

TUNNELING ATAU VALUE ADDED DALAM STRATEGI MERGER DAN AKUISISI DI INDONESIA

Mutamimah*
FE UNISSULA SEMARANG

Abstract

The purpose of this research is to analyze the effect of merger and acquisition strategy for majority and minority shareholders at Indonesia capital market. This research is important since most of company ownership structure in Indonesia is categorized concentrated structure, where its create a conflict between majority and minority shareholders. The population of the research are companies that go public in the Indonesia capital market until the year of 2006. These samples of this research consists of 35 companies, divided two groups : high and low concentrated ownership structure, that are selected based on purposive sampling method. In processes testing the hypothesis, 2 indicators were used, i.e. market indicator and accounting indicator. Event study analysis was used for market indicator, whereas multiple regression analysis was used for accounting indicator. The results show a market reaction negative and statistically significant on merger and acquisition announcement. Effect of merger and acquisition strategy on performance is negative and statistically significant. This is indicated that tunneling by majority shareholder to minority shareholders through merger and acquisition strategy, and acquisition not value added for shareholder minority.

Keywords: tunneling, value added, merger and acquisition strategy, majority and minority shareholders

PENDAHULUAN

Latar Belakang Penelitian

Konflik keagenan merupakan konflik yang bersifat fenomenal dan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan, seperti dijelaskan oleh teori Keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Teori tersebut menyatakan, bahwa konflik keagenan terjadi jika pemilik perusahaan menyerahkan pengelolannya kepada pihak lain, atau jika pemilik perusahaan bekerja sama dengan pihak lain.

Konflik keagenan tersebut terjadi antara pemegang saham dengan manajer atau antara pemegang saham dengan kreditur (Jensen dan Meckling, 1976). Namun dalam perkembangannya, konflik keagenan juga terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, antara pemegang saham

mayoritas dengan *stakeholder* lain, seperti pemasok dan karyawan (Zhuang *et al.*, 2000; dan Ariyoto, 2000).

Struktur kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi pada sedikit pemilik (Claessens, Djankov, dan Lang, 2000; Zhuang *et al.*, 2000; Gunarsih, 2003), sehingga konflik keagenan yang terjadi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Prowsen, 1998). Karakteristik lain dari struktur kepemilikan terkonsentrasi adalah apabila dalam perusahaan terdapat satu atau lebih pemegang saham terbesar sebagai pemegang saham pengendali yang mempunyai minimal 20% saham (peraturan Bapepam no. IX.H.1).

Strategi merger dan akuisisi merupakan strategi bisnis yang banyak dipilih oleh perusahaan agar tetap unggul dalam persaingan. Motivasi perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah untuk melakukan sinergi dan meningkatkan nilai tambah (*value added*) bagi seluruh pemegang saham (Khanna dan Palepu, 1997 dan 2000). Strategi merger dan akuisisi di Indonesia didukung oleh pemerintah melalui Peraturan Bapepam no. IX.E.1 yang melindungi hak-hak pemegang saham minoritas. Peraturan ini menjelaskan bahwa setiap transaksi yang mengandung benturan kepentingan harus mendapat persetujuan dari pemegang saham independen (minoritas), sehingga meskipun pemegang saham utama setuju dengan sebuah transaksi atau keputusan, namun apabila pemegang saham independen (minoritas) tidak setuju, maka transaksi tersebut tetap tidak boleh dilaksanakan. Melalui rapat umum pemegang saham (RUPS), tercermin bahwa kepentingan pemegang saham independen atau minoritas terlindungi dari perilaku *moral hazard* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas, karena mereka mempunyai kekuatan untuk menolak suatu transaksi benturan kepentingan yang tidak mereka setuju, meskipun kepemilikan saham mereka amat kecil.

Namun di Korea yang mempunyai karakteristik bisnis yang sangat terkonsentrasi pada kelompok (*Korean Business groups*), justru strategi merger dan akuisisi sebagai sarana *tunneling* oleh pemegang saham mayoritas yang merugikan pemegang saham minoritas (Bae Kee Hong, *et al.*, 2002). *Tunneling* merupakan pentransferan sumberdaya keluar perusahaan untuk keuntungan pemegang saham pengendali (Johnson *et al.*, 2000). Holmen dan Knopf (2004) menunjukkan adanya *tunneling* di Swedia dari pemegang saham mayoritas dan tidak menemukan adanya peningkatan kesejahteraan yang cukup signifikan dari perusahaan pemerger ke perusahaan target.

Berdasarkan dari latar belakang tersebut, dalam penelitian ini, diuji 2 pandangan dari strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, yaitu: 1). Pandangan Khanna dan Palepu (1997, 2000) yang menjelaskan bahwa strategi merger dan akuisisi memberikan manfaat bagi *shareholders*, yang disebut dengan "*value added view*", 2). Pandangan Johnson *et al.* (2000) yang menjelaskan bahwa strategi merger dan akuisisi dengan mentransfer kemakmuran dan memberikan

keuntungan bagi pemegang saham mayoritas dan merugikan pemegang saham minoritas, disebut "tunneling view".

Rumusan Masalah Penelitian

- a. Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi.
- b. Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, baik pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi maupun rendah.
- c. Bagaimana pengaruh investasi terhadap kinerja struktur kepemilikan terkonsentrasi
- d. Bagaimana pengaruh investasi terhadap kinerja struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi maupun rendah.

