



Jurnal

ISSN : 1978 - 7146

EMAS

Ekonomi, Manajemen dan Bisnis

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MAYJEN SUNGKONO
(UNIMAS)
MOJOKERTO**

Emas

Volume 5

Nomor 1

November 2011

Diterbitkan :

**Fakultas Ekonomi Universitas Mayjen Sungkono Mojokerto
(UNIMAS)**

Jl. Irian No. 4 Mojokerto Telp. (0321) 334055 Faks. (0321) 334055

EMAS

JURNAL EKONOMI, MANAJEMEN DAN BISNIS

Ketua Penyunting

Dr. Sumani, SE., M.Si., Ak.

Wakil Ketua Penyunting

Dr. Ludi Wisnu Wardana, SE., MM.

Penyunting Pelaksana

Dr. Sundjoto, Ir., MM.
Dr. Drs. Djarot Santoso, MA.
Dr. H.M. Wahyudi, SE., MM
Drs. H. Sotikno, MM.

Penyunting Ahli

Prof. Dr. H. M. Saleh, SE., M.Ec. (Guru Besar FE UNEJ)
Prof. Dr. H. Mulyadi P.S., SE. SU. (Guru Besar FE UNBRAW)
Prof. Dr. Agus Suroso, SE., MS. (Guru Besar FE UNSOED)
Prof. Dr. H. Imam Syakir, SE (Guru Besar FE UNAIR)

Pelaksana Tata Usaha

Makfyah Ryza Kurniawati, SE.

Alamat Penyunting dan Tata Usaha Redaksi :

Gedung Fakultas Ekonomi Universitas Mayjen Sungkono (UNIMAS)
Jl. Irian Jaya 04, Mojokerto Telp. (0321) 334055, Faks (0321) 334055

JURNAL EKONOMI, MANAJEMEN DAN BISNIS (EMAS)

Pelindung : Ir. H. Tirtohadji, MM. (Rektor)
Penanggungjawab : Drs. Suherman, SE., SH., MM. (Dekan FE)

**ANALISIS PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI SERTA
PENGARUHNYA TERHADAP RETURN
(Studi Pada Bank Umum di Bursa Efek Indonesia)**

Sumani

Prodi. Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember

ABSTRACT

This methodology calculates stock return through abnormal return, average abnormal return, and cumulative average abnormal return. Event study that applied on this research based on market adjusted model that assume the market indeks return is the best estimator to estimate securities return. Result of analyses using t-test indicate the following: (1) Acquiring bank get no significant negative average abnormal return during the announcement period. (2) merger and acquisition announcement cause the target get no significant positive average abnormal return during the announcement period. (3) There was no significant difference average abnormal return to acquiring bank between the period before and the period after a merger and acquisition announcement. (4) There was no significant difference average abnormal return to target between the period before and the period after a merger and acquisition announcement. This result shows that this research rejects all of hypotheses. This happens probably because the public knows information about merger and acquisition prior to the announcement, therefore investors was not gave a big respon to the event. Empirical evidence of this study indicates that capital market in Indonesia is not efficient.

Keywords : merger, acquisition, abnormal return, average abnormal return; and cumulative average abnormal return.

Sektor perbankan merupakan salah satu unsur penting dalam proses pembangunan. Menurut Syahril (2000), sektor perbankan memiliki beberapa peranan strategis, antara lain:

1. Menyelenggarakan transaksi pembayaran nasional
2. Menjalankan fungsi intermediasi (penyaluran dana dari penabung/pemilik modal ke investor)
3. Berfungsi sebagai alat transmisi kebijakan moneter.

Oleh karena itu, kebijakan-kebijakan perbankan merupakan salah satu bagian dari keseluruhan kebijakan pembangunan nasional yang secara sinergi bersama dengan sektor-sektor lain diarahkan untuk mencapai berbagai sasaran pembangunan, terutama pembangunan ekonomi, sekaligus mengatasi

berbagai permasalahan yang timbul di dalamnya, termasuk krisis ekonomi yang beberapa tahun terakhir melanda Indonesia.

Menurut Syahril (2000), terdapat lima faktor yang mengakibatkan kondisi perbankan nasional menjadi rentan terhadap gejolak ekonomi, yaitu:

- a) Adanya jaminan terselubung (*implicit guarantee*) dari bank sentral atas kelangsungan hidup bank
- b) Sistem pengawasan oleh bank sentral yang kurang efektif
- c) Besarnya pemberian kredit dan jaminan dari bank sentral
- d) Lemahnya kemampuan manajerial, pengawasan, dan sistem informasi bank
- e) Kurang transparannya informasi mengenai kondisi perbankan.

Karena perbankan memiliki peranan yang penting dalam proses kebangkitan (*recovery*) perekonomian secara keseluruhan, maka pemerintah segera melakukan restrukturisasi perbankan guna membangun kepercayaan masyarakat dalam dan luar negeri terhadap sistem keuangan dan perekonomian Indonesia.

Berkaitan dengan hal tersebut, pemerintah Indonesia menetapkan empat program pemberdayaan perbankan, yaitu:

1. Program rekapitalisasi bank-bank
2. Program restrukturisasi kredit
3. Program pengembangan infrastruktur perbankan
4. Program penyempurnaan pelaksanaan fungsi pengawasan bank.

