

TUNNELING ATAU VALUE ADDED DALAM STRATEGI MERGER DAN AKUISISI

Mutamimah

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung, email: tatikmut@yahoo.com

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 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, akuisisi, mayoritas, minoritas

Abstrak

Penelitian ini menguji efek dari merger dan akuisisi pada kepemilikan mayoritas dan minoritas. Struktur kepemilikan di Indonesia adalah terkonsentrasi, yang menyebabkan terjadinya konflik keagenan antara kepemilikan mayoritas dan minoritas. Populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai dengan 2006. Sampel terdiri dari 35 perusahaan yang dikelompokkan kedalam 2 kategori yaitu kepemilikan terkonsentrasi tinggi dan rendah. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling*. Pengujian hipotesis menggunakan dua indikator yaitu indikator pasar dan indikator akuntansi. Studi peristiwa (*event study*) digunakan untuk menguji indikator pasar dan regresi berganda untuk menguji indikator akuntansi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif pada pengumuman merger dan akuisisi. Efek dari merger dan akuisisi pada kinerja keuangan adalah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa terdapat *tunneling* oleh pemilik mayoritas terhadap minoritas melalui strategi merger dan akuisisi, dan akuisisi tidak menambah nilai bagi pemilik minoritas.

Kata kunci: *tunneling*, *value added*, *merger*, akuisisi, mayoritas, minoritas

1. Latar Belakang

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 pengelolaannya 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 et al., 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 sesuai peraturan Bapepam no. IX.H.1 (Karimsyah, 2006).

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 setujui, 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 pemegang ke perusahaan target.

Berdasarkan dari latar belakang tersebut, dalam penelitian ini, diuji dua pandangan dari strategi merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, yaitu: a) Pandangan Khanna dan Palepu (1997, 2000) yang menjelaskan bahwa strategi merger dan akuisisi memberikan manfaat bagi *shareholders*, yang disebut dengan "*value added view*"; b) 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*".

Dari latar belakang yang dikemukakan di atas maka rumusan permasalahannya adalah sebagai berikut: 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.

2. Telaah Pustaka

2.1. Keunggulan dan Kelemahan Aktivitas Merger dan Akuisisi

Alasan mengapa perusahaan melakukan merger adalah ada "manfaat lebih" yang diperoleh darinya, meskipun asumsi ini tidak semuanya terbukti. Secara spesifik, keunggulan dan manfaat merger dan akuisisi antara lain (Moin, 2003): mendapatkan *cashflow* dengan cepat karena produk dan pasar sudah jelas, memperoleh kemudahan dana/pembiayaan karena kreditor lebih percaya dengan perusahaan yang telah berdiri dan mapan, memperoleh karyawan yang telah berpengalaman, mendapatkan pelanggan yang telah mapan tanpa harus merintis dari awal, memperoleh sistem operasional dan administratif yang mapan, mengurangi risiko kegagalan bisnis karena tidak harus mencari konsumen baru, menghemat waktu untuk memasuki bisnis baru, dan memperoleh infrastruktur untuk mencapai pertumbuhan yang lebih cepat.

Disamping memiliki keunggulan, merger dan akuisisi juga memiliki kelemahan sebagai berikut: Proses integrasi yang tidak mudah, kesulitan menentukan nilai perusahaan target secara akurat, biaya konsultan yang mahal, meningkatnya kompleksitas birokrasi, biaya koordinasi yang mahal, seringkali menurunkan moral organisasi, tidak menjamin peningkatan nilai perusahaan atau kemakmuran pemegang saham.

2.2. Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Struktur kepemilikan mencerminkan jenis konflik keagenan yang terjadi. Ada 2 macam struktur kepemilikan, yaitu struktur kepemilikan tersebar dan struktur kepemilikan terkonsentrasi. Struktur kepemilikan tersebar mempunyai ciri bahwa manajemen perusahaan dikontrol oleh manajer (La Porta et al., 2000). Manajer lebih mengutamakan kepentingannya dibanding kepentingan pemegang saham. Dalam struktur kepemilikan ini, pemegang saham secara umum tidak bersedia melakukan *monitoring*, karena mereka harus menanggung seluruh biaya *monitoring* dan hanya menikmati keuntungan sesuai dengan

proporsi kepemilikan saham mereka, masalah ini disebut masalah *free rider*. Jika semua pemegang saham berperilaku sama, maka tidak akan terjadi pengawasan terhadap manajemen (Zhuang et al., 2000). Dengan demikian, konflik keagenan yang terjadi pada struktur kepemilikan tersebar adalah konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

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 et al., 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 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 (Claessens et al., 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 (La Porta et al., 2000).