Tujuan Penelitian

- a. Untuk menguji dan menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi.
- b. Untuk menguji dan menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, baik pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi maupun rendah.
- c. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh investasi terhadap kinerja struktur kepemilikan terkonsentrasi.
- d. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh investasi terhadap kinerja struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi maupun rendah.

Kontribusi Penelitian

Penelitian ini mempunyai 3 kontribusi, yaitu kontribusi empiris, metodologis, dan kebijakan. Kontribusi empiris menguji efektifitas strategi merger dan akuisisi bagi pemegang saham (baik pemegang saham mayoritas maupun pemegang saham minoritas). Strategi merger dan akuisisi ini memberikan nilai tambah (*value added*) bagi seluruh pemegang saham, jika strategi tersebut direaksi positif oleh pasar atau dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur merger dan akuisisi dalam kaitannya dengan hak-hak pemegang saham dan struktur kepemilikan di *emerging market*. Selain itu penelitian ini diharapkan menjadi dasar untuk penelitian berikutnya terkait dengan merger dan akuisisi dan struktur kepemilikan.

Kontribusi kedua adalah kontribusi metodologis. Selama ini belum ada penelitian yang menguji keefektifan strategi merger dan akuisisi dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan indikator pasar dan indikator akuntansi. Penelitian ini melakukan analisis lebih lanjut dengan analisis 4 kuadran, yang menghubungkan antara aliran kas dengan set kesempatan investasi, sehingga hasilnya lebih baik.

Kontribusi ketiga adalah kontribusi kebijakan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada Bapepam dan bursa efek tentang strategi merger dan akuisisi di pasar modal Indonesia, dalam kaitannya dengan hak-hak pemegang saham minoritas dan struktur kepemilikan di pasar modal Indonesia.

Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Pengertian Merger dan Akuisisi

Merger berasal dari bahasa Latin "*mergere*" yang artinya (1). Bergabung bersama, menyatu, berkombinasi (2). Menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan sesuatu. Merger didefinisikan sebagai penggabungan dua perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar. Sementara akuisisi berasal dari bahasa Latin *acquisitio* dan bahasa Inggris *acquisition*, makna harfiah akuisisi adalah membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Akuisisi dalam terminologi bisnis diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa baik perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah (Moin, 2003). Namun untuk kasus di Indonesia, kedua istilah tersebut saling menggantikan satu dengan yang lain, serta dipakai secara bersamaan, yaitu merger dan akuisisi.

Motif Melakukan Merger dan Akuisisi

Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, yaitu motif ekonomi dan motif non-ekonomi. Motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Di sisi lain, motif non ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan tersebut, tetapi didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan (Moin, 2003).

1) Motif ekonomi

Esensi tujuan perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan adalah seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan dan bagi pemegang saham. Merger dan akuisisi memiliki motif ekonomi yang tujuan jangka panjangnya adalah untuk mencapai peningkatan nilai tersebut. Oleh karena itu seluruh aktivitas dan pengambilan keputusan harus diarahkan untuk mencapai tujuan ini. Motif strategis juga termasuk motif ekonomi ketika aktivitas merger dan akuisisi dilakukan untuk mencapai posisi strategis perusahaan agar memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan.

Biasanya perusahaan melakukan merger dan akuisisi untuk mendapatkan *economies of scale*.

2) Motif sinergi

Salah satu motivasi atau alasan utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah menciptakan sinergi. Sinergi merupakan nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi yang lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Sinergi dihasilkan melalui kombinasi aktivitas secara simultan dari kekuatan atau lebih elemen-elemen perusahaan yang bergabung sedemikian rupa sehingga gabungan aktivitas tersebut menghasilkan efek yang lebih besar dibandingkan dengan penjumlahan aktivitas-aktivitas perusahaan jika mereka bekerja sendiri.

3) Motif diversifikasi

Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi persaingan.

4) Motif non-ekonomi

Aktivitas merger dan akuisisi terkadang dilakukan bukan untuk kepentingan ekonomi saja tetapi juga untuk kepentingan yang bersifat non-ekonomi, seperti prestise dan ambisi. Motif non-ekonomi bisa berasal dari manajemen perusahaan atau pemilik perusahaan (*hubryst hypothesis*, ambisi pemilik).

Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Struktur kepemilikan mencerminkan jenis konflik keagenan yang terjadi. Ada 2 macam struktur kepemilikan, yaitu struktur kepemilikan tersebar dan struktur kepemilikan terkonsentrasi. Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, seperti Jepang, Eropa, dan sebagainya, pemegang saham mayoritas dapat melakukan monitoring dan kontrol terhadap manajemen perusahaan, sehingga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997; Zhuang et al., 2000; Wiwattanakantang, 2001). Namun, di negara-negara berkembang seperti Indonesia dan negara Asia lainnya, struktur kepemilikan terkonsentrasi yang secara umum didominasi oleh keluarga pendiri serta adanya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas yang lemah menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Kondisi ini sesuai dengan pernyataan Prowsen (1998), bahwa konflik keagenan yang utama di Indonesia adalah konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Munculnya masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas ini disebabkan oleh beberapa hal berikut. *Pertama*, pemegang saham mayoritas terlibat dalam manajemen sebagai direksi atau komisaris yang kemungkinan besar melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Mitton, 2002). *Kedua*, hak suara yang dimiliki pemegang saham mayoritas melebihi hak atas aliran kasnya, karena adanya kepemilikan saham dalam bentuk bersilang, piramida, dan berkelas (Claessens, Djankov, dan Lang 2000). Dengan bentuk kepemilikan seperti ini mendorong pemegang saham mayoritas untuk mengutamakan kepentingan mereka sendiri yang sangat berbeda dengan kepentingan investor dan stakeholder lain. *Ketiga*, pemegang saham mayoritas mempunyai kekuatan untuk mempengaruhi manajemen dalam membuat keputusan-keputusan yang hanya memaksimalkan kepentingannya dan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. *Keempat*, adanya perlindungan hak-hak pemegang saham minoritas yang lemah, mendorong pemegang saham mayoritas untuk melakukan *tunneling* yang merugikan pemegang saham minoritas (Claessens dan Fan, 2002). *Tunneling* merupakan perilaku manajemen atau pemegang saham mayoritas yang mentransfer aset dan profit perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri, namun biaya dibebankan kepada pemegang saham minoritas (Zhang, 2004). Contoh *tunneling* adalah tidak membagikan dividen, menjual aset atau sekuritas dari perusahaan yang mereka kontrol ke perusahaan lain yang mereka miliki dengan harga di bawah harga pasar, dan memilih anggota keluarganya yang tidak memenuhi kualifikasi untuk menduduki posisi penting di perusahaan (LaPorta et al., 2000).