Realisasi dari program-program pemberdayaan perbankan tersebut membawa implikasi yang besar terhadap bank-bank yang ada, terutama bank-bank yang mengalami kesulitan dalam keuangan (*financial distress*) maupun permodalan. Berdasarkan UU. No. 10/1998 tentang Perbankan disebutkan salah satu upaya yang dapat dilakukan oleh bank yang mengalami kesulitan yang membahayakan kelangsungan usahanya adalah melakukan merger atau konsolidasi dengan bank lain.

Akibatnya, fenomena yang terjadi di Indonesia adalah banyaknya bank yang memperbaiki permodalan dengan cara merger, akuisisi, maupun menambah permodalan (Dahlan, 1997). Dalam Peraturan Pemerintah Nomor 28/1999 tentang Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank disebutkan bahwa untuk menciptakan sistem perbankan yang sehat, efisien, tangguh dan mampu bersaing dalam era globalisasi dan perdagangan bebas diperlukan upaya yang dapat mendorong bank memperkuat dirinya melalui merger, konsolidasi, dan akuisisi.

Adapun pengertian merger dan akuisisi menurut peraturan pemerintah Nomor 28/1999 adalah:

- a) Merger adalah penggabungan dari 2 (dua) bank atau lebih, dengan cara tetap mempertahankan berdirinya salah satu bank dan membubarkan bank-bank lainnya tanpa melikuidasi terlebih dahulu.
- b) Akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan suatu bank yang mengakibatkan

beralihnya pengendalian terhadap bank, yaitu kemampuan untuk menentukan, baik secara langsung maupun tidak langsung dengan cara apa pun, pengelolaan dan atau kebijaksanaan bank.

Mengacu pada pendapat Eka dan Tandililin (2001) serta Amin dan Pakereng (2001), kata merger dan akuisisi dianggap memiliki pengertian dapat dipertukarkan (*interchangeable*). Berdasarkan acuan tersebut, maka kata merger dan akuisisi pada penelitian ini pun dianggap sama.

Secara umum, motivasi yang mendasari perusahaan melakukan merger atau akuisisi, menurut Atmaja (1999:67), antara lain; untuk mencapai sinergi, baik dalam operasi, keuangan, efisiensi, maupun peningkatan kekuatan pasar, menghemat pajak, membeli aktiva di bawah biaya penggantian, diversifikasi, mengurangi risiko bisnis, serta meningkatkan insentif manajemen perusahaan.

Pengaruh merger dan akuisisi bahkan telah muncul sejak saat suatu peristiwa merger dan akuisisi tersebut diumumkan, salah satunya terhadap harga saham, baik bagi perusahaan akuisitor maupun perusahaan target (Eka & Tandililin, 2001). Hal ini didukung oleh beberapa penelitian terdahulu tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Desai & Stover (1985), James & Wier (1987), Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), dan Amin & Pakereng (2001) yang menyatakan adanya *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Perubahan harga saham yang terjadi mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak dari pengumuman merger dan akuisisi (Eka & Tandililin, 2001).

Ada temuan menarik berkaitan dengan penelitian tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham. Sebagian besar penelitian menunjukkan adanya perolehan *return* yang berbeda antara perusahaan akuisitor dengan target, antara lain ditemukan dalam penelitian Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), Cornett dan Tehranian (1992) yang menyatakan bahwa perusahaan akuisitor memiliki

cumulative abnormal return (CAR) yang signifikan negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi, sebaliknya perusahaan target (*target firm*) memiliki *CAR* yang positif. Penemuan tersebut didukung oleh penelitian Eka & Tandililin (2001) tentang topik yang sama dengan obyek penelitian yang difokuskan hanya pada perusahaan-perusahaan target yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pelaku pasar modal memberikan reaksi yang positif, yaitu adanya *abnormal return (AR)* yang signifikan positif yang diperoleh pemegang saham perusahaan target di seputar pengumuman merger dan akuisisi walaupun secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *AR* sebelum dan sesudah pengumuman. Sedangkan penelitian Desai & Stover (1985) menunjukkan bahwa perusahaan akuisitor, walaupun kecil masih memperoleh *CAR* yang signifikan positif pada 1 hari setelah pengumuman.

Hasil penelitian-penelitian di atas menunjukkan bahwa secara umum, ada perbedaan *return* antara pihak-pihak yang terlibat dalam aktivitas ini. Berdasarkan uraian di atas, peneliti beranggapan bahwa topik tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi, baik perusahaan target (*target firm*) maupun perusahaan akuisitor menarik untuk diteliti di pasar modal Indonesia. Sedangkan perbankan, sebagai salah satu industri yang banyak mengalami fenomena merger dan akuisisi selama periode krisis moneter menarik untuk dijadikan obyek kajian.

Berdasarkan latar belakang tersebut di atas, maka dapat dibuat rumusan penelitian, yaitu : (a) Apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *AR* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi?; (b) Apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *AR* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi?; (c) Apakah ada perbedaan rata-rata *AR* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman mer-

ger dan akuisisi?; dan (d) Apakah ada perbedaan rata-rata *AR* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?

