisisi yang orientasinya hanya mengejar sinergi keuangan.

8. Penekanan Pada Inovasi

Artinya perusahaan pengakuisisi harus memiliki tujuan yang spesifik ketika mengakuisisi inovasi sehingga inovasi dan keahlian inovatif dapat digunakan secara efektif dalam perusahaan gabungan. Jika inovasi dijadikan sebagai keunggulan kompetitif, maka sumber keunggulan tersebut harus diutamakan.

9. Merger dan Akuisisi Lintas Negara

Strategi ini bertujuan untuk memperoleh keunggulan dalam pangsa pasar, mengatasi hambatan-hambatan yang ada, mengurangi biaya pengembangan produk baru, meningkatkan kecepatan untuk mencapai pasar atau meningkatkan diversifikasi, dan juga meningkatkan respon terhadap ancaman serta membaca peluang yang tersedia.

10. Pertimbangan yang Etis

Artinya manajer perusahaan pengakuisisi harus mampu membuat keputusan melalui pertimbangan yang baik, hal ini dikarenakan sering terjadi bahwa informasi yang diterima dari perusahaan target tidak benar, menyesatkan, dan menipu. Informasi seperti ini merupakan resiko terbesar yang terkait dengan semua jenis merger dan akuisisi.

2.1.1.3. Pendekatan Kinerja Merger dan Akuisisi

Dalam mengukur kinerja perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi, pada umumnya menggunakan dua pendekatan yaitu kinerja keuangan dan pendekatan kinerja pasar. Adapun studi tentang kinerja perusahaan merger dan akuisisi terbagi menjadi empat kelompok utama (Ilyasov, 2018):

1. Studi peristiwa (*event study*) merupakan tindakan berbasis pasar saham atau pengembalian abnormal baik dalam jangka pendek maupun jangka

panjang. Keuntungan utama dari metode ini adalah dampak langsung dari kesepakatan merger dan akuisisi pada kesejahteraan pemegang saham.

2. Langkah-langkah berbasis akuntansi, pendekatan ini terutama didasarkan pada perbandingan laporan keuangan sebelum dan sesudah kesepakatan merger dan akuisisi, dengan fokus pada berbagai indikator yang relatif. Dimana ukuran perbandingan digunakan pada perusahaan yang berada pada lini bisnis yang serupa.
3. Penilaian subjektif manajer dan penilaian informen ahli, pendekatan ini menganalisis hasil polling manajer mengenai hasil kesepakatan merger dan akuisisi. Dimana kesimpulan yang diperoleh berdasarkan kuisisioner standar yang dirangkum dari seluruh sampel.
4. Studi kasus, pendekatan ini berfokus pada satu kesepakatan atau sampel terbatas, yang digunakan sebagai dasar untuk analisis data dari wawancara mendalam para manajer dan analis. Metode ini sangat produktif, karena studi yang terperinci dari kesepakatan dapat membuka aspek-aspek masalah yang sebelumnya belum dijelajahi.

2.1.2. Penciptaan Nilai Dalam Merger dan AKuisisi

Penciptaan nilai melalui transaksi merger dan akuisisi merupakan suatu penelitian yang umum dan banyak peneliti telah menganalisis efek baik jangka pendek maupun jangka panjang dari harga saham perusahaan penawar atau pengakuisisi pada suatu peristiwa merger dan akuisisi. Ketika transaksi merger dan akuisisi dilakukan, apakah transaksi ini dapat menciptakan nilai positif bagi pemegang saham. Sebagian besar literatur ilmiah yang menganalisis efek kekayaan jangka pendek maupun jangka panjang dari merger dan akuisisi menggunakan studi peristiwa (*event study*). Dimana, pengakuisisi diharapkan

dapat menambah nilai ekonomis sebagai hasil dari transaksi, biasanya dilakukan melalui sinergi biaya dan pendapatan (Hoang *et al*, 2005; D'Onofrio, 2015).

Dalam merger dan akuisisi, nilai tercipta jika manfaat sinergi yang diperoleh melalui penggabungan dan integrasi perusahaan yang dahulunya terpisah lebih besar dari pada biaya-biaya (termasuk pembayaran berbagai premi) yang dikeluarkan untuk menciptakan sinergi itu (Michael Hitt *et al*, 2001). Dimana harga saham perusahaan adalah salah satu indikator nilai yang diperoleh melalui akuisisi. Namun apabila premi yang dibayarkan cukup besar untuk menyelesaikan transaksi ini, maka strategi perusahaan bisa menjadi riskan. Resiko ini dapat dilihat melalui penelitian terdahulu bahwa efek jangka panjang merger dan akuisisi terhadap nilai dan kinerja perusahaan tersebut dapat memperoleh hasil yang negatif.

Dalam Daniel Sorheim *et al* (2015), dimana penelitian yang dilakukan oleh Mulherin dan Boone (2000) menemukan sampel 138 pengakuisisi sedikit negatif, tetapi masih signifikan kembali sebesar -0,37% selama periode 9 tahun di Amerika Serikat. Selanjutnya, Walker (2000) menemukan pengembalian abnormal negatif yang tidak signifikan sebesar -0,84% ketika menganalisis transaksi di Amerika Serikat antara tahun 1980 hingga tahun 1996. Camp dan Hernando (2004) menyelidiki kinerja merger dan akuisisi Eropa dan menemukan bahwa pemegang saham perusahaan yang memperoleh pendapatan dari rata-rata nol pengembalian abnormal, sedangkan Moeller dan Schlingemann (2005) juga melaporkan sedikit pengumuman pengembalian negatif dari perusahaan yang mengajukan penawaran di Amerika Serikat.

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu diatas, dimana penelitian tersebut telah menyelidiki beberapa faktor spesifik perusahaan dan pengaruhnya terhadap transaksi merger dan akuisisi. Maka, dalam penelitian ini, apakah

perusahaan yang melakukan transaksi merger dan akuisisi di Indonesia memiliki nilai implikasi untuk pengembalian *abnormal* bagi perusahaan pengakuisisi. Oleh karena itu, penting untuk mempertimbangkan dampak organisasi secara keseluruhan dari merger sehubungan dengan bagaimana perusahaan dapat membuka ranah sinergi sejati (Larsson dan Finkelstein, 1999; James D'Onofrio, 2015). Jadi, dapat dikatakan bahwa penciptaan nilai bersumber dari sinergi yang tercipta dari transaksi merger dan akuisisi dan hal ini dapat terjadi apabila manajer dalam membuat keputusan mengutamakan kepentingan pemegang saham dari pada kepentingan individu manajer.

2.1.3. Motif Sinergi

Sinergi berasal dari bahasa Yunani yaitu "*synergos*", yang berarti bekerja bersama-sama, jadi sinergi berarti kemampuan dua atau lebih unit atau perusahaan untuk menciptakan nilai yang lebih besar melalui kerja sama dari pada yang bisa mereka capai dengan kerja sendiri-sendiri. Secara umum, sinergi dianggap memberi keuntungan perusahaan pengakuisisi melalui dua sumber yaitu *pertama*: meningkatkan efisiensi operasi yang didasarkan pada penghematan skala dan cakupan; dan *kedua*: pemanfaatan bersama dua atau lebih keahlian (Michael Hitt *et al*, 2001).

Dengan kata lain, sinergi adalah istilah yang menggambarkan penyatuan dua atau lebih perusahaan yang memiliki mekanisme organisasi berbeda untuk mencapai nilai yang lebih besar dengan bekerja sama dalam pekerjaan mereka (Benecke *et al*, 2007; Njeri 2018). Sinergi dicapai ketika perusahaan mengumpulkan sumber daya bersama dan memiliki penggunaan optimal sumber daya fisik, teknologi, manusia dan rantai pasar yang mapan. Sinergi juga terbentuk ketika perusahaan memperoleh keunggulan kompetitif dari masing-

masing bidang kekuatan mereka melalui penggunaan kolektif dari sumber daya yang tersedia (Steinfeld *et al*, 2001; Njeri 2018). Dimana, operasi antara dua atau lebih perusahaan mengintegrasikan sifat intelektual mereka sehingga memungkinkan pencapaian keunggulan kompetitif yang lebih besar sebagai lawan dari masing-masing perusahaan yang beroperasi pada sektor yang sama (Gupta dan Roos, 2001).

Dari perspektif manajerial, sinergi ada ketika para manajer menemukan cara bagi perusahaan gabungan untuk menciptakan nilai lebih besar dibandingkan dengan nilai total yang mereka ciptakan saat beroperasi sebagai entitas independen. Sedangkan bagi pemegang saham, sinergi ada bila mereka bisa mendapatkan keuntungan yang tidak mereka peroleh melalui keputusan diversifikasi portofolio mereka sendiri (Michael Hitt *et al*, 2011). Namun pada kenyataannya sinergi itu sulit untuk dicapai, bahkan dalam kondisi dimana perusahaan pengakuisisi tidak membayar premi dan jika premi dibayarkan, maka tantangannya akan lebih besar. Karena dengan adanya pembayaran premi yang dilakukan perusahaan pengakuisisi mengharuskan terciptanya sinergi yang lebih besar untuk menambah nilai ekonomi.

Selain itu, perusahaan harus membandingkan nilai yang akan dicapai melalui suatu merger dan akuisisi dengan nilai yang bisa mereka ciptakan melalui bentuk-bentuk tindakan alternatif lainnya (Michael Hitt *et al*, 2011). Oleh sebab itu, manajer perusahaan sering merujuk pada penciptaan nilai dari sinergi sebagai pembenaran dalam keputusan transaksi merger dan akuisisi (Erick Halle, 2017). Jadi, jika sinergi memang meningkatkan kinerja suatu perusahaan baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang, maka seharusnya mampu mencapai pengembalian yang positif paska pengumuman merger dan akuisisi. Selain itu sinergi juga dapat dibentuk di bidang penjualan, operasi, manajemen

dan investasi (Ansoff, 1965; Njeri, 2018). Menurut Michael Hitt (2002) ada beberapa bentuk sinergi yang diharapkan dapat tercipta dalam aktivitas merger dan akuisisi, antara lain:

1) Sinergi Operasi

Sinergi operasi adalah bagaimana perusahaan yang baru dibentuk mengintegrasikan aktivitas-aktivitas fungsionalnya. Sinergi operasi dapat diciptakan melalui penghematan skala dan atau cakupan (Michael Hitt *et al*, 2001). Motif melalui sinergi operasi ini memiliki dampak yang besar dan signifikan dalam aktivitas merger dan akuisi, jika dilihat dari sudut pandang manajer tentang motif melakukan merger dan akuisisi, dimana temuan lain menunjukkan bahwa motivasi utama untuk merger adalah mencapai sinergi operasi (Rani *et al*, 2016).

2) Sinergi Riset dan Pengembangan atau Teknologi

Sinergi riset dan pengembangan atau teknologi dapat dilakukan perusahaan dengan menghubungkan aktivitas-aktivitas yang terkait dengan proses riset dan pengembangan (R&D) dan teknologi yang sangat penting bagi perusahaan. Penggabungan yang dimaksud antara lain; penggabungan program-program riset dan pengembangan, pentransferan teknologi diberbagai unit, produk, dan pengembangan bisnis inti yang baru melalui akses ke kapabilitas inovatif pribadi (kapabilitas inovatif yang ada pada perusahaan yang baru dibentuk tetapi tidak diperuntukan bagi pasar umum dan para pesaing), aktivitas ini yang coba dihubungkan oleh perusahaan untuk menciptakan sinergi (Michael Hitt, 2001).

Penggunaan strategis akuisisi untuk mendapatkan teknologi dan kemampuan baru tampaknya akan tetap menjadi fitur yang bertahan lama dan penting pada aktivitas merger dan akuisisi (Ranft dan Lord, 2002; Ranft,

2006; Matteo Rossi *et al*, 2012). Perusahaan yang diakuisisi seringkali merupakan perusahaan muda, kurang dana, dan tanpa prospek untuk menghasilkan arus kas dalam waktu dekat (Be'nou dan Madura, 2005; Matteo Rossi *et al*, 2012). Hal ini diperkuat juga oleh penelitian lain yang mengemukakan bahwa nilai pasar suatu perusahaan dengan demikian harus dicerminkan oleh pengembalian yang diharapkan dari modal tidak berwujud (*intangible capital*) yang diciptakan dari pengeluaran riset dan pengembangan (R&D) (Johnson dan Pazderka, 1993; Ivarsson dan Christensen, 2012).

3) Sinergi Pemasaran

Sinergi ini dapat tercapai, dimana perusahaan berhasil menghubungkan berbagai aktivitas terkait pemasaran termasuk aktivitas-aktivitas yang terkait dengan pemakaian nama merk, saluran distribusi dan periklanan, serta kampanye promosi secara bersama-sama. (Michael A.Hitt *et al*, 2001). Sinergi pemasaran telah menjadi faktor yang lebih relevan dalam menentukan keberhasilan akhir dari merger dan akuisisi kontemporer (Weber dan Dholakia, 2000). Hasil lain menunjukkan bahwa sinergi pemasaran dan penataan kembali sumber daya pemasaran berkontribusi signifikan terhadap tingkat integrasi. Dimana manajer yang berbagi dan memanfaatkan sumber daya pemasaran yang sebelumnya independen setelah integrasi merger dan akuisisi berkontribusi secara signifikan terhadap kinerja perusahaan membawa beberapa bobot manajerial yang penting (Sinkovics *et al*, 2015). Dimana kinerja pemasaran meningkatkan pertumbuhan pendapatan penjualan, pengurangan biaya penjualan, pemasaran, dan administrasi sebagai persentase dari pendapatan

penjualan, yang menunjukkan realisasi sinergi dalam skala ekonomi dan ruang lingkup (Rahman dan Lambkin, 2014).

4) Sinergi Manajemen atau Manajerial

Kesesuaian strategis melalui sinergi ini dapat tercipta bila keahlian-keahlian yang relevan secara kompetitif yang dimiliki oleh para manajer dalam perusahaan atau unit-unit bisnis yang sebelumnya independen bisa ditransfer dengan sukses ke dalam unit-unit di perusahaan yang baru terbentuk. Selain itu perusahaan pengakuisisi dan yang di akuisisi juga berupaya untuk menemukan cara bagaimana menyebarkan kapabilitas para personel manajerial ditingkat menengah dan bawah untuk mencapai kesesuaian strategis melalui sinergi manajemen (Michael Hitt *et al*, 2001).

2.1.4. Teori Agensi (Agency Theory)

Agency Theory merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara *principals* dan *agents*. Dimana *principals* adalah pemilik perusahaan atau pemegang saham dan *agents* adalah manajer dan karyawan yang mengelola perusahaan. Dalam Stephen Ross (2019) menyatakan bahwa, hubungan antara pemegang saham dan manajemen disebut sebagai hubungan keagenan (*agency relationship*). Hubungan seperti ini terjadi ketika seseorang (pemilik) mempekerjakan orang lain (agen) untuk mewakili kepentingannya. Namun dalam hubungan seperti ini, terdapat kemungkinan adanya konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, konflik seperti ini disebut masalah keagenan (*agency problem*).

Karena agen tidak sepenuhnya berbagi tujuan pemilik dan karena agen cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang tugas dan lingkungan bisnis, sehingga agen mungkin memiliki motivasi dan kesempatan untuk

berperilaku dengan cara yang memaksimalkan utilitas agen sendiri dengan mengorbankan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Teori agensi berpendapat bahwa perusahaan yang dipimpin oleh manajer yang mementingkan diri sendiri dapat tumbuh ke titik dengan pengembalian yang semakin berkurang kepada pemilik kecuali ada mekanisme tata kelola perusahaan yang tepat untuk mengendalikan manajer (Peng *et al*, 2016).

Dengan demikian, fokus teori agensi ada pada potensi konflik antara agen dan prinsipal. Salah satu alasan utama mengapa konflik muncul adalah bahwa kontrak kerja tidak sempurna karena tidak setiap kontingensi dapat dipertanggungjawabkan, dimana pemantauan sulit dan mahal dan karena itu, prinsipal mungkin mengalami kesulitan menegakkan hak-hak properti mereka (Eisenhardt, 1989; Josh Bendickson *et al*, 2016).

Strategi merger dan akuisisi dapat mengarah kepada kinerja yang lebih baik atau sebaliknya dapat menyebabkan kegagalan, hal ini tergantung pada proses pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer ataupun manajemen. Dalam beberapa kasus, manajer membuat keputusan yang mencari kepentingan mereka sendiri untuk memastikan posisi perusahaan mereka atau bonus manajerial setelah kesepakatan merger dan akuisisi (Syriopoulos *et al*, 2007; Papanikolaou *et al*, 2011). Motif manajerial dari kesepakatan perusahaan ini bertentangan dengan aturan dasar tata kelola perusahaan yang semua tindakan korporasi bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham.

Teori agensi menjelaskan agar bagaimana menyelesaikan atau mengurangi konflik kepentingan hubungan antara agen dan prinsipal dalam kegiatan bisnis yang berdampak merugikan prinsipal. Hal ini tentunya berkaitan dengan strategi merger dan akuisisi yang dilakukan sebuah perusahaan. Apakah manajer bersifat oportunistis atau apakah perusahaan mengubah insentif

manajemen untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu cara yang dapat dilakukan yaitu menghubungkan kompensasi eksekutif dan tingkat manfaat untuk pengembalian pemegang saham, dimana bagian dari kompensasi eksekutif ditangguhkan ke masa depan untuk menghargai maksimalisasi nilai jangka panjang perusahaan dan mencegah tindakan eksekutif jangka pendek yang merugikan nilai perusahaan (Lex Donaldson *et al*, 1991).

Selain itu, ada dua pendekatan dalam teori keagenan di mana peran merger dan akuisisi pada kinerja dapat diperiksa (Nguyen *et al*. 2012; Njeri, 2018). Pendekatan *pertama* disebut sebagai pendekatan peningkatan pasar efisien yang bernilai tambah. Pendekatan ini berpendapat bahwa kinerja yang lebih baik dapat direalisasikan jika merger dan akuisisi menciptakan hubungan sinergis yang meningkatkan daya saing, profitabilitas, dan produktivitas perusahaan (Michael Hitt *et al*. 2001). Sinergi dapat terwujud dalam bentuk pangsa pasar yang diperluas, skala ekonomi yang lebih baik, dan manajemen keuangan yang lebih baik. Pendekatan *kedua* dalam teori agensi adalah pendekatan penurunan nilai yang memberikan wawasan tentang alasan mengapa merger dan akuisisi dapat menyebabkan kinerja yang buruk. Ketika masalah keagenan mengakibatkan konflik antara manajer perusahaan dan pemegang saham, merger dan akuisisi dapat mengakibatkan konflik kinerja yang buruk (Parvinen dan Tikkanen 2007; Njeri, 2018).

Kedua pendekatan ini memberikan premis pada penelitian ini bahwa bagaimana merger dan akuisisi mempengaruhi kinerja keuangan dan pasar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang perusahaan industri manufaktur di Indonesia. Dimana, masalah agensi dapat menyebabkan kinerja yang buruk khususnya dalam jangka panjang. Sedangkan di sisi lain, hubungan sinergi dapat menghasilkan peningkatan kinerja perusahaan industri manufaktur di

Indonesia pasca merger dan akuisisi. Oleh karena itu, penelitian ini akan melihat bagaimana merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia dalam mempengaruhi kinerja keuangan dan kinerja pasar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang sebelum dan sesudah aktivitas merger dan akuisisi.

2.1.5. Teori Hubris (Hubris Theory)

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Roll (1986). Teori ini menyatakan bahwa manajer melakukan kesalahan dengan optimisme berlebihan dalam mengevaluasi peluang akuisisi karena kebanggaan atau keangkuhan yang berlebihan. Dia berpendapat bahwa penawar tertentu mungkin tidak belajar dari kesalahan masa lalu dalam penilaian perusahaan target dan dapat diyakinkan bahwa penilaian itu benar. Oleh karena itu fenomena pengambilalihan adalah sebagai akibat dari keangkuhan pihak penawar. Anggapan berlebihan bahwa penilaian mereka benar dan tidak pernah salah (Akenga dan Olang, 2017). Artinya, mereka sombong dan mementingkan diri sendiri dalam kemampuan membuat keputusan dan menyimpulkan dengan membayar lebih untuk target yang membuat perusahaan penawar jatuh. Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil keangkuhan mirip dengan kutukan bagi pemenang yang terjadi dalam pelelangan nilai yang sering terjadi di mana peserta lelang membayar lebih untuk barang yang dilelang. Di sini, penawar yang memiliki penawaran tertinggi akan menghasilkan kesalahan penilaian positif tertinggi (mencerminkan keberaniannya) dan berhasil memenangkan target. Pada akhirnya, pemegang saham perusahaan pengakuisisi kalah dari kesepakatan karena pasar bereaksi terhadap kesalahan yang dilakukan oleh manajer firma penawaran (Malik *et al*, 2014).

Doukas dan Petmezas, (2007); Billet dan Qian, (2008) dalam Malik *et al*, 2014 menduga bahwa manajer yang terlalu percaya diri, yang bersumber dari bias atribusi sendiri, cenderung mengaitkan keberhasilan awal mereka dari keputusan perusahaan sebelumnya dengan kemampuan mereka sendiri, dan akhirnya memperoleh hasil yang lebih buruk. Berdasarkan hipotesis ini, diharapkan dapat memberikan gambaran bagi para manajer dalam pengambilan keputusan terkait aktivitas merger dan akuisisi. Mengingat tujuan akhir dari sebuah perusahaan adalah penciptaan nilai bagi pemegang saham, maka sudah seharusnya manajer dapat mendahulukan kepentingan pemegang saham dari pada kepentingan manajer itu sendiri sehingga pemegang saham dapat memperoleh pengembalian yang diharapkan dari strategi merger dan akuisisi khususnya untuk pengembalian dalam jangka panjang paska merger dan akuisisi.

2.1.6. Teori Prospek (Prospect Theory)

Secara umum, investor akan mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang setinggi-tingginya dari investasi yang dilakukannya. Akan tetapi, terdapat beberapa hal yang menjadi pertimbangan para investor dalam melakukan investasi, diantaranya adalah risiko. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh investor, maka akan semakin besar pula harapan investor akan tingkat pengembalian dari investasi tersebut. Risiko dalam konteks investasi adalah ketika tingkat pengembalian aktual tidak sesuai dengan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Salah satu faktor yang menyebabkan hal tersebut adalah *decison frame*. Pengaruh *frame* atau *framing* adalah sebuah fenomena yang menunjukkan bahwa para pembuat keputusan akan merespon dengan cara yang berbeda pada permasalahan keputusan yang

sama jika masalah tersebut disajikan dalam format yang berbeda (Kuhberger, 1998; Levin *et al*; 1998). *Framing* merupakan salah satu alasan penyebab terjadinya bias dalam pengambilan keputusan.

Untuk memperjelas hal tersebut, Amos Tversky dan Daniel Kahneman (1979) mengusulkan Teori Prospek (*Prospect Theory*), merupakan sebuah model pengambilan keputusan dengan mempertimbangkan faktor risiko dalam pengambilan keputusan. Teori ini mengemukakan beberapa karakter dari investor dalam menghadapi risiko, diantaranya adalah *risk aversion* dan *loss aversion* (Prawirasasra dan Dialysa, 2016). *Risk aversion* adalah perilaku individu (investor) yang cenderung menghindari resiko investasi tetapi mengharapkan pengembalian (*return*) yang tinggi dari besarnya resiko investasi yang dihadapi, sedangkan *loss aversion* mengacu pada kenyataan bahwa seseorang akan cenderung lebih sensitif terhadap kerugian daripada keuntungan. Seseorang dikatakan tidak mau mengalami kerugian dapat dilihat dari kewaspadaan terhadap kerugian lebih besar daripada keuntungan (Haigh dan List, 2005; Sumtoro dan Anastasia, 2015). Dengan kata lain teori prospek (*prospect theory*) menjelaskan terjadinya bias kognitif yang mempengaruhi pengambilan keputusan dalam kondisi ketidakpastian dan berisiko. Individu akan bersifat menghindari risiko atau menyukai risiko tergantung pada masalah yang dihadapi. Teori ini berpendapat bahwa individu akan memberikan bobot yang berlebihan terhadap hasil yang pasti daripada yang belum pasti di masa depan.

Berdasarkan Teori Prospek tersebut, model pengambilan keputusan berdasarkan kepada kurva S yang menyatakan bahwa pengambilan keputusan seorang individu berbasis pada keuntungan dan kerugian yang dihadapi, bukan berbasiskan pada total kekayaan. Secara lebih lanjut, bentuk S dari kurva tersebut mengimplikasikan bahwa setiap individu memiliki respon yang berbeda

atas keuntungan dan kerugian yang dihadapi. Hal ini berarti setiap individu akan mengambil keputusan tidak hanya berdasarkan hasil akhir yang diharapkan, namun juga berdasarkan kondisi yang dihadapi setiap individu dan bagaimana kondisi tersebut dapat mempengaruhi lingkungan sekitar dalam mengambil keputusan. Dimana, teori prospek seperti *overconfidence* dan *loss aversion* sangat relevan terhadap pengambilan keputusan investasi. Perilaku *overconfidence* cenderung untuk bersikap optimis dalam meramalkan masa depan dan memiliki tingkat kepercayaan diri yang tinggi akan kemampuan dirinya masing-masing. Atau dengan kata lain individu yang cenderung memiliki reaksi yang lambat dalam merespon kerugian, namun cenderung bersifat reaktif dalam merespon keuntungan. Kahneman (2003) menyarankan bahwa setiap individu akan lebih menerima kerugian dalam sebuah permainan berisiko ketika telah dimainkan beberapa kali daripada dimainkan sekali. Mereka cenderung berfikir sempit untuk investasi yang dilakukan pertama kali dan berfikir luas untuk investasi yang telah dilakukan berulang kali.

Kecenderungan ini menimbulkan perilaku menghindari risiko dalam kondisi pasti untung (*positive framing*). Dalam *positive framing*, individu menunjukkan penurunan preferensi risiko, dimana individu lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Sebaliknya, individu lebih menyukai risiko dalam kondisi pasti rugi (*negative framing*). *Negative framing* diprosikan dengan penyajian informasi mengenai kerugian yang pasti.

Teori prospek digunakan dalam penelitian ini untuk memberikan gambaran seberapa kuat respon pelaku pasar terhadap aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan industri manufaktur. Apakah peristiwa merger dan akuisisi ini mampu memberikan nilai bagi para pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang terlibat melalui kinerja pasar perusahaan.

2.1.7. Studi Peristiwa (Event Study)

Untuk menganalisis kinerja jangka pendek dan kinerja jangka panjang paska peristiwa merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia, penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa untuk mengukur dan membandingkan *return abnormal* dari saham perusahaan yang merger dan akuisisi.

Menurut Fama (1991) Studi peristiwa merupakan bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Secara lebih spesifik studi peristiwa menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu (Tandelilin, 2010:565). Oleh sebab itu, dalam penelitian ini untuk melihat dampak dari peristiwa merger dan akuisisi perusahaan industri manufaktur dengan cara mengamati harga saham atau sekuritas perusahaan yang mendapat dampak langsung dalam hal ini perusahaan pengakuisisi. Karena, menurut Brown dan Warner (1980) bahwa fokus dari studi peristiwa yaitu dampak dari jenis peristiwa khusus suatu perusahaan pada harga sekuritas perusahaan yang terkena dampak tersebut.

