

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENCIPTAAN KEMAKMURAN DALAM MERGER DAN AKUISISI

Hana Norhamida (hana@mail.ut.ac.id)
Universitas Terbuka

ABSTRACT

One of the company strategies to remain existing and developing in the creating of wealth as by merger and acquisition. Researchs say that some factors may influence it. This paper will explain some factors that may influence the wealth-creation for stock holder of acquirer/bidder and target firm. The measurement of wealth used by public company do not require any financial statement analysis like measurement of value creation performance, because measurement of wealth rely on stocks market. The wealth-creation in the merger and acquisition transaction through abnormal return may be influenced by many factors as the following: acquisition type, form of payment, quantity of bidder, level of diversification, ownership distribution, management performance, firm size, and regulation.

Keywords: acquisition, merger, wealth-creation.

Lingkungan bisnis yang terus berubah termasuk faktor persaingan memacu dunia usaha untuk mencari strategi terbaik agar tetap eksis dan berkembang. Restrukturisasi perusahaan dalam berbagai bentuk dianggap sebagai salah satu jawabannya. Gelombang merger dan akuisisi sebagai bagian restrukturisasi perusahaan yang telah lebih dulu terjadi di Amerika Serikat, juga terjadi di negara lain termasuk Indonesia. Pada awalnya, merger dan akuisisi di Indonesia yang terjadi sejak 1970 dilakukan oleh bank untuk meningkatkan struktur modal dan mengurangi pajak (Nilmawati dan Tandililin, 2003).

Suatu perusahaan melakukan restrukturisasi, menurut Foster (1986: 461) dapat ditinjau dari dua perspektif utama, yaitu untuk memaksimalkan nilai pasar ekuitas yang dipegang oleh pemegang saham dan memaksimalkan kesejahteraan manajemen. Selanjutnya, Foster menyatakan bahwa kedua perspektif diatas tidak selalu terjadi bersamaan. Perspektif kedua lebih mungkin terwujud terkait dengan motivasi manajemen atas kompensasi yang dihubungkan dengan tingkat pertumbuhan dan diversifikasi entitas bisnis. Secara implisit, perspektif pertama dapat dikatakan sulit terwujud karena sebenarnya nilai perusahaan dapat diciptakan sendiri oleh pemegang saham dengan portofolio bisnis, bukan melalui pertumbuhan dan diversifikasi bisnis yang lebih condong kepada kepentingan manajemen.

Meskipun demikian, berdasarkan penelitian-penelitian yang ada hampir semuanya melihat bagaimana penciptaan kemakmuran atas merger dan akuisisi bagi pemegang saham, baik itu dari sisi perusahaan target maupun pengakuisisi/penawar. Penciptaan kemakmuran dipengaruhi oleh banyak faktor. Bukti-bukti yang ditunjukkan oleh penelitian-penelitian yang ada mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan kemakmuran masih menyebar.

Berdasarkan hal tersebut, tulisan ini bertujuan menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan kemakmuran bagi pemegang saham pengakuisisi/penawar dan target. Secara sistematis,

pembahasan tulisan ini akan dimulai dengan pengertian merger dan akuisisi, kemudian penciptaan kemakmuran, faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan kemakmuran, dan diakhiri dengan bagian simpulan.

MERGER DAN AKUISISI

Restrukturisasi perusahaan bisa dalam berbagai jenis. Salah satunya adalah merger dan akuisisi. Foster (1986: 460) mendefinisikan merger dan akuisisi sebagai berikut.

Merger: a combination of two (or more) firms in which one firm survives under its own name while the other ceases to exist as a legal entity.

Acquisition: one firm purchases a complete or partial ownership in either some or all of the stock of another firm or some or all of the assets of another firm. Acquisition of stock can occur via a merger or a tender offer. Mergers typically are negotiated directly with the management of the target firm.... In a tender offer, the offer to buy stock is made directly to shareholders of the target firm. Acquisitions of some or all of the assets of another firm typically are negotiated directly with the management of the firm selling those assets.