Selanjutnya yang menjadi tujuan dalam penelitian ini, meliputi : (a) Mengetahui dan menganalisis apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *AR* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi; (b) Mengetahui dan menganalisis apakah pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *AR* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi; (c) Mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan rata-rata *AR* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi; dan (d) Mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan rata-rata *AR* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

Mengacu pada hasil penelitian Trifis & Scanlon (1987), Hannón & Wolken (1989), Cornet dan Tehranian (1992), Amin dan Parkereng (2001), serta Eka dan Tandililin (2001) yang menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menjadi akuisitor dalam aktivitas merger dan akuisisi memperoleh *CAR* yang signifikan negatif, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan negatif bagi bank-bank umum yang menjadi akuisitor merger dan akuisisi.

Penelitian-penelitian di atas juga menelaah adanya *AR* yang diperoleh oleh perusahaan target, dan menemukan bahwa perusahaan target mempunyai *CAR* yang positif setelah adanya pengumuman merger dan akuisisi. Berdasarkan hasil empiris tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H₂: Diduga bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan positif bagi bank-bank umum yang menjadi

target dalam aktivitas merger dan akuisisi.

Hasil empiris dari penelitian Trifts & Scanlon (1987) serta Eka dan Tandililin (2001) mengindikasikan adanya perbedaan *AR* signifikan antara kondisi sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis berikut ini:

H₁: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum akuisitor antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

H₂: Diduga bahwa ada perbedaan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

METODE PENELITIAN

Fokus kajian dalam penelitian ini bersifat penjelasan (*explanation*), yaitu bertujuan menjelaskan fenomena yang ada berdasarkan pengetahuan dengan pengujian hipotesis. Hipotesis dibangun dari *theoretical framework* berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya guna menerangkan sifat dari hubungan tertentu ataupun membuat perbedaan-perbedaan atau independensi dari dua faktor atau lebih dalam suatu situasi (Sekaran, 1992:125).

Desain penelitian yang digunakan adalah desain eksperimen yaitu data atau informasi ilmiah penelitian diukur, diobservasi, dilakukan pendugaan parameter populasi dan dibandingkan dengan hipotesis yang diambil berdasarkan teori sebagai dasar observasi. Perbandingan inilah yang disebut dengan pengujian hipotesis diterima atau ditolak. Atas dasar inilah peneliti membuat inferensi logika untuk menentukan apakah teori yang digunakan dalam penelitian tersebut dapat diterima, harus dimodifikasi, atau harus ditolak (Djarwanto, 2001:85). Desain eksperimen yang sesuai dengan penelitian ini adalah "Before-After", yaitu subyek atau sampel yang sama diobservasi dua kali pada sebelum dan sesudah adanya perlakuan. (Djarwanto, 2001:143)

Populasi dan Pengambilan Sampel

Populasi yang akan dijadikan dasar pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah seluruh Bank Umum yang melakukan merger dan akuisisi di Indonesia tahun 1997-2002.

Adapun metode yang digunakan sebagai dasar pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu. Kriteria dan Proses Penentuan Sampel tampak pada Tabel

Tabel 1
Proses Penentuan Sampel

Kriteria Sampel	Jual	%
1. Seluruh bank umum merger dan akuisisi yang telah terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) sebelum melakukan merger dan akuisisi serta sahamnya diperdagangkan secara aktif selama periode pengamatan (<i>event window</i>).		
2. Seluruh bank umum yang mempublikasikan tanggal pengumuman merger dan akuisisinya (tanggal M & A).	10	29
	8	24
Jumlah akhir sampel yang memenuhi kriteria penentuan sampel	8	100
Sampel tersebut terdiri atas:		
- Bank umum akuisitor	2	25
- Bank umum target	6	75

Sumber: Indonesian Capital Market Directory dan Harian Bisnis Indonesia

Analisis Data

Model analisis yang dipakai adalah *event study*, di mana *return* saham diukur dengan menggunakan *abnormal return*, yaitu selisih antara *return actual* dengan *return pasar* atau *return ekspektasi*. Sedangkan model *event study* yang digunakan adalah *market adjusted model*, mengacu pada penelitian Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandililin (2001), yang beranggapan bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Lebih lanjut, Amin dan Pakereng (2001) menyatakan bahwa pertimbangan penggunaan model ini adalah: 1) model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain, 2) pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), pada tahap tersebut pasar modal memiliki ciri; sebagian besar saham yang diperdagangkan mempunyai transaksi yang tidak likuid sehingga saham-saham tersebut jarang diperdagangkan. Akibatnya, banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi.

Adapun lamanya periode pengamatan yang dilakukan adalah 41 hari (-20 sebelum, 1 hari pada saat, dan +20 setelah pengumuman merger dan akuisisi). Hal ini mengacu pada penelitian Amin dan Pakereng (2001), dengan pertimbangan bahwa periode ini cukup panjang untuk mengetahui reaksi dari para pemegang saham dan investor.

Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis pertama dan kedua:

Menurut Amin dan Pakereng (2001) serta Eka dan Tandililin (2001), dilakukan dengan tahapan dan rumusan berikut ini:

- Menentukan periode peristiwa yang disebut juga periode pengamatan atau periode jendela (*event window*). Dalam penelitian ini digunakan periode jendela 41 hari, yaitu *event day*-20 sampai +20, yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi. periode ini cukup panjang karena pemegang saham (investor) di Indonesia cenderung lambat dalam menyerap suatu informasi. Disamping itu,

mengacu pada pendapat Eka dan Tandililin (2001), pemakaian periode pengamatan ini karena adanya pertimbangan bahwa:

- Model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti model lain.
 - Pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), di mana pada tahap ini pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan jarang diperjualbelikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi.
- Menghitung *actual return* saham bank *i* pada *event window* dengan persamaan:

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

di mana:

R_{it} = *return* saham bank *i* pada hari *t*.