2.1.8. Kinerja Pasar

Sama halnya dengan kinerja keuangan, dimana kinerja pasar juga merupakan indikator utama untuk mengukur kinerja perusahaan dalam aktivitas merger dan akuisisi. Dimana harga saham perusahaan mampu menggambarkan hampir semua informasi dalam sebuah perusahaan. Kinerja pasar mengacu pada hasil akhir dari sebuah kebijakan yang dibuat oleh manajemen, seperti kebijakan investasi, efisiensi produksi, harga jual dan biaya, dan juga keputusan terkait aktivitas merger dan akuisisi.

Bagi pemegang saham tentunya mengharapkan pengembalian yang positif paska merger dan akuisisi khususnya bagi perusahaan pengakuisisi, karena premi yang dibayarkan kepada perusahaan target. Hal ini tentunya tercermin pada harga saham perusahaan paska merger dan akuisisi. Bukti menunjukkan bahwa pengumuman pasca merger dan akuisisi dapat menghasilkan pengembalian abnormal positif, negatif atau nol untuk perusahaan pengakuisisi. Pada umumnya pengembalian positif yang diharapkan sering terjadi hanya untuk perusahaan target karena perusahaan pengakuisisi menawarkan premi untuk mendorong perusahaan target untuk menjual saham mereka, yang meningkatkan nilai pasar perusahaan target (Yaghoubi *et al*, 2016a, Lebedev *et al*, 2015; Zakaria dan Kamaludin, 2018).

2.1.8.1. Market –Adjusted Model (Model Disesuaikan Pasar)

Model yang disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) adalah salah satu teknik yang memprediksi return ekspektasi berdasarkan return indeks pasar pada hari pengumuman peristiwa. Oleh karena itu *market-adjusted return* merupakan selisih yang diperoleh dari return saham individual dengan tingkat return pasar. Menurut Fama (1970) dalam Kiesal *et al* (2017) bahwa analisis jangka pendek didasarkan pada asumsi bahwa pasar modal memasukkan informasi baru segera setelah pengumuman pertama dari suatu transaksi. Tujuan yang ingin dicapai dengan menggunakan pendekatan *market-adjusted return* yaitu untuk melakukan pengujian terhadap *abnormal return* (pengembalian tak normal) yang akan diperoleh pemegang saham perusahaan atas aktivitas merger dan akuisisi dalam jangka pendek.

Pilihan model *return* yang disesuaikan pasar dengan return harian atau bulanan sesuai karena metodologinya ditemukan sama kuatnya dengan model

yang disesuaikan dengan risiko pasar (Brown dan Warner, 1985; Dyckman et al, 1984; Chandra et al, 1990; Kiesal *et al*, 2017; dan Zakaria dan Kamaludin, 2018). Sebab *abnormal return* harian dari setiap saham (i) merupakan perbedaan antara return harian aktual dan return harian yang sesuai pada indeks pasar selama periode (t). Kelebihan dari pendekatan *market-adjusted model* yaitu tidak memerlukan periode estimasi untuk menghitung *abnormal return* dalam metode studi peristiwa (Tandelilin, 2010).

2.1.8.2. Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)

Pendekatan ini disebut sebagai pendekatan beli dan tahan (*buy and hold*) untuk memperoleh pengembalian dalam jangka waktu yang panjang. Artinya dalam aktivitas merger dan akuisisi, dimana investor membeli saham dan kemudian ditahan dalam jangka waktu tertentu untuk kemudian dijual dengan harapan memperoleh pengembalian yang diharapkan. Pendekatan BHAR memungkinkan penilaian pengembalian abnormal atas periode waktu yang lebih lama sehingga mengatasi keterbatasan yang dihasilkan dari penggunaan jendela waktu pendek di sekitar tanggal pengumuman yang hanya mengukur arus kas yang diharapkan (Kiesel et al, 2017).

Dalam studi acara modern, metodologi yang paling komprehensif diterima adalah pendekatan BHAR. Metode ini untuk mengevaluasi kinerja pengembalian saham perusahaan pengakuisisi dalam jangka panjang (Zakaria dan Kamaludin, 2018). Untuk mengukur pengaruh merger dan akuisisi dalam jangka panjang, dapat menggunakan periode waktu paling sedikit tiga tahun agar memiliki cukup waktu untuk memungkinkan hasil merger diketahui (Rosen, 2006).

Fama (1998) dalam Zakaria dan Kamaludin (2018) menyatakan bahwa penggabungan pengembalian jangka pendek untuk mendapatkan BHAR jangka

panjang memberikan informasi lebih baik kepada investor jangka panjang. Dimana, pengembalian abnormal rata-rata dengan menggunakan pendekatan *cumulative abnormal return* (CAR), tidak mampu memberikan informasi pengembalian yang tepat kepada investor selama periode jangka panjang. Selain itu, sudah banyak penelitian sebelumnya yang menganjurkan penggunaan BHAR untuk memperkirakan kinerja jangka panjang antara lain (Rau dan Vermaelen, 1998; Lyon *et al*, 1999; Loughran dan Ritter 2000; Coakley dan Thomas, 2004; Rosen, 2006; Giannopoulos *et al*, 2017; Kiesal *et al*, 2017; Zakaria dan Kamaludin, 2018).

2.1.9. Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan menggambarkan pencapaian kinerja keuangan perusahaan untuk periode tertentu yang meliputi pengumpulan dan alokasi keuangan yang diukur dengan kecukupan modal, likuiditas, solvabilitas, efisiensi, leverage dan profitabilitas. Kinerja keuangan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumber dayanya sendiri (Didin Fatihudin *et al*, 2018). Selain itu kinerja keuangan dapat diukur melalui empat laporan keuangan yang pada umumnya dibuat yaitu; neraca, laporan laba-rugi, laporan perubahan modal, dan laporan arus kas.

Kinerja keuangan dapat dijadikan salah satu tolak ukur apakah merger dan akuisisi memberi dampak positif ataupun negatif bagi perusahaan (Esterlina dan Firdausi, 2017). Dimana, analisis fundamental perusahaan dengan menggunakan analisis rasio dapat berguna untuk mengidentifikasi potensi sinergi perusahaan merger dan akuisisi (Kumar dan Bansal, 2008; Dani, 2018).

2.1.8.1. Tobins,Q Ratio

Rasio Tobins'Q pertama kali diperkenalkan oleh James Tobin pada tahun 1981, sebagai Peraih Nobel bidang ekonomi, yang mana James Tobin merupakan ekonom moneter terkemuka dari Amerika. Teori Q Tobin mengemukakan bahwa investasi tergantung pada Q rasio nilai pasar ekuitas dengan biaya penggantian modal (rasio yang terkait dengan Q dalam *Keynes's Treatise on Money*), yang menyediakan metode untuk spekulasi, harapan, dan kebijakan moneter untuk memengaruhi investasi melalui harga aset.

Dari definisi Q Tobin yaitu rasio antara nilai pasar aset perusahaan dan nilai penggantian asetnya. Dimana, nilai pasar perusahaan dihitung sebagai penjumlahan aljabar dari nilai pasar saham (*Market Value of the Shares/MVS*) ditambah nilai pasar hutang (*Market Value of the Debts/MVD*), yaitu modal yang dimiliki oleh perusahaan ditambah modal pihak ketiga. Nilai penggantian aset (*The Replacement Value of the Assets/RVA*) yang diberikan oleh pencairan moneter yang diperlukan untuk membeli kapasitas produksi perusahaan dengan teknologi paling modern yang tersedia dengan biaya minimal (Antonio dan Francisco, 2002).

Dalam Joseph dan Antonio (2003) menjelaskan bahwa, Tobin q biasanya digunakan khususnya oleh perusahaan pabrikan untuk menjelaskan sejumlah fenomena perusahaan yang beragam, rasio ini digunakan untuk menjelaskan fenomena seperti (Chung dan Pruitt, 1994):

- a) Perbedaan lintas bagian dalam keputusan investasi dan diversifikasi,
- b) Hubungan antara kepemilikan ekuitas manajerial dan nilai perusahaan,
- c) Hubungan antara kinerja manajerial dan keuntungan penawaran tender, peluang investasi dan respons penawaran tender, dan
- d) Kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi.

Dengan kata lain, rasio ini adalah statistik yang dapat berfungsi sebagai proksi untuk nilai perusahaan dari perspektif investor.

Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan menggunakan rasio Tobin's Q sebagai proksi untuk menilai kinerja perusahaan dalam hal ini manajer dalam mengelola aset terhadap keputusan aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan. Apakah keputusan diversifikasi ini mampu menciptakan nilai pasar yang baik dan memperoleh penilaian yang baik dari sudut pandang para investor sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan dan tentunya akan berdampak pula pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat digambarkan melalui ukuran parameter Tobin's q bahwa, perusahaan dengan kinerja yang lebih baik akan memiliki nilai Tobin's q yang tinggi (>1), sebaliknya jika nilai Tobin's q rendah (< 1) maka perusahaan tersebut tidak maksimal dalam mengelola asetnya sehingga kinerjanya dianggap buruk. Akan tetapi dalam praktiknya, rasio Q sulit untuk dihitung dengan akurat karena memperkirakan biaya pengganti atas aset sebuah perusahaan, namun berdasarkan konsepnya bahwa rasio Q lebih baik dari pada rasio nilai pasar terhadap buku karena rasio Q lebih berfokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini (Ross *et al.*, 2009).

2.1.8.2. Return On Asset (ROA)

Setelah melakukan pengukuran menggunakan rasio Q atas seberapa baik manajemen dalam mengelola asetnya untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka ROA dianggap sebagai salah satu indikator yang baik dalam melihat seberapa besar profitabilitas terhadap asetnya, atau seberapa besar laba bersih yang dapat dihasilkan oleh aset perusahaan.

ROA atau imbal hasil atas aset adalah ukuran laba per rupiah aset, rasio ini menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset-aset yang dimiliki perusahaan (Tandelilin, 2010). ROA yang lebih tinggi berarti aset perusahaan dapat menghasilkan laba lebih efisien (Dupatti, 2015), begitu pun sebaliknya.

2.1.8.3. Return On Equity (ROE)

Rasio ini digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. ROE adalah indikator profitabilitas perusahaan dengan mengukur sejauh mana laba dihasilkan oleh perusahaan dengan uang yang diinvestasikan oleh pemilik saham biasa (Azhagaiah dan Sathishkumar, 2014). Dapat disimpulkan bahwa tujuan dari pengukuran dengan menggunakan ROE adalah untuk melihat seberapa besar presentase pengembalian atas modal yang di keluarkan oleh pemegang saham dalam membiayai investasi sebuah perusahaan dalam aktivitas merger dan akuisisi

Semakin tinggi rasio ini, semakin baik efisiensi manajemen dalam memanfaatkan basis ekuitasnya dan pada gilirannya, pengembalian yang lebih baik adalah kepada investor (Azhagaiah dan Sathishkumar, 2014).

2.1.8.4. Earning Per Share (EPS)

Earning per share (EPS) atau yang disebut juga laba per lembar saham adalah rasio yang mengukur seberapa banyak laba bersih didistribusikan kepada masing-masing pemegang saham. Informasi yang dapat disajikan melalui pengukuran EPS pada suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih

yang diperoleh perusahaan dan siap dibagikan kepada semua pemegang sahamnya (Tandelilin, 2010).

Selain itu menurut Tandelilin (2010), bahwa memprediksi ROE masa depan berdasarkan ROE masa lalu dapat membantu investor, tetapi disamping itu, informasi tentang ekspektasi investor atas *earning* dan dividen perusahaan juga penting untuk menentukan nilai intrinsik saham perusahaan, sehingga investor dapat membuat keputusan investasi yang tepat. Apabila, hasil pengukuran EPS memperoleh nilai yang tinggi tentunya lebih disukai, karena nilai ini menunjukkan bahwa lebih banyak laba yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham.

2.2. Kajian Empiris

Telah banyak penelitian terdahulu yang dilakukan terkait pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan. Namun hasil dari penelitian-penelitian ini menyatakan hasil yang berbeda satu sama lainnya. Adapun penelitian terdahulu yang digunakan sebagai kajian empiris dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Penelitian yang dilakukan oleh Duppati dan Locke (2015), dimana tujuan penelitian ini menguji pengembalian pemegang saham di pasar saham terhadap keputusan strategis yang dibuat oleh perusahaan India yang melakukan merger lintas batas dan akuisisi global. Dimana metode yang digunakan dengan pendekatan studi peristiwa untuk menganalisis kinerja harga saham jangka pendek dan jangka panjang dari perusahaan-perusahaan yang mengakuisisi India. Hasil menunjukkan adanya efek pengembalian yang positif dan signifikan pada level 5% dan 1%, hal ini menunjukkan bahwa pasar saham bereaksi positif terhadap berita pengumuman merger dan akuisisi oleh korporasi India. Hasil ini

juga menunjukkan bahwa investor memiliki kepercayaan terhadap korporasi India ini. Dimana, kinerja dalam jangka pendek menunjukkan keyakinan, dan harapan yang diberikan oleh pemegang saham dalam kinerja jangka panjang perusahaan India yang terlibat dalam merger dan akuisisi lintas batas.

Penelitian yang dilakukan oleh Reddy dan Natekar (2015), yang bertujuan untuk memahami dampak dari akuisisi perusahaan farmasi yang dipilih dengan memeriksa kinerja keuangan dan kinerja pasar dengan membandingkan kinerja sebelum dan sesudah akuisisi. Hasil juga mengungkapkan bahwa sebagian besar perusahaan tidak menunjukkan peningkatan pada kinerja keuangan selama periode sesudah akuisisi dibandingkan dengan periode sebelum akuisisi serta sebagian besar perusahaan dalam sampel tidak dapat menghasilkan nilai bagi pemegang saham. Hal ini ditunjukkan oleh rasio kinerja beberapa perusahaan yang menunjukkan peningkatan pengembalian dalam periode sesudah akuisisi, dan yang lainnya menunjukkan tren penurunan. Mungkin membutuhkan waktu yang lebih lama (lebih dari 3 tahun), untuk realisasi manfaat aktual akuisisi. Penurunan tersebut bisa saja diakibatkan oleh perbedaan manajemen dan faktor-faktor lain yang memengaruhi kinerja perusahaan secara efektif.

Penelitian yang dilakukan oleh Bati dan Ade Ariyani (2019), untuk menguji dampak merger terhadap kinerja keuangan, dimana hasil yang diperoleh hampir seluruh variabel rasio keuangan menunjukkan adanya pengaruh merger terhadap kinerja keuangan 2 tahun sesudah merger dan akuisisi. Hanya rasio solvabilitas yang tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Maka, dapat diketahui bahwa merger dan akuisisi mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Luthfie Fadlitama Dan Wardatul Adawiyah (2017), ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat perbedaan signifikan dari abnormal return karena terjadinya aktivitas merger dan akuisisi yang mempengaruhi nilai kekayaan pemegang saham dan untuk menentukan pengembalian pemegang saham setelah merger dan proporsi akuisisi diumumkan. Metodologi studi peristiwa digunakan untuk menentukan *abnormal return* menggunakan *market model* dan *market-adjusted model* selama periode 10 hari sebelum dan 10 hari setelah penyempurnaan merger dan akuisisi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengembalian abnormal yang signifikan sebelum dan sesudah merger dan aktivitas akuisisi tidak ada. Lebih lanjut, ketika proporsi (merger dan akuisisi lebih dari 50% dan kurang dari 50% kepentingan target) digunakan untuk menganalisis pengembalian bagi pemegang saham, hasilnya menunjukkan bahwa merger dan akuisisi lebih dari 50% kepentingan target menghasilkan pengembalian positif bagi pemegang saham pengakuisisi dan perusahaan target.

Penelitian juga dilakukan oleh Mamahit Bonaventura *et al* (2019) dengan tujuan mengamati kinerja keuangan untuk menganalisis dampaknya terhadap perusahaan yang melakukan aktivitas M&A. Untuk mengamati perubahan dalam nilai kinerja keuangan digunakan Regresi Data Panel sebelum dan sesudah aktivitas M&A dan juga menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata rasio profitabilitas terhadap kinerja perusahaan sebelum M&A lebih besar daripada periode setelah M&A. Berdasarkan uji peringkat bertanda Wilcoxon, hanya GPM dan CR yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap sebelum dan sesudah perusahaan melakukan M&A.

Penelitian yang dilakukan oleh Aggarwal dan Garg (2019), dengan tujuan untuk menguji pertumbuhan transaksi M&A di India dalam dua dekade terakhir dan dampak merger terhadap kinerja berbasis akuntansi dari perusahaan yang mengakuisisi. Kinerja berbasis akuntansi diukur pada tujuh variabel dibagi menjadi tiga kategori - profitabilitas, likuiditas dan solvabilitas. Kinerja sebelum merger lima tahun dibandingkan dengan lima tahun paska merger. Juga perbandingan dilakukan pada periode 3 tahun sebelum dan sesudah merger. Rata-rata dari semua variabel parameter sebelum dan sesudah merger dibandingkan secara hitung dan kemudian menggunakan *paired sample t-test*. Hasil menunjukkan bahwa merger telah secara signifikan memengaruhi profitabilitas dan likuiditas perusahaan pengakuisisi secara positif dalam lima tahun tetapi tidak memiliki dampak signifikan pada posisi solvabilitas perusahaan. Selain itu perusahaan sektor jasa telah mengungguli perusahaan manufaktur dan mulai menunjukkan peningkatan signifikan dalam variabel akuntansi dalam jangka menengah. alasannya bisa jadi fakta bahwa integrasi yang diperlukan dalam perusahaan manufaktur cenderung lebih rumit dan dengan demikian memakan waktu. Hal ini menyebabkan keterlambatan dalam mewujudkan sinergi yang timbul dari merger.

Penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Kamaludin (2019) untuk menguji kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang dari perusahaan pengakuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Arab Saudi (Tadawul) pada periode tahun 2000 hingga kuartal ke tiga tahun 2017. Dengan menggunakan pendekatan market-adjusted model dan BHAR. Hasil penelitian ini menunjukkan bukti bahwa pasar mengantisipasi peningkatan nilai bagi perusahaan pengakuisisi, mungkin tidak menunjukkan reaksi dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang (selama 36 bulan), saham perusahaan pengakuisisi terus

mengungguli benchmark pasar. Kinerja jangka pendek dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa ada penciptaan nilai bagi perusahaan pengakuisisi, namun hal ini disebabkan adanya kebocoran informasi pengumuman merger dan akuisisi. Jadi penelitian ini memberikan gambaran bahwa ada peluang pengembalian abnormal yang dapat dieksploitasi oleh investor dalam periode holding 3 tahun setelah peristiwa M&A.

Penelitian oleh Neha Dugal (2015), dimana penelitian ini bertujuan untuk mempelajari dampak merger terhadap kinerja operasi dan kinerja keuangan perusahaan farmasi India dengan menggunakan berbagai rasio keuangan dari sampel perusahaan pada periode tahun 2000 hingga 2006. Data dianalisis menggunakan *paired sample t-test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada dampak positif (+1 tahun) merger terhadap profitabilitas perusahaan yang mengakuisisi tetapi dampak ini tidak bertahan dalam periode (+3 dan +5 tahun) paska merger dalam hal variabel profitabilitas yang dipilih. Hasil yang dilaporkan dalam studi ini menunjukkan dampak positif dari pengumuman merger pada operasi dan kinerja keuangan dalam jangka pendek (+1 tahun).

Penelitian lain yang dilakukan oleh Lin Zhu dan Moeller (2016), yang bertujuan untuk menyelidiki kinerja jangka pendek merger dan akuisisi lintas batas Inggris yang diakuisisi oleh perusahaan publik Tiongkok tahun 2012 hingga 2016. Data dianalisis menggunakan analisis univariat dan analisis regresi. Dengan menggunakan metode studi peristiwa, dimana hasil menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi Cina telah memperoleh pengembalian abnormal positif yang signifikan pada hari pertama setelah tanggal pengumuman penawaran M&A, namun pengembalian positif ini menurun seiring berjalannya waktu.

Penelitian oleh Gunawan dan Sukartha (2013), yang mana penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peningkatan kinerja pasar dan kinerja keuangan

sesudah merger dan akuisisi baik dengan metode pembayaran dan perusahaan target yang berbeda. Teknik analisis yang digunakan adalah *paired sample t test* dan *wilcoxon signed rank test*. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa kinerja pasar perusahaan pengakuisisi mengalami peningkatan yang signifikan sesudah merger dan akuisisi, sedangkan untuk kinerja keuangan, perusahaan tidak mengalami peningkatan yang signifikan sesudah merger dan akuisisi. Berdasarkan metode pembayaran, kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan (kecuali rasio profitabilitas) sesudah merger dan akuisisi dengan metode pembayaran menggunakan saham lebih baik daripada kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan dengan metode pembayaran tunai.

Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Bansal (2008), dimana tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah klaim yang dibuat oleh sektor korporat ketika melakukan aktivitas M&A untuk menghasilkan sinergi. Studi empiris ini didasarkan pada laporan keuangan berupa data sekunder dan tabulasi, dimana data dianalisis menggunakan analisis rasio kemudian untuk melihat signifikan secara statistik menggunakan uji korelasi dan uji *Chi-square*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa dalam banyak kasus M&A, perusahaan yang mengakuisisi mampu menghasilkan sinergi dalam jangka panjang, yang mungkin dalam bentuk arus kas yang lebih tinggi, lebih banyak bisnis, diversifikasi, pemotongan biaya. Ini menunjukkan beban keuangan kotor pada perusahaan karena aset lancar dianggap sebagai aset tidak produktif dan pada saat yang sama dana jangka panjang dianggap memiliki biaya eksplisit tetap yang membiayai aset lancar melebihi dan di atas kewajiban lancar.

Penelitian juga dilakukan oleh Mahesh dan Prasad (2012), dimana tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis apakah perusahaan penerbangan di India telah mencapai efisiensi kinerja keuangan selama periode pasca M&A

khususnya pada rasio profitabilitas, leverage, likuiditas, dan standar pasar modal. Data dianalisis menggunakan Uji-t berpasangan untuk menentukan perbedaan signifikan dalam standar kinerja keuangan 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah aktivitas merger. Hasil menunjukkan bahwa secara umum, merger perusahaan penerbangan di India tidak membawa dampak perbedaan signifikan pada kinerja keuangan sesudah M&A. Hasil menunjukkan bahwa tidak ada peningkatan dalam mempertahankan laba atas ekuitas, margin laba bersih, cakupan bunga, pendapatan per saham dan dividen per saham sesudah M&A.

Penelitian yang dilakukan oleh Shahar *et al* (2016), yang bertujuan untuk meneliti kinerja saham jangka panjang perusahaan pengakuisisi. Dengan menggunakan sampel 208 akuisisi Malaysia selama tahun 2000 hingga 2013, dimana hasil menunjukkan bahwa pasar Malaysia efisien karena ekspektasi investor untuk kinerja masa depan sama dengan kinerja masa depan. Dimana, penelitian ini menemukan bahwa rata-rata perusahaan yang mengakuisisi tidak menciptakan atau menghancurkan nilai dalam jangka panjang setelah mengendalikan kinerja secara gabungan. Hasil ini menunjukkan bahwa investor bereaksi secara rasional dalam menilai perusahaan-perusahaan penawaran setelah pengumuman penyelesaian akuisisi. Dengan demikian, setidaknya dalam kinerja akuisisi jangka panjang, pasar modal di Malaysia efisien secara informasi.

Penelitian juga dilakukan oleh Stanley Septian dan Christiana Fara Dharmastuti (2019), dimana penelitian ini bertujuan menganalisis hubungan antara sinergi dan kinerja perusahaan dengan menggunakan ROE dan Tobin's Q sebagai variabel dependen yang dimoderisasi oleh diversifikasi dan juga terdapat variabel beberapa kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sinergi memiliki efek positif pada ROA dan Tobin's Q. Sedangkan variabel diversifikasi

dalam memoderasi dampak dari sinergi terhadap ROA dan Tobin,s Q menunjukkan penurunan dalam kinerja perusahaan.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Geeta Duppati, *et al* (2015), yang bertujuan meneliti reaksi pasar saham jangka pendek dan jangka panjang terhadap pengumuman Merger dan Akuisisi dalam negeri maupun lintas-batas oleh perusahaan-perusahaan pengakuisisi. Selain itu untuk kinerja operasional, penelitian ini mengukur perbedaan arus kas dari operasi, Tobin,s Q, dan margin laba sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hasil penelitian menunjukkan adanya dampak positif pada *abnormal return* dalam jangka pendek, namun untuk jangka panjang abnormal return yang positif dan signifikan hanya terjadi pada aktivitas merger dan akuisisi domestik atau dalam negeri saja. Selain adanya perbedaan terhadap kinerja operasi perusahaan akibat merger dan akuisisi.

