

# Reaksi Pasar terhadap Merger dan Akuisisi: Analisis Abnormal Return, Volatilitas Saham, TVA, dan Investor *Attention* Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Fadhilla Anindita Hapsari

Program Studi Manajemen, Universitas Tanjungpura, Indonesia

\*Penulis Korespondensi: [b1021221185@student.untan.ac.id](mailto:b1021221185@student.untan.ac.id)

**Abstract.** *Corporate actions such as mergers and acquisitions are corporate strategies that can impact financial conditions, ownership structures, and firm value in the capital market. This study aims to analyze market reactions to merger and acquisition announcements by examining abnormal returns, stock volatility, Trading Volume Activity, and investor Attention regarding manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2020–2025 period. The study employs an event study methodology with a 21-trading-day event window, comprising the 10 days prior to and the 10 days following the announcement date. The sample consists of 28 companies selected using purposive sampling criteria. Statistical testing was conducted using the Paired Samples T-test for abnormal returns and investor Attention, while the Wilcoxon Signed-Rank test was used for stock volatility and Trading Volume Activity. The results indicate significant differences in abnormal returns, stock volatility, and Trading Volume Activity between the pre- and post-announcement periods. However, no significant difference was found regarding investor Attention between the two periods. These findings provide empirical evidence regarding changes in specific market indicators surrounding merger and acquisition announcements.*

**Keywords:** *Abnormal Return; Investor Attention; Mergers And Acquisitions; Stock Volatility; Trading Volume Activity.*

**Abstrak.** Aksi korporasi seperti merger dan akuisisi merupakan salah satu strategi perusahaan yang dapat berdampak pada kondisi keuangan, struktur kepemilikan, serta nilai perusahaan di pasar modal. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis Reaksi Pasar terhadap aksi korporasi, merger dan akuisisi melalui analisis Abnormal Return, Volatilitas Saham, *Trading Volume Activity*, dan Investor *Attention* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2025. Penelitian menggunakan metode event study dengan event window 21 hari perdagangan, yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah tanggal pengumuman. Sampel penelitian terdiri atas 28 perusahaan berdasarkan seleksi kriteria menggunakan teknik purposive sampling. Pengujian dilakukan menggunakan uji Paired Samples T-Test untuk Abnormal Return dan Investor *Attention*. Sedangkan, pada Volatilitas Saham dan *Trading Volume Activity* menggunakan Wilcoxon Signed-Rank Test. Hasil penelitian menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada Abnormal Return, Volatilitas Saham, dan *Trading Volume Activity* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Namun, pada Investor *Attention* tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua periode. Temuan ini memberikan bukti empiris mengenai perubahan beberapa indikator pasar di sekitar pengumuman merger dan akuisisi.

**Kata kunci:** Abnormal Return; Investor *Attention*; Merger Dan Akuisisi; *Trading Volume Activity*; Volatilitas Saham

## 1. LATAR BELAKANG

Aksi korporasi adalah salah satu strategi perusahaan yang dapat berdampak pada kondisi keuangan, struktur kepemilikan, serta persepsi pasar terhadap perusahaan. Dalam perkembangan pasar modal modern, aksi korporasi menjadi bagian penting dalam dinamika ekonomi global karena informasi yang diumumkan melalui aksi tersebut dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Berbagai aksi korporasi seperti *Rights Issue*, *Stock Split*, serta *Merger dan Akuisisi* dapat digunakan perusahaan untuk mendukung ekspansi, meningkatkan efisiensi, memperkuat posisi pasar, serta memberikan

sinyal informasi strategis kepada investor. Oleh karena itu, pengumuman aksi korporasi berpotensi diikuti oleh perubahan harga saham maupun aktivitas perdagangan saham.

Merger dan Akuisisi merupakan salah satu bentuk aksi korporasi yang dilakukan perusahaan. Merger adalah bentuk restrukturisasi perusahaan melalui penggabungan dua atau lebih perusahaan menjadi satu entitas bisnis. Sedangkan, akuisisi adalah tindakan memperoleh kendali atas suatu perusahaan melalui kepemilikan saham. Aktivitas merger dan akuisisi menunjukkan perkembangan yang cukup besar pada tingkat global maupun nasional. Di Indonesia, Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) pada 2025 mengindikasikan nilai transaksi merger dan akuisisi pada 2025 sebesar Rp 1.300 triliun dari 141 transaksi yang terjadi (Katadata.co.id, 2025). Tingginya nilai dan jumlah transaksi tersebut menunjukkan bahwa merger dan akuisisi masih menjadi bagian penting dari aktivitas korporasi.