2.3. Pengembangan Hipotesis

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 (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 setujui, meskipun kepemilikan saham mereka amat kecil.

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 setujui 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 et al., 2001). Hasil investasi ini akan dinikmati oleh seluruh pihak yang terkait dengan perusahaan. McConnel dan Muscarella (1985), Chan, et al. (1995), dan Titman et al. (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

Struktur kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi pada sedikit pemilik (Claessens et al., 2000; Zhuang et al., 2000; Gunarsih, 2003). Claessens et al. (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

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 (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 et al., 2001).

Hasil investasi ini akan dinikmati oleh seluruh pihak yang terkait dengan perusahaan. McConnel dan Muscarella (1985); Chan et al. (1990) dan Titman et al. (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

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 et al. (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

3. Metode Penelitian

3.1. Data dan Sampel

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.

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 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, a) struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah (SKT rendah), jika perusahaan dimiliki oleh individu atau institusi antara 20% sampai kurang dari 50% (*ownership* < 50%); b) struktur

kepemilikan terkonsentrasi tinggi (SKT tinggi), jika perusahaan dimiliki oleh individu atau institusi sebesar 50% atau lebih (ownership \geq 50%). Kriteria struktur kepemilikan terkonsentrasi didasarkan pada UU PM no. IX.H.1, yang menjelaskan pemegang saham pengendali adalah pihak yang memiliki saham atau efek yang bersifat ekuitas sebesar 20% atau lebih. Sampel berjumlah 35, terdiri dari merger dan akuisisi SKT tinggi 20 sampel dan SKT rendah 15 sampel.

3.2. Definisi Operasional

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah reaksi pasar dan profitabilitas perusahaan. Untuk menguji apakah strategi merger dan akuisisi dapat menambah nilai 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* diamati pada saat pengumuman ($t = 0$). *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 dalam penelitian ini adalah investasi. Untuk indikator pasar, investasi diproksikan dengan pengumuman merger dan akuisisi. Untuk indikator akuntansi, investasi diproksikan dengan rasio perubahan *total assets*, yaitu $(total\ assets_t - total\ assets_{t-1}) / (total\ assets_{t-1})$.

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), $Size = Ln\ Assets$ (Wiwattanakantang, 1999).

3.3. Pengujian Hipotesis Indikator Pasar

Salah satu indikator yang digunakan menjawab penelitian ini adalah indikator pasar yang 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. Langkah-langkah pengujian sebagai berikut:

- a) Menentukan *estimation period*, yaitu periode waktu yang digunakan untuk men-forecast *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 (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$R_{mt} = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / (IHS G_{t-1})$$

R_{mt} = *return* pasar

$IHS G_t$ = indeks harga saham gabungan pada periode t

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

- d) Menghitung *actual return* untuk saham i dengan rumus (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / (P_{t-1})$$

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 (Riyanto dan Gudono, 1996):

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

$E(R_{it})$ = *expected return* untuk saham i periode t

α_i = *besarnya return saham individual yang tidak dipengaruhi harga pasar*

β_{it} = *tingkat kepekaan return saham individual sebagai akibat perubahan harga pasar*

R_{mt} = *return* pasar untuk periode t

e_{it} = *abnormal return*

- f) *Abnormal return* dari saham i dihitung dengan rumus (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta} R_{mt}$$

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* (Riyanto dan Gudono, 1996): dengan rumus:

$$CAAR = \sum_t^k AAR$$

CAAR = *cumulative average abnormal return*

AAR = *abnormal return*

K = jumlah hari perdagangan yang diamati

- h) Menguji signifikansi *average abnormal return* dengan rumus (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$ASAR_t = AAR_t / S_{it}$$

$ASAR_t$ = rata-rata standar deviasi *abnormal return* periode t

$$AAR_t = (1/N) \sum AAR_{it}$$

AAR = rata-rata *abnormal return* periode t

N = jumlah saham yang diamati

S_{it} = standar deviasi dari *abnormal return*

S_{it} = akar dari $\left\{ \sum (AAR_t - AAR^*)^2 / (\text{periode estimasi}) \right\}$

$$AAR^* = (1/\text{periode estimasi}) / \left(\sum AAR \text{ periode estimasi} \right)$$

