

## Karakteristik Perusahaan dan Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi di Indonesia

**JMSAB**  
**155**

**Rahmat Setiawan<sup>1</sup>, Muhammad Wildan Nurrahman Anjanarko<sup>2\*</sup>** Research Paper

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga, Indonesia

*Management*

### Abstract

This research tests the effects of firm's characteristics such as free cash flows, firm's size and firm's leverages to acquirer stockholder's return. This research used quantitative approach with ordinary least square regression techniques. This study has 38 firm sample with 49 observations from 2010-2018 that announce merger and acquisitions in Indonesia. The results shows that free cash flows, size and leverage have negative effect on acquirer stockholders' return. The higher amount of free cash flows, size and leverage the lower value of acquirer stockholders' return..

Received: 06 Apr 2021  
Accepted: 22 Apr 2021  
Online: 15 Jun 2021

### Keywords:

*Merger and acquisitions, stockholders' return, free cash flow, firmsize, leverage*



### Corresponding Author:

Muhammad Wildan Nurrahman Anjanarko  
Email korespondensi: [muhammad.wildan.nurrahman-2020@feb.unair.ac.id](mailto:muhammad.wildan.nurrahman-2020@feb.unair.ac.id)

Jurnal Manajemen Strategi dan Aplikasi Bisnis, Vol 4, No. 1, 2021, pp. 155 - 170

© The Author(s) 2021  
DOI: <https://doi.org/10.36407/jmsab.v4i1.321>

eISSN 2655-237X



CC BY: This license allows reusers to distribute, remix, adapt, and build upon the material in any medium or format, so long as attribution is given to the creator. The license allows for commercial use.

## **PENDAHUALUAN**

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan memikirkan bagaimana langkah untuk mencapai tujuan agar tercapai dengan efektif dan efisien. Untuk mencapai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan, perusahaan membutuhkan peran manajer sehingga dapat mempertimbangkan keputusannya dengan benar, mengingat manajer perusahaan dapat mengambil keputusan yang salah dan berakibat gagal mencapai tujuan itu sendiri (Damodaran, 2015).

Salah satu keputusan manajerial dalam melakukan semua kegiatan perusahaan adalah dengan melakukan ekspansi yang dilakukan oleh perusahaan untuk mencapai sinergi dengan ekspektasi agar dapat bertahan di tengah persaingan antar perusahaan, industri maupun internasional. Ekspansi internal dapat dilihat dari hasil kegiatan investasi yang optimal dengan membuat nilai aktiva yang semakin baik dan mendapatkan kesempatan untuk melakukan investasi yang lebih baik, yaitu melakukan ekspansi eksternal (Gaughan, 2018).

Ekspansi eksternal merupakan perluasan usaha dengan menggabungkan asetnya atau mengambil alih perusahaan yang dituju dengan harapan kedua perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang lebih untuk mencapai suatu sinergi (Sudana, 2015). Maka karena perusahaan yang telah mencapai tujuan dari ekspansi eksternal juga dapat meningkatkan kepercayaan dari pemegang saham di masing-masing perusahaan. Ekspansi melalui merger dan akuisisi telah menjadi metode yang baik bagi setiap perusahaan karena kegiatan ekspansi tersebut memberikan peluang untuk mengalami pertumbuhan yang lebih baik. Manfaat potensial dalam akuisisi adalah meningkatkan kekayaan pemegang saham, meningkatkan pendapatan, mengurangi biaya yang ada dan mencapai pangsa pasar yang lebih besar (Dogru et al., 2020). Ekspansi melalui merger dan akuisisi di Indonesia tercermin dalam grafik berikut:



*Gambar 1*  
*Jumlah Merger dan Akuisisi di Indonesia Tahun 2010-2018*  
**Sumber: [kppu.go.id](http://kppu.go.id), data diolah pada tahun 2019**

Berdasarkan grafik di atas, terdapat peningkatan yang sangat signifikan di tahun 2011, 2013, dan 2017. Peningkatan ini mencerminkan semakin banyak perusahaan yang melakukan ekspansi melalui merger dan akuisisi. Adanya *uptrend* pada merger dan akuisisi yang ada di Indonesia membuktikan bahwa merger dan akuisisi di Indonesia semakin banyak diminati.

Salah satu penentu perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah terdapat arus kas bebas yang pada dasarnya dapat digunakan oleh perusahaan di akhir periode. Perusahaan dapat menahan kas di masa yang akan datang, di mana saldo kas pada periode selanjutnya akan bertambah agar mempertahankan likuiditas setiap perusahaan. Terdapat pilihan lain yang dapat dilakukan perusahaannya dalam penggunaan arus kas bebas selain menahan kas, yakni perusahaan dapat membayar dividen kepada investor, atau dapat melakukan reinvestasi dengan membeli aset tetap atau perusahaan juga dapat melakukan ekspansi eksternal melalui akuisisi (Ross et al., 2013).

Seringkali perusahaan melakukan merger dan akuisisi daripada menyimpan kas dan membayar dividen. Hal ini dapat menimbulkan kekhawatiran yang akan dialami oleh pemegang saham. Kekhawatiran tersebut dikarenakan terdapat perbedaan motif bagi perusahaan pengakuisisi yang dapat dilihat dari tujuan mengakuisisinya, yaitu apakah untuk meningkatkan nilai perusahaan atau motif investasi yang berlebihan. Investor berpikir bahwa hal yang berlebihan akan berefek pada reaksi pemegang saham terhadap harga sebelum, selama, dan sesudah pengumuman akuisisi dalam jangka pendek. Hal ini dapat berakibat penghancuran nilai daripada menciptakan nilai bagi pemegang saham (Jensen, 1986).

