

**PENGARUH PENGUMUMAN DAN KARAKTERISTIK TRANSAKSI  
DIVESTASI DAN ALIANSI TERHADAP KEMAKMURAN PEMEGANG  
SAHAM PERUSAHAAN YANG LISTED DI BURSA EFEK JAKARTA**

**PATRICIA AJENG PEBRIKASARI  
STIE YKPN Yogyakarta**

**ABSTRACT**

*Divestiture and alliance transactions as strategic-oriented transactions to increase company's value. The objective of this study is to test empirically the implication of divestiture and alliance transactions announcement shown in the abnormal returns of company who doing that transactions. Particularly, this study test the implication of the divestiture and alliance transactions characteristic and company's characteristic who doing that transactions reflected by cumulative abnormal returns during event windows. This study uses divestiture and alliance transactions sample in Bursa Efek Jakarta (BEJ) during period 1991-2004.*

*Generally, the result in this study shown that divestiture and alliance transactions in BEJ give the stockholder's wealth who doing that activities. Particularly, the market reaction significantly occur in event date, in other words Indonesian's stock market informationally efficient. The transaction value, one of three variables used as divestiture and alliance transactions characteristic, significantly influence the cumulative abnormal return whereas the others do not. The company's characteristic who doing divestiture and alliance transactions (company's size and age) as control variables, do not significantly influence the cumulative abnormal return.*

**Keyword :** *divestiture, alliance, abnormal return*

**LATAR BELAKANG MASALAH**

Divestasi dan aliansi merupakan bentuk dari *corporate-control transactions* yang dilakukan sebagai transaksi yang bertujuan strategis dalam meningkatkan *value* perusahaan. Perusahaan yang melakukan *corporate-control transactions* harus memilih strategi transaksi yang tepat sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai dari transaksi tersebut. Dengan demikian keuntungan dari transaksi tersebut dapat dinikmati oleh perusahaan yang melakukan *corporate-control transactions*, serta akan memberikan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan tersebut.

*Corporate-control transactions* ini dapat berupa *merger*, akuisisi, divestasi, aliansi, MBO (*Management Buyout*) dan LBO (*Leverage Buyout*). Menurut Clarke *et al.* pada tahun 1990 (Warokka, 2002) motivasi perusahaan melakukan *corporate-control transactions* yaitu: (1) Meningkatkan *operating economies*, (2) Meningkatkan *economies of scale*, (3) Mengatasi *inefficient management* atau *differential management efficiency*, serta (4) Memperoleh *financial synergy*.

Di Indonesia penelitian yang lebih spesifik mengenai *corporate-control transactions* di Bursa Efek Jakarta sebagian besar terbatas pada jenis *merger* dan akuisisi. Penelitian yang dilakukan oleh Warokka (2002) menunjukkan bahwa 60% dari total *corporate-control transactions* di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1991–2001 merupakan transaksi non *merger* dan akuisisi (*sell-off*/divestasi dan *joint venture*/aliansi). Sehingga penelitian ini ingin membuktikan pengaruh pengumuman jenis *corporate-control transactions* secara spesifik selain *merger* dan akuisisi, yaitu pengaruh pengumuman divestasi dan aliansi terhadap kemakmuran pemegang saham.

Penelitian ini ingin menguji pula pengaruh karakteristik transaksi divestasi dan aliansi, yaitu perbedaan pengaruh divestasi dan aliansi, pengaruh tujuan dilakukannya divestasi dan aliansi, serta pengaruh nilai transaksi divestasi dan aliansi dalam menghasilkan *abnormal return* perusahaan di seputar tanggal pengumuman divestasi dan aliansi.

Penelitian ini membedakan tujuan divestasi dan aliansi ke dalam 2 sifat yaitu *expansionist* dan *transformative* berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Bieshaar *et al.* (2000) dan Warokka (2002). Suatu transaksi dikatakan merupakan bagian sebuah program “*expansionist*” apabila di dalamnya sebuah perusahaan berupaya memperluas pangsa pasar, pindah ke daerah geografis baru, atau menambah saluran distribusi baru untuk produk dan jasa yang telah ada. Sedangkan suatu transaksi dikatakan merupakan transaksi yang bersifat “*transformative*” apabila di dalamnya sebuah perusahaan berupaya untuk fokus atau masuk ke dalam lini bisnis yang baru atau memindahkan sebagian besar usaha yang sekarang ini dijalani pada portofolio bisnis yang lebih menguntungkan.

Penelitian ini bertujuan untuk melihat reaksi pasar dengan adanya pengumuman divestasi dan aliansi serta menguji pengaruh karakteristik transaksi divestasi dan aliansi terhadap kemakmuran pemegang saham yang diprosikan dengan *abnormal return* selama *event windows*. Hal ini karena dianggap investor menggunakan informasi yang terdapat pada pengumuman divestasi dan aliansi untuk menganalisis prospek ekonomi perusahaan yang terlibat di dalamnya dan mengambil langkah-langkah taktis dan strategis untuk memaksimalkan kemakmurannya.

## TINJAUAN TEORI

### Divestasi

Terdapat beberapa pengertian divestasi yang dikemukakan oleh para ahli, diantaranya Benson *et al.* (1984) mengkatégorikan divestasi sebagai *sell-off* dan *spin-off*. *Sell-off* adalah menjual sebagian aset dari perusahaan induk, seperti anak perusahaan, divisi, atau lini produk kepada perusahaan lain. Sedangkan *spin-off* terjadi ketika sebuah perusahaan mendistribusikan seluruh saham biasa yang dimiliki pada sebuah anak cabang yang dikuasainya untuk *shareholder* aslinya. Rosenfeld (1984) mendefinisikan divestasi sebagai sebuah langkah perubahan portofolio aset perusahaan dengan cara melakukan *sell-offs* ataupun *spin-offs* aset yang tidak diinginkan (bermanfaat lagi). Linn & Rozett (1984) mendefinisikan *sell-off* sebagai penjualan sub bagian, divisi, atau lini bisnis oleh suatu perusahaan ke perusahaan lain. *Sell-off* merupakan bentuk sederhana dari *divestiture*, proses yang merupakan kontraksi bagi perusahaan yang menjual namun menjadi alat untuk ekspansi bagi perusahaan yang membelinya. Sudarsanam (1995) menyatakan bahwa divestasi merupakan kebalikan dari pertumbuhan sebagai akibat akuisisi dengan cara menjual sebagian bisnisnya untuk alasan yang berbeda-beda. Sedangkan Moin (2004) menyatakan bahwa divestasi adalah menjual sebagian unit bisnis atau anak perusahaan kepada pihak lain untuk mendapatkan dana segar dalam rangka menyehatkan perusahaan secara keseluruhan.