Merger terjadi jika dua atau lebih perusahaan bergabung dengan tetap mempertahankan salah satu perusahaan yang ada sebelumnya, sedangkan yang lain melebur didalamnya. Akuisisi terjadi jika sebuah perusahaan membeli semua atau sebagian kepemilikan atas saham atau aset perusahaan lain. Akuisisi saham dapat terjadi melalui merger ataupun tender offer, yang terkait dengan pihak yang diajak negosiasi secara langsung. Negosiasi merger langsung pada manajemen target, sedangkan tender offer pada pemegang saham target. Negosiasi pada akuisisi aset biasanya dilakukan langsung dengan manajemen target.

Di Indonesia, istilah merger dan akuisisi ini pada praktiknya sering dipakai secara bergantian (Kristiyani dan Kwik, 1992 dalam Nilmawati dan Tandellin, 2003). Kesalahan penyebutan istilah merger dan akuisisi juga masih terjadi. Salah satu contoh yang dapat diambil adalah: peristiwa 'merger' empat bank BUMN yaitu Bapindo, Bank Bumi Daya, Bank Dagang Negara, dan Bank Exim yang jika dilihat per definisi merupakan konsolidasi usaha, bukan merger, karena peleburan entitas usaha dengan memunculkan entitas usaha yang baru.

PENCIPTAAN KEMAKMURAN (WEALTH-CREATION)

Menurut *Statements on Management Accounting (SMA), No. 4AA: Practice and Technique – Measuring and Managing Shareholder Value Creation* pada paragraf 11, pengertian kemakmuran pemegang saham adalah sebagai berikut.

Wealth-creation refers to changes in the wealth of shareholders on a periodic (annual) basis. Applicable to exchange-listed firms, changes in shareholder wealth are inferred mostly from changes in stock prices, dividend paid, and equity raised during period.

Berdasarkan pengertian diatas, kemakmuran pemegang saham sebagian besar disimpulkan dari perubahan harga saham, dividen yang dibayar, dan kenaikan ekuitas selama suatu periode. Selanjutnya, berdasarkan sumber referensi tersebut dinyatakan bahwa pengukuran kemakmuran sebagai berikut.

Wealth-creation measures rely entirely on the stock market and do not require any analysis of the firm's financial statements for calculating value-creation performance. Thus, they are primarily applicable to exchange-listed firms and are not useful for individual subsidiaries within the firm or for privately held firms.

Jadi, apabila pengukuran kemakmuran tersebut digunakan pada perusahaan publik tidak perlu suatu analisis laporan keuangan seperti pada pengukuran kinerja penciptaan nilai, karena pengukuran kemakmuran didasarkan pada pasar saham.

Pada penjelasan berikutnya, SMA No. 4AA paragraf 61 menyatakan bahwa prinsip dibalik pengukuran kemakmuran tersebut adalah sederhana, yaitu secara rata-rata pasar modal diasumsikan mampu menghargai semua sekuritas dengan efisien. Harga saham umum dari suatu perusahaan ditentukan melalui harapan pasar tentang kemampuan penciptaan nilai perusahaan yang diharapkan. Semakin tinggi potensinya, akan semakin tinggi harga pasar relatif terhadap modal yang diinvestasikan.

Berdasarkan premis tersebut, suatu pengukuran kinerja manajerial perusahaan dapat diukur dengan tingkat return yang diperoleh pemegang saham dari investasi mereka. Karena perubahan harga saham merefleksikan perubahan harapan investor tentang kinerja masa depan, perubahan ini dapat dijadikan sebuah surogasi untuk kinerja penciptaan nilai tahunan. Dua pengukuran penciptaan kemakmuran yang dipertimbangkan adalah return pemegang saham total (*total shareholder return*) dan return ekonomis tahunan (*annual economic return*).

Secara singkat, pada paragraf 62 SMA No. 4AA dinyatakan bahwa *total return* pemegang saham adalah konsep yang menunjukkan penciptaan kemakmuran relatif perusahaan-perusahaan dalam kelompok yang homogen. Return ini adalah tingkat return yang diperoleh oleh seorang pemegang saham melalui gabungan perubahan harga dan dividen yang diterima. Sementara itu, return ekonomis tahunan menjelaskan dividen dan modal yang meningkat secara eksternal sebagaimana waktu dari keputusan-keputusan tersebut untuk menghitung kinerja penciptaan kemakmuran tahunan perusahaan.