Pengembangan Hipotesis

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi Pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, terjadi konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997; Zhuang et al., 2000). Pemegang saham mayoritas mempunyai kekuatan untuk mempengaruhi manajer dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan yang dibuat hanya akan menguntungkan mereka dan merugikan pemegang saham minoritas.

Merger dan akuisisi merupakan strategi bisnis yang banyak dipilih oleh perusahaan agar tetap unggul dalam persaingan. Merger dan akuisisi di Indonesia didukung oleh pemerintah melalui Peraturan Bapepam no. IX.E.1 yang melindungi hak-hak pemegang saham minoritas. Peraturan ini menjelaskan bahwa setiap transaksi yang mengandung benturan kepentingan harus mendapat persetujuan dari pemegang saham independen (minoritas), sehingga meskipun pemegang saham utama setuju dengan sebuah transaksi atau keputusan, namun apabila pemegang saham independen (minoritas) tidak setuju, maka transaksi tersebut tetap tidak boleh dilaksanakan. Melalui rapat umum pemegang saham, kepentingan pemegang

saham independen atau minoritas terlindungi dari perilaku *moral hazard* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas, karena mereka mempunyai kekuatan untuk menolak suatu transaksi benturan kepentingan yang tidak mereka setuju meskipun kepemilikan saham mereka amat kecil. Fenomena inilah yang menunjukkan bahwa melalui merger dan akuisisi, pemegang saham minoritas terlindungi dari tindakan *moral hazard* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas.

Merger dan akuisisi dimaksudkan untuk meningkatkan nilai tambah (*value added*) bagi pemegang saham. Tersedianya aliran kas bebas menunjukkan adanya sumber dana berlebihan (*slack resources*) dalam perusahaan yang dapat digunakan untuk pendanaan modal baru atau investasi (Gedajlovic, Yoshikawa, dan Hashimoto, 2001). Hasil investasi ini akan dinikmati oleh seluruh pihak yang terkait dengan perusahaan. McConnel dan Muscarella (1985), Chan, *et al.* (1990), dan Titman, Wei, dan Xie (2001) menemukan pengumuman merger dan akuisisi mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham perusahaan.

H1 : Pasar bereaksi positif terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi Tinggi dan Rendah

Struktur kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi pada sedikit pemilik (Claessens, Djankov, dan Lang, 2000; Zhuang *et al.*, 2000; Gunarsih, 2003). Claessens, Djankov, dan Lang (2000) menyatakan bahwa, 66,9% dari 178 sampel perusahaan publik di Indonesia mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi melalui bentuk piramida dengan keluarga sebagai pengendali utama. Zhuang *et al.*, (2000) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan di Indonesia adalah terkonsentrasi pada lima pemilik terbesar, yaitu sekitar 67,5%. Hasil tersebut didukung oleh Gunarsih (2003), yang menyatakan bahwa, rata-rata 65% kepemilikan terkonsentrasi ada pada tiga pemilik besar dan dimiliki oleh institusi. Struktur kepemilikan di Indonesia tergolong struktur kepemilikan terkonsentrasi menentukan jenis konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan.

Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, konflik keagenan yang terjadi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997; Zhuang, *et al.*, 2000). Hal ini sesuai dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1997), bahwa apabila kepemilikan terkonsentrasi sudah melewati batas tertentu, pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan perusahaan secara penuh dan mereka cenderung membuat kebijakan yang dapat memberi manfaat kepada dirinya saja.

Konflik keagenan yang terjadi sangat dipengaruhi oleh tingginya konsentrasi kepemilikan perusahaan. Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, konflik keagenan lebih tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah (Gugler dan Yurtoglu, 2000; Dewenter dan Warther, 1998). Oleh karena itu, pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi direaksi positif lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah.

H2 : Pasar bereaksi positif lebih besar terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding rendah

Pengaruh Investasi terhadap Kinerja Perusahaan pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Struktur kepemilikan menentukan jenis konflik yang terjadi. Struktur kepemilikan di Indonesia adalah struktur kepemilikan terkonsentrasi (Gunarsih, 2003). Konflik keagenan yang terjadi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas terjadi (Zhuang *et al.*, 2000). Pemegang saham mayoritas mempunyai kekuatan untuk mengendalikan manajer dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan yang dibuat hanya akan menguntungkan mereka dan merugikan pemegang saham minoritas.