- i) Menguji signifikansi *cumulative average abnormal return* dengan rumus (Riyanto dan Gudono, 1996):

$$ASCAR = CAAR / \left(\sum S_{it}^2 \right)^{1/2}$$

ASCAR = rata-rata standar deviasi *cumulative average abnormal return*

CAAR = rata-rata *cumulative abnormal return*

S_{it} = standar deviasi dari *abnormal return*

3.4. Pengujian Hipotesis Indikator Akuntansi

Diagnostic test dilakukan untuk menguji multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Uji multikolinieritas dilakukan untuk mendeteksi apakah variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai satu atau lebih hubungan yang bersifat linier. Untuk mendeteksi masalah multikolinieritas dilakukan pengujian nilai *tolerance value (TOL)* atau *variance inflation factors (VIF)*. *Rule of thumb* dapat digunakan untuk kriteria terjadinya multikolinieritas adalah jika koefisien antar variabel independen melebihi 0,8 atau TOL mendekati 1 atau VIF melebihi 10.

Uji heteroskedastitas 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 meregresi variabel-variabel independen (*div*, *debt*, *invest*, *divown*, *debtown*, dan *investown*) dengan variabel dependen (variabel residual yang telah diabsolutkan). Analisis regresi mensyaratkan terjadinya homoskedastisitas agar hasil kesimpulan penelitian tidak bias.

Apabila variabel independen mempengaruhi variabel dependen dan signifikan secara statistik, berarti telah terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi tersebut. Sebaliknya apabila variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen, maka dapat disimpulkan tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi tersebut. Agar model regresi tidak bias, maka masalah heteroskedastisitas tersebut harus dihilangkan.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. 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 secara statistik.

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.

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. $CAAR_2$ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada periode 2 hari sebelum sampai 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. $CAAR_5$ (*Cumulative Average Abnormal Return*) menunjukkan reaksi pasar pada saat sampai 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi.

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)

* signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Setelah ditelusuri 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 statistik.

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 et al. (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.

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.

CF \ IOS	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)

4.2. 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 lebih besar dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah. Hipotesis 2 didukung, bila 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 3 memperlihatkan nilai AAR, CAAR₂ pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi negatif dan signifikan secara statistik. Nilai CAAR₅ negatif tetapi tidak signifikan. Reaksi pasar saat pengumuman merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi negatif dan signifikan. Reaksi negatif menunjukkan telah terjadi *tunneling* melalui merger dan akuisisi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi. Hal ini ditunjukkan oleh Tabel 4 baris 2 dan kolom 3, nilai AAR dan CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistik. 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. Nilai AAR, CAAR₂, CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistik artinya 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 statistik.

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)
a) 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)
b) SKT rendah	-0,00974 (-2,05915)*	-0,00208 (-1,97104)*	-0,02476 (-2,36248)*

Penelusuran reaksi pasar yang negatif pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah (hasil Tabel 3, tersaji pada Tabel 6). Pada tabel tersebut baris 2 dan kolom 3 menunjukkan nilai AAR dan CAAR₅ negatif dan signifikan secara statistik.

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)	AAR = -0,03535 (-8,014832)*
	CAAR ₂ = -0,13646 (-0,17223)	CAAR ₂ = -0,00928 (-0,55467)
	CAAR ₅ = -0,15059 (-0,35225)	CAAR ₅ = -0,0898 (-3,29299)*
Rendah	AAR = 0,00984 (0,31820)	AAR = -0,00002 (-0,00135)
	CAAR ₂ = 0,00938 (0,32214)	CAAR ₂ = -0,02282 (-0,72502)
	CAAR ₅ = 0,05007 (0,72816)	CAAR ₅ = 0,02124 (0,68069)

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 statistik. *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.

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)	AAR = -0,03593 (-7,17989)* CAAR ₂ = 0,00210 (0,07177) CAAR ₅ = -0,05227 (-2,41960)*
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)

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 dari kelompok perusahaan induk disalurkan ke kelompok perusahaan di bawahnya, fenomena ini disebut *tunneling* (Johnson et al., 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 et al., 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 statistik. 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.

