

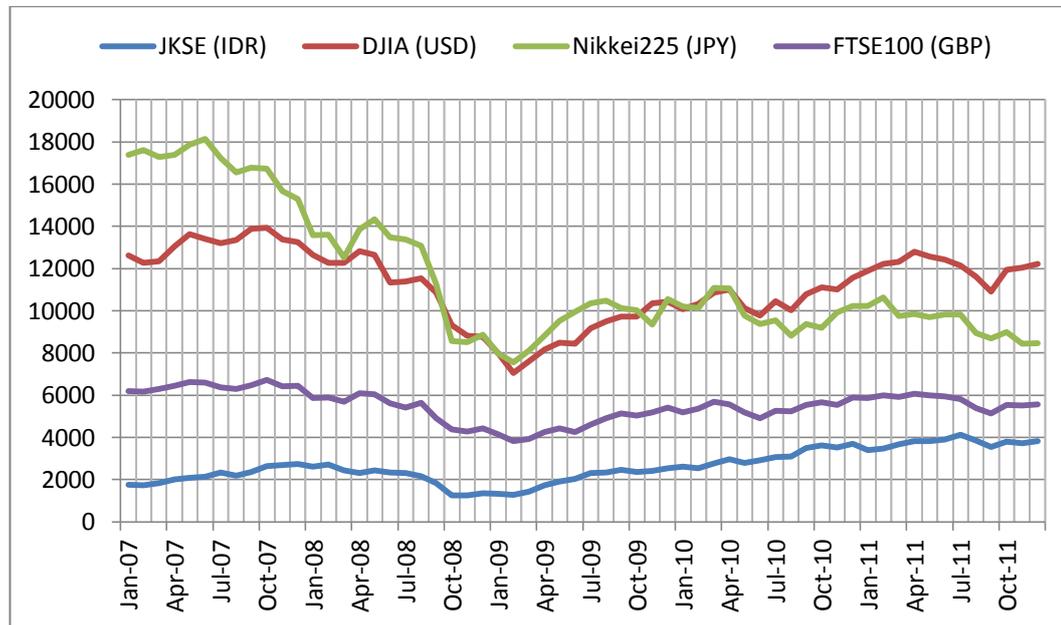
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Gugler et al. (2006) memplot jumlah *takeover* di AS dan Standard and Poor's(S&P) *price/earnings ratio* (P/E) sejak tahun 1880-an. Salah satu karakteristik mencolok yang didapat adalah bahwa *takeover* datang bergelombang dan terdapat asosiasi yang erat antara jumlah *takeover* dan P/E. Martynova dan Renneboog (2004) memplot jumlah total transaksi *takeover* di Amerika Serikat sejak 1897, di Inggris sejak awal 1960-an, di benua Eropa sejak awal 1980-an, dan di Asia Pasifik sejak 1985. Hasilnya, mereka mengidentifikasi 5 gelombang *takeover* di AS. Gelombang *takeover* terbaru pada dekade 1990-an yang berbarengan dengan gelombang *takeover* ke-5 di AS merupakan fenomena internasional. Gelombang *takeover* juga terjadi di Eropa dalam skala yang lebih kecil namun pada akhir 1990-an berhasil menyamai AS.

Grafik 1 Indeks Saham Komposit Dunia



Sumber: finance.yahoo.com

Berdasarkan Grafik 1, pasar saham Indonesia mengalami penurunan drastis pada tahun 2008 seperti yang dialami pasar saham dunia lainnya. Namun, pasar saham Indonesia pulih dengan cepat dibandingkan dengan pasar saham dunia lainnya bahkan mencetak rekor baru. Pada tahun 2011, untuk pertama kalinya IHSG melampaui level 4.000 walaupun tidak bertahan lama di sana. Hingga tahun 2011 berakhir, pasar saham negara lain seperti Jepang bahkan kembali pada level yang kurang lebih setara dengan level pada saat-saat terburuk krisis finansial 2008. Walaupun sempat terjadi penurunan aktivitas *takeover* di Indonesia pada tahun 2010 mengingat trend peningkatan IHSG sejak tahun 2009, kinerja baik perekonomian dan pasar saham pada periode 2009-2010 dan pandangan yang optimis terhadap masa depan perekonomian Indonesia ke depan mungkin ikut memiliki andil dalam peningkatan aktivitas *takeover* tahun 2011.