Alasan yang melatarbelakangi suatu perusahaan melakukan divestasi dapat dibedakan dalam dua kelompok (Moin, 2004), yaitu:

1. Alasan internal perusahaan
  - a. Kembali ke kompetensi inti (*core business*)
  - b. Menghindari sinergi yang negatif
  - c. Melepas bisnis usaha yang *non-profitable*
  - d. Kesulitan keuangan (*financial distress*)
  - e. Perubahan strategi atau prioritas perusahaan
  - f. Perusahaan mencari tambahan dana segar untuk keperluan tertentu
  - g. Melepas unit bisnis untuk berdiri sendiri
2. Alasan eksternal perusahaan
  - a. Paksaan pemerintah
  - b. Permintaan kreditur

Divestasi perusahaan dapat dilakukan dengan berbagai metoda (Sudarsanam, 1995), antara lain: *Sell-offs*, *Spin-offs*, *Equity carve out* atau pemotongan asset, serta *Management Buy Out* (MBO) dan variannya, misalnya *management buying*

## Aliansi

Suatu perusahaan membentuk aliansi strategis untuk menambah inisiatif strategi dan memperkuat persaingan di pasar domestik maupun internasional. Menurut Ernst dan Halevy (2000) aliansi merupakan upaya satu atau lebih perusahaan untuk secara bersama-sama memiliki suatu perusahaan tertentu untuk suatu kepentingan yang telah disepakati bersama. Aliansi strategis merupakan kerjasama antara dua atau lebih perusahaan untuk mencapai hasil yang saling menguntungkan (Thompson *et al.*, 2005). Aliansi penting dalam persaingan perusahaan di banyak industri dan menjadi bagian utama dalam strategi bisnis saat ini.

Alasan yang paling umum perusahaan melakukan aliansi strategis adalah (Porter, 1990):

1. Untuk bekerja sama dalam mengembangkan teknologi atau mengembangkan produk-produk baru.
2. Untuk mengatasi defisit anggaran teknik dan manufaktur.
3. Untuk mendapat keunggulan kompetitif.
4. Untuk meningkatkan efisiensi *supply chain*.
5. Untuk memperoleh *economic of scale* dalam produksi dan/atau pemasaran.
6. Untuk mendapat atau meningkatkan akses pasar melalui perjanjian kerjasama pemasaran.

## PERUMUSAN HIPOTESIS

- H1 : Terdapat pengaruh yang signifikan dari pengumuman divestasi dan aliansi terhadap *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya.
- H2 : Terdapat pengaruh yang signifikan dari jenis transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya.
- H3 : Terdapat pengaruh yang signifikan dari tujuan transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya.
- H4 : Terdapat pengaruh yang signifikan dari nilai transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya.

## METODA PENELITIAN

### Populasi, Sampel, dan Pengambilan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pemilihan sampel menggunakan metoda *purposive sampling*, yaitu metoda pemilihan sampel yang dilakukan dengan menggunakan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang dipergunakan sebagai dasar dalam pengambilan sampel adalah perusahaan yang *listing* di BEJ dan termasuk dalam perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara aktif serta terlibat dalam transaksi divestasi dan aliansi antara tahun 1991 sampai dengan 2004. Pemilihan periode tersebut untuk memberikan informasi yang lebih komprehensif mulai dari saat maraknya kegiatan divestasi dan aliansi hingga kondisi terakhir saat ini. Selanjutnya sampel saham perusahaan yang terlibat dalam transaksi divestasi dan aliansi akan dilihat reaksinya ketika mengumumkan transaksi divestasi dan aliansi, tujuan dilakukannya divestasi dan aliansi, serta nilai transaksi divestasi dan aliansi untuk menentukan apakah terdapat muatan informasi di dalamnya.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder dari beberapa sumber yaitu harian Bisnis Indonesia, media massa bisnis, Pusat Data Pasar Modal (PDPM) PPA UGM, Indonesian Capital Market Directory (ICMD), [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), dan [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id).