Berdasarkan teori akuisisi neoklasik, perusahaan yang melakukan akuisisi yang bertujuan untuk menaikkan nilai kekayaan pemegang saham akan melakukan kegiatan usahanya dalam kepentingan terbaik pemegang saham dan melakukan akuisisi pada perusahaan lain hanya jika akuisisi tersebut akan menaikkan nilai akuisisi tersebut (Dogru et al., 2020). Namun, pemegang saham mungkin tidak selalu menikmati efek kekayaan positif dalam akuisisi. Pengambilan dari akuisisi tergantung pada banyak faktor yang lain seperti ukuran pengakuisisi (Moeller et al., 2004). Teori akuisisi neoklasik juga menunjukkan bahwa perusahaan yang terlibat dalam suatu merger dan akuisisi memiliki tujuan untuk merealokasi aset perusahaan mereka yang langka ke penggunaan aset yang lebih produktif dan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan, oleh karena itu teori ini juga meyakini bahwa keputusan akuisisi dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dan selaras dengan kepentingan manajer dan pemilik perusahaan (Dogru et al., 2020).

Dalam permasalahan *overinvestment*, yang mana merupakan masalah kelebihan dalam investasinya yang akan menurunkan, bahkan menghancurkan nilai perusahaan dikarenakan perusahaan menggunakan arus kas bebasnya untuk menyia-nyikan sumber daya perusahaan dengan menerima proyek investasi dengan NPV negatif yang hasilnya menjadi kompensasi bagi manajer atau CEO untuk kepentingan pribadinya (Dogru et al., 2020; Jensen, 1986). Sesuai dengan teori *overinvestment*, penelitian ini menelaah bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi akan menurunkan nilai akuisisi, sehingga *return* pemegang saham akan lebih rendah.

Permasalahan *overinvestment* bagi perusahaan juga dapat ditinjau dari ukuran perusahaan dan risiko perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dikatakan semakin besar ukuran perusahaan, akan memiliki akses yang lebih baik dalam kegiatan operasionalnya,

termasuk melakukan merger dan akuisisi. Namun, dapat dikatakan pula perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dapat menimbulkan fenomena *hubris* di mana munculnya keserakahan pada perusahaan yang besar sehingga tidak memberikan kesempatan bagi perusahaan yang lebih kecil untuk meningkatkan nilainya (Moeller et al., 2004).

Selain arus kas bebas dan ukuran perusahaan, perusahaan seharusnya mempertimbangkan faktor risiko yang dapat terjadi oleh perusahaan dalam melakukan aktivitasnya termasuk melakukan merger dan akuisisi. Risiko yang dapat timbul adalah risiko kebangkrutan. Semakin tinggi proporsi utang perusahaan, maka risiko yang muncul juga akan semakin tinggi. Sehingga ketika perusahaan melakukan merger dan akuisisi, dan mempunyai proporsi utang tinggi akan jelas dapat menurunkan nilai kekayaan pemegang saham perusahaan (Mehta, 2014).

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah karakteristik perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi memiliki pengaruh pada reaksi pemegang saham perusahaan tersebut, sehingga investor perusahaan dapat mempertimbangkan dalam berinvestasi di perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Di Indonesia, penelitian mengenai merger dan akuisisi dalam *return* abnormalnya hanya digunakan dalam topik seputar hipotesis pasar yang efisien. Sehingga banyak penelitian yang mengukur reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi. Dalam penelitian mengenai arus kas bebas seringkali dilihat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Jarangnya penelitian di Indonesia mengenai pengaruh arus kas bebas menjadikan penelitian mengenai topik ini masih tergolong baru.

## **KAJIAN PUSTAKA**

Bagian ini menjelaskan mengenai dasar teori yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen berupa karakteristik perusahaan seperti arus kas bebas, ukuran perusahaan dan *leverage* perusahaan terhadap variabel dependen berupa *return* pemegang saham merger dan akuisisi.

### ***Agency cost of Free Cash Flow: Overinvestment dan Underinvestment***

Menurut Jensen (1986), teori *agency cost of free cash flow* menjelaskan mengenai konflik keagenan antara agen dan prinsipal dalam penggunaan arus kas bebasnya. Manajer perusahaan berpotensi untuk memanfaatkan arus kas bebas dengan melakukan ekspansi atau menahan kas tersebut. Sedangkan pihak prinsipal atau pemegang saham menginginkan arus kas bebas perusahaan digunakan untuk membayar dividen. Maka dapat timbul konflik yaitu perbedaan kepentingan antar kedua pihak, yaitu agen dan prinsipal.

Menurut Setiawan (2015), masalah agensi atas *free cash flow* merupakan masalah konflik kepentingan antara pihak *insider* dengan pihak *outsider* perusahaan berkaitan dengan penggunaan *free cash flow* perusahaan. Pihak *insider* adalah pihak yang mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif, sedangkan pihak *outsider* adalah pihak yang tidak mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif. Dalam struktur kepemilikan yang tersebar seperti di Amerika dan Kanada, yang menjadi pihak *insider* adalah manajer dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham, sehingga masalah agensi *free cash flow* terjadi antara manajer dan pemegang saham. Dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi seperti di negara-negara Asia, yang menjadi pihak *insider* adalah pemegang

saham pengendali dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham minoritas, sehingga masalah agensi *freecashflow* terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Masalah agensi *freecashflow* menyebabkan pihak *insider* melakukan perilaku *moral hazard*, yakni perilaku *overinvestment*.