Dalam jurnal-jurnal penelitian asing ukuran kemakmuran pemegang saham perusahaan publik biasanya juga dinyatakan dalam return abnormal, namun tidak secara eksplisit dinyatakan bahwa ukuran tersebut sebagai surogasi kemakmuran. Hal ini terjadi, mungkin karena return abnormal sudah dianggap menjadi ukuran yang umum untuk kemakmuran.

Penciptaan kemakmuran dalam penelitian-penelitian merger dan akuisisi di Indonesia salah satunya telah dilakukan oleh Swandari dan Husnan (1999). Mereka menyatakan bahwa efek kemakmuran dapat diartikan sebagai penciptaan nilai bagi pemegang saham yang dapat diprosikan dalam return abnormal yang positif dari transaksi merger dan akuisisi.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENCIPTAAN KEMAKMURAN

Pada bagian ini akan dibahas beberapa hasil penelitian tentang merger dan akuisisi terkait dengan penciptaan kemakmuran bagi pemegang saham. Hong et al. (1978) menguji pengaruh penggunaan metoda akuntansi (*pooling vs purchase*) dalam merger terhadap harga saham perusahaan pengakuisisi pada periode 1954-1964 di Amerika Serikat. Hasil penelitian ini berbeda dengan banyak penelitian lain saat itu, bahwa penggunaan metoda *pooling of interest* tidak menghasilkan pergerakan harga abnormal pada periode sekitar pengumuman merger atau pengumuman laba setelah periode yang dekat dengan merger. Sebaliknya, penggunaan metoda *purchase* menghasilkan harga saham yang lebih tinggi pada periode sebelum merger meskipun untuk jumlah sampel yang lebih kecil. Selanjutnya dinyatakan bahwa pasar tidak dapat "dibodohi" dengan penggunaan metoda akuntansi yang dapat meningkatkan laba, karena memang tidak menghasilkan aliran kas yang berbeda dan informasi penggunaan metoda akuntansi selalu diungkap secara penuh dalam *proxy statement*.

Franks dan Harris (1989) menguji efek peristiwa 1800 pengambilalihan perusahaan di Inggris terhadap kemakmuran pemegang saham selama periode 1955-1985 dibandingkan dengan yang terjadi di Amerika Serikat. Hasilnya menunjukkan bahwa disekitar tanggal pengumuman merger, keuntungan target mencapai 25-30% sedangkan keuntungan penawar sebesar nol atau tipis. Kemakmuran target menjadi lebih tinggi ketika penawaran direvisi dan dibuka untuk umum. Hasil ini sama dengan hasil sebagian besar penelitian di Amerika Serikat. Peneliti juga menemukan kemakmuran target menjadi lebih tinggi ketika penawar menguasai bagian kepentingan ekuitas sebelum merger. Namun tidak terdapat bukti yang kuat penawaran terbuka, revisi, dan kepentingan ekuitas sebelum merger mempengaruhi kemakmuran penawar. Secara keseluruhan peneliti menyarankan bahwa efek kemakmuran atas pengambilalihan perusahaan di dua negara tersebut dapat diperbandingkan.

Morck et al. (1990) memberikan bukti suatu akuisisi dapat dikatakan sebagai investasi yang buruk bagi pemegang saham penawar dan apakah akuisisi tersebut memberikan manfaat pribadi bagi manajer perusahaan penawar. Peneliti berfokus pada aspek strategi akuisisi dalam cakupan tujuan manajerial yaitu pembelian pertumbuhan dan diversifikasi. Peneliti juga melihat hubungan antara kinerja masa lalu para penawar dan return mereka setelah akuisisi. Dengan menggunakan sampel 326 perusahaan di Amerika Serikat pada periode 1975-1987 hasil penelitian ini menunjukkan bahwa return selama periode pengumuman yang negatif secara dominan dan lebih rendah secara sistematis bagi perusahaan penawar. Return pemegang saham perusahaan penawar menjadi lebih rendah ketika perusahaan mereka berdiversifikasi, ketika membeli perusahaan target yang bertumbuh cepat dan ketika manajer mereka berkinerja buruk sebelum akuisisi (tidak konsisten dengan hipotesis *hubris* dari Roll). Berdasarkan hasil tersebut peneliti menyarankan tujuan-tujuan manajerial bisa memicu akuisisi yang mengurangi nilai perusahaan penawar.