Proses pemilihan sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

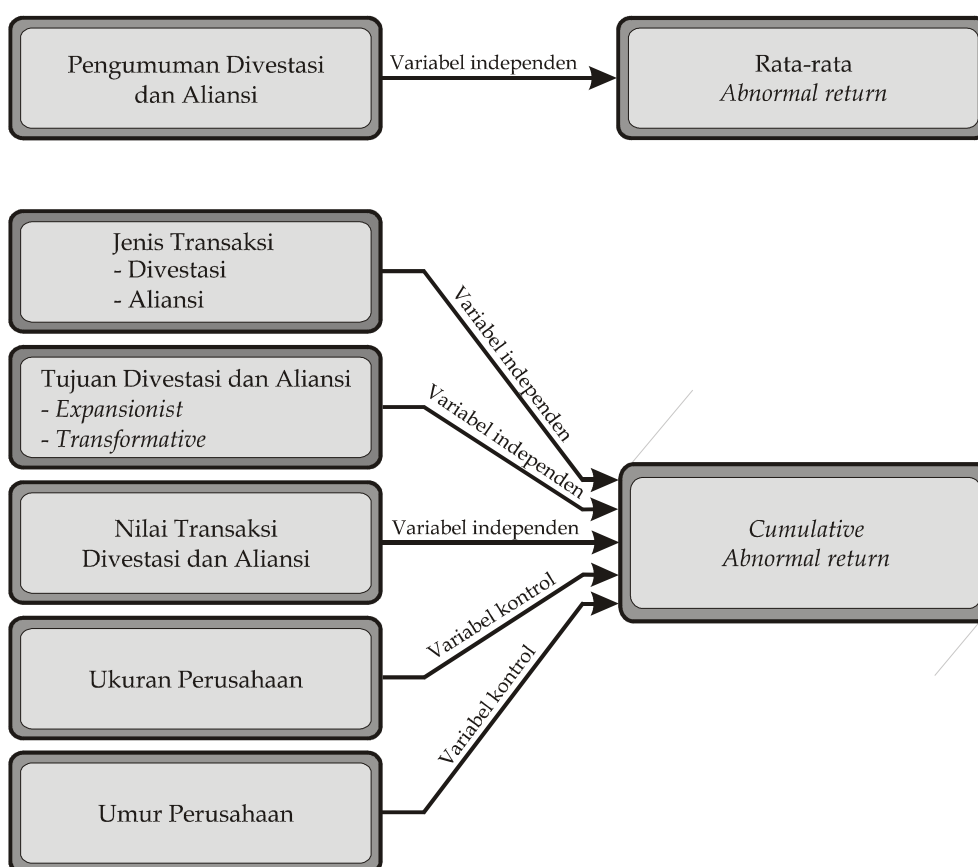
**Tabel 1**  
**Proses Pemilihan Sampel Penelitian**

1	Sampel awal (perusahaan-perusahaan di BEJ yang melakukan divestasi dan aliansi selama tahun 1991-2004)	70
2	Disisihkan karena pada rentang waktu yang dekat, terdapat pengumuman lain yang dapat mempengaruhi pengumuman divestasi dan aliansi ( <i>confounding effect</i> )	(0)
3	Disisihkan karena ketiadaan informasi yang lengkap dalam pengumuman divestasi dan aliansi (seperti tujuan transaksi dan nilai transaksi)	(8)
4	Disisihkan karena sahamnya tidak aktif diperdagangkan di BEJ	(12)
5	<b>Sampel Hipotesis 1</b>	<b>50</b>
6	Disisihkan karena data <i>outlier</i>	(10)
7	<b>Sampel Hipotesis 2, 3, dan 4</b>	<b>40</b>

**Desain Penelitian**

Berikut model penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini:

**Gambar 1**  
**Desain Penelitian**



Secara garis besar penelitian ini diuji dalam dua tahap. Tahap pertama dilakukan pengujian hipotesis pertama untuk mengetahui adanya hubungan yang signifikan antara pengumuman divestasi dan aliansi dengan *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya. Pengujian reaksi perusahaan-perusahaan tersebut dilakukan dengan *event study*. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman (Hartono, 1998).

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* harian sehingga jika suatu pengumuman mengandung informasi maka akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. *Abnormal return* diperoleh dari selisih antara *return* saham dengan *expected return*. Model untuk mengestimasi *expected return* dalam penelitian ini adalah *market model* yang digunakan oleh Brown dan Warner (1985) dalam *event study*. Dalam penelitiannya ditunjukkan bahwa *market model* merupakan metoda yang relatif lebih baik digunakan dalam berbagai kondisi. Penelitian ini menggunakan data *cross section* yang cenderung mampu menghilangkan masalah normalitas. Tetapi pengujian terhadap normalitas data *abnormal return* akan tetap dilakukan terlebih dahulu.

Selanjutnya apabila terdapat bukti hubungan yang signifikan antara pengumuman divestasi dan aliansi dengan *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya, maka penelitian ini akan dikembangkan pada tahap kedua yaitu mengetahui pengaruh variabel karakteristik transaksi dan perusahaan terhadap *abnormal return* yang diperoleh dengan menggunakan metoda regresi berganda.

## PENGUJIAN REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN DIVESTASI DAN ALIANSI

Pengujian reaksi pasar ini dilakukan dengan melihat signifikansi *abnormal return* yang diperoleh perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam transaksi divestasi dan aliansi. Reaksi pasar terhadap pengumuman transaksi divestasi dan aliansi akan ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* di sekitar *event windows* yang diamati. *Event windows* yang digunakan adalah 11 hari yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman. Periode 5 hari dipilih untuk menghindari *confounding effect* akibat pengumuman lain yang akan mempengaruhi pengumuman divestasi dan aliansi. Sedangkan periode estimasi yang digunakan untuk menghitung *expected return* adalah 100 hari.

Untuk mengetahui adanya muatan informasi yang direspon oleh para investor terhadap pengumuman divestasi dan aliansi yang dilakukan oleh perusahaan, maka dilakukan pengujian rata-rata *abnormal return* saham perusahaan yang melakukannya pada periode di seputar adanya pengumuman. Pengujian rata-rata *abnormal return* dilakukan dengan uji t dua sisi dengan membandingkan nilai t-hitung (*test statistic AAR<sub>i</sub>*) yang diperoleh dengan t-tabel.

Sebelum melakukan perhitungan *abnormal return* pada *event windows*, terlebih dahulu telah dilakukan pengujian terhadap normalitas data *abnormal return* pada periode estimasi dengan hasil bahwa data rata-rata *abnormal return* memenuhi asumsi normalitas.

Dalam tahap ini terdapat sampel 50 transaksi yang diuji signifikansi rata-rata *abnormal return*-nya. Hasil pengujian statistik *abnormal return* dapat dilihat pada lampiran.

Pada tabel 2 ditunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis pertama tentang rata-rata *abnormal return* saham perusahaan yang mengumumkan divestasi dan aliansi di seputar *event windows* yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman.

Berdasarkan hasil perhitungan ditunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* selama 11 hari *event windows* tetapi tidak semuanya signifikan. Dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) 10% atau nilai t-tabel sebesar 1.645, bila dibandingkan dengan t-hitung pada Tabel 2 maka terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari pengumuman

(*event date*/t<sub>0</sub>). Akan tetapi jika dilihat secara keseluruhan selama *event windows*, terdapat kumulatif rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada level  $\alpha = 5\%$ . Hal ini berarti hipotesis nol ( $H_{01}$ ) yang menyatakan bahwa pengumuman divestasi dan aliansi tidak mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya ditolak atau hipotesis alternatif ( $H_{a1}$ ) yang menyatakan bahwa pengumuman divestasi dan aliansi mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya diterima.