Dalam lingkup pasar modal Indonesia, perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur menjadi salah satu kelompok perusahaan yang turut menjalankan strategi merger dan akuisisi. Karakteristik kegiatan manufaktur yang berkaitan dengan pengolahan dan produksi suatu barang mendorong perusahaan melakukan merger dan akuisisi untuk memperkuat rantai pasok, perluasan lini produk, peningkatan kapasitas produksi, dan sinergi perusahaan.

Pengumuman merger dan akuisisi dapat menjadi informasi yang relevan bagi investor karena mencerminkan keputusan strategi perusahaan dan kemungkinan perubahan kondisi perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, pengumuman merger dan akuisisi dapat digunakan sebagai suatu peristiwa untuk mengamati apakah terdapat perubahan pada kondisi pasar di sekitar pengumuman peristiwa. *Signaling theory* memandang tindakan strategis perusahaan seperti merger dan akuisisi sebagai sarana bagi manajemen untuk menyampaikan informasi kepada pihak eksternal mengenai kondisi dan prospek perusahaan.

*Efficient Market Hypothesis* (EMH) dapat digunakan untuk menjelaskan bagaimana pasar merespons informasi yang berkaitan dengan keputusan korporasi. Dalam pasar yang efisien, informasi yang tersedia akan tercermin dalam harga sekuritas (Fama, 1970). Penelitian ini menggunakan konsep efisiensi pasar bentuk semi-kuat, di mana harga saham menyesuaikan informasi publik yang tersedia, termasuk informasi mengenai pengumuman merger dan akuisisi. Dalam kerangka tersebut, apabila pengumuman merger dan akuisisi dipandang sebagai informasi yang relevan, respons pasar dapat diamati melalui perubahan indikator pasar di sekitar peristiwa. Namun, dalam praktiknya pasar modal tidak selalu bereaksi secara sempurna. Hijriahni & Sembiring (2023) menunjukkan bahwa pergerakan harga saham di Bursa Efek Indonesia tidak selalu sepenuhnya mencerminkan kondisi pasar yang efisien,

investor dapat bereaksi secara berlebihan (*overreaction*) maupun lambat (*underreaction*) terhadap suatu informasi.

Penelitian terdahulu mengenai respons pasar pada aksi korporasi merger dan akuisisi masih memberikan temuan yang beragam. Penelitian Mellynia et al. (2023) meneliti perusahaan subsektor telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada return saham, Abnormal Return, dan *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Berbeda dengan hasil tersebut, Widjaja & Nur (2023) menganalisis peristiwa merger Bank Syariah Indonesia hasilnya tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada Abnormal Return maupun *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan *research gap* tersebut, penelitian ini mengintegrasikan empat indikator respons pasar dalam pendekatan *event study*, yaitu dimensi harga melalui *Abnormal Return*, dimensi fluktuasi return melalui *Volatilitas Saham*, dimensi aktivitas perdagangan melalui *Trading Volume Activity*, dan dimensi perhatian investor melalui *Investor Attention* berbasis *Google Trends*. Penelitian berfokus menguji respons pasar pada pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan yang melakukan kegiatan manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2025. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study* untuk membandingkan kondisi pasar sebelum dan sesudah peristiwa. Sampel penelitian meliputi 28 emiten yang memenuhi kriteria *purposive sampling*. Jendela peristiwa ditetapkan selama 21 hari perdagangan, yang terdiri atas 10 hari perdagangan sebelum hingga 10 hari perdagangan setelah tanggal pengumuman.