Tabel 2. 1. Penelitian Terdahulu

| No | Penulis / Judul / Tahun | Variabel (Periode Waktu) | Metode | Hasil | Sumber Jurnal |
|----|---|--|---|---|--|
| 1 | Geeta Rani Duppati dan Stuart Locke / <i>Cross border mergers and acquisitions: post acquisition performance of Indian corporate</i> / 2015 | <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja keuangan menggunakan Tobins'Q, ROA, ROE, ROS, EPS, Leverage (D/TA), <i>Sales/TA</i> (5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah M&A). • Kinerja pasar jangka pendek menggunakan AR, CAR (31 hari, 5 hari, serta 3 hari sebelum dan sesudah M&A). • Kinerja pasar Jangka panjang menggunakan CAR dan BHAR (36 bulan) | <i>Event Studi (paired sample t-test</i> , dan OLS Regresi) | <ul style="list-style-type: none"> • Pengembalian abnormal positif pada jendela peristiwa (-1, 0, +1). AAR secara statistik signifikan pada level 1%, 5%, dan 10% untuk masing-masing jendela peristiwa. • CAR pada jendela peristiwa (-1, 0, -1) secara statistik signifikan pada level 1%. • Kinerja pasar jangka panjang, dimana nilai-t untuk BHAR signifikan pada level 1%. Juga nilai t CAR yang diamati signifikan 5%. Demikian juga, hasil CAR F-nilai signifikan pada tingkat 5%. • Untuk kinerja keuangan, dimana nilai-t yang signifikan menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan operasi pasca-akuisisi secara statistik berbeda dari kinerja periode sebelum akuisisi. | <i>Int. J. Business Competition and Growth</i> |

| | | | | | |
|---|---|---|--|--|--|
| 2 | Reddy Y. V dan Mayuresh Natekar / <i>Pre and Post Acquisition Performance of Select Indian Pharmaceutical Companies</i> / 2015 | <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja pasar Jangka pendek menggunakan CAAR (61 hari, 31 hari dan 11 hari) dan • Kinerja pasar jangka panjang dengan BHAR (1,2, dan 3 tahun sesudah M&A) • Kinerja keuangan (OPM, NPM, RONW, ROCE, CR, QR, DER, ATR, dan ROTA) | <i>Event study (Paired Sample t-test)</i> | <ul style="list-style-type: none"> • CAAR dan BHAR menunjukkan hasil yang signifikan untuk beberapa perusahaan, sedangkan perusahaan lain tidak signifikan secara statistik • Kinerja keuangan juga menunjukkan hal yang serupa dengan kinerja pasar, dimana beberapa perusahaan memperoleh nilai yang signifikan sedangkan yang lainnya tidak menunjukkan nilai yang signifikan | <i>Journal of Management</i> |
| 3 | Bati dan Ade Ariyani / <i>The Effect Of Mergers And Acquisitions On Financial Performance Of Go Public Manufacturing Companies in Indonesia Which Registered In Indonesia Stock Exchange</i> / 2019 | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger dan akuisisi • Variabel Dependen: Rasio Keuangan CR, DR, NPM, ROA, dan ROE (2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A) | Statistik Deskriptif (<i>Paired sample t-test</i>) | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel ROA, ROE, CR, DR, dan NPM dalam periode 2 tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi menunjukkan nilai t-test lebih kecil dari nilai probabilitas dan signifikan pada level 5% • Variabel DER memiliki nilai t-test yang lebih tinggi dari nilai probabilitas, sehingga tidak menunjukkan signifikan pada level 5%. | <i>The 1st Multi-Disciplinary International Conference</i> University Of Asahan 2019 |

| | | | | | |
|---|---|--|--|---|--|
| 4 | Luthfie Fadlitama dan Wardatul Adawiyah / <i>The Effect Of Mergers And Acquisitions On Abnormal Return: Case Study Of 46 Listed Companies In Indonesia Stock Exchange (Idx) From 2010-2016 / 2017</i> | Kinerja Pasar Jangka Pendek menggunakan AR dan CAR (11 hari dan 3 hari sebelum dan sesudah M&A) | <i>Event Studi:</i> pendekatan <i>Market Model</i> dan <i>Market-Adjusted Model</i> (<i>paired sample t-test</i>) | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa M&A lebih dari 50% menghasilkan pengembalian positif bagi pemegang saham pengakuisisi dan perusahaan target. • Dalam M&A kurang dari 50% menghasilkan <i>return</i> positif bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi, pemegang saham perusahaan target memperoleh pengembalian yang negatif. | <i>Business And Management Studies Journal</i> |
| 5 | Bonaventura L. A. Mamahit, Sifrid S. Pangemanan, Dan Joy E. Tulung / <i>The Effect Of Mergers And Acquisitions On Financial Performance Of Companies Listed In Indonesia Stock Exchange / 2019</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Rasio Profitabilitas (ROE, ROA, OPM, GPM, dan NPM) • Variabel Dependen: Rasio Likuiditas (CR) • Periode yang digunakan 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A. | Statistik deskriptif: (Regresi Data Panel untuk analisa sebelum dan sesudah M&A serta uji <i>Wilcoxon</i>). | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa nilai rata-rata rasio profitabilitas terhadap kinerja perusahaan sebelum M&A lebih besar dari pada periode sesudah M&A. • Berdasarkan uji <i>Wilcoxon</i>, hanya GPM dan CR yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap performa keuangan sebelum dan sesudah peristiwa | <i>Jurnal EMBA</i> |

| | | | | | |
|---|---|--|--|---|--|
| 6 | Puja Aggarwal dan Sonia Garg / <i>Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India</i> / 2019 | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger • Variabel Dependen: Rasio Keuangan (ROA, ROE, ROCE, DER, ICR, CR, dan LR) • Periode waktu 5 tahun dan 3 tahun sebelum dan sesudah M&A | Statistik Deskriptif: <i>Paired sample t-test</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil menunjukkan bahwa merger secara signifikan memengaruhi profitabilitas dan likuiditas perusahaan pengakuisisi secara positif dalam lima tahun • Rasio solvabilitas perusahaan tidak memiliki dampak signifikan. • Maka, dapat dikatakan bahwa M&A adalah investasi jangka panjang yang memberikan hasil positif dan meningkatkan posisi akuntansi dan keuangan perusahaan. | <i>Global Business Review</i> |
| 7 | Nadisah Zakaria, Kamilah Kamaludin / <i>The Short-And Long Run Performance Of Mergers And Acquisitions: Evidence From Tadawul</i> / 2019 | <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja pasar jangka pendek menggunakan CAAR (3 hari, 4 hari, dan 21 hari) • Kinerja pasar jangka panjang dengan pendekatan BHAR (36 bulan sesudah M&A) | <i>Event Studi :</i> <i>Pendekatan Market-adjusted Model (paired sample t-test)</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Investor memperoleh hasil abnormal yang disesuaikan pasar positif selama beberapa hari di sekitar tanggal pengumuman; • Investor memperoleh BHAR yang disesuaikan pasar positif bagi pasar untuk saham yang ditahan hingga 36 bulan setelah bulan-bulan selesainya acara M&A. | <i>Academy of Accounting and Financial Studies Journal</i> |

| | | | | | |
|---|--|--|--|---|--|
| 8 | Neha Duggal / <i>Post Merger Performance Of Acquiring Firms: A Case Study On Indian Pharmaceutical Industry / 2015</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger dan Akuisisi • Variabel Dependen: Kinerja keuangan (<i>Operating Profit margin</i>, PBIT margin, <i>cash profit margin</i>, NPM, ROCE, RONW, ROA, CR, QR, <i>long term debt ratio</i>, dan <i>interst cover ratio</i>). Kinerja operasi (<i>inventory turnover ratio</i> dan <i>debtor turnover ratio</i>). Periode 1 tahun sebelum M&A serta 1 tahun, 3 tahun, dan 5 tahun sesudah M&A | Statistik deskriptif (<i>paired sample t-test</i>) | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil penelitian menunjukkan bahwa dampak positif terjadi hanya dalam jangka pendek (+ 1 tahun) merger terhadap profitabilitas dan kinerja operasi perusahaan pengakuisisi. • Untuk jangka panjang (+3 dan +5 tahun) paska merger dalam hal variabel profitabilitas yang dipilih tidak menunjukkan perbedaan yang positif. | <i>International Journal of Research in Management & Business Studies (IJRMBS)</i> |
| 9 | Lin Zhu dan Scott Moeller / <i>An Analysis of Short-term Performance of UK Crossborder Mergers and Acquisitions by Chinese</i> | Kinerja pasar jangka pendek menggunakan pendekatan CAR dan ACAR (21 hari, 7 hari, 3 hari sebelum dan sesudah M&A) | <i>Event Studi</i> dengan pendekatan <i>Market Model</i> (OLS regresi) | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi Cina memperoleh pengembalian abnormal positif yang signifikan pada hari pertama setelah tanggal pengumuman penawaran | City Research Online, University of London |

| | | | | | |
|----|---|--|--|---|---|
| | <i>Listed Companies / 2016</i> | | | M&A | Institutional Repository |
| 10 | Kadek Hendra Gunawan Dan I Made Sukartha / <i>Kinerja Pasar Dan Kinerja Keuangan Sesudah Merger Dan Akuisisi Di Bursa Efek Indonesia / 2013</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger dan akuisisi • Variabel Dependen: Kinerja Pasar menggunakan Rata-rata harga saham dan Kinerja keuangan menggunakan (CR, ROE, dan <i>Total assets to total debt ratio</i>) dengan periode waktu 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A. | Statistik Deskriptif (<i>Paired sample t-test</i> dan <i>Wilcoxon signed rank test</i>). | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil menunjukkan kinerja pasar berdasarkan harga saham meningkat signifikan setelah M&A, • kinerja keuangan semua rasio menunjukkan tren penurunan dalam 2 tahun setelah M&A. | <i>E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana</i> |
| 11 | Satish Kumar dan Lalit K. Bansal / <i>The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India / 2008</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger dan akuisisi • Variabel Dependen: Kinerja keuangan menggunakan analisis rasio antara lain WC, OP, PBT, | Analisis komparatif (uji korelasi <i>Spearman</i> dan uji <i>Chi-square</i>) | <ul style="list-style-type: none"> • Dari total kasus merger, dimana lebih dari setengah kasus kinerja keuangan telah membaik pada periode waktu sesudah merger dan akuisisi. • Dalam kasus 52 transaksi akuisisi, lebih dari 60% kasus menunjukkan peningkatan | <i>Management Decision</i> |

| | | | | | |
|----|--|--|--|---|--|
| | | RONW, EPS, dan D/E (3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A) | | <p>kinerja keuangan dalam periode waktu sesudah akuisisi.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Untuk sekitar 15% kasus merger dan akuisisi, kinerja keuangan telah membaik tetapi pada saat yang sama rasio modal kerja dan D/E juga meningkat | |
| 12 | <p>Mahesh R dan Daddikar Prasad / <i>Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis : A Case Study Of Select Indian Airline Companies / 2012</i></p> | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: Merger dan akuisisi • Variabel Dependen: Kinerja Perusahaan menggunakan analisis rasio antara lain; GPM, NPM, ROA, ROE, ROCE, D/E ratio, CR, <i>Acid-test ratio</i>, EPS, PER, dan P/B ratio (2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A) | <p>Statistik deskriptif : (<i>Pearson Correlation dan Paired Sample t-test</i>, dan regresi)</p> | <p>Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada perbaikan dalam mempertahankan laba atas ekuitas, margin laba bersih, cakupan bunga, laba per saham dan dividen per saham sesudah merger & akuisisi.</p> | <p><i>International Journal of Engineering and Management Sciences</i></p> |

| | | | | | |
|----|---|--|---|--|--|
| 13 | Hanita Kadir Shahar, Kamarun Nisham Taufil Mohd, Dan Nor Hamiza Ishak / <i>Long Run Stock Performance Of Malaysian Acquirers</i> / 2016 | Kinerja pasar menggunakan CAAR dan BHAR (1 bulan sebelum M&A dibandingkan dengan 12 bulan, 18 bulan, 24 bulan, 30 bulan, dan 36 bulan sesudah M&A) | <i>Event study</i> [analisis Equal-Weighted (EW) dan Value-Weighted (VW)] | Hal ini menunjukkan bahwa pasar efisien karena ekspektasi investor untuk kinerja masa depan sama dengan kinerja masa depan. | <i>International Journal of Accounting, Finance and Business</i> |
| 14 | Stanley Septian end Christiana Fara Dharmastuti / <i>Synergy, Diversification And Firm Performance In Mergers And Acquisitions</i> / 2019 | <ul style="list-style-type: none"> • Variabel Dependen: ROA Tobin's Q • Variabel Independen: Sinergi, Diversifikasi, • Variabel kontrol: Ukuran Perusahaan, Usia Perusahaan, dan Tata Kelola Perusahaan | Statistik Deskriptif: Regresi linear berganda | <ul style="list-style-type: none"> • Sinergi dari M&A memiliki dampak positif dan signifikan terhadap kinerja internal perusahaan, diukur dengan ROA. • Synergy juga ditemukan memiliki dampak positif dan signifikan terhadap kinerja eksternal perusahaan. Tobin's Q menunjukkan nilai perusahaan sehubungan dengan total asetnya dari perspektif investor, karenanya mencerminkan kinerja eksternal perusahaan. • Variabel moderasi MOD memiliki dampak negatif dan signifikan pada ROA dan Q Tobin • Variabel kontrol menunjukkan bahwa likuiditas dan usia berdampak positif terhadap ROA, sedangkan ukuran, leverage, dan tata kelola perusahaan tidak | <i>Advances in Economics, Business and Management Research</i> |

| | | | | | |
|----|--|---|--|--|--|
| | | | | signifikan terhadap ROA. Sedangkan untuk Tobin's Q, hanya ukuran yang memiliki dampak negatif. | |
| 15 | Geeta Duppati, Sazali Abidin, End Jiani Hu / <i>Do Mergers And Acquisitions In China Create Value To Acquiring Firms?</i> / 2015 | <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja Pasar Jangka Pendek: AR (3 hari, 7 hari, dan 31 hari) • Kinerja Pasar jangka panjang: AR dengan metode CAPM dan CAR (36 bulan sesudah M&A) • Kinerja Operasi: ROA, ROE, Profit Margin, ROS, Leverage, Tobin's Q, dan Pertumbuhan total aset (3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A) | <i>Event study</i> dengan pendekatan <i>Market Model</i> , CAPM, dan <i>Fama and French 3 Faktor Model</i> (Cross-sectional regression analysis) | <ul style="list-style-type: none"> • Hasil menunjukkan bahwa pengumuman penawaran M&A dapat berdampak positif dan signifikan pada harga saham. Hal ini disebabkan karena masalah kebocoran serius di pasar saham Cina mengarah pada hasil ini. • Hasil juga mendukung bahwa transaksi M&A dalam negeri dapat menciptakan nilai bagi perusahaan yang pengakuisisi, tetapi transaksi lintas batas M&A memiliki dampak yang sedikit negatif pada pengembalian saham jangka panjang. • Selain itu, arus kas operasi, ROE, margin laba, Tobin Q dan ROS memiliki hubungan yang signifikan dengan transaksi M&A untuk semua portofolio, tetapi rasio lain tidak memiliki korelasi yang signifikan dengan kesepakatan M&A. | <i>Corporate Ownership & Control</i> |

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

Sesuai dengan perumusan masalah dan kajian teoritis serta kajian empiris diatas mengenai pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan industri manufaktur, maka selanjutnya dibangun sebuah kerangka konsep yang menunjukkan hubungan antara konsep dalam analisis jangka pendek dan jangka panjang pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan yang kemudian akan diturunkan menjadi dugaan sementara (hipotesis) dalam penelitian ini.

Pada bagian ini merupakan kerangka konsep yang logis untuk melihat secara keseluruhan kinerja perusahaan dalam aktivitas merger dan akuisisi, apakah merger dan akuisisi yang dilakukan mampu menunjukkan kinerja yang efisien dalam sinergi yang diharapkan sehingga mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham. Salah satu cara yang dapat digunakan yaitu dengan mengukur kinerja pasar dan kinerja keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam studi peristiwa jangka pendek ini akan diamati harga saham disekitar tanggal pengumuman untuk kinerja pasar. Karena harga saham biasanya mengalami perubahan disekitar hari pengumuman, maka periode waktu yang digunakan untuk kinerja pasar jangka pendek menggunakan jendela peristiwa 3 hari $(-1,+1)$, 7 hari $(-3,+3)$, 11 hari $(-5,+5)$, dan 21 hari $(-10,+10)$ disekitar hari pengumuman (0) dengan menggunakan model yang disesuaikan pasar (*market-adjusted model*). Untuk itu, dalam menganalisis dampak dari

peristiwa merger dan akuisisi dalam jangka pendek terhadap pengembalian tak normal (*abnormal Return*) pemegang saham digunakan pendekatan *cumulative abnormal return* (CAR). Studi peristiwa jangka pendek merupakan periode peristiwa yang sangat familiar dan banyak digunakan oleh para peneliti, dan hasil yang diperoleh menunjukkan adanya dampak ekonomis, namun hal ini belum tentu dapat sama dengan dampak kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Karena respon awal pada pasar ada kemungkinan bias atau tidak lengkap, sebab akuisisi merupakan peristiwa yang kompleks. Dimana, penelitian yang dilakukan oleh Oler *et al* (2008) menunjukkan bahwa respons pasar awal positif terhadap pengumuman akuisisi bertentangan dengan pengembalian negatif jangka panjang paska akuisisi, hal ini menyiratkan bahwa studi acara jangka pendek mungkin tidak secara akurat menangkap dampak ekonomi dari tindakan strategis yang kompleks untuk interpretasi dan penggunaan studi peristiwa.

Untuk studi peristiwa dalam jangka panjang dalam penelitian ini menggunakan periode waktu yang berbeda dengan jangka pendek, hal ini untuk memungkinkan mendapatkan gambaran yang lebih baik atas nilai yang diciptakan bagi pemegang saham melalui sinergi dalam aktivitas merger dan akuisisi perusahaan industri manufaktur di Indonesia. Telah banyak penelitian yang membahas tentang kinerja jangka panjang, namun memperoleh hasil temuan bervariasi pula. Tidak sedikit yang menunjukkan bahwa merger dan akuisisi dalam jangka panjang tidak berhasil ataupun gagal dan banyak pula penelitian yang menunjukkan keberhasilan merger dan akuisisi dalam jangka panjang. Maka, untuk mengukur kinerja pasar dalam jangka panjang menggunakan pendekatan *Buy-and-hold abnormal return* (BHAR). Dengan periode 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi. Periode 5 tahun dipilih agar memiliki cukup waktu dalam jangka panjang. Pendekatan

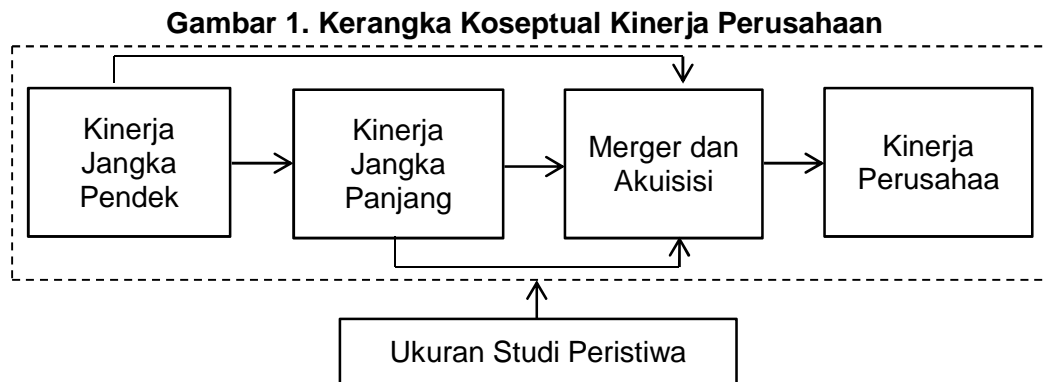
BHAR menggunakan periode peristiwa pola bulanan yakni (-36; +36) dan (-60; +60).

Kinerja pasar jangka pendek sesungguhnya menggambarkan ekspektasi *return* pasca peristiwa dari pasar keuangan. Artinya harga saham digunakan sebagai penilaian secara kolektif di sekitar hari pengumuman untuk mengungkapkan kemungkinan keberhasilan dari langkah integrasi yang dilakukan. Sedangkan kinerja jangka panjang memberikan gambaran apakah sinergi itu tercapai selama proses integrasi karena untuk mencapai sinergi dalam jangka pendek belum dapat terbentuk. Jika sinergi tercapai, maka seharusnya aktivitas merger dan akuisisi ini memberikan nilai bagi pemegang saham. Selain itu kinerja pasar digunakan dalam penelitian ini karena harga saham perusahaan merupakan indikator penting yang mampu memberikan hampir semua informasi,

Selain Kinerja pasar dalam penelitian ini juga memebandingkan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Kinerja keuangan digunakan sebagai perbandingan untuk menggambarkan keberhasilan perusahaan dalam menciptakan kekayaan pemegang saham atas peristiwa merger dan akuisisi. Rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan menggunakan pendekatan *Tobin's Q Ratio* yang disandingkan dengan *return on assets (ROA)*, *return on equity (ROE)*, dan *earning per share (EPS)*. Sehingga dapat memperoleh hasil yang lebih baik untuk menggambarkan kinerja profitabilitas pemegang saham. Pengukuran kinerja keuangan dilakukan dalam janka pendek maupun jangka panjang, dengan menggunakan periode 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi. Dimana, periode waktu yang digunakan yaitu (-1; +1), (-2; +2), (-3; +3), (-4; +4), dan (-5; +5). Periode waktu 1 tahun dan 2 tahun sebelum dan sesudah peristiwa merupakan pengukuran dalam jangka pendek, sedangkan

periode waktu 3 tahun, 4 tahun, dan 5 tahun sebelum dan sesudah peristiwa menggambarkan kinerja keuangan dalam jangka panjang.

Untuk itu dengan menggunakan metode studi peristiwa diharapkan mampu memberikan gambaran kinerja jangka pendek dan jangka panjang dampak peristiwa merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Maka, kerangka konsep secara keseluruhan dapat dilihat pada gambar berikut:



3.2. Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian yang telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data. Jadi hipotesis dapat dinyatakan sebagai jawaban teoritis terhadap rumusan masalah penelitian, belum jawaban yang empirik (Sugiyono, 2016)

3.2.1. Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Penelitian yang dilakukan oleh Duppati dan Locke (2015) dengan menggunakan AR dan CAR untuk kinerja pasar dan ROS, ROA, ROE, dan EPS untuk kinerja keuangan menunjukkan hasil bahwa ada perbedaan yang positif signifikan terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi. Penelitian sebelumnya juga dilakukan oleh Shah dan Arora (2014) dengan menggunakan model disesuaikan pasar, dimana periode jendela peristiwa adalah 5 hari, 11 hari, 15 hari, dan 21 hari memperoleh hasil yang menunjukkan bahwa CAAR perusahaan pengakuisisi di berbagai jendela peristiwa secara statistik tidak signifikan, hal ini menandakan bahwa mereka tidak menghasilkan *abnormal return* pasca pengumuman merger dan akuisisi, walaupun nilai CAAR menunjukkan pengembalian abnormal positif namun perbedaannya kecil. Selanjutnya penelitian mengenai kinerja pasar dalam jangka pendek yang dilakukan oleh Lin Zhu dan Scott Moeller (2016) dengan menggunakan CAR dan ACAR, dimana hasil menunjukkan perusahaan pengakuisisi Cina memperoleh pengembalian abnormal positif yang signifikan pada hari pertama setelah tanggal pengumuman penawaran M&A, namun pengembalian ini menurun seiring waktu.

Penelitian lain terhadap kinerja keuangan dalam jangka pendek di Indonesia yang dilakukan oleh Bati dan Adriyani (2019) dengan menggunakan rasio CR, DR, NPM, ROA, dan ROE menunjukkan perbedaan kinerja keuangan yang positif signifikan khususnya untuk ROA dan ROE, namun rasio lainnya tidak menunjukkan perbedaan yang positif signifikan. Selanjutnya penelitian oleh Dhanalakshmi dan Rajeswari (2015) dalam mempelajari dampak merger terhadap kinerja perusahaan jangka panjang dengan menggunakan *Inventory Turnover Ratio* dan *Debtors Turnover Ratio*, dimana hasil menunjukkan bahwa

merger memiliki dampak yang signifikan hanya 1 tahun sesudah merger. Namun pada periode 3 tahun dan 5 tahun peningkatan ini tidak berlanjut.

Untuk kinerja jangka panjang dalam penelitian ini mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Reddy dan Natekar (2015). Dengan menggunakan metode studi peristiwa, dimana variabel yang digunakan untuk mengukur kinerja pasar dalam jangka panjang yaitu pendekatan BHAR. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan tidak menunjukkan peningkatan kesehatan keuangan selama periode pasca akuisisi dibandingkan dengan periode pra akuisisi. Juga penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel tidak dapat menghasilkan nilai bagi pemegang saham baik jangka pendek maupun jangka panjang. Selain itu, penelitian sebelumnya oleh Yaghoubi *et al* (2014), dengan menggunakan pendekatan BHAR dan CAR dalam menguji kinerja pasar jangka panjang (1 tahun disekitar pengumuman dibandingkan dengan 2 tahun dan 3 tahun sesudah merger dan akuisisi) perusahaan pengakuisisi dari hampir semua perusahaan industri, dimana hasil menunjukkan bahwa beberapa perusahaan mengalami kinerja pengembalian abnormal yang signifikan positif, sedangkan yang lain menunjukkan pengembalian jangka panjang yang secara signifikan negatif, termasuk industri perbankan.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Duggal (2015) dengan menggunakan hampir seluruh rasio profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan rasio kinerja operasi untuk mengukur kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Hasil ini menunjukkan bahwa profitabilitas telah membaik sebagaimana ditunjukkan oleh rasio seperti PBIT, margin Laba tunai dan margin laba bersih tetapi peningkatan kinerja diamati hanya meningkat dalam jangka pendek merger. Namun peningkatan ini tidak berlanjut pada periode pengumuman pasca merger

dalam jangka panjang. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Jallow et al., (2017) dengan periode waktu 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi menggunakan ROA, ROE, dan EPS. Hasil menunjukkan bahwa merger dan akuisisi memiliki dampak signifikan pada pengembalian aset, pengembalian modal dan pendapatan per saham.

Berdasarkan beberapa penelitian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

H₂: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja pasar dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

H₃: Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja keuangan dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

H₄: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja keuangan dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan metode studi peristiwa (*event study*) yaitu jenis studi peristiwa konvensional. Dimana, studi peristiwa konvensional mempelajari respon pasar terhadap peristiwa-peristiwa yang sering kali terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal. Dimana periode waktu 1 tahun sebelum merger dan akuisisi dijadikan sebagai periode perbandingan terhadap kinerja merger dan akuisisi setelah melakukan aktivitas ekspansi perusahaan. Tujuannya untuk menguji ada atau tidak adanya pengembalian tak normal (*abnormal return*) di seputar pengumuman peristiwa merger dan akuisisi. Selain itu kinerja keuangan dengan menggunakan rasio profitabilitas dan pangsa pasar dengan menggunakan rasio konsentrasi perusahaan pengakuisisi juga dinilai dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dimana, langkah-langkah metodologi standar yang biasanya digunakan menurut Tandellin (2010:240) adalah sebagai berikut:

1. Menentukan sampel, dimana sampel yang menjadi objek dalam penelitian ini yaitu perusahaan industri manufaktur yang melakukan aksi korporasi berupa aktivitas merger dan akuisisi periode tahun 2012 dan tahun 2013.
2. Mengidentifikasi hari pengumuman (*event*), dimana hari pengumuman sebagai hari atau tahun ke-0. Pengujian menggunakan pola hari dan tahun sebagai dasar (*benchmark*) untuk pengujian kinerja pasar dan kinerja keuangan.

3. Menentukan periode analisis, periode yang digunakan berupa periode pengamatan (jendela) untuk menghitung return aktual dan return tak normal. Periode pengamatan yang digunakan untuk kinerja pasar dalam jangka pendek adalah 21 hari (-10,+10), 11 hari (-5,+5), 7 hari (-3,+3), dan 3 hari (-1,+1). Kemudian untuk kinerja pasar dalam jangka panjang menggunakan pendekatan BHAR dengan periode waktu 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi, yakni (-36,+36) dan (-60,+60). Sedangkan untuk mengukur kinerja keuangan dalam jangka pendek maupun jangka panjang menggunakan periode waktu 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Jendela periode waktu jangka pendek yaitu (-1,+1), (-2; +2). Sedangkan untuk jangka panjang menggunakan periode yaitu (-3,+3), (-4,+4), dan (-5,+5).
4. Menghitung return aktual masing-masing sampel selama periode pengamatan, dimana penelitian menggunakan pola hari dan bulan agar dapat dianalisis kinerja pasar dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sedangkan untuk kinerja keuangan menggunakan analisis rasio baik jangka pendek maupun jangka panjang.
5. Menghitung return tak normal, rata-rata return tak normal, dan return tak normal kumulatif. Dimana dalam menghitung *abnormal return* (AR) dan *cumulative abnormal return* (CAR) penelitian ini menggunakan indeks pasar untuk menggambarkan pengaruh *event* terhadap perubahan harga selama periode pengamatan. Untuk kinerja pasar dalam jangka panjang akan menggunakan pendekatan *buy and hold abnormal return* (BHAR). Sedangkan untuk menghitung kinerja keuangan menggunakan rasio Tobin's Q, *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) dan *earning per share*

(EPS) baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, hal ini dilakukan untuk menggambarkan penciptaan nilai bagi pemegang saham.

6. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh, artinya data yang diperoleh kemudian diolah menjadi informasi dan disimpulkan untuk mengetahui dampak peristiwa merger dan akuisisi terhadap perubahan harga dan penciptaan nilai pemegang saham.

Dalam menganalisis data yang telah diperoleh, dalam penelitian akan menggunakan Uji T sampel berpasangan (*paired-sample t test*) yang diolah menggunakan aplikasi SPSS 25.