Pengujian di atas menunjukkan bahwa pengumuman divestasi dan aliansi sebelumnya tidak bocor ke publik. Signifikansi rata-rata *abnormal return* pada hari pengumuman (*event date*/t<sub>0</sub>) menunjukkan bahwa pengumuman tersebut mengandung informasi. Disebut mengandung informasi karena pengumuman tersebut menyebabkan terjadinya reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* (Hartono, 2005). Dalam kasus ini, *abnormal return* yang terjadi sifatnya cepat yaitu hanya terjadi pada hari pengumuman. Terjadinya *abnormal return* yang cepat ini menunjukkan bahwa pasar efisien secara informasi.

Hasil pengujian hipotesis pertama ini juga mengindikasikan bahwa pemegang saham perusahaan yang melakukan divestasi dan aliansi menikmati kemakmuran dari aktivitas divestasi dan aliansi yang dilakukan. Hal ini tampak dari hasil pengujian (Tabel 2) yang menunjukkan bahwa kumulatif rata-rata *abnormal return* positif yang signifikan diperoleh pemegang saham perusahaan yang melakukan divestasi dan aliansi di seputar tanggal pengumuman. Jadi dapat dikatakan bahwa pemegang saham perusahaan yang melakukan divestasi dan aliansi bereaksi positif terhadap pengumuman transaksi tersebut karena pasar mengharapkan terjadinya sinergi pada masa yang akan datang dari aktivitas divestasi dan aliansi, terutama dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang melakukan transaksi ini.

## PENGUJIAN ASUMSI KLASIK

### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu observasi ke observasi yang lain. Jika varian dari residual satu observasi ke observasi yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan meregresikan nilai absolut residual dengan variabel independennya. Ada tidaknya heteroskedastisitas dapat diketahui dengan melihat tingkat signifikansinya terhadap alpha ( $\alpha$ ) 5%. Jika nilai signifikansinya lebih besar dari alpha ( $\alpha$ ) maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dari hasil perhitungan maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah heteroskedastisitas terhadap variabel independen karena tingkat signifikansi kelima variabel independen tersebut lebih besar daripada alpha ( $\alpha$ ).

### Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka ada masalah autokorelasi. Autokorelasi terjadi karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain (Ghozali, 2001). Untuk melihat adanya autokorelasi digunakan Durbin Watson Test (DW). Dari tabel DW akan didapatkan nilai kritis  $d_U$  dan  $d_L$ .

- Jika  $d < d_L$  atau  $(4-d_L) < d$  maka terdapat autokorelasi di dalam model regresi.
- Jika  $d_L \leq d \leq d_U$  atau  $(4-d_U) \leq d \leq (4-d_L)$  maka pengujian tidak meyakinkan.
- Jika  $2 < d < (4-d_U)$  atau  $d_U < d < 2$  maka tidak terdapat autokorelasi di dalam model regresi.

Berdasarkan hasil yang diperoleh pada Tabel 4 ditunjukkan bahwa nilai DW hitung sebesar 2.151. Sedangkan nilai DW tabel untuk  $n = 40$  dan  $k = 5$  pada tingkat



signifikansi 5% dapat diperoleh nilai  $d_L = 1.15$ ;  $d_U = 1.69$ ;  $4-d_U = 2.31$ . Dengan demikian  $2 < d < (4-d_U)$  atau bila dinotasikan dengan angka  $= 2 < 2.151 < 2.31$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi di dalam model regresi.

### Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen (Ghozali, 2001).

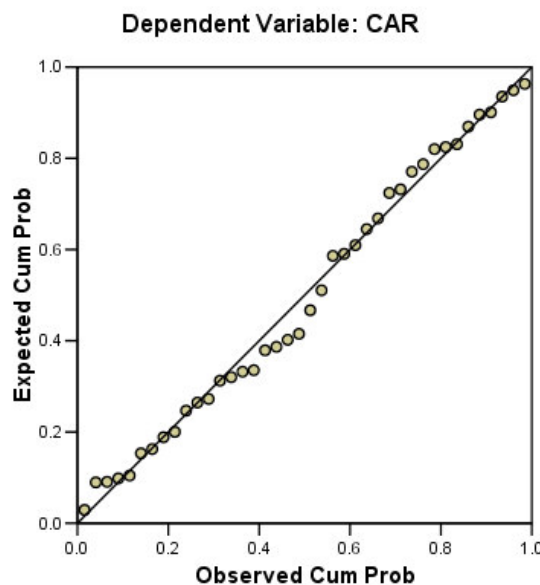
Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam suatu model regresi, dapat dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). VIF menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Pada umumnya jika VIF lebih besar dari 5, maka variabel tersebut dikatakan mempunyai masalah multikolinearitas dengan variabel independen lainnya. Berikut ini adalah tabel hasil pengujian multikolinearitas:

### Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Untuk menguji normalitas kita dapat menganalisis penyebaran data pada sumbu diagonal *Normal Probability Plot*. Dasar pengambilan keputusan adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Berikut disajikan *Normal Probability Plot*:

GAMBAR 2

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Dari *Normal Probability Plot* diatas maka dapat disimpulkan bahwa model regresi ini memenuhi asumsi normalitas karena penyebaran data (*plot*) menyebar di sekitar garis diagonal.

Uji normalitas dapat juga dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Uji ini terdapat pada *non-parametric statistic*. Jika probabilitas lebih besar daripada alpha ( $\alpha$ ) maka asumsi normalitas terpenuhi. Berikut ini adalah tabel hasil pengujian *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*:

Dari hasil uji normalitas dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* maka dapat disimpulkan bahwa model regresi ini memenuhi asumsi normalitas karena probabilitasnya lebih besar daripada alpha ( $\alpha$ ) yaitu  $\text{asympt. sig. } 0.897 > \alpha 0.05$ .