Dalam merger dan akuisisi, teori *agencycostoffreecashflow* menjelaskan bahwa dalam merger dan akuisisi cenderung menghancurkan daripada menciptakan nilai. Penggunaan arus kas bebas menunjukkan bagaimana akuisisi menjadi bukti pada konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Akuisisi menjadi salah satu cara yang lain yang manajer dapat lakukan daripada menggunakan arus kas bebas untuk membayar dividen kepada pemegang saham (Jensen, 1986).

Teori *underinvestment* menyatakan bahwa perusahaan membiayai peningkatan nilai dengan dana internal perusahaan. Perusahaan tersebut umumnya melepaskan beberapa proyek NPV positif mereka ketika dana internal habis karena biaya dana eksternal akan menjadi tingkat diskonto pada nilai investasi ke tingkat yang tidak menguntungkan. Akibatnya, perusahaan-perusahaan tersebut dianggap dibatasi secara finansial, dan perusahaan tersebut akhirnya menghadapi *underinvestment*. Perusahaan yang seperti itu mungkin dapat mengurangi atau bahkan menghilangkan masalah informasi asimetris yang dihadapi di pasar modal dalam akuisisi dan masalah *underinvestment* (Dogru et al., 2020).

Teori *overinvestment* menyatakan bahwa konflik antar manajer dan pemegang saham mengenai penggunaan arus kas bebas. Ketika perusahaan memiliki kelebihan arus kas bebas, CEO mungkin termotivasi untuk menggunakan kelebihan kas dalam investasi yang akhirnya digunakan untuk melayani diri sendiri. Artinya, CEO memiliki insentif untuk melakukan lebih banyak investasi untuk meningkatkan kompensasi, prestis, dan sumber daya mereka sendiri di bawah kendali mereka terlepas dari profitabilitas proyek. Sementara CEO cenderung mengejar investasi yang melayani diri sendiri, pemegang saham lebih suka kelebihan kas untuk didistribusikan dalam bentuk dividen atau *stockrepurchase*. Dalam hal ini, konflik yang tidak terhindarkan muncul antara agen dan prinsipal yang menyebabkan masalah *overinvestment* (Dogru et al., 2020).

## **Merger dan Akuisisi**

Merger mengacu pada penggabungan usaha pada satu perusahaan dengan lainnya. Perusahaan yang melakukan merger cenderung memiliki ukuran yang berbeda. Perusahaan yang lebih besar mempertahankan nama dan identitas yang lainnya, sedangkan perusahaan yang lebih kecil tidak akan mempertahankan nama dan identitas tersebut, namun bergabung menjadi satu nama dan identitas dengan perusahaan yang lebih besar. Sehingga perusahaan yang lebih kecil dalam merger di kemudian hari tidak dapat dikenal sebagai identitas yang lama dengan entitas yang terpisah (Ross et al., 2013).

Akuisisi adalah penggabungan dua perusahaan yang mana perusahaan akuisitor membeli sebagian saham perusahaan yang diakuisisi, sehingga pengendalian manajemen perusahaan yang diakuisisi berpindah kepada perusahaan akuisitor, sementara kedua perusahaan masing-masing tetap beroperasi sebagai suatu badan hukum yang berdiri sendiri (Sudana, 2015).

Menurut Setiawan & Nur Hasyim (2019), Akuisisi adalah langkah yang dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh pertumbuhan perusahaan secara anorganik. Motif utama

perusahaan melakukan akuisisi adalah sinergi. Sinergi tersebut diperoleh perusahaan dari peningkatan pendapatan, *costreduction*, *taxgains*, dan menurunnya biaya modal. Ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan akuisisi, perusahaan harus mempertimbangkan metode pembayaran apa yang akan dipilih karena terkait apakah transaksi yang dilakukan *undervalue* ataukah *overvalue*.

Teori akuisisi neoklasik menjelaskan bahwa suatu akuisisi yang merupakan kombinasi bisnis yang baru akan meningkatkan kekayaan perusahaan dan meningkatkan produktivitas. Hasil akhir dari suatu akuisisi adalah tercapainya suatu sinergi akan mempunyai kekayaan yang lebih tinggi daripada jumlah dari beberapa perusahaan sebelumnya yang melakukan operasional perusahaan masing-masing. Perusahaan mempunyai aset yang bernilai dan jarang didapatkan yang akan dimanfaatkan dalam suatu kepemilikan. Teori akuisisi neoklasik juga menyatakan apabila perusahaan melakukan akuisisi, aset yang dimiliki oleh perusahaan pengakuisisi akan dijaga dengan lebih baik (Tavassoli *et al.*, 2018).

### **Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi**

*Return* pemegang saham merger dan akuisisi adalah pendapatan yang diperoleh dari suatu investasi yang dapat diukur dalam satuan rupiah atau dalam persentase. Dalam satuan rupiah, *return* pemegang saham dapat berupa laba per saham, laba bersih perusahaan, dividen per lembar saham, atau *capital gain* yang merupakan selisih harga jual saham dengan harga beli saham. Dalam satuan persentase, *return* pemegang saham dapat digunakan sebagai ukuran profitabilitas, rasio dividen per saham terhadap laba per saham (*dividendpayoutratio*), rasio atas dividen per saham terhadap harga per saham (*dividendyield*) dan *capital gain* atas rasio selisih harga jual dan harga beli terhadap harga beli saham. *Return* pemegang saham disebut juga sebagai pendapatan saham dan merupakan perubahan nilai harga saham periode  $t$  dengan  $t-1$ . Dan berarti bahwa semakin tinggi perubahan harga saham maka semakin tinggi *return* saham yang dihasilkan (Sudana, 2015).