Urgensi penelitian ini terletak pada perlunya memperoleh bukti empiris mengenai respons pasar terhadap peristiwa merger dan akuisisi, sekaligus menguji kembali relevansi *Efficient Market Hypothesis* (EMH) pada tingkat semi-kuat di pasar modal Indonesia. Secara teoritis, penelitian juga memperluas kajian reaksi pasar melalui integrasi *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, TVA, dan *Investor Attention*. sehingga respons pasar dapat dianalisis melalui perspektif yang lebih luas, tidak terbatas pada pergerakan harga dan aktivitas perdagangan, melainkan turut dari tingkat fluktuasi return serta perhatian investor. Secara praktis, penelitian diharapkan dapat menjadi informasi tambahan bagi investor dalam memahami perubahan kondisi pasar di sekitar pengumuman merger dan akuisisi. Selain itu, penelitian memberikan masukan bagi manajemen perusahaan mengenai pentingnya penyampaian informasi aksi korporasi khususnya merger dan akuisisi, secara terbuka dan tepat waktu karena informasi tersebut dapat menjadi perhatian pelaku pasar.

## 2. KAJIAN TEORITIS

### Efficient Market Hypothesis (EMH)

Fama (1970) melalui *Efficient Market Hypothesis* menjelaskan bahwa informasi yang tersedia bagi pelaku pasar telah tercermin melalui harga sekuritas. Dalam *Efficient Market Hypothesis* (EMH) efisiensi pasar diklasifikasikan ke dalam tiga tingkatan, yaitu bentuk lemah, semi-kuat, dan kuat. Studi ini menggunakan efisiensi semi-kuat karena berfokus pada respons pasar atas informasi publik berupa pengumuman merger dan akuisisi. Pada tingkat efisiensi semi-kuat, apabila pengumuman mengandung informasi baru bagi pasar, penyesuaian harga saham dapat terjadi setelah pengumuman. Oleh karena itu, EMH memberikan landasan teoritis untuk mengamati apakah terdapat perubahan kondisi pasar setelah informasi merger dan akuisisi dipublikasikan.

### Signaling Theory

Teori sinyal menjelaskan bagaimana informasi dapat disampaikan dari pihak yang memiliki informasi kepada pihak lain dalam kondisi asimetri informasi. *Signaling theory* berkaitan dengan situasi ketika dua pihak memiliki informasi yang tidak sama dalam suatu interaksi pasar (Choudhury, 2024). Dalam konteks perusahaan, manajemen sebagai pihak internal memiliki informasi yang lebih luas mengenai kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan investor sebagai pihak eksternal. Spence (1973) menjelaskan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, pihak yang memiliki informasi dapat menyampaikan informasi kepada pihak yang memiliki informasi lebih terbatas.

### Merger dan Akuisisi (M&A)

Merger merupakan penyatuan oleh satu atau lebih perseroan dengan perseroan lainnya. Perusahaan yang masih bertahan setelah proses penggabungan disebut perusahaan yang menerima penggabungan. Sedangkan, perusahaan yang berhenti disebut perusahaan gabungan (Cung & Rakhmat, 2022). Sementara itu, akuisisi merupakan tindakan pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas suatu perusahaan melalui pembelian saham perusahaan target tanpa menghilangkan keberadaan badan hukum entitas yang diakuisisi (Mellynia et al., 2023).

### Abnormal Return

*Abnormal Return* mencerminkan selisih antara return aktual dengan return yang diharapkan pada periode tertentu. *Abnormal Return* menunjukkan adanya return berlebih investor dibandingkan return normal saham pada periode tertentu (Rattu et al., 2021). Dalam pendekatan *event study*, indikator tersebut digunakan untuk menilai perubahan return saham sebagai respons terhadap suatu informasi, dengan mengamati kondisi pada periode di sekitar

terjadinya peristiwa, baik sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman (Sudirman et al., 2026).

‘H1: Terdapat perbedaan *Abnormal Return* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.’

### ***Volatilitas Saham***

*Volatilitas Saham* digunakan untuk menggambarkan tingkat fluktuasi return saham selama periode tertentu. Meningkatnya *volatilitas* menunjukkan semakin tinggi tingkat fluktuasi dan secara teoritis dapat berkaitan dengan meningkatnya peluang dan risiko (Ferina & Sunarto, 2024). Selain itu, *volatilitas Saham* mencerminkan tingkat risiko dan ketidakpastian pasar terhadap suatu informasi atau peristiwa (Agustin, 2020).

‘H2: Terdapat perbedaan *volatilitas Saham* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah aksi merger dan akuisisi.’