### PENGUJIAN PENGARUH KARAKTERISTIK TRANSAKSI DIVESTASI DAN ALIANSI TERHADAP *CUMULATIVE ABNORMAL RETURN*

Pengujian selanjutnya dilakukan untuk menguji hipotesis kedua, ketiga, dan keempat berkaitan dengan pengaruh jenis transaksi divestasi dan aliansi, tujuan, dan nilai transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan yang terlibat di dalamnya di seputar hari pengumuman. Pengujian ini menggunakan analisis regresi berganda untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel penjelas dilihat dari tingkat signifikansi koefisien masing-masing variabel penjelas tersebut. Penelitian ini menggunakan 5 variabel penjelas dengan 2 variabel di antaranya merupakan variabel kontrol (ukuran dan umur perusahaan) yang merupakan karakteristik perusahaan yang terlibat dalam transaksi divestasi dan aliansi.

Model yang digunakan untuk melihat pengaruh transaksi divestasi dan aliansi, tujuan, dan nilai transaksi divestasi dan aliansi terhadap *abnormal return* saham perusahaan yang terlibat di dalamnya di sekitar hari pengumuman adalah sebagai berikut:

$$CAR_j = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 \text{Log}T_{\text{value}} + \beta_4 \text{Log}F_{\text{size}} + \beta_5 \text{Log}F_{\text{age}} + e_j$$

Keterangan:

$CAR_j$ : *cumulative abnormal return* perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam transaksi divestasi dan aliansi selama periode *event windows* yaitu hari -5 sampai hari +5.

Variabel penjelas tersebut adalah:

1. Jenis transaksi: variabel *dummy* dalam jenis transaksi mengindikasikan jenis transaksi yang dilakukan oleh perusahaan  
 $D_1 = 1$  untuk jenis transaksi divestasi  
 $D_1 = 0$  untuk jenis transaksi aliansi
2. Tujuan transaksi: variabel *dummy* dalam tujuan transaksi yang mengindikasikan alasan utama untuk tiap transaksi divestasi dan aliansi  
 $D_2 = 1$  untuk tujuan transaksi yang bersifat *expansionist*  
 $D_2 = 0$  untuk tujuan transaksi yang bersifat *transformative*
3. Nilai transaksi ( $T_{\text{value}}$ ): diukur dengan logaritma sejumlah rupiah yang dilibatkan dalam transaksi divestasi dan aliansi.
4. Ukuran perusahaan ( $F_{\text{size}}$ ): diprosikan dengan logaritma total aktiva perusahaan di awal tahun terjadinya transaksi divestasi dan aliansi.
5. Umur perusahaan ( $F_{\text{age}}$ ): diukur dengan logaritma jumlah hari antara perusahaan tersebut *listed* di Bursa Efek Jakarta hingga pengumuman terjadinya transaksi divestasi dan aliansi.

Dalam tahap ini terdapat sampel 40 transaksi yang diuji signifikansi *cumulative abnormal return*-nya. Berikut ini hasil pengujian regresi yang diperoleh dengan menggunakan program SPSS for windows versi 12:

TABEL 7

Berdasarkan hasil perhitungan regresi berganda tersebut maka bentuk hubungan antara variabel penjelas dengan variabel dependen dapat digambarkan dalam persamaan berikut:

$$CAR_j = -0.016 + 0.02 D_1 + 0.026 D_2 - 0.033 \text{Log}T_{\text{value}} + 0.032 \text{Log}F_{\text{size}} - 0.024 \text{Log}F_{\text{age}} + e_j$$

(0.951) (0.588) (0.512) (0.094) (0.143) (0.626)



Berdasarkan Tabel 7 tampak bahwa variabel independen jenis transaksi nilai t-hitungnya adalah 0.547 lebih kecil dari nilai t-tabel sebesar 1.645 pada tingkat signifikansi 10% atau dengan *p-value* 0.588 lebih besar dari 0.10, menunjukkan bahwa jenis transaksi baik divestasi maupun aliansi tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Dengan hasil pengujian regresi ini, hipotesis nol ( $H_{02}$ ) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari jenis transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham diterima atau hipotesis alternatif ( $H_{a2}$ ) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari jenis transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham ditolak.

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa investor di BEJ tidak terlalu mepedulikan jenis transaksi, dalam hal ini divestasi dan aliansi sebagai bentuk dari *corporate-control transactions* yang dilakukan perusahaan. Hasil ini berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Ernst & Halevy (2000) dan Bieshaar *et al.* (2000) yang memperlihatkan bahwa jenis *corporate-control transactions* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diterima investor. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Warokka (2002) terhadap pasar modal Indonesia bahwa jenis transaksi dalam *corporate-control transactions* tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diterima investor. Hasil penelitian ini menegaskan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia khususnya BEJ dan perilaku para investornya berbeda jika dibandingkan dengan perilaku para investor di tempat lain seperti di Amerika Serikat dan Eropa. Hal ini dapat disebabkan para investor di Indonesia mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima, sehingga seringkali mereka melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas yang bersangkutan dinilai secara tidak tepat (Hartono, 2005).

Pengujian hipotesis ketiga, yaitu melihat pengaruh tujuan transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return*, juga menghadapi hasil yang sama. Pada tabel 7 nilai t-hitung variabel independen tujuan transaksi adalah 0.662 lebih kecil dari nilai t-tabel sebesar 1.645 pada tingkat signifikansi 10% atau dengan *p-value* 0.512 lebih besar dari 0.10, menunjukkan bahwa tujuan transaksi divestasi dan aliansi baik bersifat *expansionist* maupun *transformative* tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Dengan hasil pengujian ini, hipotesis nol ( $H_{03}$ ) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari tujuan transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham diterima atau hipotesis alternatif ( $H_{a3}$ ) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari tujuan transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham ditolak.