### **Karakteristik Perusahaan**

Karakteristik perusahaan adalah suatu ciri khas yang menempel pada suatu perusahaan. Ciri khas tersebut dapat diketahui dan diidentifikasi dari berbagai faktor seperti jenis usaha, rasio keuangan seperti likuiditas, kinerja, dan lain sebagainya (Kogan & Papanikolaou, 2012; T. Setiawan *et al.*, 2021; Winalza & Alfarisi, 2021). Karakteristik perusahaan yang diambil pada penelitian ini adalah arus kas bebas, ukuran perusahaan dan *leverage* perusahaan.

### **Arus Kas Bebas dan Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi**

Arus kas bebas merupakan kas yang dihasilkan perusahaan setelah arus kas keluar untuk investasi bersih dan perubahan modal kerja bersih. Arus kas bebas memiliki istilah lain berupa arus kas dari aktiva. Arus kas bebas didistribusikan perusahaan kepada kreditor dan pemegang saham karena perusahaan sudah tidak lagi membutuhkan kas untuk melakukan investasi dalam modal kerja maupun investasi pada aktiva tetap (Sudana, 2015).

Menurut Ross (2013) arus kas bebas mengacu pada total arus kas atas aset perusahaan yang dapat digunakan atau dapat didistribusikan kepada investor yang sudah tidak digunakan untuk membiayai investasi aset tetap dan investasi pada modal kerja. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986) arus kas bebas adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai proyek yang memiliki nilai NPV (*net presentvalue*) yang positif saat didiskontokan dengan biaya modal yang relevan. Menurut Ross (2013) arus kas bebas digunakan untuk pendistribusian dana kepada kreditur atau pemegang saham yang mana dana tersebut tidak digunakan sebagai modal kerja (*workingcapital*) atau investasi pada aset tetap.

Pemegang saham perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi menganggap akuisisi sebagai investasi yang menurunkan nilai perusahaan, sedangkan pemegang saham perusahaan dengan tingkat arus kas bebas yang rendah menganggap akuisisi adalah investasi yang meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut bisa terjadi karena CEO perusahaan menggunakan kelebihan arus kas bebas untuk membuat kebijakan untuk menggunakan sumber daya perusahaan pada proyek investasi yang melayani diri sendiri dan dengan demikian meningkatkan masalah *overinvestment*. Pengakuisisi dengan kapasitas tinggi dari arus kas bebas mengalami pengembalian negatif, sedangkan perusahaan dengan arus kas bebas terbatas memperoleh *return* positif dari akuisisi (Dogru et al., 2020).

Di sisi lain, perusahaan yang menderita masalah *underinvestment*, yang menunjukkan bahwa perusahaan harus mengurangi pengeluaran investasi selama periode ketika arus kas yang dihasilkan secara internal rendah untuk membiayai pertumbuhan. Oleh karena itu arus kas bebas yang terbatas diharapkan untuk melakukan akuisisi yang meningkatkan nilai karena CEO dari perusahaan-perusahaan mampu mengurangi masalah asimetri informasi dalam transaksi akuisisi.

**H1.** Arus Kas Bebas Berpengaruh Negatif Terhadap Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi.

### **Ukuran Perusahaan dan Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi**

Ukuran Perusahaan adalah salah satu dari karakteristik perusahaan. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditinjau melalui aspek besar kecilnya aset perusahaan, penjualan perusahaan, umur perusahaan, atau kapitalisasi pasar perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dogruet.al. (2020) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan pada return perusahaan. Hal ini dijelaskan bahwa semakin besar perusahaan yang melakukan akuisisi maka reaksi pasar pada pengumuman merger dan akuisisi semakin kecil. Alasannya adalah terdapat teori *firmacquirers' sizeeffect*. Teori tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang sudah besar yang melakukan akuisisi berdasarkan alasan *hubris*. Teori *hubris* menjelaskan bahwa perusahaan melakukan akuisisi atas dasar pribadi mereka sehingga menjadi dasar untuk meningkatkan kekayaan pribadi manajer yang melakukan akuisisi tersebut. Hasil kekayaan akuisisi tersebut digunakan untuk menjadi kompensasi untuk manajer tersebut. Dengan adanya hipotesis teori *hubris*, maka perusahaan cenderung melakukan *overpay*.

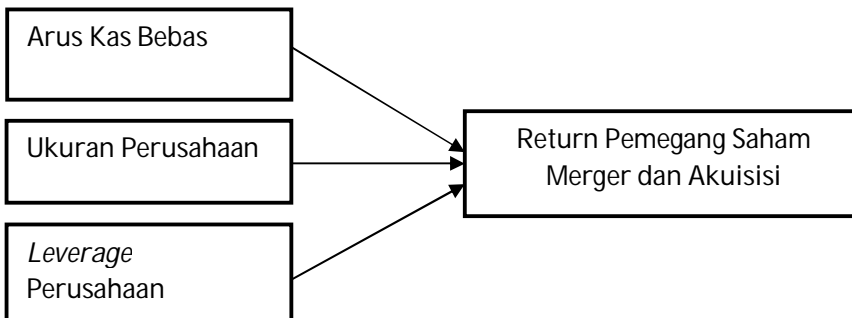
**H2.** Ukuran Perusahaan Berpengaruh Negatif Terhadap Return Pemegang Saham Merger dan

Akuisisi.