4.2. Situs dan Waktu Penelitian

Pencarian dokumentasi data dalam penelitian ini berupa laporan keuangan yang terdiri dari laporan neraca dan laba-rugi yang dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi pada Bursa Efek Indonesia pada periode 1 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah peristiwa. Data diperoleh melalui situs www.idx.co.id dan juga melalui situs <https://www.idnfinancials.com/id/>. Selain data laporan keuangan, data harga penutupan saham perusahaan pengakuisisi juga digunakan dan diperoleh melalui situs <https://finance.yahoo.com/>. Waktu penelitian yang dilakukan kurang lebih satu bulan mulai dari pengumpulan data hingga proses pengolahan data untuk selanjutnya disesuaikan dengan tujuan dari penelitian ini.

4.3. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

4.3.1. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan pengakuisisi dalam sektor industri manufaktur yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode

tahun 2012 dan tahun 2013 yang terdaftar aktif pada Bursa Efek Indonesia, dimana seluruh anggota populasi berjumlah 10 perusahaan pengakuisisi. Adapun daftar perusahaan industri manufaktur yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode tahun 2012 dan 2013 terlampir.

4.3.2. Sampel

Teknik *purposive sampling* digunakan dalam penelitian ini untuk memilih sampel penelitian. Hal ini disebabkan karena tidak semua populasi akan digunakan sebagai sampel. Oleh karena itu sampel dalam penelitian ini akan ditarik berdasarkan beberapa kriteria yang disyaratkan untuk mendukung penelitian ini. Dimana, kriteria yang digunakan antara lain:

- 1) Perusahaan pengakuisisi pada industri manufaktur yang aktif terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan yang mempublikasi laporan keuangan konsolidasian periode tahun 2008 hingga tahun 2018.
- 2) Perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi horizontal atau dalam industri sejenis. Sehingga dapat dilakukan pengukuran konsentrasi pasar sesuai dengan pangsa pasar sub sektor industri manufaktur.
- 3) Perusahaan pengakuisisi yang dalam transaksi merger dan akuisisi mengambil alih investasi mayoritas (>50% saham setelah pengambilalihan). Sehingga pengaruh merger dan akuisisi pada perusahaan pengakuisisi dapat memberikan hasil yang jelas.
- 4) Tidak terdapat transaksi yang tumpang tindih untuk periode waktu yang diteliti, hal ini dilakukan agar tidak terjadi bias dalam hasil analisis.

Berdasarkan kriteria diatas, maka kriteria pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1 Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

| Kriteria | Jumlah |
|---|----------|
| Perusahaan Pengakuisisi yang terdaftar aktif pada BEI | 10 |
| Kriteria (1) | (2) |
| Kriteria (2) | (2) |
| Kriteria (3) | (1) |
| Kriteria (4) | (3) |
| Total sampel yang terpilih | 2 |

Sumber: Data diolah, 2020

Berdasarkan kriteria penarikan sampel diatas, maka diperoleh 2 perusahaan yang memenuhi kriteria penarikan sampel, perusahaan tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.2. Sampel Penelitian

| No | Kode Perusahaan | Perusahaan Pengakuisisi | Periode Merger dan Akuisisi |
|----|-----------------|-------------------------|-----------------------------|
| 1 | KLBF | Kalbe Farma Tbk | 2012 |
| 2 | AUTO | Astra Otoparts Tbk | 2013 |

Sumber: Data diolah, 2020

4.4. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data kuantitatif yakni gabungan antara data *time-series* dan data *cross-section*. Data *time-series* berupa data historis tentang harga dan volume perdagangan saham secara pola harian, bulanan, dan tahunan. Kemudian data *cross-section* berupa data laporan keuangan perusahaan pengakuisisi. Adapun sumber data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan pengakuisisi yang terdaftar di BEI dan merupakan laporan keuangan konsolidasi. Sedangkan untuk kinerja pasar merupakan dokumentasi data historis harga

penutupan saham dan penutupan indeks IHSG yang diperoleh dari situs www.yahooofinance.com.

4.5. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah pengumpulan data yang diperoleh dari basis data, karena sumber data dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Metode ini dilakukan dengan cara mengumpulkan data dan pencatatan laporan keuangan konsolidasian audit serta data harga perdagangan saham perusahaan industri manufaktur yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode tahun 2012 dan tahun 2013. Periode 2013 dipilih, sehingga dapat memperoleh data guna melakukan pengukuran jangka panjang baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar.

4.6. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

4.6.1. Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*) sehingga variabel yang diteliti adalah kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan industri manufaktur yang mengakuisisi pada periode tahun 2012 dan tahun 2013. Dimana, kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan akan diukur dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

4.6.2. Definisi Operasional

4.6.2.1. Market-Adjusted Model

Model yang disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) merupakan salah satu teknik yang memprediksi return ekspektasi berdasarkan return indeks pasar pada hari pengumuman peristiwa. Sehingga dengan menggunakan pendekatan

ini, akan dilakukan pengujian ada atau tidak adanya *abnormal return* (AR) di sekitar pengumuman peristiwa merger dan akuisisi. Penelitian ini mengadopsi penelitian yang dilakukan oleh (Brown dan Warner, 1985; Karamanos et al, 2015; Fang Tao et al, 2017; Zakaria dan Kamaludin, 2018), dimana akan menggunakan persamaan berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t} \text{ ----- (1)}$$

Dimana:

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* saham (i) pada hari ke (t)

$R_{i,t}$ = *return* harian aktual saham (i) pada hari ke (t)

$R_{M,t}$ = *return* harian dari indeks pasar pada hari ke (t)

Abnormal return dapat diperoleh setelah *return* harian aktual dan return indeks pasar dihitung. Dimana, return harian aktual dapat menggunakan persamaan:

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

selanjutnya untuk mengukur return harian indeks pasar menggunakan persamaan berikut:

$$R_{M,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Dimana:

P_t = harga saham i pada hari ke (t)

P_{t-1} = harga saham (i) pada hari (t-1) atau satu hari sebelumnya

$IHSG_t$ = nilai IHSG pada saat (j)

$IHSG_{t-1}$ = Nilai IHSG pada saat (j-1) atau satu hari sebelumnya.

Selanjutnya yang terakhir dalam mengukur kinerja pasar dengan model *market-adjusted* adalah $CAR_{(t,t2)}$ dengan menjumlahkan *abnormal return* harian

(AR dari hari ke hari atau dari periode t_1 ke periode t_2) dengan menggunakan persamaan berikut:

$$C_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} A_t \text{ ----- (2)}$$

CAR digunakan untuk mengukur return yang disesuaikan pasar yang diperoleh pada periode t_1 hingga t_2 , misalnya untuk kejadian hari -1 sebelum dan hari $+1$ sesudah merger dan akuisisi, dimana periode jendela peristiwa yang digunakan dalam penelitian ini adalah $(-1; 0; +1)$, $(-3; 0; +3)$, $(-5; 0; +5)$, dan $(-10; 0; +10)$.

4.6.2.2. Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)

Strategi *buy and hold* merupakan strategi dimana investor membeli satu atau lebih saham dan memilikinya sampai beberapa periode di masa mendatang untuk mencapai target tertentu atas tujuan investasinya. Sehingga strategi ini sangat baik untuk melihat *return* yang akan diperoleh pemegang saham dalam jangka panjang terkait aktivitas merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.

Sebelumnya pendekatan BHAR untuk kinerja pasar perusahaan pengakuisisi akan diperoleh menggunakan persamaan sebagai berikut (Coakley dan Thomas, 2004; Rosen, 2006; Giannopoulos et al, 2017; Kiesal et al, 2017; Zakaria dan Kamaludin, 2018):

$$B_{i,t}(t_1, t_2) = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) \right] - 1$$

Dimana $R_{i,t}$ adalah return bulanan saham (i) pada periode peristiwa (t). Hal ini menggambarkan pengembalian total dari strategi beli dan tahan (*buy and hold*) dimana saham dibeli pada harga penutupan pasar dan ditahan hingga 12 bulan, 36 bulan, dan 60 bulan sebelum dan sesudah peristiwa merger dan

akuisisi untuk seluruh sampel perusahaan pengakuisisi. Selanjutnya pengukuran dilakukan terhadap tingkat pengembalian bulanan indeks pasar (IHSG), dapat diperoleh dengan persamaan berikut:

$$B_{M,(t_1,t_2)} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{M,t}) \right] - 1$$

Dimana, $R_{M,t}$ adalah return indeks pasar bulanan pada periode peristiwa ke (t). Maka, selanjutnya persamaan terakhir untuk mengukur tingkat *return* yang disesuaikan dengan pendekatan BHAR untuk setiap perusahaan dalam sampel pada periode peristiwa ke (t) dihitung menggunakan persamaan dibawah ini:

$$B_{i,(t_1,t_2)} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{M,t}) - 1 \right] \text{ ----- (3)}$$

Dimana, $BHAR_{i,t}$ adalah abnormal return dari perusahaan saham (i) pada periode peristiwa ke (t). Hal ini dilakukan untuk mengukur BHAR yang disesuaikan pasar yang diperoleh pemegang saham selama periode peristiwa 60 bulan sebelum dibandingkan dengan 60 bulan sesudah merger dan akuisisi, yang mana jendela waktu yaitu (-12;+12), (-36;+36), dan (-60;+60).

4.6.2.3. Tobin's Q Ratio

Tobin's Q merupakan salah satu rasio yang sangat relevan dan banyak digunakan dalam penelitian-penelitian dalam mengukur nilai perusahaan, artinya seberapa baik manajemen dalam mengelola aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai rasio Q yang tinggi adalah perusahaan-perusahaan yang cenderung memiliki peluang investasi yang menarik atau keunggulan kompetitif yang signifikan (Ross *et al.*, 2009). Namun, rasio Q ini sulit untuk dihitung dengan akurat karena memperkirakan biaya pengganti atas aset sebuah perusahaan.

Oleh karena itu, dalam penelitian ini rasio Tobin's Q yang digunakan merupakan versi modifikasi oleh (Chung dan Pruitt, 1994; Joseph dan Antonio,

2003). Dimana, versi modifikasi ini mendekati statistik asli Tobin dan menghasilkan 96,6% perkiraan formulasi asli yang digunakan oleh Lindenberg & Ross (1981). Rasio Q ini juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Geeta Duppati *et al.*, 2015; Stanley dan Christiana, 2019) formulanya dinyatakan sebagai berikut:

$$Q = \frac{M + D}{T} \text{ ----- (4)}$$

Dimana:

- MVS (Market value of all outstanding shares) = Harga Saham Perusahaan x Jumlah Saham beredar = Kapitalisasi Pasar
- TA = Aset perusahaan
- D (debt) = Hutang, didefinisikan sebagai:

$$D = (AVCL - AVCA) + AVLTD$$

Dimana:

AVCL (Accounting value of the firm's Current Liabilities) = Hutang jangka pendek + Hutang pajak

AVCA (Accounting value of the firm's Current Assets) = Kas + Persediaan + Piutang

AVLTD (Accounting value of the firm's Long Term debt) = Hutang jangka panjang

Parameter dari rasio Tobin's Q adalah:

- Perusahaan dengan kinerja yang lebih baik akan memiliki nilai Tobin's q yang tinggi (>1),
- Sebaliknya jika nilai Tobin's q rendah (< 1) maka perusahaan tersebut tidak maksimal dalam mengelola asetnya sehingga kinerjanya dianggap kurang efektif.

4.6.2.4. Return on Assets (ROA)

ROA adalah ukuran laba bersih terhadap total aset, dimana ROA mengukur bagaimana profitabilitas perusahaan terkait dengan total asetnya dan dapat digunakan untuk mengukur seberapa banyak laba bersih dapat dihasilkan oleh aset perusahaan. Rasio ini dapat dinyatakan sebagai berikut (Ross *et al.*, 2009):

$$R = \frac{L}{T} \frac{B}{A} \text{ ----- (5)}$$

Parameter dari rasio ini adalah perusahaan dengan ROA lebih tinggi berarti aset perusahaan dapat menghasilkan laba lebih efisien. Namun, apabila ROA dari sebuah perusahaan rendah belum tentu buruk, karena biasanya ini diakibatkan oleh keputusan yang sengaja untuk menggunakan utang dalam jumlah besar, hal ini menyebabkan beban bunga menjadi tinggi dan berdampak pada laba bersih yang relatif rendah (Brigham dan Houston, 2010).

4.6.2.5. Return On Equity (ROE)

ROE digunakan dalam penelitian ini, karena salah satu tingkat pengembalian dapat tercermin pada ROE (Brigham dan Houston, 2010:165). Rasio ini digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Rasio ini juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Daddikar dan Shaikh, 2014; Ashfaq *et al.*, 2014; Aprilita *et al.*, 2013; Lakstutiene *et al.*, 2015), Dimana ROE dapat dihitung dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{L}{T} \frac{B}{E} \text{ ----- (6)}$$

Semakin tinggi rasio ini, semakin baik efisiensi manajemen dalam memanfaatkan basis ekuitasnya dan pada gilirannya, pengembalian yang lebih baik adalah kepada investor.

4.6.2.6. Earning Per Share (EPS)

Earning per share (EPS) adalah rasio yang mengukur seberapa banyak laba bersih didistribusikan kepada masing-masing pemegang saham. Penelitian sebelumnya yang juga menggunakan EPS dalam penelitiannya yaitu (Aprilita *et al*, 2013; Gupta dan Banerjee, 2017; Esterlina dan Firdausi, 2017; Bayu S.Dani, 2018). EPS dapat dinyatakan dalam persamaan dibawah ini:

$$EPS = \frac{L}{Ju} \frac{B}{St} \frac{B}{B} \dots\dots\dots (7)$$

Apabila, hasil pengukuran EPS memperoleh nilai yang tinggi tentunya lebih disukai, karena nilai ini menunjukkan bahwa lebih banyak laba yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham.

4.7. Instrumen Penelitian

Instrumen penelitian yang digunakan dalam penelitian ini berupa dokumen laporan keuangan konsolidasian tahunan audited perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Menurut Emory (1985) dalam Sugiyono (2016:178) bahwa instrumen penelitian dalam skala yang paling rendah berupa laporan bisa dinyatakan sebagai bentuk penelitian. Selain data laporan keuangan penelitian ini juga menggunakan metode dokumentasi dengan menelusuri data historis berupa harga penutupan saham, harga penutupan IHSG melalui situs *www.yahoofinance*.

4.8. Teknik Analisis Data

4.8.1. Analisis Statistik Deskriptif

Dikarenakan penelitian ini bersifat penelitian kuantitatif, maka teknik analisis data akan menggunakan teknik statistik deskriptif. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian (Ferdinand, 2014:229). Analisis deskriptif memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum. Sehingga, pendekatan statistik ini akan digunakan untuk memperoleh informasi deskriptif tentang kinerja pasar dan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, dimana variabel yang masuk dalam uji statistik adalah:

Tabel 4.3 Variabel yang digunakan dalam Uji Statistik

| Sebelum M&A | Sesudah M&A |
|--|--|
| <i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i> | <i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i> |
| <i>Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)</i> | <i>Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)</i> |
| <i>Tobin's Q</i> | <i>Tobin's Q</i> |
| <i>Return on Assets (ROA)</i> | <i>Return on Assets (ROA)</i> |
| <i>Return on Equity (ROE)</i> | <i>Return on Equity (ROE)</i> |
| <i>Earning Per Share (EPS)</i> | <i>Earning Per Share (EPS)</i> |

4.8.1.1. Uji Normalitas Data

Untuk mengetahui normalitas data dalam penelitian ini menggunakan metode *kolmogorov-smirnov test*. Tujuannya adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini telah berdistribusi normal atau tidak dengan taraf signifikan 5% ($\alpha = 0,05$). Hal ini dilakukan karena, uji normalitas merupakan sebuah syarat yang hanya diperlukan dan harus dipenuhi untuk

menguji *paired sample t-test* (Priyatno, 2010; Mardianto et al, 2018). Dimana kriteria yang digunakan adalah:

- a) Jika nilai *asympt-sig* atau signifikan (kinerja pasar dan kinerja keuangan) > 0,05 (= 5%), maka data tergolong terdistribusi normal.
- b) Jika nilai *asympt-sig* atau signifikan (kinerja pasar dan kinerja keuangan) > 0,05 (= 5%), maka data tidak tergolong terdistribusi normal.

Jika hasil uji ini menunjukkan sampel berdistribusi normal maka akan dilakukan uji parametrik (*paired sampel t-test*). Tetapi apabila sampel tidak berdistribusi normal maka akan dilanjutkan dengan uji non parametrik (*wilcoxon-signed ranks test*).

4.8.1.2. Uji Hipotesisi

Pengujian hipotesis digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan kinerja pasar dan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Untuk itu, dalam menganalisis perbandingan sampel dengan jenis data interval atau rasio maka pengujian ini menggunakan metode statistik parametrik yaitu uji t sampel berpasangan (*paired sample t-test*) jika diketahui data berdistribusi normal, namun jika data tidak berdistribusi normal maka akan menggunakan metode statistik non parametrik dengan *Wilcoxon Signed Test*, dimana derajat signifikan yang ditetapkan adalah 5% atau (= 0,05) dengan kriteria sebagai berikut:

1. Uji T Sampel Berpasangan (Paired Sampel T-Test)

Uji-t sampel berpasangan (*paired sampel t-test*) adalah salah satu metode pengujian hipotesis dimana data yang digunakan tidak bebas atau berpasangan (Montolalu dan Langi, 2018). Dimana ciri-ciri dari variabel yang diteliti mempunyai

rata-rata yang secara nyata berbeda setelah mengalami dua perlakuan yang berbeda. Hal ini dilakukan untuk menggambarkan ada atau tidaknya perbedaan kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi berbeda signifikan secara statistik. Untuk pengujian ini akan digunakan aplikasi software SPSS 25. Adapun langkah-langkah dalam pengujian *paired sampel t-test* adalah sebagai berikut:

a) Merumuskan hipotesis, dimana hipotesis dalam penelitian ini kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek maupun jangka yaitu:

- H_1 : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja keuangan dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.
- H_2 : Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.
- H_3 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja keuangan dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.
- H_4 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja pasar dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia.

b) Menentukan nilai signifikansi (α), dimana penelitian ini menggunakan taraf signifikan $\alpha = 0,05$ (5%) dan *degree of freedom* (Df) = $N - k$, khusus untuk *paired sample t-test* degree freedom = $N - 1$

c) Membandingkan nilai t_{hitung} dengan nilai t_{tabel} (α ; $N - 1$), jika:

- $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan *mean* yang diperoleh dari perhitungan uji statistik deskriptif mengalami kenaikan, maka hasil menunjukkan terdapat kenaikan kinerja

keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek untuk semua variabel, sehingga H_1 dan H_3 diterima.

- $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan *mean* yang diperoleh dari perhitungan uji statistik deskriptif mengalami penurunan, maka hasil menunjukkan tidak terdapat kenaikan kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek untuk semua variabel, sehingga H_1 dan H_3 ditolak.
- $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan *mean* yang diperoleh dari perhitungan uji statistik deskriptif mengalami penurunan, maka hasil menunjukkan tidak terdapat kenaikan kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka panjang untuk semua variabel, sehingga H_2 dan H_4 diterima.
- $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan *mean* yang diperoleh dari perhitungan uji statistik deskriptif mengalami kenaikan, maka hasil menunjukkan terdapat kenaikan kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka panjang untuk semua variabel, sehingga H_2 dan H_4 ditolak.

2. Uji Peringkat Tanda Wilcoxon (Wilcoxon-Signed Ranks Test)

Uji peringkat tanda wilcoxon digunakan untuk mengevaluasi perlakuan tertentu pada dua pengamatan antara sebelum dan sesudah adanya perlakuan tertentu. Dalam hal ini kinerja keuangan dan kinerja pasar sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Pengujian akan dilakukan dengan menggunakan perangkat aplikasi SPSS25, dimana langkah-langkah yang ditempuh kurang lebih sama dengan langkah-langkah pada *paired sampel t-test*, dimana langkah-langkah yang dilakukan antara lain:

- a) Merumuskan hipotesis
- b) Menentukan nilai signifikansi ($\alpha = 0,05$) atau 5%

c) Membandingkan probabilitas dengan taraf signifikan yang ditentukan ($\alpha = 0,05$), apabila:

- Angka $z_{output} > z_{table}$ dan $p-value < \alpha$ dan nilai $mean$ pada variabel mengalami kenaikan, maka ada terdapat kenaikan pada kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek perusahaan pengakuisisi sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, dengan demikian maka H_1 dan H_3 diterima.
- Angka $z_{output} < z_{table}$ dan $p-value > \alpha$ dan nilai $mean$ yang diperoleh pada variabel mengalami penurunan, maka tidak terdapat kenaikan pada kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka pendek perusahaan pengakuisisi sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, dengan demikian maka H_1 dan H_3 ditolak.
- Angka $z_{output} < z_{table}$ dan $p-value > \alpha$ dan nilai $mean$ yang diperoleh pada variabel mengalami penurunan, maka tidak terdapat kenaikan pada kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka panjang perusahaan pengakuisisi sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, dengan demikian maka H_2 dan H_4 tidak diterima.
- Angka $z_{output} > z_{table}$ dan $p-value < \alpha$ dan nilai $mean$ pada variabel mengalami kenaikan, maka ada terdapat kenaikan pada kinerja keuangan dan kinerja pasar dalam jangka panjang perusahaan pengakuisisi sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, dengan demikian maka H_2 dan H_4 ditolak.

BAB V

HASIL PENELITIAN

5.1. Deskripsi Data

Dalam bagian ini membahas hasil analisis statistik deskriptif baik kinerja pasar maupun kinerja keuangan dalam jangka pendek dan jangka panjang. Analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian, fungsinya untuk menggambarkan rata-rata nilai dari variabel yang diteliti (Ferdinand, 2014). Dimana variabel dalam penelitian ini yaitu *Cumulative abnormal return (CAR)*, *Buy-and-hold abnormal return (BHAR)*, rasio Tobin's Q, *Return on assets (ROA)*, *Return on equity (ROE)*, dan *Earning per share (EPS)*.

5.1.1. Statistik Deskriptif Kinerja Pasar

Hasil analisis statistik deskriptif untuk kinerja pasar perusahaan baik sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi untuk 2 sampel perusahaan dengan jumlah data untuk kinerja pasar jangka pendek sebanyak 20 data sampel untuk kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi serta kinerja pasar jangka panjang sebanyak 60 data sampel untuk kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, hasil output dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5.1 Analisis Statistik Deskriptif Kinerja Pasar

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviasi |
|------------|----|---------|---------|-----------|--------------|
| CAR (-10) | 20 | -0,1000 | 0,2000 | -0,014000 | 0,0964856 |
| CAR (+10) | 20 | -0,1500 | 0,3900 | 0,040000 | 0,1450227 |
| BHAR (-60) | 60 | -0,2375 | 0,7667 | 0,021537 | 0,1788644 |
| BHAR (+60) | 60 | -0,4198 | 0,2901 | -0,012337 | 0,1058274 |

Sumber: Data diolah, 2020 (Lampiran 6)

Berdasarkan Tabel 5.1 diatas, dilihat bahwa kinerja pasar dalam jangka pendek diukur dengan pendekatan CAR dan kinerja pasar jangka panjang menggunakan pendekatan BHAR dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Untuk kinerja pasar jangka pendek dengan jumlah data sampel sebanyak 20 data harian (*event date*) dari total 2 perusahaan sebelum peristiwa merger dan akuisisi, dimana CAR periode 10 hari sebelum merger dan akuisisi (-10) memiliki nilai *minimum* sebesar -0,1000, nilai *maximum* 0,2000, nilai *mean* -0,014000 dan *std. deviasi* sebesar 0,0964856. Nilai *std. deviasi* yang lebih tinggi dari rata-rata (*mean*) CAR menunjukkan CAR memiliki tingkat variasi data yang tinggi atau data tersebut memiliki rata-rata nilai penyimpangan yang besar. Sedangkan untuk periode (+10) atau 10 hari sesudah peristiwa merger dan akuisisi CAR memiliki nilai *minimum* -0,1500, nilai *maximum* meningkat menjadi 0,3900, nilai *mean* menunjukkan peningkatan sebesar 0,040000 dan *std. deviasi* sebesar 0,1450227. Nilai *mean* CAR (+10) disekitar hari pengumuman peristiwa menunjukkan nilai sebesar 4% dibandingkan dengan CAR (-10) yang -1,4%, hal ini berarti merger dan akuisisi dapat memberikan *abnormal return* yang positif bagi pemegang saham dalam periode 10 hari pasca peristiwa merger dan akuisisi.
2. Kinerja pasar jangka panjang menggunakan pendekatan rata-rata BHAR untuk sampel penelitian dengan jumlah (N) data sampel sebanyak 60 data sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Dimana BHAR periode (-60) atau 60 bulan sebelum bulan peristiwa merger dan akuisisi memiliki nilai *minimum* sebesar -0,2375, nilai *maximum* 0,7667, nilai *mean* 0,021537 dan *std. deviasi* sebesar 0,1788644. Nilai *std. deviasi* yang lebih tinggi dari rata-rata (*mean*) BHAR menunjukkan BHAR memiliki tingkat variasi data yang tinggi atau data tersebut memiliki rata-rata nilai penyimpangan yang besar.

Sedangkan untuk periode (+60) atau 60 bulan sesudah bulan pengumuman peristiwa merger dan akuisisi BHAR memiliki nilai *minimum* lebih besar dari periode sebelum peristiwa sebesar -0,4198, nilai *maximum* menurun menjadi 0,2901, nilai *mean* menunjukkan penurunan dengan nilai sebesar -0,012337 dan *std. deviasi* sebesar 0,1058274. Nilai *mean* BHAR (+60) disekitar bulan pengumuman peristiwa menunjukkan nilai yang negatif sebesar -1,2337%, jika dibandingkan dengan nilai *mean* BHAR (-60) sebesar 2,1537%, hal ini berarti merger dan akuisisi tidak dapat memberikan rata-rata pengembalian abnormal dengan metode beli dan tahan yang positif bagi pemegang saham dalam periode jangka panjang pasca peristiwa merger dan akuisisi.

5.1.2 Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan

Adapun hasil analisis statistik deskriptif untuk kinerja keuangan periode 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah merger dan akuisisi memiliki jumlah (N) data sebanyak 10 data sampel dari jumlah 2 sampel penelitian. Hasil output analisis statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5.2 Analisis Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|------------------------|----|---------|---------|----------|----------------|
| Tobin's Q Sebelum (-5) | 10 | -0,06 | 4,16 | 1,5740 | 1,46975 |
| Tobin's Q Sesudah (+5) | | 0,36 | 6,46 | 2,7270 | 2,26498 |
| ROA Sebelum (-5) | | 11,86 | 20,43 | 15,4160 | 2,76991 |
| ROA Sesudah (+5) | | 2,22 | 16,96 | 9,6510 | 6,34663 |
| ROE Sebelum (-5) | | 19,20 | 29,56 | 22,6490 | 2,99059 |
| ROE Sesudah (+5) | | 3,14 | 23,67 | 12,8490 | 8,27346 |
| EPS Sebelum (-5) | | 69,49 | 1479,83 | 424,7490 | 484,79129 |
| EPS Sesudah (+5) | | 40,95 | 180,85 | 80,3000 | 46,86457 |
| Valid N (listwise) | 10 | | | | |

Sumber: Data diolah, 2020 (Lampiran 6)

Pada tabel 5.2 analisis statistik deskriptif untuk semua variabel kinerja keuangan baik sebelum maupun sesudah peristiwa merger dan akuisisi diatas dapat dilihat bahwa dari 4 rasio keuangan yang digunakan nilai *minimum* terendah diperoleh rasio Tobin's Q periode 5 tahun sebelum merger dan akuisisi sebesar -0,06, nilai *maximum* tertinggi pada rasio EPS periode 5 tahun sebelum merger dan akuisisi sebesar 1479,83, nilai *mean* rasio keuangan berkisar antara 1,5740 hingga 424,7490. Sedangkan untuk nilai *Std. deviation* untuk hampir semua variabel baik sebelum maupun sesudah merger dan akuisisi lebih kecil dibandingkan dengan nilai *mean*, hal ini menunjukkan bahwa hampir semua data sampel memiliki penyimpangan yang kecil, hanya pada rasio EPS periode 5 tahun sebelum yang memiliki nilai *Std. deviation* lebih besar dari nilai *mean*. Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif ini dapat dikatakan bahwa secara rata-rata sampel penelitian menunjukkan kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan dengan kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi.