Istilah *takeover* merujuk pada transfer kontrol atas sebuah perusahaan dari suatu kelompok pemegang saham ke kelompok pemegang saham lainnya (Ross et al., 2008:818). Secara umum, baik *takeover*, merger, akuisisi, maupun merger dan akuisisi merujuk pada hal yang sama (Ross et al., 2008:816, 818). Ini disebabkan adanya inkonsistensi di industri mengenai istilah merger dan akuisisi secara keseluruhan. *Takeover* terbagi menjadi tiga, yaitu akuisisi, *proxy contest*, dan *going private*. Akuisisi terbagi menjadi tiga, yaitu merger, akuisisi saham, dan akuisisi asset. Merger adalah penyerapan penuh suatu perusahaan oleh perusahaan lain sedangkan konsolidasi memunculkan perusahaan yang sama sekali baru dari penggabungan tersebut (Ross et al., 2008:816). Perusahaan yang mengakuisisi sering disebut perusahaan penawar. Ini adalah perusahaan yang menawarkan untuk mentransfer kasatau sekuritas untuk mendapatkan saham atau asset dari perusahaan lain. Perusahaan yang diakuisisi sering disebut perusahaan target. Tujuan akhir *takeover* adalah meningkatkan nilai saham perusahaan. Menurut Martynova dan Renneeboog (2004), literatur empiris sepakat bahwa *takeover* diharapkan menciptakan kekayaan bagi pemegang saham target dan penawarpada umumnya, dimana mayoritas *gains* tersebut merujuk pada pemegang saham target. Menurut Ross et al. (2008:835), *premium* yang dibayarkan oleh penawar merupakan *gain* yang relatif besar dan langsung, seringkali di atas dua puluh persen. Sementara itu, pemegang saham perusahaan penawar sepertinya tidak untung ataupun rugi secara rata-rata. Isu ini cukup membingungkan karena penelitian yang berbeda mencapai kesimpulan yang berbeda pula. Pendapat yang sama juga dikemukakan oleh Bruner (2004) bahwa secara rata-rata *buyers* tampak hanya mendapatkan *normal return* pada akuisisi mereka walaupun di sekitar rata-rata tersebut terdapat varians yang lebar.

Secara garis besar, terdapat dua kelompok teori yang diajukan untuk menjelaskan terjadinya *takeover* menurut Gugler et al. (2006). Kelompok *neoclassical* mengasumsikan bahwa manajer memaksimalkan kekayaan pemegang saham, *takeover* meningkatkan kekayaan, dan pasar modal efisien. Secara umum, *takeover* dilakukan karena alasan-alasan terkait efisiensi yang sering melibatkan skala ekonomi atau sinergi lainnya seperti penciptaan kekuatan pasar melalui pembentukan monopoli atau oligopoli. Di lain pihak, kelompok *behavioral* melonggarkan asumsi-asumsi *neoclassical* tersebut dan mengajukan motif dan konsekuensi lainnya dari *takeover*. Kelompok *behavioral* juga sering disebut sebagai kelompok *distortional* atau *non-neoclassical*.

Salah satu anggota kelompok *neoclassical* adalah *industry shock hypothesis*. Bermula dari Gort (1996), Mitchell dan Mulherin (1996) berpendapat bahwa gelombang *takeover* adalah hasil dari kejutan terhadap lingkungan ekonomi, teknologi, atau regulasi dari suatu industri. Dibandingkan *neoclassical*, logika dasar hipotesis-hipotesis *behavioral* lebih beragam. Roll (1986) berpendapat bahwa ambisi, arogansi, dan kecongkakan manajemen yang berlebihan dapat menjelaskan mengapa penawaran tetap dilaksanakan bahkan ketika *valuation* di atas harga pasar merepresentasikan *positive valuation error*. Shleifer dan Vishny (2003) mengajukan teori bahwa transaksi *takeover* didorong oleh *stock market valuations* dari gabungan perusahaan.

Gugler et al. (2006) berpendapat bahwa *neoclassical hypothesis* memprediksikan adanya *positive abnormal returns* pada pengumuman *takeover*. Namun, Harford (2004) menganggap bahwa *neoclassical hypothesis* tidak

harus memprediksikan peningkatan kinerja. Kinerja bisa saja menjadi jauh lebih buruk tanpa *takeover*. Secara garis besar, Andrade et al. (2001) menyimpulkan bahwa *abnormal return* nol merupakan tingkat pengembalian yang cukup bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hal ini mungkin tidak terlalu mengejutkan dalam lingkungan perekonomian yang kompetitif dan *capital market* yang efisien. Ia menemukan bahwa *average three-day abnormal return* untuk pengakuisisi adalah -0,7% yang tidak signifikan secara statistik untuk 4.000 *takeover* pada periode 1973-1998.