### **Leverage Perusahaan dan Return Pemegang Saham Merger dan Akuisisi**

Leverage perusahaan merupakan suatu patokan yang digunakan oleh perusahaan dalam kebijakan struktur modalnya, semakin tinggi rasio leverage perusahaan menunjukkan proporsi utang yang tinggi, sehingga perusahaan dapat menggunakan rasio leverage untuk membuat kebijakan utangnya semakin optimal (Ross et al., 2013; Sudana, 2015). Mehta (2014) menemukan bahwa *leverage* perusahaan berpengaruh negatif signifikan pada *return* pemegang saham. Pengaruh negatif tersebut dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal yang lebih besar pada utang, akan mengalami risiko keuangan (Ross et al., 2013). Besarnya risiko perusahaan akan dapat menimbulkan ekspektasi yang tinggi pada pemegang saham, sehingga investor cenderung berhati-hati ketika melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dengan *leverage* yang tinggi akan dapat menimbulkan reaksi pasar yang cenderung rendah dikarenakan pemegang saham memiliki ekspektasi bahwa perusahaan seharusnya berhati-hati dengan risiko yang akan dihadapinya (Dogru et al., 2020).

**H3.** *Leverage* Perusahaan Berpengaruh Negatif Terhadap *Return* Pemegang Saham Merger dan Akuisisi.



**Gambar 2.**

*Kerangka Model Penelitian*

## **METODOLOGI**

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif yang berfokus pada data yang terukur dan melalui beberapa pengujian. Model statistik menggunakan metode regresi linier berganda. Hasil model analisis diharapkan untuk menciptakan kesimpulan yang dapat digeneralisasi dan menjawab permasalahan yang ada. Penelitian ini menggunakan *software* aplikasi alat olah data IBM SPSS *Statistics* 25.

## **Sampel Penelitian**

Metode penentuan sampel yang akan dipilih pada penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, di mana kriteria sampel pada penelitian ini adalah perusahaan terbuka yang

melakukan merger dan akuisisi yang tercatat pada laman komisi pengawas persaingan usaha, laman KSEI, dan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2018, Perusahaan terbuka yang mempublikasikan informasi keuangan pada setiap akhir tahun (31 Desember) dan perusahaan terbuka yang mencatatkan pada laporan keuangannya dengan mata uang rupiah. Data yang digunakan untuk analisis ini diambil dari laporan keuangan, laporan tahunan dan harga saham dari perusahaan non keuangan yang tertulis di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *yahoofinance* pada periode 2010-2018. 38 Perusahaan non keuangan mencapai kriteria ini dengan sampel keseluruhan 49 observasi selama 9 tahun.

### Pengukuran Variabel

Pengukuran return pemegang saham merger dan akuisisi (CAR) mengacu pada (Bodie et al., 2011) yakni menggunakan *cumulative abnormal return* sebagai berikut:

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_t$$

CAR diukur sekitar tanggal pengumuman akuisisi menggunakan metode *event study*. Untuk setiap peristiwa, parameter ini diperkirakan melalui regresi menggunakan *event window* 3 (-1, 1) hari, di mana 0 adalah hari pengumuman akuisisi (Dogru et al., 2020). Perhitungan CAR pada persamaan adalah jumlah akumulasi dari *abnormal return* (AR) pada setiap periode jendelanya. Perhitungan AR menggunakan model *market adjusted model*, di mana *abnormal return* berasal dari pengurangan *return* yang sebenarnya terhadap *return* pasar. *Return* pasar yang digunakan pada penelitian ini adalah *return* pasar pada indeks harga saham gabungan (IHSG). Perhitungan AR mengacu pada Bodie et al., (2011) yakni sebagaimana dirumuskan pada persamaan berikut:

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

di mana  $R_m$  adalah *return* pasar yang berasal dari *return* dari indeks harga saham gabungan.

Perhitungan *return* pemegang saham sebagaimana dijelaskan pada persamaan berikut:

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

Di mana  $R_{i,t}$  adalah *return* pemegang saham  $i$  pada hari ke- $t$ ,  $P_t$  adalah harga saham perusahaan  $i$  pada hari ke- $t$  dan  $P_{t-1}$  adalah harga saham perusahaan  $i$  pada hari ke- $t-1$ .

Sedangkan perhitungan *return* yang diharapkan mengacu pada Setiawan & Nisa (2020), sebagaimana dijelaskan pada persamaan berikut:

$$E(R_{i,t}) = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Di mana  $E(R_{i,t})$  adalah *return* pemegang saham  $i$  yang diharapkan pada hari ke- $t$ ,  $IHSG_t$  adalah indeks harga saham gabungan sebagai harga pasar pada hari ke- $t$  dan  $IHSG_{t-1}$  adalah

indeks harga saham gabungan sebagai harga pasar pada hari ke t-1. *Return* yang diharapkan pada pengukuran ini menggunakan cara *marketadjusted model*. Cara ini diyakini sebagai cara yang tepat dalam menghitung *expectedreturn*. Hal ini dikarenakan cara ini memperhitungkan tingkat pengembalian pasar pada saat itu untuk memprediksikan tingkat *expectedreturn* yang akan datang (R. Setiawan & Nisa, 2020). Artinya, *return* yang diharapkan oleh investor sudah dicerminkan dari *return* yang bergerak pada pasar.