5.2. Deskripsi Hasil Penelitian

Dalam bagian ini akan menyajikan hasil analisis data deskripsi dari hasmulai dari uji normalitas data sampel dan penyajian hasil pengujian seluruh hipotesis penelitian secara metodologis.

5.2.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data sampel dalam penelitian ini telah berdistribusi normal atau tidak. Hasil disajikan berdasarkan output dari metode *kolmogorov-smirnov test* dengan asumsi

signifikan 0,05, jika nilai signifikan > 0,05 maka data dianggap terdistribusi dengan normal. Hasil uji normalitas data akan dijelaskan sebagai berikut:

5.2.1.1. Uji Normalitas Data Kinerja Pasar

Hasil uji normalitas data untuk variabel CAR dan BHAR periode sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5.3 Uji Normalitas Data Kinerja Pasar

| Variabel | CAR (-10) | CAR (+10) | BHAR (-60) | BHAR (+60) |
|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| N | 20 | 20 | 60 | 60 |
| Mean | -0,014000 | 0,040000 | 0,021537 | -0,012337 |
| Std. Deviation | 0,0964856 | 0,1450227 | 0,1788644 | 0,1058274 |
| Test Statistik | 0,292 | 0,232 | 0,156 | 0,075 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,000 ^c | 0,006 ^c | 0,001 ^c | 0,200 ^{c,d} |
| Exact Sig. (2-tailed) | 0,052 | 0,198 | 0,097 | 0,864 |
| Point Probability | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Sumber: data diolah 2020 (Lampiran 7)

Dalam SPSS versi 25 pada uji *kolmogorov-smirnov*, nilai *p-value* dapat dihitung dengan 3 pendekatan yaitu *asymptotic*, *monte carlo* dan *exact*. Uji diatas menunjukkan ada dua pendekatan yang digunakan dalam menentukan nilai signifikan normalitas data, yaitu *Asymp. sig (2-tailed)* dan *Exact sig (2-tailed)*. Karena untuk pendekatan *Asymp. sig* pada CAR (-10), CAR (+10), dan BHAR (-60) memiliki nilai yang lebih kecil dari 0,05. *Asymp. sig. (2-tailed)* merupakan nilai *p-value* yang dihitung menggunakan pendekatan *asymptotic*. Sehingga penelitian ini menggunakan nilai signifikansi dari pendekatan *Exact sig (2-tailed)* agar asumsi normalitas dapat terpenuhi.

Menurut Mehta dan Patel (2015) secara standar, IBM SPSS Statistics menghitung tingkat signifikansi untuk statistik dalam prosedur Crosstab dan Tes Nonparametrik menggunakan metode *asymptotic*. Ini berarti bahwa *p-value* diestimasi berdasarkan pada asumsi bahwa data dalam ukuran sampel yang

cukup besar dan sesuai dengan distribusi tertentu. Namun, ketika kumpulan data kecil, jarang, mengandung banyak ikatan, tidak seimbang atau kurang terdistribusi, maka metode asimptotik mungkin gagal menghasilkan hasil yang akurat. Sehingga lebih baik untuk menghitung tingkat signifikansi berdasarkan distribusi statistik uji *Exact*. Ini memungkinkan untuk mendapatkan *p-value* yang akurat tanpa bergantung pada asumsi yang mungkin tidak terpenuhi oleh data.

5.2.1.2. Uji Normalitas Data Kinerja Keuangan

Untuk hasil uji normalitas data kinerja keuangan menggunakan 4 rasio keuangan dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5.4 Uji Normalitas Kinerja Keuangan

| Variabel | Tobin's Q | ROA | ROE | EPS |
|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| N | 20 | 20 | 20 | 20 |
| Mean | 2,1492 | 12,5336 | 17,7489 | 13,2988 |
| Std. Deviation | 1,95050 | 5,60961 | 7,86940 | 8,92456 |
| Test Statistik | 0,185 | 0,235 | 0,271 | 0,254 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | 0,071 ^c | 0,005 ^c | 0,000 ^c | 0,001 ^c |
| Exact Sig. (2-tailed) | 0,446 | 0,188 | 0,087 | 0,126 |
| Point Probability | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Sumber: Data diolah 2020 (Lampiran 7)

Pada uji diatas, terlihat nilai signifikansi dengan pendekatan *Exact sig. (2-tailed)* untuk semua data rasio keuangan $> 0,05$. Hal ini berarti bahwa data rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini sudah berdistribusi normal.

5.2.2. Uji Hipotesis

Setelah semua data sampel dari semua variabel dalam penelitian ini memenuhi asumsi bahwa data berdistribusi normal, maka selanjutnya akan dilakukan uji hipotesis. Dimana dalam uji hipotesis menggunakan uji t sampel berpasangan (*paired sample t-test*) dengan bantuann *software* SPSS versi 25.

Uji ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya perbedaan kinerja sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi untuk kemudian memberikan gambaran ada tidaknya pengaruh merger dan akuisisi terhadap penciptaan nilai bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Berikut semua hasil uji hipotesis dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar dan kinerja keuangan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang sebagai berikut:

5.2.2.1. Kinerja Pasar Jangka Pendek

Dalam pengujian hipotesis untuk kinerja pasar jangka pendek dengan asumsi tingkat signifikan (*sig*) kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dengan taraf keyakinan 5% (0,05) serta membandingkan nilai t_{hitung} dengan nilai t_{tabel} untuk memberikan kesimpulan terhadap hipotesis kinerja pasar jangka pendek. Pada hasil analisis statistik deskriptif diatas memberikan informasi melalui nilai *mean*, bahwa kinerja pasar jangka pendek menunjukkan peningkatan pasca peristiwa merger dan akuisisi, selanjutnya hasil uji t sampel berpasangan dapat dilihat pada tabel 5.5 dibawah:

Tabel 5.5 Hasil Analisis Kinerja Pasar Jangka Pendek

| Paired Samples Test | | | | | | |
|---------------------|-------------------------|---------------|----------------|-------|----|-----------------|
| | Periode Peristiwa (CAR) | Mean | Std. Deviation | t | df | Sig. (2-tailed) |
| Pair 1 | (-1,+1) | 6009,3613280 | 3761,8080759 | 2,259 | 1 | 0,265 |
| Pair 2 | (-3,+3) | 11530,7452797 | 7857,6858517 | 3,594 | 5 | 0,016 |
| Pair 3 | (-5,+5) | 17112,4288082 | 12464,2952412 | 4,342 | 9 | 0,002 |
| Pair 4 | (-10,+10) | 30525,9980830 | 22605,3911704 | 6,039 | 19 | 0,000 |

Sumber: Data diolah, 2020 (Lampiran 8)

Tabel diatas menunjukkan bahwa CAR untuk hampir semua periode peristiwa yang digunakan menunjukkan hasil yang signifikan, hanya nilai CAR

pada periode peristiwa 3 hari (-1,+1) dengan *p-value* atau nilai *Sig. (2-tailed)* sebesar 0,265 > 0,05 yang artinya tidak terdapat perbedaan antara kinerja 1 hari sebelum dan 1 hari sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Selanjutnya akan dibandingkan nilai t_{hitung} dengan nilai t_{tabel} dapat dilihat dibawah ini:

Tabel 5.6 Ringkasan Hasil Analisis Uji Hipotesis 1

| Hipotesis | Periode Peristiwa (CAR) | Nilai | Kesimpulan |
|---|-------------------------|---|---|
| Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | (-1,+1) | Nilai $t_{hitung} = 2,259 <$ Nilai $t_{tabel} = 12,70620474$ Sig = 0,265 > 0,05 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Secara keseluruhan periode peristiwa yang digunakan dalam kinerja jangka pendek menunjukkan adanya perbedaan kinerja pasar sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi yang diukur dengan CAR. ▪ Jadi secara keputusan hipotesis 1 diterima. |
| | (-3,+3) | Nilai $t_{hitung} = 3,594 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,570581836$ Sig = 0,016 < 0,05 | |
| | (-5,+5) | Nilai $t_{hitung} = 4,342 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,262157163$ Sig = 0,002 < 0,05 | |
| | (-10,+10) | Nilai $t_{hitung} = 6,039 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,093024054$ Sig = 0,000 < 0,05 | |

Sumber: Data diolah, 2020

5.2.2.2.Kinerja Pasar Jangka Panjang

Untuk hasil analisis uji hipotesis menggunakan *paired sample t-test* perbedaan kinerja pasar dalam jangka panjang dengan menggunakan pendejatan BHAR dapat dilihat pada tabel 5.7 dibawah ini:

Tabel 5.7 Hasil Analisis Kinerja Pasar Jangka Panjang

| Paired Samples Test | | | | | | |
|---------------------|--------------------------|-----------|----------------|-------|----|-----------------|
| | Periode Peristiwa (BHAR) | Mean | Std. Deviation | t | df | Sig. (2-tailed) |
| Pair 1 | (-36,+36) | 0,0390463 | 0,2552060 | 0,918 | 35 | 0,365 |
| Pair 2 | (-60,+60) | 0,0338777 | 0,2171045 | 1,209 | 59 | 0,232 |

Sumber: Data diolah, 2020 (Lampiran 8)

Tabel diatas secara rata-rata kinerja pasar jangka panjang menunjukkan tidak terdapat perbedaan pasca peristiwa merger dan akuisisi, hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikan pada periode peristiwa (-36,+36) dan (-60,+60) lebih besar dari taraf keyakinan 0,05. Berikut ringkasan kinerja pasar jangka panjang dapat dilihat pada tabel 5.8 dibawah ini:

Tabel 5.8 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 2

| Hipotesis | Periode Waktu (BHAR) | Nilai | Kesimpulan |
|--|----------------------|--|---|
| Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | (-36,+36) | Nilai $t_{hitung} = 0,918 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,030108$ Sig = $0,365 > 0,05$ | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dari hasil analisis uji hipotesis pada periode yang diteliti menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja pasar jangka panjang sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. ▪ Sehingga secara keputusan hipotesis 2 diterima |
| | (-60,+60) | Nilai $t_{hitung} = 0,918 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,000995$ Sig = $0,365 > 0,05$ | |

Sumber: Data diolah, 2020

5.2.2.3. Kinerja Keuangan Jangka Pendek

Dalam pengukuran kinerja keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang dalam penelitian ini digunakan 4 rasio keuangan, antara lain rasio *Tobin's Q*, *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Earning per Share (EPS)*. Sama halnya dengan kinerja pasar, dimana 4 rasio keuangan akan dibandingkan antara sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Periode waktu yang digunakan 1 tahun dan 2 tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yakni (-1,+1) dan (-2,+2), tabel 5.9 berikut merupakan hasil analisis uji hipotesis kinerja keuangan jangka pendek menggunakan *paired sampel t-test*.

Tabel 5.9 Hasil Analisis Kinerja Keuangan Jangka Pendek

| Paired Samples Test | | | | | | |
|---------------------|-------------------|-----------|----------------|--------|----|-----------------|
| | Periode Peristiwa | Mean | Std. Deviation | t | df | Sig. (2-tailed) |
| Pair 1 | Tobin's Q (-1,+1) | -0,410523 | 0,979802 | -0,593 | 1 | 0,659 |
| Pair 2 | Tobin's Q (-2,+2) | -0,483979 | 1,536330 | -0,630 | 3 | 0,573 |
| Pair 3 | ROA% (-1,+1) | 3,373238 | 3,428382 | 1,391 | 1 | 0,397 |
| Pair 4 | ROA% (-2,+2) | 5,163604 | 5,174619 | 1,996 | 3 | 0,140 |
| Pair 5 | ROE% (-1,+1) | 5,392250 | 7,376186 | 1,034 | 1 | 0,489 |
| Pair 6 | ROE% (-2,+2) | 8,083063 | 8,940317 | 1,808 | 3 | 0,168 |
| Pair 7 | EPS% (-1,+1) | 98,65251 | 8,972906 | 15,549 | 1 | 0,041 |
| Pair 8 | EPS% (-2,+2) | 118,72783 | 51,66504 | 4,596 | 3 | 0,019 |

Sumber: Data diolah, 2020

Tabel diatas memberikan gambaran bahwa secara statistik analisis menggunakan *paired sampel t-test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan dalam jangka pendek pasca peristiwa merger dan akuisisi, hanya pada rasio EPS yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Namun jika dilihat pada nilai *mean paired sampel t-test* menunjukkan adanya peningkatan kinerja keuangan pasca merger dan akuisisi untuk semua rasio

keuangan. Berikut ringkasan hasil analisis kinerja keuangan jangka pendek pada tabell dibawah ini:

Tabel 5.10 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 3

| Hipotesis | Periode Waktu | Nilai | Kesimpulan |
|--|-------------------|---|--|
| Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja keuangan dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | Tobin's Q (-1,+1) | Nilai $t_{hitung} = -0,593 <$ Nilai $t_{tabel} = 12,7062$ Sig = $0,659 > 0,05$ | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dari hasil analisis uji hipotesis pada periode yang diteliti menunjukkan bahwa rata-rata tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan jangka pendek sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. ▪ Hanya rasio EPS yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pasca merger dan akuisisi. ▪ Sehingga secara keputusan hipotesis 3 ditolak |
| | Tobin's Q (-2,+2) | Nilai $t_{hitung} = -0,630 <$ Nilai $t_{tabel} = 3,182446$ Sig = $0,573 > 0,05$ | |
| | ROA (-1,+1) | Nilai $t_{hitung} = 1,391 <$ Nilai $t_{tabel} = 12,7062$ Sig = $0,397 > 0,05$ | |
| | ROA (-2,+2) | Nilai $t_{hitung} = 1,996 <$ Nilai $t_{tabel} = 3,182446$ Sig = $0,140 > 0,05$ | |
| | ROE (-1,+1) | Nilai $t_{hitung} = 1,034 <$ Nilai $t_{tabel} = 12,7062$ Sig = $0,489 > 0,05$ | |
| | ROE (-2,+2) | Nilai $t_{hitung} = 1,808 <$ Nilai $t_{tabel} = 3,182446$ Sig = $0,168 > 0,05$ | |
| | EPS (-1,+1) | Nilai $t_{hitung} = 15,549 >$ Nilai $t_{tabel} = 12,7062$ Sig = $0,041 < 0,05$ | |
| | EPS (-2,+2) | Nilai $t_{hitung} = 4,596 >$ Nilai $t_{tabel} = 3,182446$ Sig = $0,019 < 0,05$ | |

Sumber: Data diolah, 2020

5.2.2.4. Kinerja Keuangan Jangka Panjang

Selain kinerja keuangan dalam jangka pendek, kinerja keuangan dalam jangka panjang juga dianalisis. Untuk hasil statistik menggunakan *paired sample test*, dapat dilihat pada tabel 5.11 berikut:

Tabel 5.11 Hasil Analisis Kinerja Keuangan Jangka Panjang

| Paired Samples Test | | | | | | |
|---------------------|-------------------|-----------|----------------|--------|----|-----------------|
| | Periode Peristiwa | Mean | Std. Deviation | t | df | Sig. (2-tailed) |
| Pair 1 | Tobin's Q(-3,+3) | -0,791165 | 2,151313 | -0,901 | 5 | 0,409 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-4,+4) | -1,167206 | 2,148969 | -1,536 | 7 | 0,168 |
| Pair 3 | Tobin's Q(-5,+5) | -1,153707 | 1,984952 | -1,838 | 9 | 0,099 |
| Pair 4 | ROA% (-3,+3) | 6,320000 | 7,156064 | 2,163 | 5 | 0,083 |
| Pair 5 | ROA% (-4,+4) | 6,001584 | 7,356833 | 2,307 | 7 | 0,054 |
| Pair 6 | ROA% (-5,+5) | 5,765336 | 7,013733 | 2,599 | 9 | 0,029 |
| Pair 7 | ROE% (-3,+3) | 10,05365 | 10,53782 | 2,337 | 5 | 0,067 |
| Pair 8 | ROE% (-4,+4) | 9,917695 | 10,20462 | 2,749 | 7 | 0,029 |
| Pair 9 | ROE% (-5,+5) | 9,799057 | 9,52348 | 3,254 | 9 | 0,010 |
| Pair 10 | EPS% (-3,+3) | 319,44754 | 528,2226 | 1,481 | 5 | 0,199 |
| Pair 11 | EPS% (-4,+4) | 352,38304 | 505,9722 | 1,970 | 7 | 0,090 |
| Pair 12 | EPS (-5,+5) | 344,44997 | 467,6233 | 2,329 | 9 | 0,045 |

Sumber: Data diolah, 2020

Berdasarkan nilai *mean* pada tabel diatas menunjukkan bahwa kinerja keuangan dalam jangka panjang untuk hampir semua rasio keuangan mengalami tren penurunan pada periode peristiwa yang diukur, hanya pada rasio ROA, ROE, dan EPS yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pasca peristiwa merger dan akuisisi untuk periode 4 tahun dan 5 tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Selanjutnya dapat dilihat ringkasan hasil analisis kinerja keuangan dalam jangka panjang untuk semua rasio keuangan sebagai berikut:

Tabel 5.12 Ringkasan Hasil Analisis Hipotesis 4

| Hipotesis | Periode Waktu | Nilai | Kesimpulan |
|--|-------------------|---|--|
| Tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja keuangan dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | Tobin's Q (-3,+3) | Nilai $t_{hitung} = -0,901 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,570582$ Sig = $0,409 > 0,05$ | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dari hasil analisis uji hipotesis pada periode yang diteliti menunjukkan hasil yang hampir seimbang, dimana untuk rasio ROA, ROE, dan EPS periode 4 tahun dan 5 tahun pasca merger dan akuisisi menunjukkan adanya perbedaan kinerja yang signifikan, namun untuk periode lainnya tidak terdapat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi ▪ Maka secara keputusan hipotesis 4 diterima |
| | Tobin's Q (-4,+4) | Nilai $t_{hitung} = -1,536 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,364624$ Sig = $0,168 > 0,05$ | |
| | Tobin's Q (-5,+5) | Nilai $t_{hitung} = -1,838 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,262157$ Sig = $0,099 > 0,05$ | |
| | ROA (-3,+3) | Nilai $t_{hitung} = 2,163 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,570582$ Sig = $0,083 > 0,05$ | |
| | ROA (-4,+4) | Nilai $t_{hitung} = 2,307 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,364624$ Sig = $0,054 > 0,05$ | |
| | ROA (-5,+5) | Nilai $t_{hitung} = 2,599 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,262157$ Sig = $0,029 < 0,05$ | |
| | ROE (-3,+3) | Nilai $t_{hitung} = 2,337 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,570582$ Sig = $0,067 > 0,05$ | |
| | ROE (-4,+4) | Nilai $t_{hitung} = 2,749 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,364624$ Sig = $0,029 < 0,05$ | |
| | ROE (-5,+5) | Nilai $t_{hitung} = 3,254 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,262157$ Sig = $0,010 < 0,05$ | |
| | EPS (-3,+3) | Nilai $t_{hitung} = 1,481 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,570582$ Sig = $0,199 > 0,05$ | |
| | EPS (-4,+4) | Nilai $t_{hitung} = 1,970 <$ Nilai $t_{tabel} = 2,364624$ Sig = $0,090 > 0,05$ | |
| | EPS (-5,+5) | Nilai $t_{hitung} = 2,329 >$ Nilai $t_{tabel} = 2,262157$ Sig = $0,045 < 0,05$ | |

Sumber: Data diolah, 2020

Setelah semua variabel kinerja pasar dan kinerja keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang dibandingkan untuk periode yang digunakan dalam penelitian ini, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 5.13 Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis

| | Hipotesis | Variabel / Periode | Keterangan |
|----------------|---|--|-------------------|
| H ₁ | Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | CAR / (-1,+1), (-3,+3), (-5,+5) dan (-10,+10) | Diterima |
| H ₂ | Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | BHAR / (-36,+36) dan (-60,+60) | Diterima |
| H ₃ | Terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja keuangan dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | Tobin's Q, ROA, ROE dan EPS / (-1,+1) dan (-2,+2) | Ditolak |
| H ₄ | Tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kinerja keuangan dalam jangka panjang pasca merger dan akuisisi pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia. | Tobin's Q, ROA, ROE dan EPS / (-3,+3), (-4,+4) dan (-5,+5) | Diterima |

Sumber: Data diolah, 2020

BAB VI

PEMBAHASAN

6.1. Perbedaan Kinerja Pasar Jangka Pendek Pasca Merger dan Akuisisi.

Pada tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata (*mean*) untuk kinerja pasar jangka pendek menunjukkan adanya peningkatan, dimana rata-rata kinerja pasar perusahaan pengakuisisi yang diukur menggunakan pendekatan *cumulative abnormal return* (CAR) periode 10 hari (+10) pasca merger dan akuisisi sebesar 4% lebih baik dibandingkan dengan periode 10 hari (-10) sebelum merger dan akuisisi sebesar -1,4%. Nilai rata-rata CAR secara implisit menggambarkan bahwa dalam jangka pendek kinerja pasar mampu memberikan *abnormal return* (pengembalian tak normal) yang positif bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang terlibat.

Selanjutnya hasil uji hipotesis pada tabel 5.5 dilihat bahwa pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar jangka pendek yang diukur menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) yang disesuaikan pasar menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan terhadap kinerja pasar pasca peristiwa merger dan akuisisi pada periode 6 hari (-3,+3) signifikan pada 0,016, 10 hari (-5,+5) signifikan pada 0,002 dan 20 hari (-10,+10) signifikan pada 0,000 disekitar hari pengumuman, kecuali pada periode 3 hari (-1,+1) disekitar hari peristiwa dengan nilai signifikan (*p-value*) sebesar 0,265 yang menunjukkan tidak terdapat perbedaan kinerja pasar. Artinya *abnormal return* yang disesuaikan pasar periode 1 hari pasca pengumuman sama atau lebih kecil dari periode 1 hari sebelum pengumuman peristiwa merger dan akuisisi. Hal ini diakibatkan

karena reaksi pasar saham menunjukkan penyesuaian harga berdasarkan arus informasi pasar setelah pengumuman acara (Boubaker et al, 2014).

Kinerja pasar dalam jangka pendek akibat dari pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan pengakuisisi yang terlibat menunjukkan adanya peningkatan harga saham, hal ini mencerminkan signal positif bagi pemegang saham dalam periode 10 hari pasca merger dan akuisisi. Dimana investor ataupun pemegang saham dapat memperoleh *abnormal return* yang positif dari pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan pengakuisisi yang terlibat. Adapun kinerja pasar jangka pendek menggunakan pendekatan CAR berbeda secara statistik dan positif bagi pemegang saham perusahaan, namun *abnormal return* dalam 10 hari sesudah pengumuman peristiwa menunjukkan *return* yang rendah. Tentunya *return* yang rendah ini mencerminkan respon pasar yang negatif atau merupakan berita yang kurang baik. Artinya pelaku pasar akan bergerak mengikuti perubahan mengikuti perubahan yang terjadi. Dimana, perubahan yang terjadi tersebut berupa informasi yang diserap atau direspon secara efisien baik itu berita baik maupun berita buruk. Oleh karena itu, ada kemungkinan investor akan menginginkan *capital gain* dari pada dividen dalam jangka panjang dan akan menanggung resiko yang besar di masa depan.

Hasil temuan ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kinerja pasar dalam jangka pendek dan juga terdapat *abnormal return* disekitar pengumuman peristiwa merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi yang terlibat, yang mana *abnormal return* yang diperoleh merupakan selisih positif dari return aktual disekitar pengumuman peristiwa merger dan akuisisi. Temuan ini menunjukkan adanya penciptaan nilai bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi, namun hal ini kemungkinan lebih disebabkan karena adanya kebocoran informasi terkait

pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan, karena ditinjau dari *abnormal return* yang rendah dan menurun pada periode-periode selanjutnya setelah periode peristiwa yang diteliti dalam jangka pendek.

Untuk itu, hasil temuan ini sejalan dengan hasil temuan penelitian sebelumnya yang juga menunjukkan adanya pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar jangka pendek perusahaan pengakuisisi, walaupun dengan nilai *abnormal return* yang rendah (Zakaria dan Kamaludin, 2018), (Gisella dan Chalid, 2017), (Reddy dan Natekar, 2015) dan (Nisa *et al*, 2019).

Namun hasil temuan ini menolak hasil temuan dari studi yang dilakukan oleh Fadlitama dan Adawiyah (2017) yang menemukan bahwa tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah aktivitas merger dan akuisisi. Perbedaan hasil penelitian ini terletak pada besarnya nilai *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan, dimana pada dasarnya selisih dari return sesungguhnya (*actual return*) dan return ekspektasian (*expected return*) dapat berupa selisih positif dan negatif. Return tak normal positif artinya return yang sesungguhnya lebih besar dari return yang diharapkan oleh pelaku pasar atau investor dan sebaliknya jika return tak normal negatif berarti return yang sesungguhnya lebih kecil dari return yang diharapkan oleh pelaku pasar atau investor. Return tak normal positif terjadi dan akan dikehendaki oleh pelaku pasar atau investor untuk melakukan transaksi di sekitar periode pengumuman dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di atas normal. Return tak normal negatif terjadi artinya pelaku pasar atau investor akan menarik dananya dan menunggu waktu yang tepat untuk berinvestasi kembali (Dwipayana dan Wiksuana, 2017).

Dari perspektif pemegang saham, sinergi ada bila mereka bisa mendapatkan keuntungan yang tidak mereka peroleh melalui keputusan

diversifikasi portofolio mereka sendiri. Namun pada kenyataannya sinergi itu sulit untuk dicapai, bahkan dalam kondisi dimana perusahaan pengakuisisi tidak membayar premi dan jika premi dibayarkan, maka tantangannya akan lebih besar (Michael Hitt *et al*, 2011). Oleh karena, itu dalam penelitian ini juga mengukur *abnormal return* yang disesuaikan pasar dalam jangka panjang.

6.2. Perbedaan Kinerja Pasar Jangka Panjang Pasca Merger dan Akuisisi.

Pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar jangka panjang diukur menggunakan pendekatan *Buy-and-hold abnormal return* (BHAR) yang disesuaikan pasar dengan periode peristiwa 60 bulan disekitar bulan pengumuman, dimana pada tabel 5.1 diperoleh nilai rata-rata (*mean*) BHAR pada periode 60 bulan (-60) sebelum merger dan akuisisi sebesar 0,021537 dan nilai rata-rata BHAR 60 bulan (+60) sesudah merger dan akuisisi sebesar -0,012337. Secara implisit menunjukkan bahwa kinerja pasar jangka panjang perusahaan pengakuisisi sebelum merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan dengan kinerja pasar jangka panjang pasca merger dan akuisisi. Artinya, merger dan akuisisi secara jangka panjang pada periode yang digunakan belum mampu memberikan *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang terlibat.