Kebijakan investasi dapat meningkatkan value bagi pemegang saham. Tersedianya aliran kas bebas menunjukkan adanya sumber dana berlebihan (*slack resources*) dalam perusahaan yang dapat digunakan untuk pendanaan modal baru atau investasi (Gedajlovic, Yoshikawa, dan Hashimoto, 2001). Hasil investasi ini akan dinikmati oleh seluruh pihak yang terkait dengan perusahaan. McConnel dan Muscarella (1985), Chan, *et al.* (1990), dan Titman, Wei, dan Xie (2001) menemukan pengumuman peningkatan investasi mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham perusahaan. Oleh karena itu, untuk melindungi hak-hak pemegang saham minoritas dari tindakan *tunneling* yang dilakukan pemegang saham mayoritas, maka Bapepam mengeluarkan peraturan no IX.E.1 dan no. IX.G.1 mengenai investasi atau merger dan akuisisi. Dengan kata lain, kebijakan investasi sebagai cerminan terlindunginya hak-hak pemegang saham minoritas dari tindakan *tunneling* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas.

Sebagaimana disebutkan di atas bahwa, persetujuan dari pemegang saham minoritas sangat dibutuhkan, walaupun jumlah kepemilikan saham mereka kecil. Oleh karena itu, investasi mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pada struktur kepemilikan terkonsentrasi.

H3 : Investasi mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja struktur kepemilikan terkonsentrasi

Pengaruh Investasi terhadap Kinerja Perusahaan pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi Tinggi dan Rendah

Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, konflik keagenan yang terjadi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997; Zhuang *et al.*, 2000). Kebijakan investasi dapat meningkatkan kinerja perusahaan, karena kelebihan kas yang ada digunakan untuk investasi. McConnel dan Muscarella (1985), Chan, *et al.* (1990), dan Titman, Wei, dan Xie (2001) menemukan pengumuman investasi mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham perusahaan. Oleh karena itu, untuk melindungi hak-hak pemegang saham minoritas dari tindakan *tunneling* yang dilakukan pemegang saham mayoritas, maka Bapepam mengeluarkan peraturan no IX.E.1 dan no. IX.G.1 mengenai investasi atau merger dan akuisisi. Kebijakan investasi sebagai cerminan terlindunginya hak-hak pemegang saham minoritas dari *tunneling* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas.

Pengaruh investasi terhadap kinerja perusahaan tergantung pada tingkat struktur kepemilikan terkonsentrasi (Gugler dan Yurtoglu, 2000; Dewenter dan Warther, 1998). Investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi mempunyai pengaruh positif lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah terhadap kinerja perusahaan.

H4 : Investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi mempunyai pengaruh positif lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah terhadap profitabilitas perusahaan

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia sampai tahun 2006. Sampel diperoleh sebanyak 35 perusahaan yang diperoleh melalui teknik nonprobabilitas dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria sebagai berikut. *Pertama*, perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pemegang saham dengan kepemilikan saham minimal 20%. Hal ini sesuai dengan UU PM yang mendefinisikan pemegang saham mayoritas adalah pemegang saham yang mempunyai minimal 20% saham. *Kedua*, perusahaan mengumumkan merger dan akuisisi.

Sampel terbagi dalam 2 kelompok yaitu, 1) struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah (SKT rendah), jika perusahaan dimiliki oleh individu atau institusi (sebagai *largest shareholder*) antara 20% sampai kurang dari 50% (ownership < 50%); 2) struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi (SKT tinggi), jika perusahaan dimiliki oleh individu atau institusi (sebagai *largest shareholder*) sebesar 50% atau lebih (ownership > = 50%). Kriteria struktur kepemilikan terkonsentrasi didasarkan pada UU PM no. IX.H.1, yang menjelaskan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) adalah pihak yang memiliki saham atau efek yang bersifat ekuitas sebesar 20% atau lebih. Sampel berjumlah 35, terdiri dari: a) merger dan akuisisi SKT tinggi 20 sampel dan SKT rendah 15 sampel.

Variabel dan Pengukurannya

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah reaksi pasar dan profitabilitas perusahaan. Untuk menguji apakah strategi merger dan akuisisi dapat menambah nilai (*value added*) atau *tunneling* bagi pemegang saham ditunjukkan dengan indikator pasar dan indikator akuntansi. Indikator pasar menggunakan reaksi pasar, sedangkan indikator akuntansi menggunakan profitabilitas perusahaan.

Reaksi pasar yang diukur dengan *average abnormal return* (Husnan, 2001; Gugler dan Yurtoglu, 2000) dan *cumulative average abnormal return* (Gugler dan Yurtoglu, 2000). *Average abnormal return* yang diamati adalah saat pengumuman event ($t = 0$). *Cumulative average abnormal return* yang diuji adalah 2 hari sebelum pengumuman sampai 2 hari setelah pengumuman ($t = -2$ sampai $t = + 2$) dan saat sampai 5 hari setelah pengumuman ($t = 0$ sampai $t = + 5$).

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah investasi. Untuk indikator pasar, investasi diprosikan dengan pengumuman merger dan akuisisi. Untuk indikator akuntansi, investasi diprosikan dengan rasio perubahan total assets, yaitu $(\text{total assets}_t - \text{total assets}_{t-1}) / (\text{total assets}_{t-1})$.