Stulz et al. (1990) menyajikan bukti mengenai distribusi kepemilikan target dikaitkan dengan pembagian keuntungan proses *takeover* antara pemegang saham target dan penawar dalam 104 sampel *tender offers* yang sukses di Amerika Serikat pada tahun 1968-1986. Peneliti menjelaskan untuk penawaran ganda (*multiple bidders*) keuntungan target meningkat dengan kepemilikan manajerial target, dan menurun dengan kepemilikan institusional. Peneliti tidak menemukan hubungan yang signifikan antara keuntungan takeover target dan kepemilikan manajerial target untuk *takeover* penawar tunggal.

Kaplan dan Weisbach (1992) menguji kesuksesan akuisisi yang ditinjau dari bukti divestasi. Pada salah satu bagiannya, penelitian ini menguji pula faktor diversifikasi, pembayaran akuisisi, dan jumlah penawar terhadap return abnormal kumulatif pemegang saham. Bagi penawar dan target diversifikasi usaha tidak memberikan return positif, pembayaran saham memberikan return yang negatif, dan hasil yang berlawanan atas faktor jumlah penawar.

Datta et al. (1992) menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan kemakmuran yang mereka analisis dari 41 penelitian sebelumnya sebagai berikut.

1. Perubahan Peraturan (*Regulatory Changes*)

Perubahan lingkungan sepanjang waktu, termasuk perubahan peraturan mempunyai peran penting dalam pemilihan strategi perusahaan dan konsekuensi berbagai keputusan strategik. Datta et al. mengutip tulisan Jarrell dan Bradley (1980), Schipper dan Thompson (1983) yang mencontohkan *the 1968 William Amendment* dan *the 1969 Tax Reform Act*. *The 1968 William Amendment* mengizinkan masuknya penawar baru dalam proses *tender offer*, sehingga meningkatkan persaingan. *The 1969 Tax Reform Act* tidak mengizinkan pengurangan bunga obligasi *convertible* yang dikeluarkan untuk mendanai merger dan juga pembebanan pajak

obligasi *negotiable*. Kedua peraturan tersebut menimbulkan tambahan *cost* bagi perusahaan penawar, menurunkan return penawar, tetapi menaikkan return target.

2. Jumlah Penawar
Semakin besar jumlah penawar dapat meningkatkan persaingan yang menguntungkan posisi target, tidak demikian halnya bagi penawar.
3. Pendekatan Penawar
Secara definitif jika pengambilalihan perusahaan dalam bentuk merger dilakukan pada manajemen atau direksi, sementara itu jika dalam *tender offer* pendekatannya melalui pemegang saham, yang tentu saja keputusan akhir berada di tangan mereka. Ada dua alasan mengapa pemegang saham perusahaan target lebih dapat mengambil manfaat dari *tender offer*, yaitu pengumuman *tender offer* dapat menarik perhatian perusahaan lain untuk masuk persaingan, merger memungkinkan pembayaran sebuah premium meskipun secara langsung pada manajemen perusahaan target, sementara itu *tender offer* secara langsung pada pemegang saham target.
4. Bentuk Pembayaran
Bentuk pembayaran akuisisi baik itu dengan kas atau saham atau kombinasi keduanya dapat mempengaruhi kemakmuran pemegang saham, yaitu dalam hal kecepatan dan *cost* transaksi, reaksi pasar yang negatif atas pembayaran saham, dan kewajiban pajak atas pemegang saham target yang segera terjadi akibat pembayaran kas yang mencari kompensasi yang lebih tinggi dalam bentuk premium.
5. Tipe Akuisisi
Pada umumnya akuisisi terkait (non-konglomerasi) dalam hal penciptaan kemakmuran lebih menguntungkan bagi pemegang saham penawar maupun target. Keuntungan bagi penawar alasan ekonomis dan transfer *skill* utama, modal yang lebih murah, sedangkan bagi target adalah nilai dari keterkaitan (*value of relatedness*).