Bukti empiris menunjukkan bahwa *takeover* pada periode akhir gelombang *takeover* memberikan *gains* yang lebih rendah bagi pemegang saham dibandingkan *takeover* pada periode awal (Moeller et al., 2005). Ini mengindikasikan bahwa gelombang *takeover* cenderung melewati batas optimal mereka untuk berhenti dan *takeover* yang tidak menguntungkan pada periode akhir gelombang *takeover* merupakan akibat dari keterbatasan pengolahan informasi, *hubris*, dan pengejaran kepentingan pribadi oleh manajer (Martynova dan Renneboog, 2004). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Moeller et al. (2005), kinerja *takeover* yang dilihat dari tingkat pengembalian agregat dalam dolar jauh lebih buruk pada periode akhir gelombang *takeover* 1990-an. Pemegang saham perusahaan pengakuisisi merugi hingga \$240 milyar walaupun *equally weighted average abnormal return* menunjukkan angka 0,69%. Harford (2003) juga mendukung pendapat bahwa kinerja *takeover* memburuk ketika mendekati periode akhir gelombang *takeover*. Ia menganggap bahwa penawaran yang dilaksanakan pada periode ini disebabkan oleh *herding*, salah satu komponen *distortional*.

Gambaran besar mengenai *takeover* tampaknya mendukung kelompok *neoclassical* bahwa manajer memaksimalkan kekayaan pemegang saham, *takeover* menciptakan nilai, dan pasar modal efisien. Kecilnya *average abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi bisa menjadi argumen untuk mendukung pasar modal yang efisien. Tetapi, dibutuhkan pengembalian dalam nominal mata uang atau langkah-langkah lain untuk membantu mengimbangi kelemahan *equally weighted average abnormal returns*. Oleh karena itu, peneliti tertarik untuk mengetahui apakah asumsi dan prediksi *neoclassical* berlaku untuk *takeover* di Indonesia pada periode 2009-2011 bahwa manajer memaksimalkan kekayaan pemegang saham, *takeover* menciptakan nilai, dan pasar modal efisien. Penulis mengambil judul **“Kinerja *Takeover* di Indonesia pada Periode 2009-2011”**

1.2 Identifikasi dan Rumusan Masalah

Akuisisi sebuah perusahaan oleh perusahaan lain adalah investasi yang dilakukan untuk menghasilkan profit. Profitabilitas *takeover* merupakan salah satu dari beberapa karakter utama yang membedakan hipotesis-hipotesis yang telah diajukan untuk menjelaskan *takeover*. Ada beberapa pendekatan untuk menentukan apakah *takeover* menguntungkan atau tidak, namun yang paling umum adalah *event studies* yang meneliti *gains* bagi pemegang saham. Karena literatur empiris mengenai *takeover* sepakat bahwa *takeover* menguntungkan bagi pemegang saham perusahaan target, maka debat umumnya berpusat pada *gains* bagi pemegang saham perusahaan penawar. *Cumulative Average Abnormal Return* yang lebih besar daripada nol dan signifikan secara statistik merupakan bukti yang mendukung *neoclassical*

hypothesis bahwa manajer memaksimalkan kekayaan pemegang saham, *takeover* menciptakan nilai, dan pasar modal efisien walaupun sebagian peneliti seperti Gugler et al. (2006) berpendapat bahwa penemuan ini justru mendukung prediksi *behavioral hypothesis*. Peneliti tertarik untuk meneliti apakah asumsi dan prediksi *neoclassical* berlaku untuk aktivitas *takeover* di Indonesia.

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut: apakah dengan adanya aktivitas *takeover bidder's shareholders* akan mendapatkan *abnormal return* lebih besar daripada nol dan signifikan secara statistik pada periode 2009-2011?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan umum dari penelitian ini adalah mencoba menyelidiki apakah bukti-bukti mendukung berlakunya asumsi dan prediksi *neoclassical* untuk aktivitas *takeover* di Indonesia secara empiris. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui apakah pemegang saham perusahaan penawar (*bidder's shareholders*) di Indonesia mendapatkan *abnormal return* lebih besar daripada nol dan signifikan secara statistik pada periode 2009-2011.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan sebagai berikut:

- **Kegunaan Teoritis**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pengetahuan mengenai karakteristik dan pengaplikasian teori-teori *takeover* di Indonesia khususnya pada periode 2009-2011.

- **Kegunaan Praktis**

- A. Bagi perusahaan yang mengakuisisi

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan tambahan pengetahuan bagi pihak yang mengakuisisi mengenai karakteristik *takeover* di Indonesia sehingga yang bersangkutan dapat menghindari kerugian dalam membuat keputusan investasi melalui *takeover* seperti banyak korban sebelumnya.

- B. Bagi perusahaan yang diakuisisi

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan tambahan pengetahuan bagi pihak yang diakuisisi mengenai karakteristik *takeover* di Indonesia sehingga yang bersangkutan dapat meningkatkan *gains* dalam membuat keputusan investasi melalui *takeover*. Selain itu, pihak yang diakuisisi diharapkan dapat menghindari situasi tertentu yang cenderung merugikan walaupun konsensus menunjukkan bahwa *takeover* pada umumnya menguntungkan bagi mereka.

C. Bagi investor

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan pengetahuan bagi investor mengenai karakteristik investasi melalui *takeover* di Indonesia sehingga yang bersangkutan dapat mengambil keuntungan dari aktivitas *takeover*.