P_{it} = harga saham *i* pada hari *t*.

$P_{i,t-1}$ = harga saham *i* pada hari *t-1*.

- Menghitung *return* pasar harian dengan persamaan:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

di mana:

R_{mt} = *return* pasar

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada hari *t*.

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada hari *t-1*.

- Menghitung *abnormal return* selama periode pengamatan dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

di mana:

AR_{it} = *abnormal return* untuk bank *i* pada hari *t*

R_{it} = *actual return* untuk bank *i* pada hari *t*

R_{mt} = *return* pasar pada hari *t*

- Menghitung rata-rata *abnormal return* (*Average Abnormal Return/AAR*) saham pada hari ke-*t*:

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{it} = rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke-t
 n = jumlah seluruh saham perusahaan yang diteliti

- E. Mencari *Cumulative Average Abnormal Return* portofolio ($CAAR_{it}$):

$$CAAR_{it} = \sum_{t=-20}^{t+20} AAR_{it}$$

- F. Melakukan pengujian *abnormal return* secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* secara *cross section* untuk tiap-tiap periode jendela:

1. Menghitung nilai t:

$$t = \frac{AAR_{it}}{KSE_{it}}$$

t = t-hitung

KSE_{it} = Kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa

Pengujian dengan menggunakan *t-test* dilakukan setelah dilakukan uji terhadap normalitas data dengan menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov*.

2. Menghitung kesalahan standar estimasi digunakan rumus:

$$KSE = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (AR_{it} - \overline{AR_{it}})^2}{(k-1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}}$$

KSE = kesalahan standar estimasi pada hari ke-t pada periode peristiwa

AR_{it} = *Abnormal return* saham bank i pada hari ke-t

$\overline{AR_{it}}$ = *Average abnormal return* pada hari ke-t di periode peristiwa

k = jumlah saham yang dijadikan sampel

Pengujian terhadap hipotesis ketiga dan keempat:

Mengacu pada Eka dan Tandililin (2001), pengujian hipotesis ketiga dan

keempat tersebut dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Menghitung rata-rata *abnormal return* masing-masing untuk seluruh bank akuisitor maupun seluruh bank target yang dijadikan sampel penelitian. Kemudian dipilah menjadi dua kelompok dengan menghilangkan hari ke nol (*event day*), sehingga menjadi rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

$$\overline{AR}_{sebelum} = \frac{\sum_{t=-20}^{t=-1} AR_{sebelum}}{n}$$

$$\overline{AR}_{sesudah} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+20} AR_{sesudah}}{n}$$

- b. Menghitung standar deviasi rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah aktivitas merger dan akuisisi.

$$\sigma_{sebelum} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-20}^{t=-1} (AR_{sebelum} - \overline{AR}_{sebelum})^2}{(n-1)}}$$

$$\sigma_{sesudah} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+20} (AR_{sesudah} - \overline{AR}_{sesudah})^2}{(n-1)}}$$

- c. Menghitung t statistik pada taraf signifikansi 5% dengan menggunakan *paired-sample t-test*, di mana sebelumnya telah dilakukan uji normalitas data menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov*

$$t = \frac{AR_{sesudah} - AR_{sebelum}}{\sqrt{\frac{\sigma_{sesudah}^2}{n} + \frac{\sigma_{sebelum}^2}{n}}}$$

keterangan: n = jumlah bank yang diamati, baik bank akuisitor maupun bank target

Bila t hitung > t tabel, maka H_0 diterima.

Bila t hitung < t tabel, maka H_0 ditolak.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN HASIL

Sampel Penelitian

Dari hasil kriteria penentuan sampel, bank yang menjadi sampel penelitian, baik bank akuisitor maupun bank target, sebagai berikut:

Penghitungan AAR dan CAAR

Hasil Penghitungan dan ilustrasi gambar AAR dan CAAR bank akuisitor tampak pada Lampiran 1 dan Gambar 1. Sedangkan penghitungan serta ilustrasi gambar AAR dan CAAR untuk bank target tampak pada Lampiran 2 dan Gambar 2.

AAR bank akuisitor bernilai positif di 22 hari, masing-masing 12 hari (30%) pada periode sebelum, 1 hari pada *event day*, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudah pengumuman. Sedangkan CAAR yang dapat digunakan sebagai ukuran yang kemakmuran pemegang saham (Amin & Pakereng, 2001 dan Eka & Tandililin, 2001), bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan akuisisi sehingga diharapkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang

(Atmaja, 1999:67). Sedangkan pada periode sebelum pengumuman hanya sebanyak 5 hari (13%), yaitu pada hari -20, -17, -16, -14, -13 yang bernilai negatif. Baik AAR maupun CAAR bernilai positif pada saat *event day* dan tidak ada satu pengamatan pun yang menghasilkan AAR bernilai nol.