Pengujian di atas kembali menunjukkan bahwa investor di BEJ tidak terlalu terpengaruh oleh tujuan transaksi divestasi dan aliansi sebagai bentuk dari *corporate-control transactions* yang dilakukan perusahaan, baik apakah itu merupakan tujuan transaksi yang bersifat *expansionist* maupun bersifat *transformative*. Hasil ini berbeda dengan hasil yang ditunjukkan oleh Bieshaar *et al.* (2000) yang memperlihatkan bahwa tujuan *corporate-control transactions*, baik yang bersifat *expansionist* maupun *transformative* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diterima investor. Sedangkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Warokka (2002) terhadap pasar modal Indonesia memperlihatkan bahwa tujuan transaksi *corporate-control transactions* tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diterima investor. Hasil penelitian ini semakin menegaskan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia khususnya BEJ dan perilaku para investornya berbeda jika dibandingkan dengan perilaku para investor di tempat lain seperti di Amerika Serikat dan Eropa.

Variabel independen nilai transaksi yang juga menjadi tujuan penelitian dan dihipotesiskan, pada Tabel 7 tampak bahwa nilai t-hitungnya adalah -1.723 lebih kecil

dari nilai t-tabel sebesar -1.645 pada tingkat signifikansi 10% atau dengan p-value 0.094 lebih kecil dari 0.10, menunjukkan bahwa nilai transaksi divestasi dan aliansi berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Dalam hal ini pengaruh yang ditimbulkan memiliki arah negatif. Dengan hasil pengujian regresi ini, hipotesis nol ( $H_{04}$ ) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari nilai transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham ditolak atau hipotesis alternatif ( $H_{a4}$ ) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari nilai transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return* saham diterima.

Hasil pengujian di atas menunjukkan bahwa investor di BEJ mempertimbangkan nilai transaksi divestasi dan aliansi yang dilakukan perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Koh *et al.* (2004) bahwa ukuran transaksi dapat mempengaruhi *abnormal return* perusahaan yang melakukan divestasi.

Dalam model penelitian ini juga digunakan 2 variabel kontrol yaitu ukuran dan umur perusahaan yang merupakan karakteristik perusahaan yang melakukan transaksi divestasi dan aliansi. Berdasarkan Tabel 7 tampak bahwa variabel ukuran perusahaan nilai t-hitungnya adalah 1.498 lebih kecil dari nilai t-tabel sebesar 1.645 pada tingkat signifikansi 10% atau dengan p-value 0.143 lebih besar dari 0.10, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang melakukan transaksi divestasi dan aliansi tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Hasil ini berbeda dengan yang dikemukakan oleh Jones dan Danbolt (2004) serta Socher (2004) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan yang terlibat dalam transaksi aliansi dan *joint venture*.

Pengaruh umur perusahaan yang melakukan transaksi divestasi dan aliansi terhadap *cumulative abnormal return*, juga menghadapi hasil yang sama. Pada Tabel 7 nilai t-hitung variabel umur perusahaan adalah -0.491 lebih besar dari nilai t-tabel sebesar -1.645 pada tingkat signifikansi 10% atau dengan p-value 0.626 lebih besar dari 0.10, menunjukkan bahwa umur perusahaan yang melakukan transaksi divestasi dan aliansi tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Hasil ini juga tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Socher (2004) bahwa umur perusahaan berpengaruh terhadap *abnormal return* perusahaan yang terlibat dalam transaksi aliansi.

Pada Tabel 7 ditunjukkan pula nilai  $R^2$  sebesar 0.122 yang berarti bahwa sekitar 12.2% dari variasi *cumulative abnormal return* saham dapat dijelaskan oleh variabel jenis transaksi, tujuan transaksi, nilai transaksi, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan, sedangkan sisanya sebesar 87.8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak tercakup dalam penelitian ini.

## SIMPULAN

Berdasarkan pengujian yang dilakukan terhadap keempat hipotesis dalam penelitian ini, dapat disimpulkan sebagai berikut:

- Pengumuman divestasi dan aliansi mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan-perusahaan yang terlibat di dalamnya. *Abnormal return* yang positif diterima oleh pemegang saham hanya pada hari pengumuman (*event date/t0*). Jika dilihat secara keseluruhan selama *event windows*, terdapat kumulatif rata-rata *abnormal return* yang positif. Pengumuman tersebut dianggap mengandung informasi karena reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Reaksi pasar yang cepat ini mengindikasikan bahwa pasar efisien secara informasi.
- Jenis transaksi baik divestasi maupun aliansi tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Hasil ini menunjukkan bahwa investor di BEJ tidak terlalu mempedulikan jenis transaksi, dalam hal ini divestasi dan aliansi sebagai bentuk dari *corporate-control transactions*.
- Tujuan transaksi divestasi dan aliansi baik apakah itu merupakan tujuan transaksi yang bersifat *expansionist* maupun bersifat *transformative* tidak berpengaruh

terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Hasil ini kembali menunjukkan bahwa investor di BEJ cenderung untuk mengabaikan tujuan transaksi, dalam hal ini divestasi dan aliansi sebagai bentuk dari *corporate-control transactions*.

- Nilai transaksi divestasi dan aliansi berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut. Dalam hal ini pengaruh yang ditimbulkan memiliki arah yang negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa investor di BEJ mempertimbangkan nilai transaksi divestasi dan aliansi yang dilakukan perusahaan.
- Dua variabel kontrol yang digunakan untuk memberi penjelasan pada model penelitian yang diuji yaitu ukuran perusahaan dan umur perusahaan yang merupakan karakteristik perusahaan tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor perusahaan yang melakukan transaksi tersebut.

Secara umum temuan dalam penelitian terhadap transaksi divestasi dan aliansi di Bursa Efek Jakarta ini memberikan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan yang melakukan aktivitas tersebut, walaupun karakteristik transaksi yang memberikan pengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh hanyalah nilai transaksi. Sedangkan karakteristik perusahaan tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* yang diperoleh.