Variabel Kontrol

Ukuran perusahaan (*size*) digunakan sebagai variabel kontrol. Perusahaan besar cenderung mempunyai jumlah aset besar, terdiversifikasi dan nilai kapitalisasinya besar, sehingga berdampak positif terhadap profitabilitas perusahaan (Demsetz dan Lehn, 1985), $\text{Size} = \text{Ln Assets}$ (Wiwattanakitang, 1999).

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini data sekunder, yaitu laporan-laporan keuangan perusahaan, tanggal pengumuman merger dan akuisisi, harga saham harian, indeks harga saham gabungan harian dan informasi-informasi lain yang terkait dengan penelitian ini. Tanggal pengumuman merger dan akuisisi adalah saat kebijakan tersebut diumumkan ke publik baik melalui media massa atau konferensi pers. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *JSX Statistics*, Pusat Riset Pasar Modal, Pusat Data Bisnis Indonesia, *Harian Bisnis Indonesia*, internet, database pasar modal PPA-UGM, dan sumber-sumber lain yang terkait dengan penelitian ini.

Teknik Analisis

Indikator Pasar

Untuk menjawab permasalahan penelitian, salah satu indikator yang digunakan adalah indikator pasar. Indikator pasar diukur dengan menghitung nilai *average abnormal return* dan *cumulative average abnormal return*. *Event* dalam penelitian ini adalah pengumuman merger dan akuisisi.

Abnormal return adalah selisih antara *actual return* dengan *expected return*. *Cumulative abnormal return* merupakan jumlah *abnormal return* selama periode *window* tertentu. Asumsi yang digunakan adalah tidak ada *event* lain selain pengumuman merger dan akuisisi selama periode pengamatan.

Adapun langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

- a. Menentukan *estimation period*, yaitu periode waktu yang digunakan untuk *menforecast expected return* saham. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 50 hari, yaitu t_{-60} sampai t_{-11} . Periode ini dianggap cukup untuk mengestimasi koefisien parameter model regresi *return* pasar.
- b. Menentukan *event period*, yaitu periode di sekitar *event time* (ketika *event* benar-benar terjadi). *Event period* yang dipilih dalam penelitian ini adalah 21 hari, yaitu $t=0$, 10 hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi dan 10 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi (t_{-10} , t_{+10}).
- c. Menghitung *return* pasar dengan rumus:

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1} \dots\dots\dots (1)$$

R_{mt} = *return* pasar

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada periode $t-1$

d. Menghitung *actual return* untuk saham i dengan rumus:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / (P_{it-1}) \dots\dots\dots (2)$$

R_{it} = *return* saham i pada periode
 P_{it} = harga saham i periode t
 P_{it-1} = harga saham i pada periode t-1

e. *Expected return* dihitung dengan menggunakan model indeks tunggal, rumusnya:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \dots\dots\dots (3)$$

$E(R_{it})$ = *expected return* untuk saham i periode t
 α_{it} = besarnya *return* saham individual yang tidak dipengaruhi harga pasar
 β_{it} = tingkat kepekaan *return* saham individual sebagai akibat erubahan harga pasar
 R_{mt} = *return* pasar untuk periode t
 e_{it} = *abnormal return*

f. *Abnormal return* dari saham i dihitung dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \dots\dots\dots (4)$$

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t
 R_{it} = *actual return* untuk saham i pada periode t
 $E(R_{mt})$ = *return* pasar pada periode t
 α_i = besarnya *return* saham i yang tidak dipengaruhi oleh *return* pasar
 β_{it} = kepekaan *return* saham i akibat berubahnya *return* pasar

g. Menghitung *cumulative average abnormal return* dengan rumus :

$$CAAR = \sum_t^k AAR \dots\dots\dots (5)$$

CAAR = *cumulative average abnormal return*
AAR = *abnormal return*
k = jumlah hari perdagangan yang diamati

Indikator Akuntansi

Diagnostic test dilakukan untuk menguji heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi apakah varian (σ^2) dari variabel dependen naik sebagai akibat naiknya varian dari variabel independen. Untuk mendeteksi masalah heteroskedastisitas dilakukan uji Glejser (Gujarati, 2003). Uji Glejser dilakukan dengan meregres variabel-variabel independen (*div*, *debt*, *invest*, *divown*, *debtown*, dan *investown*) dengan variabel dependen (variabel residual yang telah diabsolutkan).

Hasil Pengujian dan Pembahasan

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Hipotesis 1a Menyatakan pasar bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi. Hipotesis 1a didukung, apabila nilai *average abnormal return* ($AAR = 0$) atau *cumulative average abnormal return* ($CAAR_2 = -2; +2$) atau *cumulative average abnormal return* ($CAAR_5 = 0 ; +5$) pada pengumuman merger dan akuisisi adalah positif dan signifikan.

Tabel 1 menunjukkan *average abnormal return* pada saat pengumuman merger dan akuisisi ($AAR = 0$) negatif dan signifikan. Nilai *cumulative average abnormal return* ($CAAR_2 = -2; +2$) dan *cumulative average abnormal return* ($CAAR_5 = 0 ; +5$) adalah negatif, tetapi tidak signifikan. Dapat disimpulkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada hari $t = 0$ adalah negatif dan signifikan.