Secara keseluruhan penelitian tersebut memberikan hasil bahwa pembayaran saham berakibat buruk kepada kemakmuran target dan penawar; jumlah penawar dan tipe akuisisi berhubungan signifikan dengan kemakmuran penawar, jumlah penawar yang banyak mempunyai efek negatif terhadap penawar; dan tipe akuisisi yang non-konglomerasi mempunyai efek positif bagi penawar. Bagi target, tipe akuisisi tidak berpengaruh pada signifikan pada kemakmurannya. Terkait dengan perubahan regulasi, hanya akuisisi yang dilakukan setelah tahun 1969 yang menghasilkan kemakmuran bagi target.

Servaes (1996) menguji nilai diversifikasi ketika perusahaan mulai melakukan diversifikasi. Ia tidak menemukan cukup bukti bahwa perusahaan diversifikasi dinilai lebih daripada perusahaan dengan segmen tunggal selama tahun 1960-an sampai dengan tahun 1970-an. Meskipun demikian, perusahaan diversifikasian dinilai lebih pada tahun 1960-an, saat terjadi gelombang merger konglomerasi yang sangat besar di Amerika Serikat. Kemudian penilaian terus menurun mulai awal dan pertengahan tahun 1970-an.

Loughran dan Vijh (1997) menguji kembali return setelah akuisisi dengan sampel 947 perusahaan yang delisting dari New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX), dan Nasdaq selama tahun 1970-1989. Mereka menemukan sebuah hubungan antara *return* setelah akuisisi dan bentuk akuisisi dan jenis pembayaran. Selama sebuah periode lima tahun setelah akuisisi, secara rata-rata, perusahaan yang melakukan merger saham mendapatkan eksese *return* negatif secara signifikan yaitu -25% sementara perusahaan yang melakukan *tender offer* dengan kas mendapatkan eksese *return* positif secara signifikan yaitu sebesar 61,7%. Pada periode

gabungan sebelum dan setelah akuisisi, pemegang saham target yang memegang saham pengakuisisi yang diterima sebagai pembayaran dalam merger saham tidak mendapatkan ekscess return positif secara signifikan. Perolehan kemakmuran lebih besar dari *tender offer* terkait komunikasi dengan manajemen yang ada

Ditinjau dari perspektif bisnis internasional, Corhay dan Rad (2000) menguji *wealth effects* dari akuisisi internasional oleh perusahaan Belanda selama periode 1990-1996 dengan membagi tiga subsampel transaksi akuisisi lintas batas di Amerika Serikat, Eropa Barat, dan Eropa Timur. Terdapat bukti yang lemah dari akuisisi lintas batas pada aktivitas perusahaan dalam *wealth-creating*, khususnya untuk akuisisi di Amerika Serikat. Lebih lanjut, peneliti mengamati untuk akuisisi di Eropa Barat, manfaat dari internasionalisasi lebih besar dirasakan bagi perusahaan yang mempunyai *exposure* internasional relatif kurang dan yang membuat akuisisi diluar aktivitas utamanya.

Selanjutnya, Corhay dan Rad (2000) berusaha menjelaskan variasi *cross-sectional* efek kemakmuran dari akuisisi asing di Belanda. Konsentrasi pada tiga variabel yaitu *size* relatif perusahaan target pada perusahaan *bidding*, luasnya *exposure* asing dari perusahaan *bidding*, dan apakah *takeover* ada dalam industri terkait atau tidak. Variabel *foreign* menggambarkan tingkat internasionalisasi perusahaan mempunyai koefisien negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar kurang memberikan *value* pada akuisisi internasional ketika perusahaan terlibat sangat aktif di lingkungan internasional. Variabel *industry* menunjukkan hasil negatif signifikan secara statistik. Kesempatan sinergi akan lebih kecil ketika sebuah perusahaan berinvestasi pada industri yang tidak berkaitan. Koefisien variabel *size* tidak signifikan. Tampaknya ukuran perusahaan target tidak mempunyai pengaruh pada besaran penciptaan kemakmuran.