Hal ini diperkuat juga pada uji statistik, yang mana berdasarkan uji hipotesis pada tabel 5.7 dapat dilihat bahwa kinerja pasar jangka panjang yang diukur menggunakan pendekatan BHAR pada periode (-36,+36) memiliki nilai *t* sebesar 0,918 dan signifikan pada 0,365 dan BHAR periode (-60,+60) memiliki nilai *t* sebesar 1,209 signifikan pada 0,232, sehingga hipotesis 2 diterima dan dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja pasar dalam jangka

panjang pasca peristiwa merger dan akuisisi. Hal ini menyiratkan bahwa kinerja pasar sesudah peristiwa merger dan akuisisi memperoleh *abnormal return* yang lebih rendah dari pada periode sebelum peristiwa, artinya secara jangka panjang kepercayaan investor rendah terhadap aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan pengakuisisi yang terlibat.

Jika dilihat dari hasil temuan pada kinerja jangka pendek menunjukkan bahwa walaupun terdapat perbedaan, namun nilai *abnormal return* yang diperoleh pasca merger dan akuisisi rendah dan secara informasi negatif, sehingga hal ini memberikan informasi bahwa respon pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi tidak terlalu positif untuk kinerja masa depan. Menurut Duppati dan Locke (2015), bahwa kinerja jangka pendek memberikan keyakinan dan harapan-harapan pemegang saham pada kinerja jangka panjang perusahaan yang terlibat merger dan akuisisi. Oleh karena itu, kinerja pasar jangka panjang pasca merger dan akuisisi tidak lebih baik dari kinerja sebelum pengumuman peristiwa. Kemungkinan lain yang menyebabkan kinerja jangka panjang buruk, karena tidak terdapat pihak luar atau investor asing yang bereaksi merespon pengumuman peristiwa merger dan akuisisi, karena keterlibatan pihak asing dapat menghasilkan pengembalian positif karena persepsi pasar yang positif tentang keberhasilan merger atau perbedaan dalam penawaran kesepakatan atau jenis merger yang diyakini pasar akan tumbuh dengan sukses di masa depan (Shah dan Arora, 2014).

Perspektif lain yang menyebabkan kinerja pasar jangka panjang pasca merger dan akuisisi tidak lebih baik dari kinerja pasar sebelum peristiwa merger dan akuisisi adalah sampel dalam penelitian ini bukan merupakan perusahaan dengan kategori saham unggulan atau saham *blue chip*. Dimana saham yang masuk dalam kategori ini adalah saham dengan angka kapitalisasi pasar diatas

40 triliun. Hal ini berpengaruh secara implisit terhadap perspektif investor karena investor berperilaku spekulatif, sehingga dapat dikatakan pengumuman peristiwa merger dan akuisisi yang dilakukan kurang menarik bagi investor untuk menanamkan modalnya dalam jangka panjang, artinya investor merespon negatif terhadap pengumuman peristiwa merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan dimasa depan. Selain itu, tren penurunan kinerja pasar jangka panjang tersebut bisa saja diakibatkan oleh perbedaan manajemen dan faktor-faktor lain yang memengaruhi kinerja perusahaan secara efektif. Misalnya metode pembayaran, berdasarkan beberapa penelitian lain mengungkapkan bahwa metode pembayaran merger dan akuisisi juga memiliki pengaruh terhadap nilai *abnormal return* yang dapat diperoleh. Gunawan dan Sukartha (2013) menemukan bahwa berdasarkan metode pembayaran, kinerja pasar dan kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi dengan metode pembayaran menggunakan saham lebih baik daripada kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan dengan metode pembayaran tunai. Juga menurut Uddin dan Boateng (2009), bahwa karakteristik transaksi tertentu, spesifik perusahaan dan geografis (bentuk target, strategi akuisisi, geografis perusahaan target dan metode pembayaran) memang mempengaruhi *abnormal return* dari perusahaan pengakuisisi.

Hasil temuan kinerja pasar pada jangka pendek secara rata-rata menunjukkan adanya peningkatan pasca merger dan akuisisi walaupun menunjukkan nilai *abnormal return* yang rendah bagi pemegang saham perusahaan, namun hal ini tidak berlanjut dalam jangka panjang. Dimana kinerja pasar jangka panjang menunjukkan penurunan dan tidak mampu memberikan *abnormal return* yang positif bagi pemegang saham perusahaan. Hasil temuan ini memberikan gambaran bahwa secara rata-rata investor pada pasar modal Indonesia lebih memperhitungkan resiko dalam berinvestasi. Artinya

investor bersikap menghindari resiko (*risk averter*) karena pada saat investor mempunyai sikap positif terhadap resiko dari saham emiten, investor bertindak menghindari niat dalam investasi. Oleh karena itu, investor berperilaku sebagai *taking profit* untuk memperhatikan *capital gain*. Hal ini menunjukkan bahwa investor menyukai investasi jangka pendek, perilaku spekulatif, serta melakukan strategi aktif dengan memperhatikan faktor makro seperti isu politik, konspirasi, *insider trading*, regulasi, anomali pasar, dan lain-lain.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Septyanto dan Adhikara (2016) menemukan bahwa semakin tinggi persepsi risiko investor terhadap saham emiten maka semakin rendah niat investasi investor untuk melakukan peminatan terhadap suatu saham, sehingga investor mempunyai niat untuk melakukan reposisi saham dan melakukan pemilihan saham sesuai dengan preferensinya. Kemudian, penelitian oleh Masrurun dan Yanto (2015) menemukan bahwa investor akan mempersepsikan suatu saham berisiko tinggi ketika informasi keuangannya menunjukkan kondisi yang kurang baik. Semakin berkualitas informasi keuangan semakin mudah pula investor memprediksi risikonya. Temuan ini mendukung argumen dari teori prospek yang menyatakan bahwa perilaku individu (investor) yang cenderung menghindari resiko investasi tetapi mengharapkan pengembalian (*return*) yang tinggi dari besarnya resiko investasi yang dihadapi.

Secara keseluruhan baik kinerja pasar jangka pendek maupun jangka panjang pada temuan ini menunjukkan harga saham perusahaan pengakuisisi sangat rendah dibandingkan dengan harga saham pasar (benchmark pasar) dalam hal ini harga saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), untuk itu kinerja pasar jangka panjang dalam periode holding yang diteliti menunjukkan tidak terdapat peluang *abnormal return* positif yang dapat diperoleh pemegang

saham maupun investor. Adapun *abnormal return* jangka panjang pada periode peristiwa yang di analisis menunjukkan bukti *abnormal return* yang negatif pasca merger dan akuisisi dan tidak signifikan secara statistik kepada pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hal ini memberikan gambaran bahwa tidak ada efek kekayaan positif kepada pemegang saham periode pasca merger dan akuisisi atau merger dan akuisisi belum mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Reddy dan Natekar (2015), yang menunjukkan tren penurunan pengembalian dalam periode sesudah akuisisi, hal ini mungkin membutuhkan waktu yang lebih lama untuk realisasi manfaat aktual akuisisi. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Lin Zhu dan Moeller (2016), menemukan bahwa pengembalian abnormal positif yang signifikan pada jangka pendek setelah tanggal pengumuman penawaran merger dan akuisisi, namun pengembalian positif ini menurun seiring berjalannya waktu.

Bukti empiris dari temuan ini sejalan dengan argumen teori agensi yang memandang bahwa karena agen atau manajer tidak sepenuhnya berbagi tujuan pemilik dan karena cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang tugas dan lingkungan bisnis, sehingga agen mungkin memiliki motivasi dan kesempatan untuk berperilaku dengan cara yang memaksimalkan utilitas agen sendiri dengan mengorbankan prinsipal atau pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu hasil temuan ini sesuai dengan teori hubris, bahwa kinerja yang kurang ini dapat dibenarkan oleh keangkuhan manajerial, yang menyebabkan para pengakuisisi melebih-lebihkan keuntungan pengambilalihan (Roll, 1986; Boubaker dan Hamza, 2014).

Adapun hasil penelitian ini menolak hasil temuan penelitian yang dilakukan oleh Shahar *et al* (2016) yang meneliti kinerja pasar jangka panjang perusahaan pengakuisisi di Malaysia, dimana hasil temuan menunjukkan adanya perbedaan kinerja pasar yang diukur menggunakan pendekatan BHAR dalam jangka panjang artinya merger dan akuisisi di pasar modal Malaysia mampu menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya. Perbedaan ini lebih mengarah pada ekspektasi investor yang memandang berbeda terhadap pengumuman merger dan akuisisi oleh perusahaan-perusahaan yang terlibat. Pada pasar modal Malaysia menunjukkan bahwa investor memandang secara rasional terhadap penyelesaian akuisisi dan harapan mereka terhadap kinerja masa depan tidak berbeda dari kinerja masa depan yang sebenarnya. Hal ini yang berbeda dengan respon pasar di pasar modal Indonesia terkait pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan yang terlibat. Artinya investor di Indonesia tidak memiliki ekspektasi yang besar untuk masa depan terhadap pengumuman merger dan akuisisi oleh perusahaan pengakuisisi yang terlibat.

6.3. Perbedaan Kinerja Keuangan Jangka Pendek Pasca Merger dan Akuisisi.

Hasil analisis pada tabel 5.9 memberikan gambaran bahwa nilai rata-rata (*mean*) untuk kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi baik jangka pendek maupun jangka panjang menunjukkan tren penurunan, dimana hanya pada rasio Tobin's Q yang menunjukkan adanya peningkatan pasca merger dan akuisisi dengan nilai rata-rata sebesar 2,727 dibandingkan nilai rata-rata sebelum merger dan akuisisi sebesar 1,574. Dari nilai rata-rata semua rasio keuangan yang digunakan menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi

sebelum merger dan akuisisi lebih baik dari pada kinerja keuangan perusahaan pasca merger dan akuisisi.

Kemudian hasil uji hipotesis pada tabel 5.9 diatas menunjukkan bahwa hampir semua rasio keuangan yaitu Tobin's Q, ROA dan ROE yang digunakan mengukur kinerja keuangan dalam jangka pendek pada periode 1 tahun sebelum dibandingkan dengan 1 tahun sesudah (-1,+1) dan periode 2 tahun sebelum dibandingkan dengan 2 tahun sesudah merger dan akuisisi (-2,+2) tidak menunjukkan perbedaan kinerja pasca merger dan akuisisi. Namun untuk rasio EPS secara statistik menunjukkan perbedaan kinerja pasca merger dan akuisisi, pada periode (-1,+1) dengan nilai t-hitung sebesar 15,549 dan signifikan pada 0,041, untuk periode (-2,+2) dengan nilai t-hitung sebesar 4,596 dan signifikan pada 0,019. Walaupun rasio *earning per share* (EPS) menunjukkan adanya perbedaan kinerja keuangan jangka pendek pasca merger dan akuisisi, akan tetapi hal ini tidak memberikan bukti bahwa kinerja keuangan perusahaan jangka pendek berbeda pasca merger dan akuisisi sehingga secara keputusan hipotesis 3 ditolak.

Rasio EPS untuk periode (-1,+1) dan (-2,+2) menunjukkan perbedaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, hal ini memberikan informasi bahwa ada perbedaanan positif untuk laba nyata yang dapat diperoleh pemegang saham. Namun berdasarkan nilai rata-rata (*mean*) rasio EPS menunjukkan adanya penurunan pasca merger dan akuisisi, artinya laba nyata yang diperoleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi sebelum merger dan akuisisi lebih baik dari pada laba nyata yang dapat diperoleh pemegang saham perusahaan sesudah merger dan akuisisi. Sedangkan untuk rasio keuangan lainnya tidak menunjukkan adanya perbedaan kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Rasio Tobin's Q dalam penelitian ini digunakan untuk mengukur nilai pasar perusahaan pengakuisisi menunjukkan tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, akan tetapi secara rata-rata (*mean*) rasio Tobin's Q sesudah merger dan akuisisi menunjukkan peningkatan. Artinya peluang investasi pasca merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan sebelum merger dan akuisisi. Dimana, perusahaan yang memiliki nilai rasio Q yang tinggi adalah perusahaan-perusahaan yang cenderung memiliki peluang investasi yang menarik atau keunggulan kompetitif yang signifikan (Ross *et al.*, 2009). Namun hasil uji hipotesis yang menunjukkan tidak terdapat perbedaan ini menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi belum mampu memaksimalkan pemanfaatan sumber daya bersama setelah penggabungan dengan kata lain belum tercipta sinergi dari penggabungan tersebut, khususnya sinergi manajerial dan sinergi riset dan teknologi. Artinya tidak terjadi transfer pengetahuan dan teknologi yang maksimal setelah penggabungan karena nilai pasar suatu perusahaan harus dicerminkan oleh pengembalian yang diharapkan dari modal tidak berwujud (*intangible capital*) yang diciptakan dari riset dan pengembangan (Johnson dan Pazderka, 1993; Ivarsson dan Christensen, 2012).

Selain rasio Tobin's Q yang menunjukkan tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, rasio *return on assets* (ROA) dan rasio *return on equity* (ROE) juga menunjukkan tidak terdapat perbedaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. ROA yang tidak berbeda secara statistik dan secara rata-rata menurun pada periode pasca merger dan akuisisi memberikan informasi bahwa perusahaan pengakuisisi belum mampu dalam menghasilkan laba bersih dari setiap aset perusahaan. Namun secara implisit rendahnya ROA bisa juga dipengaruhi oleh penggunaan hutang, menurut Brigham dan Houston (2010) bahwa ROA dari sebuah perusahaan rendah belum tentu buruk, karena

biasanya ini diakibatkan oleh keputusan yang sengaja untuk menggunakan utang dalam jumlah besar, hal ini menyebabkan beban bunga menjadi tinggi dan berdampak pada laba bersih yang relatif rendah. Selain nilai ROA yang tidak berbeda dan menurun pasca merger dan akuisisi sama halnya dengan nilai rasio ROE yang menurun dan tidak berbeda pasca merger dan akuisisi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak efisien dalam memanfaatkan ekuitasnya untuk menciptakan pengembalian bagi pemegang saham pasca merger dan akuisisi. Dari sudut pandang penggunaan utang, ada kemungkinan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi menggunakan utang untuk membiayai pembayaran merger dan akuisisi tersebut. Uddin dan Boateng (2009) mengungkapkan bahwa, spesifik perusahaan dan geografis (bentuk target, strategi akuisisi, geografis perusahaan target dan metode pembayaran) memang mempengaruhi *abnormal return* dari perusahaan pengakuisisi. Artinya metode pembayaran mempengaruhi kinerja perusahaan, yang mana pada kinerja pasar jangka panjang tidak menunjukkan peningkatan kinerja saham perusahaan dan tentunya hal ini akan berdampak langsung terhadap aspek fundamental perusahaan pengakuisisi. Oleh karena itu, sinergi yang diharapkan dari aktivitas merger dan akuisisi belum tercapai.

Temuan ini memberikan bukti empiris bahwa kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi dalam jangka pendek sebelum merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan dengan kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi dan tidak berbeda secara statistik. Maka, kinerja keuangan secara jangka pendek menunjukkan belum terciptanya sinergi dan pada akhirnya tidak mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang terlibat. Hasil temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Edi dan Irayanti (2019), Nurfauziah dan Ainy (2018), yang temuan hasil penelitiannya

menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan pasca merger dan akuisisi.

6.4. Perbedaan Kinerja Keuangan Jangka Panjang Pasca Merger dan Akuisisi.

Untuk kinerja keuangan jangka panjang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*) rasio keuangan yang digunakan pada tabel 5.2 diatas menunjukkan adanya tren penurunan dalam jangka panjang pada periode yang dianalisis, hanya rasio Tobin's Q yang menunjukkan peningkatan pasca merger dan akuisisi. Dengan menurunnya nilai rata-rata hampir semua rasio keuangan ini menunjukkan kinerja keuangan perusahaan sebelum merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan dengan kinerja keuangan perusahaan sesudah merger dan akuisisi. Artinya secara implisit dapat dikatakan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi yang terlibat menunjukan kinerja yang buruk pasca merger dan akuisisi. Dalam hal ini, manajer belum maksimal dalam memanfaatkan sinergi yang tercipta. Walaupun nilai Tobin,s Q dalam penelitian ini menunjukan peningkatan pasca merger dan akuisisi, namun tidak secara fundamental mempengaruhi kemampuan manajemen dalam mengelola aset dan ekuitas perusahaan.

Pada uji hipotesis menunjukan tidak terdapat perbedaan kinerja pasca merger dan akuisisi untuk periode yang digunakan, hal ini dapat dilihat pada tabel 5.11 diatas. Dimana, hasil uji *paired sampel test* menunjukan bahwa hanya beberapa rasio yang menunjukan signifikan terdapat perbedaan kinerja pasca merger dan akuisisi, diantaranya rasio ROA periode (-5,+5) signifikan pada 0,029, rasio ROE periode (-4,+4) signifikan pada 0,029 dan periode (-5,+5) signifikan pada 0,010 serta rasio EPS periode (-5,+5) yang signifikan pada 0,045.

Namun hal ini tidak memberikan bukti yang kuat, karena berdasarkan nilai rata-rata (*mean*) masing-masing rasio mengalami penurunan pada periode 5 tahun sesudah merger dan akuisisi. Hasil uji statistik ini memberikan gambaran bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa secara jangka panjang perusahaan tidak mampu memberikan pengembalian yang positif bagi pemegang saham atau dapat dikatakan terjadi perusakan nilai bagi pemegang saham untuk periode yang diteliti.

Kinerja pasar jangka panjang dan Kinerja keuangan baik jangka pendek maupun jangka panjang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja pasca merger dan akuisisi. Kemungkinan hal ini disebabkan karena integrasi yang diperlukan pada perusahaan manufaktur cenderung lebih rumit dan dengan demikian memakan waktu. Hal ini mengakibatkan keterlambatan dalam mewujudkan sinergi yang timbul dari merger (Aggarwal dan Garg, 2019). Sebab jika dilihat pada hasil uji statistik pada periode $(-4,+4)$ dan $(-5,+5)$ untuk rasio ROA, ROE, dan EPS menunjukkan adanya perbedaan yang positif dan signifikan, artinya kinerja keuangan mulai terlihat ada perbedaan pada periode 4 dan 5 tahun pasca merger dan akuisisi.

Selain itu, kemungkinan ada motif lain dari merger dan akuisisi yang dilakukan, seperti sinergi teknologi atau sinergi riset dan pengembangan. Berdasarkan pengamatan terhadap laporan tahunan sampel perusahaan pengakuisisi menunjukkan adanya pertumbuhan penjualan yang signifikan pasca merger dan akuisisi untuk segmen pasar tertentu, sehingga kemungkinan perusahaan ingin memperluas pangsa pasar dan melakukan inovasi produk melalui merger dan akuisisi. Menurut Zhang et al (2018) yang menemukan bahwa ketika kondisi lain tidak berubah, merger dan akuisisi ekstensi pada rantai

nilai dan untuk sinergi teknologi yang mana memiliki hubungan secara positif dengan kinerja perusahaan.

Adapun hasil temuan kinerja keuangan yang buruk ini dapat disebabkan pula oleh diversifikasi internal yang terjadi akibat merger dan akuisisi, artinya setelah merger dan akuisisi tentunya perusahaan target akan menjadi anak perusahaan dari perusahaan pengakuisisi, dimana hal ini tentunya akan membutuhkan biaya untuk mengintegrasikannya. Dimana penelitian yang dilakukan oleh Septian dan Dharmastuti (2019) menunjukkan bahwa dengan meningkatnya diversifikasi bisnis, kewajiban perusahaan menjadi lebih diasuransikan dan risiko gagal bayar berkurang. Sebaliknya, nilai ekuitasnya menurun, sehingga perusahaan tidak menerima manfaat maksimal dari sinergi. Hal ini disebabkan karena adanya efek coinurance yang timbul dari meningkatnya jumlah anak perusahaan (Berger dan Ofek, 1995; Lang dan Stulz, 1994; Ross *et al*, 2016).

Hasil temuan empiris ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mamahit *et al* (2019) yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata dari rasio profitabilitas menunjukkan bahwa kinerja perusahaan sebelum merger dan akuisisi lebih besar daripada periode setelah merger dan akuisisi, dimana Paymata dan Setiawan (2004), menjelaskan bahwa proses merger dan akuisisi membutuhkan jumlah uang dan modal yang relatif besar, sehingga perusahaan belum mampu memanfaatkan modalnya sendiri secara optimal untuk menghasilkan laba maksimal. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Duggal (2015), dimana hasil menunjukkan tidak terdapat peningkatan pasca merger pada kinerja keuangan jangka panjang periode 3 tahun (+3) dan 5 tahun (+5).

Hasil penelitian kinerja keuangan jangka panjang untuk periode penelitian yang digunakan ini mendukung argumen dari teori agensi dan teori hubris yang memandang bahwa manajer mungkin memiliki motivasi dan kesempatan untuk berperilaku dengan cara yang memaksimalkan utilitas pribadi dengan mengorbankan pemilik perusahaan dan bahwa kinerja yang kurang ini dapat dibenarkan oleh keangkuhan manajerial, yang menyebabkan para pengakuisisi lebih-lebihkan keuntungan pengambilalihan.

BAB VII

PENUTUP

7.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh peristiwa merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar dan kinerja keuangan pada perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia, untuk menunjukkan pengaruh kinerja dalam jangka pendek dan jangka panjang sebelum dan sesudah merger dan akuisisi terhadap penciptaan nilai bagi pemegang saham perusahaan, analisis ini dilakukan dengan cara melakukan perbandingan antara kinerja sebelum dan kinerja sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Berdasarkan hasil uji hipotesis, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. kinerja pasar jangka pendek perusahaan pasca merger dan akuisisi lebih baik dibandingkan kinerja sebelum merger dan akuisisi. Dimana nilai *cumulative abnormal return* (CAR) yang disesuaikan pasar positif dan signifikan pada periode peristiwa 7 hari (-3,+3), 11 hari (-5,+5), dan 21 hari (-10,+10). Pada periode peristiwa 3 hari (-1,+1) tidak terdapat perbedaan yang signifikan, artinya pasar merespon pengumuman merger dan akuisisi 2 hari setelah hari pengumuman. Untuk nilai rata-rata (*mean*) CAR pasca merger dan akuisisi periode 10 hari (+10) sebesar 0,040 lebih baik dibandingkan dengan nilai rata-rata sebelum merger dan akuisisi sebesar -0,014. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek pasca merger dan akuisisi mampu memberikan nilai bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang terlibat.

2. Kinerja pasar jangka panjang perusahaan pasca peristiwa merger dan akuisisi tidak lebih baik dari periode sebelum merger dan akuisisi. Hal ini ditunjukkan dari nilai BHAR yang disesuaikan pasar tidak signifikan pada periode peristiwa (-36,+36) dan (-60,+60). Bahkan secara rata-rata nilai BHAR mengalami penurunan dan negatif pasca merger dan akuisisi, dimana nilai rata-rata (*mean*) periode (-60) sebelum merger dan akuisisi sebesar 0,0215 sedangkan pada periode (+60) sesudah merger dan akuisisi sebesar -0,0123. Hal ini memberi temuan bahwa secara jangka panjang merger dan akuisisi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja pasar pasca pengumuman dan tidak dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham perusahaan atau tidak dapat memaksimalkan keuntungan bagi pemilik perusahaan.
3. Kinerja keuangan jangka pendek tidak lebih baik pasca merger dan akuisisi, yang ditunjukkan dengan uji hipotesis periode 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah (-1,+1) serta 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah (-2,+2) merger dan akuisisi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan pasca merger dan akuisisi untuk rasio Tobin's Q, ROA, dan ROE. Hanya pada rasio EPS yang menunjukkan perbedaan dan signifikan. Untuk nilai rata-rata (*mean*) juga menunjukkan tren penurunan kinerja pasca merger dan akuisisi. Dimana secara rata-rata hanya rasio Tobin,s Q yang menunjukkan adanya peningkatan pasca merger dan akuisisi sebesar 2,727 dibandingkn dengan rata-rata sebelum merger dan akuisisi sebesar 1,574. Hal ini memberi bukti bahwa merger dan akuisis tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan jangka pendek.
4. Kinerja keuangan jangka panjang tidak lebih baik pasca merger dan akuisisi, hal ini ditunjukkan dengan nilai rata-rata (*mean*) yang menurun pasca merger dan akuisisi, dimana nilai rata-rata rasio ROA sebelum merger dan akuisisi

sebesar 15,416 dibandingkan dengan nilai rata-rata sesudah merger dan akuisisi sebesar 9,651, nilai rata-rata rasio ROE sebelum merger dan akuisisi sebesar 22,649 dibandingkan dengan nilai rata-rata sesudah merger dan akuisisi sebesar 12,849, dan nilai rata-rata rasio EPS sebelum merger dan akuisisi sebesar 424,729 dibandingkan dengan nilai rata-rata sesudah merger dan akuisisi sebesar 80,300. Selain itu, pada uji hipotesis menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan untuk hampir semua rasio keuangan pada periode (-3,+3), (-4,+4), dan (-5,+5). Khusus untuk periode (-4,+4) dan (-5,+5) rasio ROE menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan. Namun perbedaan ini belum mampu memberikan bukti yang kuat terkait kinerja keuangan secara keseluruhan dalam periode yang diteliti. Hasil temuan ini memberi bukti bahwa merger dan akuisisi tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan jangka panjang dan penciptaan nilai bagi pemegang saham perusahaan.

7.2.Implikasi

Berdasarkan hasil temuan yang diperoleh, maka penelitian ini memiliki implikasi sebagai berikut:

1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan bukti empiris mengenai pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar dan kinerja keuangan perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI, dimana penelitian ini menganalisis kinerja pasar dan keuangan dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

2. Implikasi Praktis

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan oleh praktisi manajerial dalam mengambil keputusan terkait aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia. Mengingat motif dari merger dan akuisisi itu sendiri adalah mencapai sinergi dan menciptakan nilai bagi pemegang saham perusahaan, maka diharapkan manajemen (manajer) dapat memperbaiki kinerja dengan melakukan benchmark pada perusahaan-perusahaan yang sukses melakukan merger dan akuisisi. Selain itu, manajemen harus mampu berinovasi terhadap produk yang dihasilkan melalui penggabungan manajemen khususnya research and development (R&D). Penelitian ini juga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan praktisi investasi dalam pengambilan keputusan terhadap tujuan investasi pada perusahaan yang merger dan akuisisi.

7.3.Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada ketersediaan data beberapa perusahaan industri manufaktur yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode 2012 hingga 2013. Sehingga perusahaan yang dijadikan sebagai sampel penelitian sangat sedikit, hal ini memiliki pengaruh terhadap hasil akhir dari penelitian ini. Penelitian ini hanya membandingkan kinerja sebelum dan sesudah untuk melihat penciptaan nilai pemegang saham akibat dari merger dan akuisisi, sehingga hal-hal lain seperti ukuran leverage dan ukuran likuiditas tidak diperhitungkan dalam penelitian ini. Keterbatasan lain yaitu penelitian ini tidak membedakan merger dan akuisisi dengan metode pembayaran merger dan akuisisi.

7.4.Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah di kemukakan, maka dapat diajukan saran sebagai berikut:

1. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti menggunakan periode peristiwa yang berbeda khususnya untuk perbandingan kinerja dalam jangka panjang baik kinerja pasar maupun kinerja keuangan, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih baik terkait dampak dari merger dan akuisisi.
2. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti juga dapat menggunakan rasio keuangan seperti rasio likuiditas untuk melihat kemampuan perusahaan dalam melunasi hutangnya dan rasio leverage untuk melihat proporsi penggunaan hutang untuk membiayai investasinya. Hal ini dapat memberikan gambaran lebih baik terhadap pengaruh merger dan akuisisi.
3. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti dapat menggunakan sampel perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada sektor lain seperti dari industri jasa ataupun keuangan. Serta membedakan merger dan akuisisi berdasarkan metode pembayaran.