Setelah ditelusur lebih lanjut, reaksi negatif tersebut menunjukkan bahwa telah terjadi *tunneling* dalam strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi. Hal ini ditunjukkan oleh tabel 2 baris 2 dan kolom 3 terbukti nilai AAR dan $CAAR_5$ negatif dan signifikan secara statistis.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa pada kondisi aliran kas tinggi dengan kesempatan investasi rendah ($Q < 1$), konflik keagenan tinggi dan terbukti pengumuman merger dan akuisisi direaksi negatif dan signifikan oleh pasar. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa strategi merger dan akuisisi tidak memberikan nilai tambah (*value added*) bagi pemegang saham, tetapi strategi merger dan akuisisi justru sebagai sarana *tunneling* bagi pemegang saham mayoritas yang merugikan pemegang saham minoritas. Hasil penelitian ini mendukung Marco dan Mengoli (1999); Bae, Kang, dan Kim (2002).

Hasil tersebut memperkuat pernyataan Gugler (2001), bahwa secara umum agen lebih suka untuk menginvestasikan aliran kas bebas walaupun nilai investasinya negatif dibanding membagikan kas tersebut kepada pemegang saham. Hal ini karena besarnya ekspansi yang dilakukan oleh manajer akan mempengaruhi tingginya kompensasi yang mereka terima dan juga akan dapat meningkatkan *prestise* bagi manajer. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 1.

Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi pada Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi Tinggi dan Rendah

Hipotesis 2 menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dengan lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah. Hipotesis 2 didukung, apabila nilai *average abnormal return* (AAR) atau *cumulative abnormal return* (CAAR₂, CAAR₅) positif lebih besar pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah.

Tabel 2 menunjukkan nilai AAR, CAAR₂ pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi negatif dan signifikan secara statistis. Nilai CAAR₅ negatif tetapi tidak signifikan. Reaksi pasar saat pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi negatif dan signifikan.

Setelah ditelusur lebih lanjut, reaksi negatif tersebut menunjukkan telah terjadi *tunneling* melalui merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi. Hal ini ditunjukkan oleh tabel 3 baris 2 dan kolom 3, nilai AAR dan CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistis. Pada kondisi aliran kas tinggi dengan kesempatan investasi rendah di mana konflik keagenan tinggi dan pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi direaksi negatif oleh pasar. Hasil ini mengindikasikan bahwa strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi digunakan sebagai sarana *tunneling* oleh pemegang saham mayoritas dan merugikan pemegang saham minoritas.

Pada tabel 3 menunjukkan nilai AAR, CAAR₂, CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistis. Pada saat pengumuman merger dan akuisisi, pada 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman akuisisi dan saat sampai 5 hari sesudah pengumuman akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, reaksi pasar adalah negatif dan signifikan secara statistis.

Penelusuran reaksi pasar yang negatif pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah (tabel 5). Pada tabel tersebut baris 2 dan kolom 3 menunjukkan nilai AAR dan CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistis.

Pada kondisi aliran kas tinggi dengan kesempatan investasi rendah, konflik keagenan tinggi, serta adanya pengumuman merger dan akuisisi pada struktur

kepemilikan terkonsentrasi rendah direaksi negatif oleh pasar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah digunakan sebagai sarana *tunneling* terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas.

Reaksi negatif pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, dan perbedaannya signifikan secara statistis. *Tunneling* yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas melalui merger dan akuisisi lebih besar terjadi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah. Hasil ini menunjukkan kekuatan pemegang saham mayoritas untuk melakukan *tunneling* lebih besar terjadi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 2.

Tunneling melalui akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi di atas disebabkan oleh beberapa hal. *Pertama*, pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham mayoritas mempunyai insentif dan kemampuan untuk melakukan transaksi harga yang tidak fair untuk mengekspropriasi sumber-sumber (*resources*) dari kelompok perusahaan induk disalurkan ke kelompok perusahaan di bawahnya, fenomena ini disebut *tunneling* (Johnson, LaPorta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 2000). Pemegang saham mayoritas dapat juga menggunakan sumber-sumber internal secara rahasia untuk membantu anak perusahaan yang sedang mengalami kerugian atau masalah, tindakan ini disebut *propping* (Sarkar dan Sarkar, 2005). *Kedua*, perlindungan terhadap pemegang saham minoritas di Indonesia lemah (Laporta-Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny, 2000), sehingga kemungkinan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas sangat tinggi. *Ketiga*, adanya informasi asimetri antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas yang tinggi, mendorong tindakan ekspropriasi melalui akuisisi oleh pemegang saham mayoritas. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa apabila kepemilikan terkonsentrasi sudah melewati batas tertentu, pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan perusahaan secara penuh dan mereka cenderung membuat kebijakan yang hanya memberi manfaat kepada dirinya saja, dan merugikan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas mempunyai kekuatan untuk mempengaruhi manajemen dalam membuat keputusan-keputusan yang hanya memaksimumkan kepentingannya dan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. *Keempat*, adanya perlindungan hak-hak pemegang saham minoritas yang lemah, mendorong pemegang saham mayoritas untuk melakukan "*tunneling*" yang merugikan pemegang saham minoritas (Johnson, et al., 2000 dan Bae, et al., 2002). Johnson et al. (2000) mendefinisikan bahwa *tunneling* merupakan penstransferan sumber daya dan laba keluar perusahaan untuk keuntungan pemegang saham pengendali.

Hasil penelitian juga menunjukkan, bahwa besarnya reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi dari struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi negatif lebih besar dari struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, dan signifikan secara statistis. Terbukti bahwa strategi merger dan akuisisi tidak meningkatkan value added, tetapi juga menimbulkan adanya tunneling. *Tunneling* melalui strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi lebih besar dari struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah dan perbedaannya signifikan. Hasil ini mengindikasikan beberapa hal. *Pertama*, perbedaan pengelompokan struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dan rendah menjadi hal penting bagi pasar. *Kedua*, kekuatan pemegang saham mayoritas untuk mempengaruhi manajemen dalam pengambilan keputusan akuisisi lebih besar terjadi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, sehingga ekspropriasi melalui akuisisi lebih besar terjadi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding rendah.