#### *Arus Kas Bebas*

Arus kas dalam kegiatan merger dan akuisisi digunakan sebagai potensi atas ketersediaan kas pada perusahaan tersebut. Arus kas yang tersedia oleh perusahaan sebelum melakukan merger dan akuisisi merupakan laba bersih setelah kegiatan operasi, di mana laba tersebut memiliki potensi untuk perusahaan dalam mendistribusikan kasnya dalam melakukan merger dan akuisisi. Pengukuran arus kas bebas mengacu pada Dogru et al. (2020) seperti yang tertulis pada persamaan (2.5) berikut ini:

$$FCF = \frac{\text{Laba Bersih} + \text{Beban Pajak} + \text{Beban Bunga} + \text{Beban Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

#### *Ukuran Perusahaan*

Ukuran perusahaan adalah logaritma natural dari total aset mengacu pada Dogru et al. (2020) yang tertulis dalam rumus sebagai berikut:

$$SIZE = \ln(\text{Total Aset})$$

#### *Leverage Perusahaan*

*Leverageratio* mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva yang terukur dari total aset. Semakin besar rasio ini menunjukkan porsi penggunaan utang dalam membiayai investasi pada aktiva semakin besar. Karena semakin besarnya proporsi utang yang dimiliki oleh perusahaan, berarti pula risiko keuangan perusahaan meningkat dan begitu pula sebaliknya. Pengukuran variabel *leverage* perusahaan mengacu pada Dogru et al. (2020) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

#### **Teknik Analisis**

Model empiris yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 FCF_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

di mana i menjelaskan perusahaan dan t menjelaskan tahun penelitian.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Deskriptif dan Korelasi

Tabel 1 menunjukkan hasil statistik deskriptif pada variabel CAR, FCF, SIZE dan LEV. Hasil ini meliputi nilai minimum, nilai maksimum, mean dan dev. standar dari model penelitian ini. Hasil tersebut disajikan dalam tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1.**

*Statistik Deskriptif*

| Variabel    | N  | Minimum | Maksimum | Mean    | Dev. Standar |
|-------------|----|---------|----------|---------|--------------|
| <b>CAR</b>  | 49 | -0.1082 | 0.2856   | 0.0094  | 0.0579       |
| <b>FCF</b>  | 49 | 0.0012  | 0.2870   | 0.1090  | 0.0558       |
| <b>SIZE</b> | 49 | 25.9067 | 32.9970  | 29.7012 | 1.0344       |
| <b>LEV</b>  | 49 | 0.1105  | 0.8756   | 0.4961  | 0.1534       |

Sumber: Data Diolah pada tahun 2021 dengan menggunakan software alat statistik IBM SPSS Statistics 25.

Variabel CAR menunjukkan nilai maksimum 0,2856, nilai minimum -0,1082, nilai rata-rata 0,0094, dan deviasi standar sebesar 0,0579. Variabel FCF menunjukkan nilai maksimum 0,2870, nilai minimum 0,0012, nilai rata-rata 0,1090 dan deviasi standar sebesar 0,0558. Variabel SIZE menunjukkan nilai maksimum 32,9970, nilai minimum 25,9067, nilai rata-rata 29,7012 dan deviasi standar 1,0344. Variabel LEV menunjukkan nilai maksimum 0,8756, nilai minimum 0,1105, nilai rata-rata 0,4961 dan deviasi standar sebesar 0,1534.

Tabel 2 menjelaskan mengenai matriks korelasi yang menjelaskan derajat kedekatan dari hubungan antara variabel yang diuji. Tabel berikut ini menunjukkan tanda signifikansi dan koefisien korelasi bivariat antara variabel yang digunakan pada model regresi dalam penelitian ini.

**Tabel 2.**

*Statistik Korelasi*

|             | CAR      | FCF    | SIZE  | LEV |
|-------------|----------|--------|-------|-----|
| <b>CAR</b>  | 1        |        |       |     |
| <b>FCF</b>  | -0.382** | 1      |       |     |
| <b>SIZE</b> | -0.335*  | -0.131 | 1     |     |
| <b>LEV</b>  | -0.225   | -0.278 | 0.195 | 1   |

Sumber: data diolah pada tahun 2021 dengan menggunakan software alat statistik IBM SPSS Statistics 25, \*\*, \* menunjukkan Korelasi signifikan pada level 0,01 dan 0,05 (2-tailed).

### Analisis Regresi Linier Berganda

Berdasarkan pada tabel 3, hasil menunjukkan bahwa variabel arus kas bebas memiliki pengaruh negatif signifikan pada *return* pemegang saham merger dan akuisisi dengan probabilitas signifikansi 0,000 atau pada level 1%. Pada variabel ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan pengaruh negatif signifikan dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,006 atau pada level 1%. Pada variabel *leverage* perusahaan (LEV) menunjukkan pengaruh negatif signifikan dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,020 atau pada level 5%. Hasil ini sesuai dengan Dogru (2020), dan ketiga hipotesis penelitian ini diterima.