4.3. Hasil Pengujian Indikator Akuntansi

Diagnostic test dalam penelitian ini dilakukan dengan menguji multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Uji multikolinieritas untuk mengetahui ada tidaknya hubungan linier antar variabel independen dalam model regresi. 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 statistik. Di bawah ini, hasil regresi pada Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien variabel investasi positif (23,52200) dan signifikan secara statistik. 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 statistik. 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 statistik. Investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, justru sebagai sarana *tunneling* terhadap pemegang saham minoritas. Hasil ini tidak mendukung hipotesis 4.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinieritas

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

Variabel dependen ROE = *Return On Equity*. Variabel independen adalah Own = 1 untuk struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi, Own = 0 untuk struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, Invest = $(\text{total aset}_t - \text{total aset}_{t-1}) / (\text{total aset}_{t-1})$, Investown = investasi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi. * = signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Model	Unstandardized Coefficients (β)	t-stat	
Constant	72,41800	3,65200	***
Own	-33,26400	-1,53500	**
Invest	23,52200	2,58600	**
Invesown	-23,5900	-2,59100	**
R ²	0,01480		
F	3,48400		

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 1\%$, ** signifikan pada $\alpha = 5\%$

4.4. Kesimpulan, Keterbatasan dan Saran

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 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 atau akuntansi, dapat disimpulkan bahwa strategi merger dan akuisisi tidak memberikan nilai tambah bagi pemegang saham mayoritas dan minoritas, baik pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi atau rendah. Strategi merger dan akuisisi justru digunakan sebagai *tunneling* terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. *Tunneling* lebih besar terjadi pada struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan, antara lain a) penentuan $t = 0$ secara tepat sangat sulit, sehingga ketika penentuan $t = 0$ tidak tepat akan memperlemah hasil penelitian; b) 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; c) 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.

Referensi

- Ariyoto, K., 2000, Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya, *Majalah Usahawan* 10, 3- 17.
- Bae Kee H., K.K. Jun dan M.K., Jin, 2002, Tunneling Or Value Added? Evidence From Merger By Korean Business Groups, *The Journal Of Finance LVII*, 2695-2740.
- Chan, Louis K.C., Narasimhan Jegadeesh, and Josef Lakonishok, 1995), Evaluating the Performance of Value Versus Glamour Stocks: The Impact of Selection Bias, *Journal of Financial Economics* 38, 269-296.
- Claessens, S, D. Simeon, H.P.L Larry, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 81-112.
- Claessens, S, D. Simeon, H.P.L. Larry, 2002, Expropriation of Minority Shareholders in East Asia, *The Journal of Finance*.
- Dewenter, K.L., and V.A. Warther, 1998, Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms, *The Journal of Finance*, 879- 904.
- Gedajlovic, R.E, Y. Toru, dan H. Motomi, 2001, Ownership Structure, Investment Behavior and Firm Performance in Japanese Manufacturing Industries, *Walking Paper Erasmus Research Institute Management*.
- Gugler dan Yurtoglu, 2000, Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany, *European Economic Review*.
- Gunarsih, T, 2003, Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam *Corporate Governance* dan Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Perusahaan, *Disertasi tidak dipublikasikan*, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Jensen M. and W.H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Johnson, S., L.P. Rafael, L.d.S. Florencio dan S. Andrei, 2000, Tunneling, *American Economic Review Review Papers and Proceeding* 90, 22-27.
- Holmen, M. dan D.K. John, 2004, Minority Shareholder Protection and The Private Benefits of Control for Swedish Mergers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 167-191.
- Karimsyah, 2006, *Peraturan-Peraturan Merger dan Akuisisi*, www.karimsyah.com/imagescontent/article/20050923100938.pdf
- Khanna, T., dan Krisna P., 1997, Emerging Market Business Group, Foreign Investor, and Corporate Governance, *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, <http://www.nber.org/papers>.
- Khanna, T., dan Krisna P., 2000, Is Group Affiliate Profitable in Emerging Market: An Analysis of Diversified Indian Business Group, *Journal of Finance* 55, 867-891.

- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1999, Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *The Journal of Finance*, 1-33.
- McConnell, J., and C. Muscarella, 1985, Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm, *Journal of Financial Economics* 14, 399-422.
- Mitton, 2002, A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 1-31.
- Moin, A, 2003, *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Jilid 1. Yogyakarta: Ekonisia.
- Prowsen, S., 1998, *Corporate Governance, Emerging Issues and Lesson from East Asia*, <http://www.worldbank.org>.
- Riyanto, B., dan Gudono, 1996, An Assesment of The Impact of Compensation Plans on Stock Market Return: The Case of Merger and Acquisitions, *Kelola 1*. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 737-783.
- Titman, S., K.C.J. Wei, F. Xie, 2001, Capital Investment and Stock Return, *Working Paper*.
- Wiwattanakantang, Y., 1999, An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms, *Pasific Basin Finance Journal*, 371-403.
- Zhuang, J., E. David, W. David, M.A.C. Virginita, 2000, Corporate Governance and Finance in East Asia – A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand, *Asian Development Bank*, Manila.