Daftar Pustaka

- Adam Kolar. October 29, 2018. "Eva As A Performance Measure Of M&A A Performance Evaluation And Comparison Study". Master Thesis. Erasmus School Of Economics, Erasmus University Rotterdam
- Adam Zaremba and Michał Płotnicki. 2016. "Mergers and acquisitionsP: Evidence on post-announcement performance from CEE stock markets". *Journal of Business Economics and Management*, 17:2, 251-266, DOI: 10.3846/16111699.2015.1104384
- Agatha Popescu. 2016. *The Milk Market Concentration And Competition Thresholds In Romania*. Scientific Papers Series Management, Economic Engineering In Agriculture And Rural Development Vol. 16, Issue 2, Issn 2284-7995, E-Issn 2285-3952
- Agyenim Boateng, Wang Qian, dan Yang Tianle. 2008. "Cross-Border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance". *Thunderbird International Business Review* Vol.50, No. 4. Wiley Periodicals, Inc. DOI: 10.1002/tie.20203
- Alan Gregory dan Steve McCorriston. 2005. "Foreign acquisitions by UK limited companies: short- and long-run performance". *Journal of Empirical Finance* 12, 99–125. www.elsevier.com/locate/econbase
- Augusty Ferdinand. 2014. "Metode Penelitian Manajemen". Edisi Kelima. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Ausrine Lakstutiene, Jurgita Stankeviciene, Rasa Norvaisiene, Jurgita Narbutiene. 2015. "The Impact Of Acquisitions On Corporate Performance Results During The Period Of Economic Slowdown: Case Of Lithuania". *20th International Scientific Conference Economics And Management (ICEM-2015)*. Procedia - Social And Behavioral Sciences 213 (2015) 455 – 460
- Bati, Ade Ariyani. 2019. "The Effect Of Mergers And Acquisitions On Financial Performance Of Go Public Manufacturing Companies In Indonesia Which Registered In Indonesia Stock Exchange". *The 1st Multi-Disciplinary International Conference* University Of Asahan 2019 Thema: The Role Of Science In Development In The Era Of Industrial Revolution 4.0 Based On Local Wisdom." In Sabty Garden Hotel-Kisaran North Sumatra, March 23rd, 2019
- Bonaventura L. A. Mamahit, Sifrid S. Pangemanan, Dan Joy E. Tulung. 2019. "The Effect Of Mergers And Acquisitions On Financial Performance Of Companies Listed In Indonesia Stock Exchange". *Jurnal EMBA* Vol.7 No.4, Hal. 5903-5913.

- Boubaker, Sabri end Hamza, Taher. 2014. *Short- And Long-Term Wealth Gains From UK Takeovers: The Case Of The Financial Industry*. The Journal of Applied Business Research, Volume 30, Number 4
- Buzzell, R.D., Gale, B.T., & Sultan, R.G. (2014). *Market Share-A Key To Profitability An ongoing study of 57 companies reveals a link between ROI and market share-the bigger the better*. Conference Proceedings, A version of this article appeared in the January 1975 issue of Harvard Business Review.
- Dwipayana dan Wiksuana, 2017. *Pengujian Efisiensi Pasar Di Bursa Efek Indonesia*. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 6, No. 4, Hal: 2105-2132
- Edi, Leony Irayanti. 2019. "How Merger and Acquisition Affect Firm Performance and Its Quality". Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies 5/3: 42-53. DOI: 10.32602/jafas.2019.30
- Emy Mashita Yanan, Sahibzada Muhammad Hamza, Abdul Basit. 2016. "Impact of Merger and Acquisitions on Firms Financial Performance: A study on United States of America". International Journal of Accounting & Business Management, Vol. 4. No.2. ISSN: 2289-4519 DOI: 10.24924/ijabm/2016.11/v4.iss2/159.169
- Emil Ilyasov. "M&A Deals' Characteristics And After Merger Bidder Financial Performance: The Case Of Uk It Industry". Master's Thesis By The 2nd Year Student Concentration-Corporate Finance, St. Petersburg University Graduate School Of Management Master In Corporate Finance
- Fang Tao, Xiaohui Liu, Lan Gao, Enjun Xia. 2017. "Do Cross-Border Mergers And Acquisitions Increase Short-Term Market Performance? The Case Of Chinese Firms". *International Business Review* 26, 189–202. www.elsevier.com/locate/lbusrev
- Florian Geiger & Dirk Schiereck. 2011. *The influence of industry concentration on merger motives—empirical evidence from machinery industry mergers*. J Econ Finan. Springer Science . DOI 10.1007/s12197-011-9202-y
- G. Capece, F. Di Pillo and N. Levialdi. 2013. *Mergers and Acquisitions in the Energy Industry following the Market Liberalization: the Italian Case*. The Journal of MacroTrends in Energy and Sustainability (JMES), Vol (1), Issue (1).
- Geeta Duppati and Stuart Locke. 2015. "Cross border mergers and acquisitions: post acquisition performance of Indian corporate". *Int. J. Business Competition and Growth*, Vol. X, No. Y, xxxx/ DOI:10.1504/IJBCG.2015.075274.<https://www.researchgate.net/publication/297753892>

- Geeta Duppatti, Sazali Abidin, end Jiani Hu. 2015. *Do Mergers And Acquisitions In China Create Value To Acquiring Firms?*. Corporate Ownership & Control / Volume 12, Issue 4.
- Gisella, Luh Putu Gina end Chalid, Dony Abdul. 2017. *Abnormal return and the characteristics of merger and acquisition in Indonesia*. Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura Vol. 20, No. 1, April – July 2017, pages 31 – 39
- Giannopoulos, George. Holt, Andrew. Khansalar, Ehsan end Mogoya., Patrick. 2017. *The Long-Run Performance of U.S. Bidding Firms in the Post M&A Period: The Impact of Bid Type, Payment Method and Industry Specialisation*. International Journal of Business and Management, Vol. 12, No. 2. ISSN 1833-3850
- Grace Melissa Akenga, Margaret Akinyi Olang. 2017. "Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya". *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. Volume 19, Issue 8. Ver. III. (PP 84-90) www.iosrjournals.org
- Hanita Kadir Shahar, Kamarun Nisham Taufil Mohd, Dan Nor Hamiza Ishak. 2016. "Long Run Stock Performance Of Malaysian Acquirers". *International Journal of Accounting, Finance and Business*, Volume: 1 Issue: 2, [pp.52-57], eISSN: 0128-1844. www.ijafb.com
- Hazlina Abd. Kadir, Muzafar Shah Habibullah, Law Siong Hook, Azali Mohamed. 2014. Market Structure And Bank Competition Conditions In Malaysia. *Journal of Technology Management and Business*, Vol.1, No.2. <https://publisher.uthm.edu.my/ojs/index.php/jtmb/article/view/989>
- Ira Aprilita, Hj. Rina Tjandrakirana DP, dan H. Aspahani. 2013. "Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Akuisisi (Study Pada Perusahaan Pengakuisisi Yang Terdaftar di BEI Periode 2000-2011)". *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya* Vol.11 No.2 Juni 2013
- Jay Desai, Nisarg A Joshi. 2015. "A Study on Mergers & Acquisitions in Oil & Gas Sector in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholders' Wealth". *Journal of Business Management and Economics*, 3 (12).
- Jay B. Barney. 1988. "Returns To Bidding Firms In Mergers And Acquisitions: Reconsidering The Relatedness Hypothesis". *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 71-78 (1988). College of Business Administration, Texas A&M University, USA
- Josua Tarigan, Alfonsis Claresta, Saarce Elsy Hatane. 2018. "Analysis Of Merger & Acquisition Motives In Indonesian Listed Companies Through

Financial Performance Perspective". *KINERJA*, Volume 22, No. 1. Page. 95-112. DOI : 10.24002/kinerja.v22i1.1570

- Kadek Hendra Gunawan dan I Made Sukartha. 2013. "Kinerja Pasar Dan Kinerja Keuangan Sesudah Merger Dan Akuisisi Di Bursa Efek Indonesia". *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 5.2 (2013): 271-290. ISSN: 2302-8556
- Khurram Ashfaq, Muhammad Usman, Zahid Hanif, Toqeer Yousof. 2014. "Investigating the Impact of Merger & Acquisition on Post Merger Financial Performance (Relative & Absolute) of Companies (Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan)". *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*. Vol. 4, No. 11 ISSN: 2222-6990
- Kiesel, F, Ries, Jö.M, Tielmann, A. 2017. "The Impact Of Mergers And Acquisitions On Shareholders' Wealth In The Logistics Service Industry". *International Journal Of Production Economics*, Doi: 10.1016/J.Ijpe.2017.09.006.
- Luthfie Fadlitama dan Wardatul Adawiyah. 2017. "The Effect Of Mergers And Acquisitions On Abnormal Return: Case Study Of 46 Listed Companies In Indonesia Stock Exchange (Idx) From 2010-2016". *Business And Management Studies Journal*. Vol. 5 . No.1
- Mahesh R dan Daddikar Prasad. 2012. "Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis : A Case Study Of Select Indian Airline Companies". *International Journal of Engineering and Management Sciences*. VOL.3(3) 2012: 362-369 ISSN 2229-600X.
- Mehta, Cyrus R. and Patel, Nitin R. 2015. *IBM SPSS Exact Tests*. Cytel Software Corporation and Harvard School of Public Health Cambridge, Massachusetts. <https://www.researchgate.net/publication/265357333>
- Milford B. Green. 2018. " *The International Encyclopedia of Geography*". Edited by Douglas Richardson, Noel Castree, Michael F. Goodchild, Audrey Kobayashi, Weidong Liu, and Richard A. Marston. John Wiley&Sons, Ltd.Published by John Wiley&Sons, Ltd / DOI: 10.1002/9781118786352
- Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland. 2001. "*Merger and Akuisisi*". Oxford University Press Inc. Terjemahan oleh PT.RajaGrafindo. 2002. Jakarta. PT RajaGrafindo Persada
- Mfon Nathaniel Udo Akpan, Nai Chiek Aik, Peter Fernandes Wanke, Wong Hong Chau. 2018. "Exploring The Long Term Tradeoff Between Efficiency And Value Creation In Horizontal M & As: Evidence From Nigeria". *African Journal Of Economic And Management Studies*, Emerald Subscription Provided By Emerald-Srm:320271. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-06-2017-0139>

- Muhammad Faizan Malik, Melati Ahmad Anuar, Shehzad Khan, Faisal Khan. 2014. "Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review". *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. ISSN 2162-3082 2014, Vol. 4, No. 2. Doi:10.5296/ijafr.v4i2.
- Momodou Sailou Jallow, Massirah Masazing, Abdul Basit. 2017. "*The Effects Of Mergers & Acquisitions On Financial Performance: Case Study Of Uk Companies*". *International Journal of Accounting & Business Management*, Vol. 5 (No.1). DOI:24924/ijabm/2017.04/v5.iss1/74.92
- Nadisah Zakaria, Kamilah Kamaludin. 2018. "The Short-And Long Run Performance Of Mergers And Acquisitions: Evidence From Tadawul". *Academy of Accounting and Financial Studies*. Journal Volume 22, Issue 6
- Nai Chiek Aik, Taufiq Hassan, Shamsheer Mohamad. 2015. "Do Malaysian Horizontal Mergers And Acquisitions Create Value?". *Global Business Review* 16(5S) 15S–27S. IMI SAGE Publications Sagepub.In. DOI: 10.1177/0972150915601234
- Naldi, Maurizio and Flamini, Marta. 2014. *The CR4 Index and the Interval Estimation of the Herfindahl-Hirschman Index: An Empirical Comparison*. SSRN Electronic Journal. 10.2139/ssrn.2448656.
- Neha Duggal. 2015. "Post Merger Performance Of Acquiring Firms: A Case Study On Indian Pharmaceutical Industry". *International Journal of Research in Management & Business Studies (IJRMBS)* Vol. 2 Issue 3 July - Sept 2015 ISSN : 2348-6503 (Online) ISSN : 2348-893X (Print). www.ijrmbs.com
- Neelam Rani, Surendra S Yadav, and P K Jain. 2015. "*Impact of Mergers and Acquisitions on Shareholders' Wealth in the Short Run: An Event Study Approach*". *The Journal for Decision Makers* 40(3) 293–312. DOI: 10.1177/0256090915600842
- N. M. Leepsa, Chandra Sekhar Mishra. 2016. "Performance Of Acquirer In The Manufacturing Sector: Analysis Of Economic Value Added In Different Industries Of The Manufacturing Sector In India". *Nmims Management Review* Volume XXXI. Issn: 0971-1023
- Ning Gao, Ni Peng, and Norman Strong. 2015. *Market power in horizontal mergers: Evidence from wealth transfers between merging firms and their customers*. December International Paris Finance Meeting by EUROFIDAI (European Financial Data Institute), AFFI (French Finance Association) and Leonard de Vinci Pole Universitaire. <https://www.eurofidai.org/en/conference/paris-december-2015>

- Nurfauziah and Rintan Nuzul Ainy. 2018. "Financial Performance Analysis of Companies With Merger and Acquisition Deals" . In *The 2018 International Conference of Organizational Innovation*, KnE Social Sciences, pages 862–872. DOI 10.18502/kss.v3i10.3431
- Patrick Chenge Nderitu, Simon Wagura Ndiritu. 2018. *Effects of mergers on processed milk market in Kenya*. Journal of Agribusiness in Developing and Emerging Economies, DOI:10.1108/JADEE-04-2016-0021
- Prasad V. Daddikar, Arifur Rehman H. Shaikh. 2014. "Impact Of Mergers & Acquisitions On Surviving Firm's Financial Performance: A Study Of Jet Airways Ltd". *Pacific Business Review International* Volume 6, Issue 8. www.pbr.co.in
- Puja Aggarwal dan Sonia Garg. 2019. "Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India". *Global Business Review* 1–19. 2019 IMI. journals-permissions-india. DOI: 10.1177/0972150919852009
- Reddy.Y.V, Mayuresh Natekar. 2015. "Pre and Post Acquisition Performance of Select Indian Pharmaceutical Companies". *Journal of Management*. Volume 13, Issue 2
- Rakesh Basant and Pulak Mishra. 2019. *Impact of Vertical Integration on Market Power in Indian Manufacturing Sector During the Post-Reform Period*. Journal of Industry, Competition and Trade. <https://doi.org/10.1007/s10842-019-00294-4>
- Reza Yaghoubi, Stuart Locke and Jenny Gibb. 2014. "Acquisition returns: does industry matter?". *Studies in Economics and Finance*, Vol. 31 No. 3, 2014 pp. 309-324. DOI 10.1108/SEF-01-2013-0005
- Shah, Priyanka end Arora, Parvinder. 2014 . *M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study*. Accounting and Finance Research, Vol. 3, No. 2.
- Satish Kumar Lalit K. Bansal, (2008). "The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India". *Management Decision*, Vol. 46 Iss 10 pp. 1531-1543. <http://dx.doi.org/10.1108/00251740810920029>
- Simon K. Harvey. 2015. "The Role of Mergers and Acquisitions in Firm Performance: A Ghanaian Case Study". *Journal of Applied Business and Economics* Vol. 17(1).
- Stanley Septian end Christiana Fara Dharmastuti. 2019. *Synergy, Diversification And Firm Performance In Mergers And Acquisitions*. International Conference of Organizational

Innovation (ICOI), *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume 100

Sue-Fung Wang, Yi-Cheng Shih, Pei-Lung Lin. 2014. "The Long-Run Performance of Asian Commercial Bank Mergers and Acquisition". *Modern Economy*, 5, 341-359. <http://dx.doi.org/10.4236/me.2014.54034>

Sugiyono. 2016. "Metode Penelitian Manajemen". Bandung. Alfabeta

Zhu Lin and Moeller Scott. 2016. "An Analysis of Short-Term Performance of UK Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies". City Research Online, University of London Institutional Repository. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2863247>

LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Industri Manufaktur yang Merger dan Akuisi Peiode Tahun 2012-2013

Daftar Perusahaan Industri Manufaktur yang Merger dan Akuisisi Periode Tahun 2013 yang Terdaftar di BEI

| NO | Kode Perusahaan | Perusahaan Pengakuisisi | Perusahaan Target | Tahun Merger dan Akuisisi |
|----|-----------------|---|--|---------------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 1 | KLBF | Kalbe Farma Tbk | PT Hale International | 2012 |
| 2 | MPMX | PT Mitra Pinasthika Mustika | - PT Grahamitra Lestarijaya - PT Surya Anugerah Kencana | 2013 |
| 3 | AUTO | Astra Otoparts Tbk | PT Pakoakuina | 2013 |
| 4 | SIMP | Salim Ivomas Pratama Tbk(09 Jun 2011) | PT Mentari Pertiwi Makmur | 2013 |
| 5 | BYAN | Bayan Resources Tbk | - PT Apira Utama - PT Bara Sejati - PT Cahaya Alam | 2013 |
| 6 | TKIM | Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk(03 Apr 1990) | PT Oki Pulp & Paper Mills | 2013 |
| 7 | TELE | PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk (12 Jan 2012) | PT Mitra Telekomunikasi Selular | 2013 |
| 8 | SUGI | Sugih Energy Tbk | - PT Petronusa Bumi Bakti - International Mineral Resources Inc | 2013 |
| 9 | INDS | Indospring Tbk (10 Ags 1990) | PT Sinar Indra Nusa Jaya | 2013 |
| 10 | ICBP | Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (07 Okt 2010) | PT Pepsi - Cola Indo Beverage | 2013 |

Sumber: KPPU, data diolah 2020

Lampiran 2. Rincian Perhitungan Abnormal Return

Perhitungan Abnormal Return PT Astra Otopart Tbk

| No | Periode M&A | Close Price (AUTO) | Close Price (IHSG) | R_{i,t} | RM_t | AR(AUTO) |
|-----------|------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------------|------------------|
| 1 | -11 | 3800 | 5034,0708 | | | |
| 2 | -10 | 3725 | 5060,91895 | 3724 | 5059,918945 | -1335,919 |
| 3 | -9 | 3600 | 4994,0459 | 3599 | 4993,045898 | -1394,046 |
| 4 | -8 | 3475 | 4925,48291 | 3474 | 4924,48291 | -1450,483 |
| 5 | -7 | 3425 | 4991,87109 | 3424 | 4990,871094 | -1566,871 |
| 6 | -6 | 3500 | 5042,78906 | 3499 | 5041,789063 | -1542,789 |
| 7 | -5 | 3500 | 5089,33496 | 3499 | 5088,334961 | -1589,335 |
| 8 | -4 | 3500 | 5105,93701 | 3499 | 5104,937012 | -1605,937 |
| 9 | -3 | 3500 | 5054,62793 | 3499 | 5053,62793 | -1554,628 |
| 10 | -2 | 3500 | 5081,93994 | 3499 | 5080,939941 | -1581,940 |
| 11 | -1 | 3500 | 5089,87988 | 3499 | 5088,879883 | -1589,880 |
| 12 | 0 | 3450 | 5078,67822 | 3449 | 5077,678223 | -1628,678 |
| 13 | 1 | 3425 | 5145,68311 | 3424 | 5144,683105 | -1720,683 |
| 14 | 2 | 3400 | 5214,97607 | 3399 | 5213,976074 | -1814,976 |
| 15 | 3 | 3325 | 3525 | 3324 | 3524 | -200 |
| 16 | 4 | 3450 | 5207,99902 | 3449 | 5206,999023 | -1757,999 |
| 17 | 5 | 3525 | 5121,40283 | 3524 | 5120,402832 | -1596,403 |
| 18 | 6 | 3700 | 5155,09277 | 3699 | 5154,092773 | -1455,093 |
| 19 | 7 | 3600 | 5085,13623 | 3599 | 5084,13623 | -1485,136 |
| 20 | 8 | 3825 | 5176,23486 | 3824 | 5175,234863 | -1351,235 |
| 21 | 9 | 4250 | 5200,69287 | 4249 | 5199,692871 | -950,693 |
| 22 | 10 | 4250 | 5129,64697 | 4249 | 5128,646973 | -879,647 |

Perhitungan Abnormal Return PT Kalbe Farma Tbk

| No | Periode M&A | Close Price (KLBF) | Close Price (IHSG) | R_{i,t} | RM_t | AR(KLBF) |
|-----------|------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------------|------------------|
| 1 | -11 | 765 | 5034,070801 | | | |
| 2 | -10 | 765 | 5060,918945 | 764 | 5059,919 | -4295,919 |
| 3 | -9 | 740 | 4009,792969 | 739 | 4008,793 | -3269,793 |
| 4 | -8 | 740 | 3992,113037 | 739 | 3991,113 | -3252,113 |
| 5 | -7 | 735 | 4000,839111 | 734 | 3999,839 | -3265,839 |
| 6 | -6 | 740 | 5042,789063 | 739 | 5041,789 | -4302,789 |
| 7 | -5 | 760 | 5089,334961 | 759 | 5088,335 | -4329,335 |
| 8 | -4 | 765 | 5105,937012 | 764 | 5104,937 | -4340,937 |
| 9 | -3 | 765 | 5054,62793 | 764 | 5053,628 | -4289,628 |
| 10 | -2 | 770 | 5081,939941 | 769 | 5080,940 | -4311,940 |
| 11 | -1 | 770 | 5089,879883 | 769 | 5088,880 | -4319,880 |
| 12 | 0 | 775 | 5078,678223 | 774 | 5077,678 | -4303,678 |
| 13 | 1 | 780 | 5145,683105 | 779 | 5144,683 | -4365,683 |
| 14 | 2 | 790 | 5214,976074 | 789 | 5213,976 | -4424,976 |
| 15 | 3 | 790 | 3525 | 789 | 3524 | -2735 |
| 16 | 4 | 780 | 5207,999023 | 779 | 5206,999 | -4427,999 |
| 17 | 5 | 780 | 5121,402832 | 779 | 5120,403 | -4341,403 |
| 18 | 6 | 775 | 4102,529785 | 774 | 4101,530 | -3327,530 |
| 19 | 7 | 775 | 4121,556152 | 774 | 4120,556 | -3346,556 |
| 20 | 8 | 795 | 4141,98584 | 794 | 4140,986 | -3346,986 |
| 21 | 9 | 785 | 5200,692871 | 784 | 5199,693 | -4415,693 |
| 22 | 10 | 785 | 5129,646973 | 784 | 5128,647 | -4344,647 |

Lampiran 3. Rincian Perhitungan CAR

Perhitungan CAR Pada PT Astra Otopart Tbk dan PT Kalbe Farma Tbk

| No | Periode M&A | AR(AUTO) | AR(KLBF) | CAR(AUTO) | CAR(KLBF) |
|----|-------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 1 | -10 | -1335,92 | -4295,92 | -1335,92 | -4295,92 |
| 2 | -9 | -1394,05 | -3269,79 | -2729,96 | -7565,71 |
| 3 | -8 | -1450,48 | -3252,11 | -4180,45 | -10817,82 |
| 4 | -7 | -1566,87 | -3265,84 | -5747,32 | -14083,66 |
| 5 | -6 | -1542,79 | -4302,79 | -7290,11 | -18386,45 |
| 6 | -5 | -1589,33 | -4329,33 | -8879,44 | -22715,79 |
| 7 | -4 | -1605,94 | -4340,94 | -10485,38 | -27056,73 |
| 8 | -3 | -1554,63 | -4289,63 | -12040,01 | -31346,35 |
| 9 | -2 | -1581,94 | -4311,94 | -13621,95 | -35658,29 |
| 10 | -1 | -1589,88 | -4319,88 | -15211,83 | -39978,17 |
| 11 | 0 | -1628,68 | -4303,68 | -16840,51 | -44281,85 |
| 12 | 1 | -1720,68 | -4365,68 | -18561,19 | -48647,53 |
| 13 | 2 | -1814,98 | -4424,98 | -20376,17 | -53072,51 |
| 14 | 3 | -200,00 | -2735,00 | -20576,17 | -55807,51 |
| 15 | 4 | -1758,00 | -4428,00 | -22334,16 | -60235,51 |
| 16 | 5 | -1596,40 | -4341,40 | -23930,57 | -64576,91 |
| 17 | 6 | -1455,09 | -3327,53 | -25385,66 | -67904,44 |
| 18 | 7 | -1485,14 | -3346,56 | -26870,80 | -71251,00 |
| 19 | 8 | -1351,23 | -3346,99 | -28222,03 | -74597,98 |
| 20 | 9 | -950,69 | -4415,69 | -29172,72 | -79013,68 |
| 21 | 10 | -879,65 | -4344,65 | -30052,37 | -83358,32 |