**Tabel 3.**  
*Hasil Regresi Linier Berganda*

| Variabel   | Variabel Dependen: CAR |        |
|------------|------------------------|--------|
|            | $\beta$                | t      |
| (Constant) | 0,695***<br>(0,001)    | 3,481  |
| FCF        | -0,530***<br>(0,000)   | -4,155 |
| SIZE       | -0,019***<br>(0,006)   | -2,857 |
| LEV        | -0,113**<br>(0,020)    | -2,419 |
| R-Squared  | 0.378                  |        |
| N          | 49                     |        |

Sumber: Data diolah pada tahun 2021 dengan menggunakan software alat statistik IBM SPSS Statistics 25, \*\*,\*\*\* menunjukkan level signifikansi secara berturut-turut 5% dan 1%. Angka yang di dalam tanda kurung merupakan level signifikan dalam model.

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda, arus kas bebas berpengaruh negatif signifikan. Hal ini menjelaskan adanya pengaruh arus kas bebas terhadap *return* pemegang saham merger dan akuisisi di Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan Dogru et al. (2020). Hasil penelitian ini menerima hipotesis pertama. Pemegang saham perusahaan di Indonesia menilai bahwa perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi berekspektasi untuk menerima dividen yang lebih tinggi daripada pemegang saham di perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah (Officer, 2011). Hal tersebut terbukti dengan reaksi *return* abnormal yang secara signifikan lebih tinggi pada saat perusahaan dengan arus kas bebas yang rendah mengumumkan merger dan akuisisi daripada perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih tinggi.

Perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih tinggi cenderung memiliki *return* yang lebih rendah daripada perusahaan dengan arus kas bebas yang rendah saat melakukan pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini dapat dijelaskan bahwa manajer dan pemilik memiliki permasalahan *overinvestment*, karena pemegang saham berpikir bahwa arus kas bebas tersebut dapat digunakan untuk membayarkan dividen, namun ternyata manajer menggunakan arus kas bebas tersebut melakukan merger dan akuisisi. Hal ini dapat mengurangi nilai perusahaan karena investor kecewa dengan keputusan yang diambil oleh manajer tersebut. Kekecewaan investor pada keputusan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh manajer akan menimbulkan permasalahan keagenan berupa *moral hazard* yang

menyatakan bahwa manajer bekerja untuk pemilik dengan niat yang baik di mana ketika manajer yang menggunakan sumber daya perusahaan pada investasi yang lebih berisiko akan menurunkan kekayaan pemegang saham dan menanggung kerugian pada perusahaan (Panda & Leepsa, 2017).

Pemegang saham perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah cenderung bereaksi lebih baik daripada perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi. Hasil ini dapat dijelaskan bahwa investor berpikir keputusan untuk melakukan akuisisi tersebut dapat mengurangi permasalahan kekurangan investasi dan menjadi reaksi yang baik karena investor mengharapkan dengan perusahaan melakukan merger dan akuisisi akan meningkatkan nilai perusahaan, meningkatkan *return* yang lebih banyak dari sebelumnya dan investor juga berpikir bahwa manajer sudah sangat berhati-hati dalam menggunakan arus kas bebasnya saat memutuskan untuk melakukan akuisisi. Investor percaya keadaan perusahaan akan lebih baik lagi ketika melakukan akuisisi dengan bertujuan mencapai suatu sinergi (Officer, 2011).

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif ukuran perusahaan terhadap return pemegang saham merger dan akuisisi. Hasil ini mendukung hipotesis kedua pada penelitian ini. Hasil penelitian ini sejalan dengan Dogru et al. (2020) dan Moeller et al. (2004). Perusahaan yang besar cenderung mendapatkan abnormal *return* yang lebih rendah saat perusahaan besar tersebut melakukan pengumuman akuisisi. Sebaliknya, perusahaan yang kecil cenderung mendapatkan abnormal *return* yang lebih tinggi saat perusahaan yang kecil melakukan pengumuman akuisisi. Hal tersebut terjadi karena ada konflik keagenan. Di Indonesia, hal tersebut juga terjadi, karena hasil *output* regresi linier berganda menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *return* pemegang saham merger dan akuisisi. Sehingga hasil ini mendukung teori *overinvestment*, semakin besar perusahaan ketika melakukan merger dan akuisisi, investor akan merasa kecewa terhadap keputusan tersebut karena investor berpikir bahwa keputusan yang dilakukan oleh manajer tersebut menunjukkan sifat *hubris*.

Hasil regresi linier berganda menunjukkan pengaruh *leverage* perusahaan yang negatif signifikan pada *return* pemegang saham merger dan akuisisi. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis ketiga pada penelitian ini dan sejalan dengan penelitian Mehta (2014). Semakin besar komposisi utang perusahaan semakin besar pula risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan. Hal ini menunjukkan apabila risiko yang dimiliki oleh perusahaan itu semakin besar, maka pemegang saham berhati-hati dalam menggunakan dananya sehingga *return* pemegang saham akan semakin kecil (Mehta, 2014). Sehingga dapat dijelaskan bahwa apabila perusahaan memiliki komposisi utang yang lebih besar dari ekuitasnya, investor lebih berhati-hati dalam berinvestasi pada perusahaan tersebut.

## **KESIMPULAN**

Berdasarkan pada hasil penelitian ini, sampel perusahaan non-keuangan di Indonesia yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mengumumkan merger dan akuisisi dari tahun 2010-2018, hasilnya menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* pemegang saham merger dan akuisisi. Artinya bahwa semakin tinggi arus kas bebas perusahaan, semakin rendah *return* pemegang saham perusahaan. Kedua, ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* pemegang saham merger dan

akuisisi. Artinya, bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin rendah *return* pemegang saham merger dan akuisisi. Ketiga, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* pemegang saham merger dan akuisisi. Artinya, semakin tinggi *leverage* perusahaan maka semakin rendah *return* pemegang saham merger dan akuisisi perusahaan.