Sedangkan AAR bank target bernilai positif di 23 hari, masing-masing sebanyak 13 hari (33%) pada periode sebelum, 1 hari *event day*, dan sebanyak 9 hari (23%) pada periode sesudah. Sedangkan CAAR bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman merger dan akuisisi, yang berarti pelaku pasar modal berharap ada sinergi dari aktivitas ini. Hanya sebanyak 3 hari (8%), yaitu pada hari -20, -15, -14, yang bernilai negatif, yang semuanya pada berada pada periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi. Baik AAR maupun CAAR bernilai positif pada saat *event day* dan tidak ada satu pengamatan pun yang menghasilkan AAR bernilai nol. Gambar 2 juga tampak bahwa CAAR mulai bergerak naik pada hari ke- +19. Hal ini merupakan sinyal yang baik bahwa pelaku pasar mulai berpikir positif terhadap dampak merger dan akuisisi.

Tabel 2
Daftar Bank Umum Akuisitor yang Melakukan Merger dan Akuisisi
Periode 1997-2002

No	Kode	Bank Umum Akuisitor	Listing Date	Tanggal M & A
1.	BNLI	P. T. Bank Bali Tbk.	14-11-1990	30-9-2002
2.	BDMN	P. T. Bank Danamon Tbk	20-5-1996	30-6-2000

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*.

Tabel 3
Daftar Bank Umum Target yang Melakukan Merger dan Akuisisi
Periode 1997-2002

No	Kode	Bank Umum Target	Listing Date	Tanggal M & A
1.	BUNI	P. T. Bank Universal Tbk.	7-10-1997	30-9-2002
2.	BNTA	P.T. Bank Tiara Asia Tbk.	8-11-1993	30-6-2000
3.	BDTA	P.T. Bank Duta Tbk.	26-11-1997	30-6-2000
4.	IMBN	P.T. Bank Tamara Tbk.	28-3-1990	30-6-2000
5.	RAMA	P.T. Bank Rama Tbk.	8-8-1994	30-6-2000
6.	PDFC	P.T. Bank PDFCI Tbk.	4-11-1994	30-12-1999

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* dan *Harian Bisnis Indonesia*.

PENGUJIAN DAN PEMBAHASAN HIPOTESIS

Uji statistik yang digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini adalah uji *one-sample t test* untuk menguji hipotesis 1 dan 2 serta *paired-sample t test* untuk menguji hipotesis 3 dan 4. Uji statistik ini dipilih karena ukuran sampel yang digunakan kecil ($n < 30$). Salah satu asumsi mendasar penggunaan uji *t* adalah sampel yang diambil berdistribusi normal atau mendekati normal atau dapat dianggap normal (Santoso:2000). Oleh karena itu semua data berkaitan dengan pengujian hipotesis pada penelitian ini alat uji normalitas data *one-sample Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi 0,05 dan hasil pengujian menunjukkan bahwa secara keseluruhan, data penelitian berdistribusi normal karena mempunyai nilai $P > 0,05$.

Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 1

Perhitungan *t* statistik untuk hipotesis 1, berkaitan dengan bank akuisitor menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, tidak ada satu hari pun bank akuisitor memperoleh *AR* yang signifikan. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 10\%$ *AR* yang signifikan hanya terjadi pada hari ke- -11. Dengan hasil ini maka dapat dinyatakan bahwa secara umum pengumuman merger dan akuisisi tidak mengakibatkan adanya *AR* yang signifikan bagi bank akuisitor dan H_1 ditolak. Walaupun rata-rata *AR* pada bank akuisitor bernilai positif, yaitu di 22 hari, masing-masing 12 hari (30%) pada periode sebelum, 1 hari *event day*, dan 9 hari (23%) pada periode sesudah pengumuman, namun *AR* tersebut tidak signifikan. Respon yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa pada hari-hari tersebut, investor atau pasar tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas itu telah sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman. Bocornya informasi sebelum hari pengumuman merger dan akuisisi serta adanya *AR* yang diperoleh bank akuisitor menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien, dalam arti investor atau pelaku pasar modal dapat memperoleh informasi non-publik (Jones, 1996:271). Hasil ini mendukung pendapat Anin dan Pakereang

(2001) bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien. Tetapi hasil ini bertentangan dengan pendapat Desai & Stover (1985) yang menemukan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *CAR* yang signifikan positif di seputar hari pengumuman, serta pendapat Trifts & Scanlon (1987) yang menemukan bahwa perusahaan akuisitor memiliki *CAR* yang signifikan negatif selama 20 minggu setelah pengumuman dan tidak mendapatkan *CAR* di 40 minggu sebelumnya.

Disamping adanya kebocoran informasi, hasil ini dapat juga disebabkan oleh kondisi perekonomian makro pada saat penelitian dilakukan, yaitu periode 1997-2002 ketika krisis moneter melanda Indonesia. Pada periode ini kondisi perbankan sangat tidak kondusif. Pemerintah menetapkan kebijakan rekapitalisasi. Dalam hal ini merger dan akuisisi merupakan salah satu upaya yang diambil. Namun demikian, kebijakan ini tidak mendapat respon baik secara cepat dari kalangan investor, terbukti dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa bank-bank akuisitor tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan pada sebagian besar hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi. Ketidakpercayaan dan sikap pasif investor ditengarai juga merupakan salah satu penyebab tidak adanya respon yang berlebihan terhadap peristiwa pengumuman merger dan akuisisi sehingga bank-bank akuisitor tersebut tidak memperoleh *abnormal return* signifikan.

Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 2

Hasil perhitungan *t* statistik menemukan bahwa *AR* yang signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$ terjadi di 10 hari seputar pengumuman, yaitu pada hari ke- -19, -17, -14, -12, -9, -8, -1, +2, +3, dan +15. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 0,10$ *AR* yang signifikan bertambah, ada di hari-4. Adanya *AR* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi ini mendukung hasil penelitian Desai & Stover (1985), Trifts & Scanlon (1987), Hannan & Wolken (1989), serta Eka dan Tandililin (2001). Namun demikian hipotesis 2 ditolak karena dari 41 hari selama *event window* (periode pengamatan), perusahaan hanya memperoleh *AR* signifikan di 11

hari. Dari sebelas hari tersebut, 8 hari diantaranya merupakan *AR* yang signifikan positif, artinya investor memberikan respon positif terhadap saham perusahaan dan memandang pengumuman merger dan akuisisi ini sebagai *good news* (berita baik) dan diharapkan akan tercapai sinergi di antara pelaku merger dan akuisisi sehingga diharapkan kinerja perusahaan akan lebih baik. Namun demikian, sebagian besar *abnormal return* di seputar pengumuman merger dan akuisisi tidak signifikan walaupun bernilai positif, yaitu di 23 hari, masing-masing sebanyak 13 hari (33%) pada periode sebelum, 1 hari pada *event day*, dan 9 hari (23%) pada periode sesudah. Respon yang tidak signifikan ini menunjukkan bahwa investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan karena informasi tentang aktivitas tersebut telah sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman sehingga *AR* yang diperoleh tersebut tidak berpengaruh besar terhadap perubahan *return* saham. Bocornya informasi ini, seperti telah diuraikan sebelumnya, menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien, artinya ada informasi yang hanya dapat diketahui oleh sekelompok investor sehingga menjadi informasi non-publik. Akibatnya, kelompok investor tersebut dapat memperoleh *abnormal return*. Hasil ini mendukung pendapat Amin dan Pakereng (2001) bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak menjamin pasar akan efisien. Sebagaimana pembahasan pada hipotesis 1, respon yang tidak berlebihan dari investor juga disebabkan kondisi perekonomian makro pada periode pengamatan, terutama berkaitan dengan kondisi perbankan pada saat itu, di mana banyak bank-bank umum swasta yang memiliki kondisi internal yang lemah dan terpengaruh oleh kondisi ekonomi eksternal yang sangat tidak menentu sehingga mengalami *negative spread*, diikuti dengan kebijakan-kebijakan pemerintah dalam perbaikan perekonomian terutama berkaitan dengan program restrukturisasi perbankan yang terus berlangsung. Serangkaian peristiwa dan kebijakan ini membuat investor lebih bersikap menunggu dan hati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Akibatnya, hasil penelitian ini menunjukkan bank target dari hasil ini, maka

dapat dinyatakan bahwa H_2 ditolak karena walaupun bank yang menjadi target dalam aktivitas merger dan akuisisi ini memperoleh *abnormal return* yang positif pada sebagian hari di seputar pengumuman merger dan akuisisi tetapi tidak signifikan.

Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 3

Langkah pertama, data *abnormal return* di seputar hari pengumuman merger dan akuisisi dipilah menjadi dua kelompok data, yaitu data *AAR* sebelum pengumuman (hari ke-20 sampai -1) dan data *AAR* sesudah pengumuman (hari ke-1 sampai +20), serta mengeluarkan data *AAR event day*. Kedua, kelompok data tersebut kemudian diuji normalitasnya dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Hasil analisis dengan menggunakan uji *t paired-sample t-test* yang dihitung dengan memakai teknik pengolahan data menggunakan program komputer *SPSS for Windows Release* menunjukkan bahwa *CAR* bank akuisitor sebelum pengumuman merger dan akuisisi adalah 0,005233, sedangkan sesudah pengumuman adalah -0,00461. Sedangkan hasil korelasi antara periode sebelum dengan sesudah pengumuman adalah -0,241 dengan nilai probabilitas di atas 0,05, yaitu nilai signifikansi output yang sebesar 0,305. Hal ini menyatakan bahwa korelasi antara *CAR* bank akuisitor sebelum dengan *CAR* sesudah pengumuman merger dan akuisisi adalah lemah dan tidak signifikan.

Nilai *t* hitung untuk analisis ini adalah 0,435, sedangkan *t* tabel (0,025;19) = 2,093. Hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa *t* hitung lebih kecil dibandingkan dengan *t* tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *CAR* bank akuisitor pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 3 ditolak. Tidak adanya perbedaan yang signifikan ini menunjukkan bahwa perubahan *abnormal return* yang diperoleh terlalu kecil terhadap nilai saham yang bersangkutan.

Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehraman (1992) serta Eka dan Tandililin (2001) bahwa *CAR* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak berbeda. Hal ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal

memberikan respon yang sama terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas merger dan akuisisi telah diketahui sebelum merger dan akuisisi diumumkan. Hasil empiris ini membuktikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi menjadi informasi non-publik yang telah diketahui oleh sekelompok investor sehingga mengakibatkan adanya *AR*. Dari kondisi ini dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270) dan respon investor yang tidak berlebihan terhadap peristiwa ini juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro pada saat penelitian ini dilakukan, karena investor lebih bersikap menunggu dan hati-hati terhadap berbagai kebijakan yang diambil oleh pemerintah.