Lampiran 4. Rincian Perhitungan BHAR

Hasil Perhitungan BHAR

| NO | Periode M&A | BHAR_{i,t} (KLBF) | BHAR_{i,t} (AUTO) | Rata-rata BHAR_{i,t} |
|-----------|------------------------|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| 1 | -60 | -0,0233 | -0,0118 | -0,0351 |
| 2 | -59 | -0,0947 | 0,0198 | -0,0749 |
| 3 | -58 | -0,0915 | 0,2082 | 0,1167 |
| 4 | -57 | -0,1255 | 0,0840 | -0,0415 |
| 5 | -56 | 0,0111 | 0,0336 | 0,0447 |
| 6 | -55 | -0,0046 | -0,0695 | -0,0741 |
| 7 | -54 | -0,1689 | 0,3472 | 0,1783 |
| 8 | -53 | 0,0374 | -0,1159 | -0,0786 |
| 9 | -52 | -0,0140 | -0,0727 | -0,0867 |
| 10 | -51 | -0,0924 | -0,0624 | -0,1548 |
| 11 | -50 | 0,0051 | -0,1180 | -0,1130 |
| 12 | -49 | -0,0415 | -0,1000 | -0,1415 |
| 13 | -48 | -0,0025 | -0,0078 | -0,0103 |
| 14 | -47 | 0,0241 | -0,1547 | -0,1306 |
| 15 | -46 | -0,1999 | -0,0376 | -0,2375 |
| 16 | -45 | 0,1284 | 0,3328 | 0,4612 |
| 17 | -44 | -0,1124 | -0,0576 | -0,1700 |
| 18 | -43 | 0,1675 | 0,0309 | 0,1984 |
| 19 | -42 | 0,3710 | 0,1657 | 0,5367 |
| 20 | -41 | -0,1566 | -0,0479 | -0,2045 |
| 21 | -40 | 0,1893 | 0,0929 | 0,2822 |
| 22 | -39 | -0,1292 | 0,0084 | -0,1208 |
| 23 | -38 | 0,0820 | 0,0180 | 0,1000 |
| 24 | -37 | 0,1236 | 0,6431 | 0,7667 |
| 25 | -36 | -0,0389 | -0,1088 | -0,1477 |
| 26 | -35 | -0,0063 | 0,0265 | 0,0202 |
| 27 | -34 | -0,0450 | 0,1518 | 0,1068 |
| 28 | -33 | 0,0042 | 0,0565 | 0,0607 |
| 29 | -32 | -0,0087 | -0,0760 | -0,0847 |
| 30 | -31 | 0,1397 | -0,0775 | 0,0622 |
| 31 | -30 | 0,0368 | -0,0339 | 0,0029 |
| 32 | -29 | 0,0955 | -0,1941 | -0,0986 |
| 33 | -28 | 0,0365 | -0,0190 | 0,0175 |
| 34 | -27 | -0,0382 | 0,0623 | 0,0240 |
| 35 | -26 | 0,0698 | -0,0474 | 0,0224 |
| 36 | -25 | 0,1021 | 0,1531 | 0,2553 |
| 37 | -24 | -0,0565 | -0,0411 | -0,0976 |
| 38 | -23 | -0,0352 | -0,0041 | -0,0393 |

| | | | | |
|----|-----|---------|---------|---------|
| 39 | -22 | 0,0103 | 0,1283 | 0,1386 |
| 40 | -21 | 0,2979 | 0,0202 | 0,3181 |
| 41 | -20 | -0,1217 | -0,1125 | -0,2343 |
| 42 | -19 | -0,0573 | 0,0122 | -0,0451 |
| 43 | -18 | 0,0170 | -0,0181 | -0,0011 |
| 44 | -17 | 0,0922 | 0,0323 | 0,1244 |
| 45 | -16 | 0,0126 | 0,0194 | 0,0319 |
| 46 | -15 | -0,0045 | -0,0760 | -0,0805 |
| 47 | -14 | -0,0709 | -0,0411 | -0,1121 |
| 48 | -13 | -0,0312 | 0,0582 | 0,0270 |
| 49 | -12 | 0,0725 | 0,0219 | 0,0944 |
| 50 | -11 | 0,0123 | -0,0094 | 0,0029 |
| 51 | -10 | 0,0010 | 0,0106 | 0,0116 |
| 52 | -9 | 0,0345 | 0,0472 | 0,0817 |
| 53 | -8 | -0,0645 | -0,0091 | -0,0736 |
| 54 | -7 | 0,0053 | -0,0334 | -0,0281 |
| 55 | -6 | -0,0181 | 0,0040 | -0,0141 |
| 56 | -5 | -0,0195 | -0,0780 | -0,0974 |
| 57 | -4 | 0,1113 | 0,0172 | 0,1285 |
| 58 | -3 | 0,0489 | -0,0150 | 0,0339 |
| 59 | -2 | -0,0577 | -0,0047 | -0,0623 |
| 60 | -1 | -0,0330 | -0,0343 | -0,0673 |
| 61 | 0 | 0,0330 | 0,1168 | 0,1498 |
| 62 | 1 | 0,1444 | -0,0032 | 0,1412 |
| 63 | 2 | 0,0110 | 0,0257 | 0,0367 |
| 64 | 3 | 0,0772 | 0,0497 | 0,1269 |
| 65 | 4 | -0,0094 | 0,1059 | 0,0965 |
| 66 | 5 | 0,0254 | -0,0498 | -0,0244 |
| 67 | 6 | 0,0945 | -0,0706 | 0,0238 |
| 68 | 7 | -0,0694 | -0,0510 | -0,1203 |
| 69 | 8 | 0,0955 | -0,1131 | -0,0176 |
| 70 | 9 | 0,0354 | 0,0228 | 0,0582 |
| 71 | 10 | 0,0436 | 0,0724 | 0,1160 |
| 72 | 11 | 0,0373 | -0,0150 | 0,0223 |
| 73 | 12 | 0,0368 | -0,0689 | -0,0321 |
| 74 | 13 | -0,1630 | 0,0228 | -0,1402 |
| 75 | 14 | 0,0528 | -0,0293 | 0,0235 |
| 76 | 15 | -0,0055 | 0,0159 | 0,0104 |
| 77 | 16 | 0,0201 | 0,0722 | 0,0923 |
| 78 | 17 | 0,0836 | -0,0793 | 0,0043 |
| 79 | 18 | -0,0131 | -0,0207 | -0,0338 |
| 80 | 19 | -0,0213 | 0,0593 | 0,0380 |
| 81 | 20 | 0,0382 | -0,1306 | -0,0923 |
| 82 | 21 | -0,0143 | -0,0380 | -0,0523 |

| | | | | |
|-----|----|---------|---------|---------|
| 83 | 22 | 0,0782 | -0,0399 | 0,0383 |
| 84 | 23 | -0,0009 | -0,0664 | -0,0672 |
| 85 | 24 | -0,0507 | -0,0867 | -0,1374 |
| 86 | 25 | 0,0237 | -0,0949 | -0,0712 |
| 87 | 26 | 0,0123 | -0,0186 | -0,0062 |
| 88 | 27 | 0,0143 | -0,4341 | -0,4198 |
| 89 | 28 | 0,0298 | 0,1253 | 0,1551 |
| 90 | 29 | 0,0071 | 0,0361 | 0,0432 |
| 91 | 30 | -0,0627 | -0,0249 | -0,0876 |
| 92 | 31 | 0,0202 | -0,0632 | -0,0430 |
| 93 | 32 | 0,0433 | 0,0076 | 0,0509 |
| 94 | 33 | -0,0005 | 0,0694 | 0,0689 |
| 95 | 34 | -0,0336 | 0,0466 | 0,0131 |
| 96 | 35 | 0,0632 | 0,0424 | 0,1056 |
| 97 | 36 | 0,0100 | -0,0834 | -0,0734 |
| 98 | 37 | -0,1199 | -0,0149 | -0,1348 |
| 99 | 38 | -0,0141 | 0,0004 | -0,0137 |
| 100 | 39 | -0,0668 | 0,1356 | 0,0688 |
| 101 | 40 | -0,0437 | 0,0212 | -0,0225 |
| 102 | 41 | 0,0065 | -0,0633 | -0,0569 |
| 103 | 42 | -0,0598 | -0,0230 | -0,0828 |
| 104 | 43 | 0,0903 | -0,0332 | 0,0571 |
| 105 | 44 | -0,0483 | 0,0528 | 0,0045 |
| 106 | 45 | 0,0479 | 0,2422 | 0,2901 |
| 107 | 46 | 0,0228 | -0,0331 | -0,0103 |
| 108 | 47 | 0,0516 | -0,0684 | -0,0168 |
| 109 | 48 | 0,0371 | -0,1076 | -0,0705 |
| 110 | 49 | -0,0416 | 0,0521 | 0,0104 |
| 111 | 50 | 0,0038 | 0,0019 | 0,0057 |
| 112 | 51 | -0,0966 | 0,0666 | -0,0301 |
| 113 | 52 | -0,0184 | -0,1568 | -0,1752 |
| 114 | 53 | -0,0434 | -0,0429 | -0,0863 |
| 115 | 54 | 0,0364 | -0,0039 | 0,0324 |
| 116 | 55 | -0,0266 | -0,1801 | -0,2067 |
| 117 | 56 | 0,0080 | -0,0935 | -0,0855 |
| 118 | 57 | -0,0381 | -0,1069 | -0,1450 |
| 119 | 58 | 0,0379 | -0,0352 | 0,0027 |
| 120 | 59 | 0,0636 | 0,1166 | 0,1801 |
| 121 | 60 | -0,0185 | -0,0828 | -0,1013 |

Lampiran 5. Rincian Perhitungan Kinerja Keuangan

Hasil Perhitungan Rasio Keuangan

| Perusahaan | Tahun | Tobin's Q | ROA(%) | ROE(%) | EPS(Rp) |
|------------|-------|-----------|--------|--------|---------|
| KLBF | 2007 | 1,98 | 13,73 | 20,84 | 69,49 |
| | 2008 | 0,22 | 12,39 | 19,51 | 69,60 |
| | 2009 | -0,06 | 14,33 | 21,55 | 91,47 |
| | 2010 | 4,16 | 18,29 | 23,94 | 126,66 |
| | 2011 | 3,66 | 17,91 | 23,85 | 145,95 |
| | 2012 | 5,25 | 18,41 | 24,58 | 34,15 |
| | 2013 | 4,76 | 16,96 | 23,67 | 40,95 |
| | 2014 | 6,46 | 16,62 | 22,01 | 44,05 |
| | 2015 | 4,08 | 14,63 | 19,15 | 42,76 |
| | 2016 | 4,22 | 15,10 | 19,31 | 49,06 |
| | 2017 | 4,33 | 14,47 | 18,10 | 51,28 |
| AUTO | 2008 | 0,51 | 14,22 | 21,34 | 733,99 |
| | 2009 | 0,00 | 16,54 | 23,94 | 996,25 |
| | 2010 | 1,80 | 20,43 | 29,56 | 1479,83 |
| | 2011 | 1,84 | 14,46 | 22,76 | 261,09 |
| | 2012 | 1,63 | 11,86 | 19,20 | 273,16 |
| | 2013 | 1,24 | 7,98 | 10,68 | 208,78 |
| | 2014 | 1,35 | 6,06 | 8,59 | 180,85 |
| | 2015 | 0,65 | 2,22 | 3,14 | 66,10 |
| | 2016 | 0,47 | 2,86 | 3,97 | 86,77 |
| | 2017 | 0,59 | 3,74 | 5,13 | 114,41 |
| | 2018 | 0,36 | 3,85 | 5,42 | 126,77 |

Lampiran 6. Output Statistik Deskriptif SPSS 25

Statistik Deskriptif CAR

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|----------|----------------|
| CAR (-10) | 20 | -,1000 | ,2000 | -,014000 | ,0964856 |
| CAR (+10) | 20 | -,1500 | ,3900 | ,040000 | ,1450227 |
| Valid N (listwise) | 20 | | | | |

Statistik Deskriptif BHAR

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|----------|----------------|
| BHAR (-60) | 60 | -,2375 | ,7667 | ,021537 | ,1788644 |
| BHAR (+60) | 60 | -,4198 | ,2901 | -,012337 | ,1058274 |
| Valid N (listwise) | 60 | | | | |

Statistik Deskriptif Tobin's Q

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|--------|----------------|
| Tobin's Q (-5) | 10 | -,06 | 4,16 | 1,5740 | 1,46975 |
| Tobin's Q (+5) | 10 | ,36 | 6,46 | 2,7270 | 2,26498 |
| Valid N (listwise) | 10 | | | | |

Statistik Deskriptif ROA

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| ROA% (-5) | 10 | 11,86 | 20,43 | 15,4160 | 2,76991 |
| ROA% (+5) | 10 | 2,22 | 16,96 | 9,6510 | 6,34663 |
| Valid N (listwise) | 10 | | | | |

Statistik Deskriptif ROE

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| ROE% (-5) | 10 | 19,20 | 29,56 | 22,6490 | 2,99059 |
| ROE% (+5) | 10 | 3,14 | 23,67 | 12,8490 | 8,27346 |
| Valid N (listwise) | 10 | | | | |

Statistik Deskriptif EPS

Descriptive Statistics

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|----------|----------------|
| EPS (-5) | 10 | 69,49 | 1479,83 | 424,7490 | 484,79129 |
| EPS (+5) | 10 | 40,95 | 180,85 | 80,3000 | 46,86457 |
| Valid N (listwise) | 10 | | | | |

Lampiran 7. Output Uji Normalitas SPSS 25

Uji Normalitas CAR

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | CAR (-10) | CAR (+10) |
|----------------------------------|----------------|-------------------|-------------------|
| N | | 20 | 20 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | -,014000 | ,040000 |
| | Std. Deviation | ,0964856 | ,1450227 |
| Most Extreme Differences | Absolute | ,292 | ,232 |
| | Positive | ,292 | ,232 |
| | Negative | -,186 | -,129 |
| Test Statistic | | ,292 | ,232 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | ,000 ^c | ,006 ^c |
| Exact Sig. (2-tailed) | | ,052 | ,198 |
| Point Probability | | ,000 | ,000 |

Uji Normalitas BHAR

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | BHAR Pre | BHAR Post |
|----------------------------------|----------------|-------------------|---------------------|
| N | | 60 | 60 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | ,021537 | -,012337 |
| | Std. Deviation | ,1788644 | ,1058274 |
| Most Extreme Differences | Absolute | ,156 | ,075 |
| | Positive | ,156 | ,071 |
| | Negative | -,095 | -,075 |
| Test Statistic | | ,156 | ,075 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | ,001 ^c | ,200 ^{c,d} |
| Exact Sig. (2-tailed) | | ,097 | ,864 |
| Point Probability | | ,000 | ,000 |

Uji Normalitas Rasio Keuangan

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | Tobin's Q | ROA | ROE | EPS | SQRT_EPS |
|----------------------------------|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| N | | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | 2,1492 | 12,5336 | 252,5231 | 13,2988 | 13,2988 |
| | Std. Deviation | 1,95050 | 5,60961 | 378,93207 | 8,92456 | 8,92456 |
| Most Extreme Differences | Absolute | ,185 | ,235 | ,328 | ,254 | ,254 |
| | Positive | ,185 | ,139 | ,328 | ,254 | ,254 |
| | Negative | -,139 | -,235 | -,288 | -,220 | -,220 |
| Test Statistic | | ,185 | ,235 | ,271 | ,328 | ,254 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | ,071 ^c | ,005 ^c | ,000 ^c | ,000 ^c | ,001 ^c |
| Exact Sig. (2-tailed) | | ,446 | ,188 | ,087 | ,020 | ,126 |
| Point Probability | | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 | ,000 |

Lampiran 8. Output Uji Hipotesis SPSS 25

Uji Hipotesis 1

Paired Samples Statistics

| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|--------|-----------|---------------|----|----------------|-----------------|
| Pair 1 | CAR (-1) | -27595,000245 | 2 | 17512,4506467 | 12383,1726075 |
| | CAR (+1) | -33604,361573 | 2 | 21274,2587226 | 15043,1726075 |
| Pair 2 | CAR (-3) | -24642,767009 | 6 | 12415,1936264 | 5068,4815737 |
| | CAR (+3) | -36173,512289 | 6 | 18053,8006231 | 7370,4332408 |
| Pair 3 | CAR (-5) | -21699,393799 | 10 | 11266,9878895 | 3562,9344100 |
| | CAR (+5) | -38811,822607 | 10 | 19111,4912001 | 6043,5841674 |
| Pair 4 | CAR (-10) | -14671,363464 | 20 | 11211,3343083 | 2506,9305632 |
| | CAR (+10) | -45197,361547 | 20 | 22776,1225161 | 5092,8958210 |

Paired Samples Correlations

| | | N | Correlation | Sig. |
|--------|-----------------------|----|-------------|-------|
| Pair 1 | CAR (-1) & CAR (+1) | 2 | 1,000 | 0,000 |
| Pair 2 | CAR (-3) & CAR (+3) | 6 | 0,933 | 0,007 |
| Pair 3 | CAR (-5) & CAR (+5) | 10 | 0,782 | 0,008 |
| Pair 4 | CAR (-10) & CAR (+10) | 20 | 0,261 | 0,266 |

Paired Samples Test

| | | Paired Differences | | | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|--------|--------------------------|--------------------|----------------|-----------------|---|-------------|-------|----|-----------------|
| | | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 | CAR (-1) - CAR (+1) | 6009,36133 | 3761,80808 | 2660,00000 | -27789,14327 | 39807,86593 | 2,259 | 1 | 0,265 |
| Pair 2 | CAR (-3) - CAR (+3) | 11530,74528 | 7857,68585 | 3207,88682 | 3284,60970 | 19776,88086 | 3,594 | 5 | 0,016 |
| Pair 3 | CAR (-5) - CAR (+5) | 17112,42881 | 12464,29524 | 3941,55624 | 8196,00913 | 26028,84849 | 4,342 | 9 | 0,002 |
| Pair 4 | CAR (-10) - CAR (+10) | 30525,99808 | 22605,39117 | 5054,71913 | 19946,34935 | 41105,64681 | 6,039 | 19 | 0,000 |

Uji Hipotesis 2

Paired Samples Statistics

| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|--------|------------|-----------|----|----------------|-----------------|
| Pair 1 | BHAR (-36) | 0,034778 | 36 | 0,2130938 | 0,0355156 |
| | BHAR (+36) | -0,004269 | 36 | 0,1054008 | 0,0175668 |
| Pair 2 | BHAR (-60) | 0,021542 | 60 | 0,1788559 | 0,0230902 |
| | BHAR (+60) | -0,012336 | 60 | 0,1058324 | 0,0136629 |

Paired Samples Correlations

| | | N | Correlation | Sig. |
|--------|-------------------------|----|-------------|-------|
| Pair 1 | BHAR (-36) & BHAR (+36) | 36 | -0,192 | 0,263 |
| Pair 2 | BHAR (-60) & BHAR (+60) | 60 | -0,104 | 0,428 |

Paired Samples Test

| | | Paired Differences | | | | | | | | |
|--------|-------------------------|--------------------|----------------|-----------------|---|-----------|-------|----|-----------------|--|
| | | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | t | df | Sig. (2-tailed) | |
| | | | | | Lower | Upper | | | | |
| Pair 1 | BHAR (-36) - BHAR (+36) | 0,0390463 | 0,2552060 | 0,0425343 | -0,0473029 | 0,1253956 | 0,918 | 35 | 0,365 | |
| Pair 2 | BHAR (-60) - BHAR (+60) | 0,0338777 | 0,2171045 | 0,0280281 | -0,0222063 | 0,0899618 | 1,209 | 59 | 0,232 | |

Uji Hipotesis 3

Paired Samples Statistics

| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|--------|---------------|------------------|---|----------------|-----------------|
| Pair 1 | Tobin,s Q(-1) | 2,644511689556 | 2 | 1,4378817 | 1,0167359 |
| | Tobin's Q(+1) | 3,055034787365 | 2 | 2,4176835 | 1,7095604 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-2) | 2,820373712021 | 4 | 1,2758466 | 0,6379233 |
| | Tobin's Q(+2) | 3,304352226465 | 4 | 2,7682543 | 1,3841272 |
| Pair 3 | ROA(-1) | 14,885940030066 | 2 | 4,2811843 | 3,0272544 |
| | ROA(+1) | 11,512702499381 | 2 | 7,7095660 | 5,4514864 |
| Pair 4 | ROA(-2) | 15,629659887364 | 4 | 3,0494427 | 1,5247214 |
| | ROA(+2) | 10,466055823811 | 4 | 7,4707056 | 3,7353528 |
| Pair 5 | ROE(-1) | 21,525998190192 | 2 | 3,2866996 | 2,3240476 |
| | ROE(+1) | 16,133748111901 | 2 | 10,6628859 | 7,5397989 |
| Pair 6 | ROE(-2) | 22,436803189587 | 4 | 2,2222918 | 1,1111459 |
| | ROE(+2) | 14,353739943866 | 4 | 10,0720380 | 5,0360190 |
| Pair 7 | EPS(-1) | 209,553279354652 | 2 | 89,9532622 | 63,6065617 |
| | EPS(+1) | 110,900769783232 | 2 | 98,9261685 | 69,9513646 |
| Pair 8 | EPS(-2) | 201,713948429973 | 4 | 76,1004463 | 38,0502231 |
| | EPS(+2) | 82,986118408306 | 4 | 66,1976740 | 33,0988370 |

Paired Samples Correlations

| | | N | Correlation | Sig. |
|--------|-------------------------------|---|-------------|-------|
| Pair 1 | Tobin,s Q(-1) & Tobin's Q(+1) | 2 | 1,000 | 0,000 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-2) & Tobin's Q(+2) | 4 | 0,981 | 0,019 |
| Pair 3 | ROA(-1) & ROA(+1) | 2 | 1,000 | 0,000 |
| Pair 4 | ROA(-2) & ROA(+2) | 4 | 0,841 | 0,159 |
| Pair 5 | ROE(-1) & ROE(+1) | 2 | 1,000 | 0,000 |
| Pair 6 | ROE(-2) & ROE(+2) | 4 | 0,591 | 0,409 |
| Pair 7 | EPS(-1) & EPS(+1) | 2 | 1,000 | 0,000 |
| Pair 8 | EPS(-2) & EPS(+2) | 4 | 0,745 | 0,255 |

Paired Samples Test

Paired Differences

| | | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|--------|-------------------------------|-------------|----------------|-----------------|---|-------------|--------|----|-----------------|
| | | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 | Tobin,s Q(-1) - Tobin's Q(+1) | -0,4105231 | 0,9798018 | 0,6928245 | -9,2136928 | 8,3926466 | -0,593 | 1 | 0,659 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-2) - Tobin's Q(+2) | -0,4839785 | 1,5363304 | 0,7681652 | -2,9286230 | 1,9606659 | -0,630 | 3 | 0,573 |
| Pair 3 | ROA(-1) - ROA(+1) | 3,3732375 | 3,4283817 | 2,4242320 | -27,4295503 | 34,1760253 | 1,391 | 1 | 0,397 |
| Pair 4 | ROA(-2) - ROA(+2) | 5,1636041 | 5,1746189 | 2,5873094 | -3,0703693 | 13,3975774 | 1,996 | 3 | 0,140 |
| Pair 5 | ROE(-1) - ROE(+1) | 5,3922501 | 7,3761863 | 5,2157513 | -60,8801541 | 71,6646543 | 1,034 | 1 | 0,489 |
| Pair 6 | ROE(-2) - ROE(+2) | 8,0830632 | 8,9403172 | 4,4701586 | -6,1429765 | 22,3091029 | 1,808 | 3 | 0,168 |
| Pair 7 | EPS(-1) - EPS(+1) | 98,6525096 | 8,9729063 | 6,3448029 | 18,0341449 | 179,2708742 | 15,549 | 1 | 0,041 |
| Pair 8 | EPS(-2) - EPS(+2) | 118,7278300 | 51,6650401 | 25,8325200 | 36,5172221 | 200,9384379 | 4,596 | 3 | 0,019 |

Uji Hipotesis 4

Paired Samples Statistics

| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|---------|---------------|---------------|----|----------------|-----------------|
| Pair 1 | Tobin's Q(-3) | 2,170325970 | 6 | 1,527991657 | 0,623799982 |
| | Tobin's Q(+3) | 2,961491372 | 6 | 2,486532892 | 1,015122803 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-4) | 1,654711109 | 8 | 1,607101685 | 0,568196250 |
| | Tobin's Q(+4) | 2,821917503 | 8 | 2,328711579 | 0,823323874 |
| Pair 3 | Tobin's Q(-5) | 1,572375316 | 10 | 1,469230231 | 0,464611394 |
| | Tobin's Q(+5) | 2,726082109 | 10 | 2,265726087 | 0,716485499 |
| Pair 4 | ROA(-3) | 16,213252815 | 6 | 3,180616698 | 1,298481330 |
| | ROA(+3) | 9,893252509 | 6 | 6,937625941 | 2,832273930 |
| Pair 5 | ROA(-4) | 15,776425410 | 8 | 3,018118139 | 1,067065901 |
| | ROA(+4) | 9,774841441 | 8 | 6,607507836 | 2,336106799 |
| Pair 6 | ROA(-5) | 15,416267136 | 10 | 2,770245992 | 0,876028701 |
| | ROA(+5) | 9,650931059 | 10 | 6,347553091 | 2,007272534 |
| Pair 7 | ROE(-3) | 23,476254055 | 6 | 3,459046190 | 1,412149694 |
| | ROE(+3) | 13,422601985 | 6 | 9,273580812 | 3,785923513 |
| Pair 8 | ROE(-4) | 23,039083718 | 8 | 3,256302832 | 1,151276907 |
| | ROE(+4) | 13,121388700 | 8 | 8,724246178 | 3,084486817 |
| Pair 9 | ROE(-5) | 22,648442552 | 10 | 2,989857489 | 0,945475954 |
| | ROE(+5) | 12,849385482 | 10 | 8,273525966 | 2,616318633 |
| Pair 10 | EPS(-3) | 396,359263454 | 6 | 535,868979644 | 218,767594852 |
| | EPS(+3) | 76,911722034 | 6 | 53,958692347 | 22,028543907 |
| Pair 11 | EPS(-4) | 430,500177517 | 8 | 520,040544268 | 183,862097672 |
| | EPS(+4) | 78,117141388 | 8 | 48,884065154 | 17,283126981 |
| Pair 12 | EPS(-5) | 424,748100602 | 10 | 484,791439884 | 153,304514019 |

| | | | | |
|---------|--------------|----|--------------|--------------|
| EPS(+5) | 80,298131972 | 10 | 46,865347446 | 14,820124127 |
|---------|--------------|----|--------------|--------------|

Paired Samples Correlations

| | | N | Correlation | Sig. |
|---------|-------------------------------|----|-------------|-------|
| Pair 1 | Tobin's Q(-3) & Tobin's Q(+3) | 6 | 0,512 | 0,299 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-4) & Tobin's Q(+4) | 8 | 0,453 | 0,260 |
| Pair 3 | Tobin's Q(-5) & Tobin's Q(+5) | 10 | 0,503 | 0,138 |
| Pair 4 | ROA(-3) & ROA(+3) | 6 | 0,159 | 0,763 |
| Pair 5 | ROA(-4) & ROA(+4) | 8 | -0,034 | 0,936 |
| Pair 6 | ROA(-5) & ROA(+5) | 10 | -0,035 | 0,924 |
| Pair 7 | ROE(-3) & ROE(+3) | 6 | -0,204 | 0,698 |
| Pair 8 | ROE(-4) & ROE(+4) | 8 | -0,307 | 0,460 |
| Pair 9 | ROE(-5) & ROE(+5) | 10 | -0,269 | 0,452 |
| Pair 10 | EPS(-3) & EPS(+3) | 6 | 0,191 | 0,717 |
| Pair 11 | EPS(-4) & EPS(+4) | 8 | 0,331 | 0,423 |
| Pair 12 | EPS(-5) & EPS(+5) | 10 | 0,408 | 0,242 |

Paired Samples Test

| | | Paired Differences | | | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|---------|-------------------------------|--------------------|----------------|-----------------|---|-----------|--------|----|-----------------|
| | | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 | Tobin's Q(-3) - Tobin's Q(+3) | -0,79117 | 2,15131 | 0,87827 | -3,04883 | 1,46650 | -0,901 | 5 | 0,409 |
| Pair 2 | Tobin's Q(-4) - Tobin's Q(+4) | -1,16721 | 2,14897 | 0,75978 | -2,96379 | 0,62938 | -1,536 | 7 | 0,168 |
| Pair 3 | Tobin's Q(-5) - Tobin's Q(+5) | -1,15371 | 1,98495 | 0,62770 | -2,57366 | 0,26624 | -1,838 | 9 | 0,099 |
| Pair 4 | ROA(-3) - ROA(+3) | 6,32000 | 7,15606 | 2,92145 | -1,18983 | 13,82983 | 2,163 | 5 | 0,083 |
| Pair 5 | ROA(-4) - ROA(+4) | 6,00158 | 7,35683 | 2,60103 | -0,14888 | 12,15205 | 2,307 | 7 | 0,054 |
| Pair 6 | ROA(-5) - ROA(+5) | 5,76534 | 7,01373 | 2,21794 | 0,74801 | 10,78266 | 2,599 | 9 | 0,029 |
| Pair 7 | ROE(-3) - ROE(+3) | 10,05365 | 10,53782 | 4,30205 | -1,00511 | 21,11241 | 2,337 | 5 | 0,067 |
| Pair 8 | ROE(-4) - ROE(+4) | 9,91770 | 10,20462 | 3,60788 | 1,38642 | 18,44897 | 2,749 | 7 | 0,029 |
| Pair 9 | ROE(-5) - ROE(+5) | 9,79906 | 9,52348 | 3,01159 | 2,98637 | 16,61174 | 3,254 | 9 | 0,010 |
| Pair 10 | EPS(-3) - EPS(+3) | 319,44754 | 528,22257 | 215,64596 | -234,88805 | 873,78313 | 1,481 | 5 | 0,199 |
| Pair 11 | EPS(-4) - EPS(+4) | 352,38304 | 505,97220 | 178,88819 | -70,62031 | 775,38638 | 1,970 | 7 | 0,090 |
| Pair 12 | EPS(-5) - EPS(+5) | 344,44997 | 467,62327 | 147,87546 | 9,93244 | 678,96750 | 2,329 | 9 | 0,045 |