## REFERENSI

- Alexander, G. J., P. J. Benson, dan J. M. Kampmeyer. "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs." *Journal of Finance* (1984): hal. 503-516.
- Bieshaar, Hans., Jeremy Knight, dan Alexander van Wassenaeer. "Deal That Create Value." *McKinsey Quarterly*, Number 1 (2001): hal. 65-73.
- Brown, Stephen J., dan Jerold B. Warner. "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies." *Journal of Financial Economics* 14 (1985): hal. 3-31.
- Clarke, R., B. Wilson, R. Daines, dan S. Nadauld. *Strategic Financial Management*. Tokyo: Toppan Company Ltd., 1990.
- Ernst, David, dan Tammy Halevy. (2000), "When to think alliance." *McKinsey Quarterly*, Number 4, (2000): hal. 47-55.
- Ghozali, Imam. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Pregram SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2001.
- Hartono, Jogyanto. *Pasar Efisien secara Keputusan*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2005.
- Hartono, Jogyanto M. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE, 1998.
- Jones, Edward dan Jo Danbolt. "Joint Venture Investments and the Market Value of the Firm." *Working Paper Series, EFMA 2004 Basel Meetings Paper* (2004), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Koh, Francis C. C., Winston T. H. Koh, Benedict S. K. Koh. "Corporate Divestiture and Spinoffs in Singapore." *Working Paper Series* (2004), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Linn, Scott C. dan Michael S. Rozeff. "The Corporate Selloff." *Midland Corporate Finance Journal* 2, no. 2 (Summer, 1984): hal. 24.
- Moin, Abdul. *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Edisi 1, Yogyakarta: Ekonosia FE UII, 2004.
- Porter, Michael E. *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press, 1990, hal. 66.

- Rosenfeld, J. D. “Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth.” *Journal of Finance* (1984): hal. 1437-1447.
- Socher, Carolin. “Does Partnering Pay Off? – Stock Market Reactions to Strategic Alliance Announcements in Germany.” *Working Paper Series, Munich Business Research Working Paper* (2004), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Sudarsanam, P. S. *The Essence of Merger dan Akuisisi*, Edisi 1, Yogyakarta: Andi Offset, 1995.
- Thompson Jr, Arthur A., A. J. Strickland III, dan John E. Gamble. *Crafting and Executing Strategy, The Quest for Competitive Advantage: Concepts & Cases*. 14<sup>th</sup> Edition, Mc. Graw Hill, 2005.
- Warokka, Ari. “Pengaruh Pengumuman Jenis dan Fokus *Corporate Control Transactions* terhadap *Abnormal Return* Perusahaan yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta.” *Tesis, Program Pascasarjana UGM, Yogyakarta*, 2002.

## TABEL

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Rata-rata *Abnormal Return* pada *Event Windows***

Hari ke-t	AAR	Signifikansi	T-hitung ( <i>Test statistic</i> AAR)
t-5	0.00127		0.15971
t-4	0.00491		0.61852
t-3	-0.00323		-0.40750
t-2	0.00684		0.86258
t-1	0.00619		0.78003
<b>0</b>	<b>0.01367</b>	<b>***</b>	<b>1.72361</b>
t+1	0.00065		0.08226
t+2	0.00756		0.95316
t+3	-0.01017		-1.28226
t+4	-0.00372		-0.46900
t+5	-0.00605		-0.76205
<b>CAAR</b>	<b>0.01792</b>	<b>**</b>	<b>2.25906</b>

AAR : rata-rata *abnormal return* pada hari ke-t

CAAR: kumulatif rata-rata *abnormal return* selama *event windows*

\* : signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2.576$  atau  $t < -2.576$ )

\*\* : signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1.960$  atau  $t < -1.960$ )

\*\*\* : signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$  ( $t > 1.645$  atau  $t < -1.645$ )

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Heteroskedastisitas**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficient	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.832	1.474		0.564	0.576
D1 (Transaksi)	0.035	0.205	0.035	0.172	0.865
D2 (Tujuan)	0.077	0.217	0.079	0.357	0.723
Log Tvalue	0.114	0.105	0.199	1.087	0.285
Log Fsize	-0.207	0.119	-0.313	1.744	0.090
Log Fage	0.368	0.265	0.247	1.387	0.174

Dependent Variable: lel

**Tabel 4**  
**Hasil Pengujian Autokorelasi**

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
0.349	0.122	-0.008	0.08754104	2.151

Predictors: (Constant), D1 (Transaksi), D2 (Tujuan), log Tvalue, log Fsize, log

Fage

Dependent Variable: CAR

**Tabel 5**  
**Hasil Pengujian Multikolinearitas**

No	Variabel	VIF	Kesimpulan
1	D1 (Jenis Transaksi)	1.685	Tidak ada multikolinearitas
2	D2 (Tujuan Transaksi)	1.930	Tidak ada multikolinearitas
3	Log Tvalue (Nilai Transaksi)	1.321	Tidak ada multikolinearitas
4	Log Fsize (Ukuran Perusahaan)	1.271	Tidak ada multikolinearitas
5	Log Fage (Umur Perusahaan)	1.250	Tidak ada multikolinearitas

**Tabel 6**  
**Hasil Pengujian One-Sample Kolmogorov-Smirnov**

		e
N		40
Normal Parameters	Mean	0.00000000
	Std. Deviation	0.93369956
Most Extreme Differences	Absolute	0.091
	Positive	0.091
	Negative	-0.063
Kolmogorov-Smirnov Z		0.574
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.897

Test distribution is Normal

**Tabel 7**  
**Hasil Pengujian Pengaruh Karakteristik Transaksi terhadap *Cumulative Abnormal Return***

$$CAR_i = \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 \text{Log}T_{\text{value}} + \beta_4 \text{Log}F_{\text{size}} + \beta_5 \text{Log}F_{\text{age}} + e_j$$