Hasil Pengujian Indikator Akuntansi

Diagnostic test dalam penelitian ini dilakukan dengan menguji heteroskedastisitas. Hasil regresi setelah dihilangkan masalah heteroskedastisitasnya, menunjukkan nilai koefisien variabel investasi atau perubahan *total assets* pada struktur kepemilikan terkonsentrasi mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hipotesis 3 didukung, apabila nilai koefisien β_4 positif dan signifikan secara statistis. Hasil regresi tabel 7 menunjukkan bahwa koefisien variabel investasi positif (23,52200) dan signifikan secara statistis. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa kebijakan investasi mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis 3.

Hipotesis 4 menyatakan, bahwa investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi mempunyai pengaruh positif lebih besar dari pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah terhadap kinerja perusahaan. Hipotesis 4 didukung apabila nilai koefisien ($\beta_2 + \beta_3$) negatif lebih besar dari koefisien (β_4) dan signifikan secara statistis. Hasil regresi menunjukkan nilai koefisien variabel investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi adalah negatif (23,52200 + -23,5900), sedangkan nilai koefisien variabel investasi dari struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah adalah positif (23,52200) dan signifikan secara statistis. Investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, justru sebagai sarana *tunneling* terhadap pemegang saham minoritas. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 4. Uji sensitivitas dilakukan dengan memasukkan variabel kontrol, yaitu size dan menunjukkan bahwa setelah memasukkan variabel size ke dalam persamaan regresi, ternyata variabel size tidak signifikan secara statistis. Artinya hasil regresi dari pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen di atas bukan karena variabel size tetapi karena variabel-variabel itu sendiri.

Simpulan

Penelitian ini menguji strategi merger dan akuisisi terhadap kemakmuran pemegang saham pada struktur kepemilikan terkonsentrasi. Pengujian tersebut bertujuan menjawab permasalahan apakah strategi merger dan akuisisi meningkatkan nilai tambah (*value added*) bagi pemegang saham atau justru sebagai *tunneling* pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Penelitian ini penting, karena struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia adalah terkonsentrasi, sehingga konflik keagenan yang terjadi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Berdasarkan hasil pengujian baik menggunakan indikator pasar maupun indikator akuntansi, dapat disimpulkan bahwa strategi merger dan akuisisi tidak memberikan nilai tambah (*value added*) bagi pemegang saham mayoritas dan minoritas, baik pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi maupun rendah. Strategi merger dan akuisisi justru digunakan sebagai *tunneling* terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. *Tunneling* lebih besar terjadi pada pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan, antara lain. *Pertama*, penentuan $t = 0$ secara tepat sangat sulit, sehingga ketika penentuan $t = 0$ tidak tepat akan memperlemah hasil penelitian. *Kedua*, proksi struktur kepemilikan terkonsentrasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan maksimum oleh individu atau institusi dengan kepemilikan minimal 20% saham, oleh karena itu penelitian berikutnya bisa menggunakan proksi konsentrasi kepemilikan yang berbeda, misalnya menggunakan *herfindahl index*, institusi, dan sebagainya. *Ketiga*, untuk mengetahui keefektifan strategi merger dan akuisisi tidak cukup dengan menggunakan data sekunder saja. Oleh karena itu penelitian yang akan datang akan lebih baik, jika dilengkapi dengan data-data primer sehingga diharapkan bisa diperoleh hasil penelitian yang lebih baik.

Daftar Referensi

- Agrawal, Anup and CR. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, pp. 377-397.
- Ariyoto, Kresnohadi (2000), "Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya", *Majalah Usahawan*, no. 10 th XXIX, Oktober, pp. 3- 17.

- Bae Kee H., Jun Koo Kang And Jin-Mo Kim (2002),"Tunneling Or Value Added? Evidence From Merger By Korean Business Groups, *The Journal Of Finance*, Vo. LVII.No.6 P.2695-2740.
- Bigelli, Marco, and S. Mengoli (2000),"Sub Optimal Acquisition Decisions Under A Majority Shareholder System : An Empirical Investigation", *working paper*, <http://SSRN.Com>.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang, (2000),"The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, pp. 81-112.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang, (2002),"Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", *The Journal of Finance*.
- Gedajlovic Eric R., Toru Yoshikawa, dan Motomi Hashimoto (2001),"Ownership Structure, Investment Behavior and Firm Performance in Japanese Manufacturing Industries", *walking paper*, Erasmus Research Institute o Management.
- Gugler and Yurtoglu (2000),"Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", *Europian Economic Review*.
- Gunarsih, Tri (2003),"Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam *Corporate Governance* dan Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Perusahaan", *disertasi*, tidak dipublikasikan, UGM, Yogyakarta.
- Johnson Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer (2000)," Tunneling", *American Economic Review Review Papers and Proceeding* 90,22-27.
- Holmen, Martin and John D. Knopf (2004),"Minority Shareholder Protection and The Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39. No. 1, p 167-191.
- Khanna, Tarun and Krisna Palepu (1999),"Emerging Market Business Group, Foreign Investor, and Corporate Governance", *National Bureau of Economic Research, Workingpaper*, ><http://www.nber.org./papers>.
- Mitton (2002)," A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, pp. 1-31.
- Moin, Abdul. (2003). *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Jilid 1. Yogyakarta: Ekonisia.
- Riyanto, Bambang dan Gudono (1996),"An Assesment of The Impact of Compensation Plans on Stock Market Return : The Case of Merger and Acquisitions", *Kelola* no. 12., UGM, Yogyakarta.
- Zhuang, Juzhong, David Edwards, David Webb, Ma. Virginita A. Capulong (2000),"Corporate Governance and Finance in East Asia – A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand", *Asian Development Bank*, Manila.