### **ImplikasiPraktis / Teoritis**

Penelitian ini memiliki implikasi untuk investor. Dalam memutuskan berinvestasi, investor seharusnya mempertimbangkan karakteristik perusahaan seperti arus kas bebas, ukuran, dan *leverage* perusahaan. Selain itu, investor seharusnya mempertimbangkan kebijakan dividen yang dimiliki oleh perusahaan sebelum berinvestasi. Semakin perusahaan membayarkan dividen yang tinggi, maka alokasi arus kas bebas perusahaan akan semakin tinggi terhadap dividen. Sehingga, perusahaan dapat mempertimbangkan untuk menghindari permasalahan *overinvestment*. Dalam kasus ini, investor dapat menghindari perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang berdasarkan *overinvestment* di periode yang akan datang.

### **Keterbatasan dan Saran**

Terdapat beberapa keterbatasan pada penelitian ini. Pertama, penggunaan variabel yang dapat diambil karena nilai *R-Squared*-nya masih tergolong rendah yang mana masih ada kemungkinan penelitian ini menjelaskan pengaruh variabel lain terhadap *return* pemegang saham merger dan akuisisi yang dapat dimasukkan ke dalam model. Kedua, terdapat bias informasi mengenai penanggalan pengumuman merger dan akuisisi perusahaan. Riset selanjutnya diharapkan untuk menguji peristiwa lainnya seperti pengujian pengumuman inisiasi dividen dengan alasan untuk membuktikan kekayaan teori dan implikasi pada penelitian ini.

### **REFERENSI**

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments* (9th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance Fourth Edition* (4th ed.). Wiley.
- Dogru, T., Kizildag, M., Ozdemir, O., & Erdogan, A. (2020). Acquisitions and shareholders' returns in restaurant firms: The effects of free cash flow, growth opportunities, and franchising. *International Journal of Hospitality Management*, 84(October 2018). <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2019.102327>
- Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitons, and Corporate Restructuring* (7th ed.). Wiley.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (. March, 76(2), 323–329.
- Kogan, L., & Papanikolaou, D. (2012). A theory of firm characteristics and stock returns : *Nber Working Paper Series A*, 1–69. <http://www.nber.org/papers/w17975>
- Mehta, A. M. (2014). Myth vs. Fact; Influence of Financial Leverage on Shareholder's Return (An Empirical Study of SugarSector of Pakistanfrom Year 2005-2010) Mr. Ahmed Muneeb Mehta 1. *Journal of Finance and Bank Management*, 2(2), 105–114.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

- Officer, M. S. (2011). Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 710–724. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.004>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. (2013). *Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.
- Setiawan, R. (2015). Masalah Agensi Free Cash Flow Dan Perilaku Moral Hazard. *The 7th NCFB and Doctoral Colloquium 2014, 2015*, 217–225.
- Setiawan, R., & Nisa, Z. I. (2020). REAKSI PASAR TERHADAP HASIL QUICK COUNT PEMILU PRESIDEN INDONESIA 2019 (STUDI PADA SAHAM INDEKS LQ-45). 4(1), 288–296.
- Setiawan, R., & Nur Hasyim, V. (2019). Determinan Metode Pembayaran Akuisisi Di Indonesia: Bukti Empiris Di Indonesia. *Business and Finance Journal*, 4(2), 141–146. <https://doi.org/10.33086/bfj.v4i2.660>
- Setiawan, T., Adriana, F., Sihombing, P. R., Mulia, U. B., Statistik, B. P., & Besar, K. S. (2021). KARAKTERISTIK PERUSAHAAN , PROFITABILITAS DAN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURE ( CSRD ) Company Characteristics , Profitability and Corporate Social Responsibility Disclosure ( CSRD ). *Journal of Business & Applied Management*, 14(1), 17–26.
- Sudana, I. M. (2015). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan Perusahaan* (2nd ed.). Penerbit Erlangga.
- Tavassoli, A., Biglari, B., & Saeedi, P. (2018). According to Agency and Neoclassical Theories; New Ownership and Diversity of Public Sector Companies in Corporate Life Cycle. *Advances in Mathematical Finance & Applications*, 3(1), 1–16. [www.amfa.iau-](http://www.amfa.iau-)
- Winalza, R., & Alfarisi, M. F. (2021). Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Csr Disclosure the Influence of Corporate Characteristics on the Disclosure. *MENARA Ilmu*, XV(01), 75–85.

## **Declarations**

### **Competing interests**

The authors declare that they have no competing interests.

### **Funding.**

The authors received no financial support for the research and publication of this article.

### **Acknowledgements.**

Not available

### **About the Authors**

Dr. Rahmat Setiawan, S.E., M.M., CFP. adalah dosen senior dalam bidang manajemen keuangan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya. Beliau meraih gelar doktor dari Universitas Gadjah Mada. Beliau telah meneliti berbagai macam isu dalam topik manajemen keuangan dan juga telah menjadi pembicara di berbagai seminar, tidak hanya di beberapa perusahaan, namun juga di media mengenai isu-isu manajemen keuangan. Muhammad Wildan Nurrahman Anjanarko, S.M. adalah mahasiswa magister sains manajemen di Universitas Airlangga Surabaya. Beliau mengambil konsentrasi manajemen keuangan.