Pengujian dan Pembahasan Hipotesis 4

Hasil pengujian terhadap hipotesis ke-4, diduga bahwa ada perbedaan *CAR* yang diperoleh pemegang saham bank umum target antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, menunjukkan hasil bahwa *CAR* bank target sebelum pengumuman merger dan akuisisi adalah 0,004306, sedangkan sesudah pengumuman adalah -0,00351. Sedangkan hasil korelasi antara adalah -0,251 dengan nilai probabilitas di atas 0,05, yaitu nilai signifikansi output yang sebesar 0,287. Hal ini menyatakan bahwa korelasi antara *CAR* bank target sebelum dengan *CAR* sesudah pengumuman merger dan akuisisi adalah lemah dan tidak signifikan.

Nilai *t* hitung untuk analisis ini adalah 0,655, sedangkan *t* tabel $(0,025;19) = 2,093$. Hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa *t* hitung lebih kecil dibandingkan dengan *t* tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *CAR* bank target pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 4 ditolak.

Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandililin (2001) bahwa *CAR* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak berbeda. Tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal tidak memberikan respon yang berbeda terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah diketahui sebelum merger dan akuisisi diumumkan. Hasil empiris ini membuktikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi menjadi informasi non-publik yang telah diketahui oleh sekelompok investor sehingga mengakibatkan adanya *AR* dan dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Di samping itu, respon investor yang tidak berlebihan terhadap peristiwa ini juga dipicu oleh sikap menunggu dan hati-hati terhadap perkembangan kondisi perekonomian makro dan bursa saham serta kebijakan pemerintah pada saat itu.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian yang telah diuraikan dapat dikemukakan kesimpulan sebagai berikut:

- a) Pengumuman merger dan akuisisi berdampak pada adanya *AR*, baik pada bank akuisitor maupun bank target. Pada kedua kelompok ini *AR* positif lebih banyak terjadi pada periode sebelum pengumuman dan keduanya memperoleh *AR* bernilai positif pada saat *event day*. Sedangkan *CAR* yang biasa digunakan sebagai indikator kemakmuran pemegang saham (Amin & Pakereng, 2001 dan Eka & Tandililin, 2001), bernilai positif di semua hari pada periode sesudah pengumuman, baik pada bank akuisitor maupun bank target. Hal ini menunjukkan bahwa pelaku pasar modal meramalkan terjadi sinergi dari aktivitas merger dan

akuisisi sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik di masa yang akan datang (Atmaja, 1999:67).

- b) Berdasarkan perhitungan uji *t* statistik ditemukan bahwa pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, tidak ada satu hari pun pada periode pengamatanyang menunjukkan bahwa bank akuisitor memiliki *AR* yang signifikan. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 10\%$ *AR* yang signifikan hanya terjadi pada hari ke- -11. Hal ini menunjukkan bahwa investor atau pasar tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas tersebut telah bocor beberapa hari sebelum pengumuman dan respon investor yang cenderung bersikap hati-hati terhadap berbagai kebijakan pemerintah.
- c) Pada bank target, hasil perhitungan *t* statistik menemukan bahwa *AR* yang signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$ terjadi di 10 hari seputar pengumuman merger dan akuisisi. Sedangkan pada tingkat $\alpha = 0,10$ *AR* yang signifikan bertambah, ada di 11 hari, 8 hari diantaranya merupakan *AR* yang signifikan positif, artinya investor atau pelaku pasar memberikan respon yang positif terhadap saham perusahaan dan memandang pengumuman merger dan akuisisi ini sebagai *good news* (berita baik) dan diharapkan akan tercapai sinergi yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun demikian H_2 ditolak karena sebagian besar hari pada periode pengamatan menunjukkan bahwa bank target tidak mendapatkan *AR* yang signifikan, yang ditengarai akibat kebocoran informasi serta sikap hati-hati dan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi dan kebijakan pemerintah di bidang perbankan.
- d) Hasil pengujian terhadap hipotesis 3 dengan menggunakan uji *t paired-sample t-test* menunjukkan bahwa *t* hitung lebih kecil dibandingkan dengan *t* tabel, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *AR* bank akuisitor pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis

3 ditolak. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandililin (2001). Hasil ini mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal tidak memberikan respon yang berlebihan terhadap pengumuman merger dan akuisisi, karena informasi tentang aktivitas merger dan akuisisi telah diketahui sebelumnya (menjadi informasi non-publik). Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia belum memenuhi asumsi pasar modal efisien, di mana semua informasi, baik informasi data pasar historis, informasi pada saat ini, maupun informasi tentang peristiwa yang akan terjadi, diketahui oleh semua pelaku pasar secara serentak. (Jones, 1996:270). Di samping itu, penolakan-terhadap hipotesis 3 ini juga dipicu oleh sikap hati-hati dan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi dan kebijakan pemerintah di bidang perbankan.