Variabel	Koefisien	T-Statistik	F	Signifikansi	R <sup>2</sup>
Konstanta	-0.016	-0.062		0.951	
D1 (Jenis Transaksi)	0.020	0.547		0.588	
D2 (Tujuan Transaksi)	0.026	0.662		0.512	
Log Tvalue (Nilai Transaksi)	-0.033	-1.723 ***		0.094 ***	
Log Fsize (Ukuran Perusahaan)	0.032	1.498		0.143	
Log Fage (Umur Perusahaan)	-0.024	-0.491		0.626	
Model			0.941	0.467	0.122

\* : signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$  ( $t > 2.576$  atau  $t < -2.576$ )

\*\* : signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$  ( $t > 1.960$  atau  $t < -1.960$ )

\*\*\* : signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$  ( $t > 1.645$  atau  $t < -1.645$ )

## LAMPIRAN

### Lampiran 1

Langkah-langkah pengujian *abnormal return* yang digunakan adalah sebagai berikut (Brown dan Warner, 1985):

1. Menghitung *return* saham secara individual pada periode estimasi dan *event windows* dengan rumus berikut:

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

Keterangan:

$R_{i,t}$ : *return* harian sekuritas  $i$  pada periode  $t$

$P_{i,t}$ : harga saham  $i$  pada periode  $t$

$P_{i,t-1}$ : harga saham  $i$  pada periode  $t-1$

2. Menghitung *return* pasar harian pada periode estimasi dan *event windows* dengan rumus:

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_{i,t} - IHSG_{i,t-1}}{IHSG_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$ : *return* pasar harian pada periode  $t$

$IHSG_{i,t}$ : Indeks Harga Saham Gabungan pada periode  $t$

$IHSG_{i,t-1}$ : Indeks Harga Saham Gabungan pada periode  $t-1$

3. Menghitung  $\alpha$  dan  $\beta$  untuk masing-masing saham dengan menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) antara *return* saham individual harian dengan *return* pasar harian pada periode estimasi. Dengan menggunakan  $\alpha$  dan  $\beta$  masing-masing saham maka dihitung *expected return* selama periode estimasi



yaitu selama 100 hari. Penelitian ini mengestimasi *expected return* dengan menggunakan *market model* dengan rumus:

$$E (R_{i,t}) = \alpha + \beta R_{m,t}$$

Keterangan:

$E (R_{i,t})$ : *expected return* sekuritas i pada periode t

$\alpha$  : *intercept* untuk sekuritas i

$\beta$  : koefisien *slope* (beta) sekuritas i

$R_{m,t}$ : *return* pasar pada periode t

4. Menghitung *abnormal return* masing-masing sekuritas selama periode estimasi. *Abnormal return* dihitung dari selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *expected return* tiap-tiap sekuritas dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E (R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ : *abnormal return* sekuritas i pada periode t

$R_{i,t}$  : *return* sesungguhnya untuk sekuritas i pada periode t

$E (R_{i,t})$ : *expected return* sekuritas i pada periode t

5. Menghitung rata-rata *abnormal return* harian selama periode estimasi dengan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

$AAR_t$ : rata-rata *abnormal return* pada periode t

$AR_{i,t}$ : *abnormal return* sekuritas i pada periode t

k : jumlah sekuritas

6. Menghitung rata-rata  $AAR_t$  selama periode estimasi dengan rumus:

$$\overline{AAR_t} = \frac{\sum AAR_t}{100}$$

Keterangan:

$\overline{AAR_t}$  : rata-rata  $AAR_t$  pada periode estimasi

$AAR_t$ : rata-rata *abnormal return* pada periode t

7. Menghitung standar deviasi pada periode estimasi dengan rumus:

$$S (AAR_t) = \sqrt{\frac{\sum (AAR_t - \overline{AAR_t})^2}{100 - 1}}$$

Keterangan:

$S (AAR_t)$ : standar deviasi pada periode t

$\overline{AAR_t}$  : rata-rata  $AAR_t$  pada periode estimasi

$AAR_t$  : rata-rata *abnormal return* pada periode t

8. Dengan menggunakan perhitungan  $\alpha$  dan  $\beta$  pada periode estimasi, maka dihitung *expected return* selama periode *event windows* yaitu 11 hari pengamatan. Estimasi *expected return* menggunakan *market model* dengan rumus:

$$E (R_{i,t}) = \alpha + \beta R_{m,t}$$

Keterangan:

$E (R_{i,t})$ : *expected return* sekuritas i pada periode *event windows* ke-t

$\alpha$  : *intercept* untuk sekuritas i

$\beta$  : koefisien *slope* (beta) sekuritas i

$R_{m,t}$ : *return* pasar pada periode *event windows* ke-t

9. Menghitung *abnormal return* masing-masing sekuritas selama periode *event windows*. *Abnormal return* dihitung dari selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *expexted return* tiap-tiap sekuritas dengan rumus:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ : *abnormal return* sekuritas i pada periode *event windows* ke-t

$R_{i,t}$ : *return* sesungguhnya untuk sekuritas i pada periode *event windows* ke-t

$E(R_{i,t})$ : *expexted return* sekuritas i pada periode *event windows* ke-t

10. Menentukan signifikansi *abnormal return*. Pengujian adanya *abnormal return* yang signifikan tidak dilakukan untuk tiap-tiap saham namun secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh saham untuk tiap-tiap periode *event windows*. Rata-rata *abnormal return* harian selama periode *event windows* untuk hari ke-t dapat dihitung dengan rumus:

$$AAR_t = \frac{\sum AR_{i,t}}{k}$$

Keterangan:

$AAR_t$ : rata-rata *abnormal return* pada periode t

$AR_{i,t}$ : *abnormal return* sekuritas i pada periode t

k : jumlah sekuritas

11. Melakukan pengujian statistik terhadap rata-rata *abnormal return* untuk melihat signifikansi rata-rata *abnormal return* yang ada pada periode *event windows*. Pengujian ini dilakukan dengan rumus:

$$Test\ Statistic\ AAR_t = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

Keterangan:

*Test Statistic AAR<sub>t</sub>*: rata-rata *abnormal return* yang diuji secara statistik (t-hitung)

$AAR_t$ : rata-rata *abnormal return* pada periode t

$S(AAR_t)$ : standar deviasi pada periode t