LAMPIRAN

Tabel 1
AAR dan CAAR
Merger dan akuisisi

AAR (*Average Abnormal Return*) menunjukkan besarnya reaksi pasar pada periode t atau saat pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₂ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₅ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. * signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Strategi	AAR (t-value)	CAAR ₂ (t-value)	CAAR ₅ (t-value)
Merger dan Akuisisi	-0,00597 (-9,53140)*	-0,00611 (-1,00019)	-0,00446 (-0,10555)

Tabel 2
Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi
Merger dan Akuisisi

AAR (*Average Abnormal Return*) menunjukkan besarnya reaksi pasar pada periode t atau saat pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₂ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₅ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi.* signifikan pada $\alpha = 5\%$. IOS menunjukkan set kesempatan investasi. CF menunjukkan aliran kas.

IOS CF	Tinggi	Rendah
	Tinggi	AAR = -0,011383 (-1,10540) CAAR ₂ = -0,01840 (-0,51436) CAAR ₅ = -0,05261 (-1,44080)
Rendah	AAR = 0,012975 (0,502520) CAAR ₂ = 0,01883 (0,91410) CAAR ₅ = 0,05647 (1,10430)	AAR = -0,00696 (-0,59856) CAAR ₂ = -0,02545 (-1,26081) CAAR ₅ = -0,04272 (-0,84910)

Tabel 3
AAR dan CAAR
Merger dan Akuisisi pada SKT Tinggi dan Rendah

AAR (*Average Abnormal Return*) menunjukkan besarnya reaksi pasar pada periode t atau saat pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₂ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₅ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. *signifikan pada $\alpha = 5\%$, SKT tinggi menunjukkan struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, SKT rendah menunjukkan struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah.

Kelompok Sampel	AAR (t-value)	CAAR ₂ (t-value)	CAAR ₅ (t-value)
1. SKT tinggi	-0,02219 (-3,65000)*	-0,01014 (-2,98261)*	0,00814 (0,23399)
Uji beda (t value)	0,01500 (1,98230)*	-0,01217 (-2,13400)*	0,00631 (0,12100)
2. SKT rendah	-0,00974 (-2,05915)*	-0,00208 (-1,97104)*	-0,02476 (-2,36248)*

Tabel 4
Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi
Merger dan Akuisisi
SKT Tinggi

AAR (*Average Abnormal Return*) menunjukkan besarnya reaksi pasar pada periode t atau saat pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₂ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₅ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. * signifikan pada $\alpha = 5\%$. IOS menunjukkan set kesempatan investasi. CF menunjukkan aliran kas.

CF \ IOS	Tinggi	Rendah
	Tinggi	AAR = -0,01658 (-0,00911) CAAR ₂ = -0,13646 (-0,17223) CAAR ₅ = -0,15059 (-0,35225)
Rendah	AAR = 0,00984 (0,31820) CAAR ₂ = 0,00938 (0,32214) CAAR ₅ = 0,05007 (0,72816)	AAR = -0,00002 (-0,00135) CAAR ₂ = -0,02282 (-0,72502) CAAR ₅ = 0,02124 (0,68069)

Tabel 5
Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi
Merger dan Akuisisi
SKT Rendah

AAR (*Average Abnormal Return*) menunjukkan besarnya reaksi pasar pada periode t atau saat pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₂ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. CAAR₅ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. * signifikan pada $\alpha = 5\%$. IOS menunjukkan set kesempatan investasi. CF menunjukkan aliran kas.

CF \ IOS	Tinggi	Rendah
	Tinggi	AAR = -0,01495 (-1,03257) CAAR ₂ = 0,02527 (1,27623) CAAR ₅ = -0,01130 (-0,48910)
Rendah	AAR = 0,02555 (0,72894) CAAR ₂ = 0,06232 (2,09004) CAAR ₅ = 0,05251 (1,15760)	AAR = -0,09392 (0,03889) CAAR ₂ = -0,11307 (-1,35420) CAAR ₅ = -0,01519 (0,51094)

Tabel 6
Hasil Uji Regresi

$$ROE = \alpha_i + \beta_1 \text{Own} + \beta_2 \text{Invest} + \beta_3 (\text{Own} \times \text{Invest}) + \mu_i \dots\dots\dots (1)$$

Variabel dependennya ROE = *Return On Equity*. Variabel independennya adalah Own = 1 untuk struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, Own = 0 untuk struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, Invest = $(total\ aset_t - total\ aset_{t-1}) / (total\ aset_{t-1})$, Investown = investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi. * = signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Model	Unstandardized Coefficients (β)	T	Signif
Constant	72,41800	3,65200	0,00000
Own	-33,26400	-1,53500	0,01270
Invest	23,52200	2,58600	0,01100
Invesown	-23,5900	-2,59100	0,01100
R ²	0,01480		
F	3,48400		

* Mutamimah adalah staff pengajar di Fakultas Ekonomi Universitas Sultan Agung (UNISSULA) Semarang. Kritik dan dan saran dapat langsung menghubungi penulis dengan alamat email tatikmut@yahoo.com