- e) Dari pengujian hipotesis 4 diperoleh nilai *t* hitung lebih kecil dibandingkan *t* tabel, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *AR* bank target pada periode sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dan hipotesis 4 ditolak. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian dari Cornet dan Tehranian (1992) serta Eka dan Tandililin (2001). Hasil empiris ini membuktikan bahwa terjadi kebocoran informasi sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia belum efisien (Jones, 1996: 270) juga berkaitan dengan sikap hati-hati serta ketidakpercayaan investor terhadap kondisi perekonomian khususnya perbankan.

Saran

Beberapa saran terutama bagi peneliti selanjutnya berkaitan dengan hasil penelitian ini, antara lain:

- a) Penelitian ini menggunakan *market adjusted model* untuk menghitung *AR*, dengan asumsi bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Penelitian berikutnya dapat

menggunakan alternatif model penghitungan *AR* yang lain, yaitu *market model* dan *mean-adjusted model*. Penggunaan *market model* akan memberikan nilai *return* ekspektasi yang lebih halus karena digunakannya teknik regresi OLS (*Ordinary least Square*) antara *return* realisasi sekuritas dengan *return* indeks pasar pada periode estimasi. Sedangkan penggunaan *mean-adjusted model* akan menghindari adanya pengaruh yang berlebihan (baik karena terlalu besar maupun terlalu kecil) pada *return* realisasi sekuritas tertentu.

- b) Peneliti selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan sehingga jumlah sampel yang digunakan semakin besar sehingga hasil yang diperoleh akan semakin baik.
- c) Dapat mengangkat obyek penelitian pada jenis industri lain, misalnya manufaktur yang juga banyak melakukan aktivitas merger dan akuisisi.
- d) Melengkapi penelitian selanjutnya tentang topik dengan memasukkan pengaruh *asymetris information* terhadap *return* saham.
- e) Mempertimbangkan kondisi-kondisi eksternal di luar obyek penelitian, misalnya kondisi ekonomi makro dalam pengujian hipotesis-hipotesis penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonymous, 1993, Keputusan Menteri Keuangan No. 222/KMK/017/1993, *Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank*
- , 1999, Peraturan Pemerintah Nomor 28/1999, *Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank*
- , 1998, Undang-Undang Republik Indonesia No. 10/1998, *UU tentang Perubahan Undang-Undang No. 7/1992 tentang Perbankan*
- Aloysius Gunadi Brata, 1997, *Struktur dan Kinerja Perbankan: (Kumpulan Tulisan)*, Penerbitan Universitas Atma Jaya, Yogyakarta
- Amin Wibowo dan Yulita Milla Pakereang, 2001, Pengaruh Pengumuman Merger

dan Akuisisi terhadap *Return Saham* Perusahaan Akusiator dan Non Akusiator dalam Sektor Industri yang Sama di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 16

- Atmaja, L. S., 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi kedua, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski, 1994, *Financial Management: Theory and Practice*, Seventh edition, The Dryden Press, New York
- Comett, Marcia Millon, dan Hassan Tehrani, 1992, Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31
- Dahlan Sutalaksana, 1997, *Bank Bermasalah Sudah Umum Terjadi*, Tempo, www.tempo.co.id, Jakarta
- Desai, Anand S., dan Roger D. Stover, 1985, Bank Holding Company Acquisition, Stockholder Return, and Regulatory Uncertainty, *Journal of Financial Research*, Vol. 8
- Djarwanto, 2001, *Mengenal Beberapa Uji Statistik dalam Penelitian*, Edisi kedua, Cetakan pertama, Liberty, Yogyakarta
- Eka Nuraini Rachmawati dan Eduardus Tandililin, 2001, Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Return Saham* Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*, Vol. 1 No.2, Agustus
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P. T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta
- Gaughan, Patrick A., 1991, *Merger and Acquisition*, Collin Publisher Inc., New York
- Hannan, Timothy H., dan John D. Wolken, 1989, Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry, *Journal of Financial Service Research*, Vol. 3

- James, Christopher, and Peggy Wier, 1987, Return to Acquirers and Competition in the Acquisition Market: The Case of Banking, *Journal of Political Economy*, Vol. 95
- Jones, Charles P., 1996, *Investment: Analysis and Management*, Fifth edition, John Wiley and Sons, Inc., New York
- Marcel Go, 1992, *Akuisisi Bisnis*, Edisi pertama, Rineka Cipta, Jakarta
- Sekaran, Uma, 1992, *Research Method for Business*, Second edition, John Willey & Sons, Inc., Singapore
- Sesilia Dwiatmini dan Nurkholis, 2001, Analisis Reaksi Pasar Terhadap Informasi Laba: Kasus Praktik Perataan Laba Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. II-1
- Singgih Santoso, 2000, *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, P.T. Elex Media Komputindo, Jakarta
- Spindt, Paul A., Veva Tarhan, 1991, Are There Synergies in Bank Mergers?, *Journal of Financial Research*, Tulane University, New Orleans
- Syahril Sabirin, 2000, *Upaya Pemulihan Ekonomi Melalui Strategi Kebijakan Moneter-Perbankan dan Independensi Bank Indonesia*, Makalah yang disampaikan pada Seminar Nasional "Strategi Pemulihan Ekonomi Era Pemerintahan Baru, Surabaya
- Trifts, Jack W., Kevin P. Scanlon, 1987, Interstate Bank Mergers: The Early Evidence, *Journal of Financial Research*, Vol. 10