Penelitian di Indonesia mengenai merger dan akuisisi juga telah banyak dilakukan. Swandari dan Husnan (1999) menguji dampak jangka panjang akuisisi terhadap kemakmuran pemegang saham dalam kasus perbandingan akuisisi internal dan eksternal. Hasilnya menunjukkan bahwa kemakmuran yang diperoleh pemegang saham lebih besar ketika terjadi akuisisi eksternal daripada akuisisi internal. Pemegang saham pengakuisisi dalam jangka pendek kadang berada pada posisi menguntungkan kadang tidak, yang mungkin dipengaruhi oleh tipe akuisisi (*hostile* atau *friendly takeover*), alat pembayaran (kas, saham atau campuran). Pemegang saham target berada pada posisi yang lebih menguntungkan.

Nilmawati dan Tandellilin (2003) menguji pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap return saham perusahaan *bidder* dan target di Bursa Efek Jakarta periode 1990-1997. Hasilnya menunjukkan bahwa return abnormal maupun kumulatif untuk *bidder* lebih kecil daripada target. Variabel yang digunakan untuk menguji faktor yang mempengaruhi return abnormal adalah keterkaitan bidang usaha *bidder* dan target, kinerja manajerial masa lalu, komplementasi antara perusahaan yang kelebihan dana dengan perusahaan yang sedang bertumbuh, dan ukuran relatif target terhadap *bidder*. Secara keseluruhan, hanya variabel keterkaitan usaha yang signifikan secara statistik dengan koefisien negatif.

KESIMPULAN

Penciptaan kemakmuran dalam transaksi merger dan akuisisi melalui return abnormal dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor antara lain: jenis akuisisi, bentuk pembayaran, jumlah penawar, tingkat diversifikasi usaha, distribusi kepemilikan, kinerja manajemen, ukuran perusahaan, dan regulasi. Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa perolehan kemakmuran pemegang saham perusahaan penawar lebih kecil daripada target.

Tulisan ini ini menyisakan sebuah pertanyaan empiris yaitu mengapa penciptaan kemakmuran lebih dirasakan oleh pemegang saham perusahaan target daripada penawar atas transaksi merger dan akuisisi perusahaan. Datta et al. (1992) menyatakan adanya paradoks antara hasil merger dan akuisisi bagi penawar yang sebagian besar lebih kecil jika dibandingkan dengan target, namun masih terdapat bukti kecenderungan aktivitas merger dan akuisisi yang terus berlanjut.

REFERENSI

- Corhay, A. & Rad, A.T. (2000). International acquisitions and shareholder wealth: Evidence from Netherlands. *International Review of Financial Analysis*, 9 (2), hal. 163-174.
- Datta, D.K., Pinches, G.E., & Narayanan, V.K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta analysis. *Strategic Management Journal*, 13, hal. 67-84.
- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis*, second edition, hal. 460-461. New Jersey: Prentice Hall International.
- Franks, J.R. & Harris, R.S. (1989). Shareholder wealth effect of corporate takeovers. *Journal of Financial Economics*, 23, hal. 225-249.
- Hong, H., Kaplan, R.S., & Mandelker, G. (1978). Pooling vs. Purchase: The effects of accounting for mergers on stock prices. *The Accounting Review*, LIII (1), January, hal. 31-47.
- Kaplan, S.N., & Weisbach, M.S. (1992). The success of acquisitions: evidence from divestiture. *The Journal of Finance*, XLVII (1), Maret, hal. 107-138.
- Loughran, T. & Vijh, A.M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?. *The Journal of Finance*, LII (5,) December, hal. 1765-1790.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, XLV (1), Maret, hal. 31-48.
- National Association of Accountant. (1997). *Statements on management accounting, No. 4AA*. Montvale, NJ: Institute of Management Accountant.
- Nilmawati & Tandellilin, E. (2003). Pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap return saham perusahaan *bidder* dan target di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Tidak Dipublikasikan*, M.Si. Yogyakarta: UGM.
- Servaes, H. (1996). The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, LI (4), September, hal. 1201-1225.
- Stulz, R.M., Walkling, R.A., & Song, M.H. (1990). The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers. *The Journal of Finance*, XLV (3), July, hal. 817-833.
- Swandari & Husnan. (1999). Dampak jangka panjang akuisisi terhadap kemakmuran pemegang saham: Perbandingan akuisisi internal dan eksternal. *Tesis Tidak Dipublikasikan*, M.Si. Yogyakarta: UGM.