### ***Trading Volume Activity***

*Trading Volume Activity (TVA)* menunjukkan intensitas transaksi suatu saham yang dihitung berdasarkan rasio jumlah saham yang diperdagangkan terhadap total saham yang beredar selama periode penelitian (Lukito & Damayanti, 2023). *Trading Volume Activity* merefleksikan tingkat ketertarikan dan respons pasar terhadap suatu informasi (Mellynia et al., 2023). Peningkatan nilai *Trading Volume Activity* menunjukkan meningkatnya aktivitas perdagangan saham dan dapat mencerminkan adanya perubahan aktivitas transaksi setelah investor menerima informasi.

H3: Terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi.

### ***Investor Attention***

*Investor Attention* merupakan perhatian investor terhadap informasi yang dapat diprosikan melalui aktivitas pencarian informasi di internet (Usman et al., 2022). *Investor Attention* dapat diukur menggunakan intensitas aktivitas pencarian di internet, salah satunya melalui Search Volume Index (SVI) yang diperoleh dari *Google Trends* sebagai proksi *Investor Attention* (Handayani, 2022). *Google Trends* merupakan platform yang menyediakan data mengenai intensitas pencarian suatu istilah melalui Google Search selama periode tertentu (Tanaya & Suyanto, 2021). Search Volume Index merupakan indeks yang menunjukkan tingkat popularitas relatif suatu istilah pencarian dalam periode dan wilayah tertentu melalui rentang 0 sampai 100.

H4: Terdapat perbedaan *Investor Attention* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah aktivitas merger dan akuisisi.



Gambar 1. Conceptual Framework.

### 3. METODE PENELITIAN

#### Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *event study*. Pendekatan kuantitatif digunakan karena data harga saham, volume dagang saham, dan Indeks harga saham gabungan (IHSG) yang digunakan sebagai data penelitian dapat diukur dan dianalisis secara statistik. Sementara itu, *event study* digunakan untuk mengidentifikasi respons pasar di sekitar peristiwa dengan mengamati perubahan indikator pasar sebelum dan sesudah peristiwa. Dalam penelitian ini, respons pasar diamati melalui *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, *Trading Volume Activity*, dan *Investor Attention* dalam rentang pengamatan. Jendela pengamatan mencakup 21 hari perdagangan, mulai dari  $t-10$  hingga  $t+10$  dengan  $t_0$  sebagai titik terjadinya peristiwa. Jendela pengamatan yang terlalu panjang dapat meningkatkan kemungkinan masuknya pengaruh informasi atau peristiwa lain yang terjadi di luar peristiwa yang diteliti. Oleh karena itu, periode pengamatan dibatasi pada 10 hari perdagangan sebelum hingga 10 hari perdagangan setelah tanggal peristiwa.

#### Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari rujukan resmi dan dapat diakses secara publik. Data meliputi: Harga penutupan saham harian, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Volume Perdagangan Saham Harian, Total Saham yang beredar, dan Data Search Volume Index (SVI) yang diperoleh melalui *Google Trends*. Penetapan *event date* didasarkan pada tanggal ketika informasi mengenai penandatanganan perjanjian atau terjadinya transaksi merger dan akuisisi diumumkan kepada publik melalui informasi keterbukaan yang tersedia di Bursa Efek Indonesia. Untuk transaksi merger, *event date* dapat menggunakan tanggal publikasi Keterbukaan Informasi berupa rancangan penggabungan usaha yang telah memuat informasi material mengenai transaksi. Penetapan tersebut dilakukan

dengan mengutamakan informasi yang secara resmi telah tersedia kepada publik sebagai dasar penentuan titik peristiwa.

### Populasi Penelitian

Penelitian ini menetapkan perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang menjalankan kegiatan usaha manufaktur selama 2020–2025 sebagai populasi penelitian. Penentuan populasi diawali dengan mengidentifikasi perusahaan berdasarkan klasifikasi industri IDX Industrial Classification (IDX-IC) yang memiliki keterkaitan dengan kegiatan manufaktur, yaitu sektor Basic Materials, Industrials, Consumer non-cyclicals, Consumer cyclicals, dan Healthcare.

### Penentuan Sampel Penelitian

Teknik *purposive sampling* digunakan sebagai metode dalam penentuan sampel perusahaan yang dilakukan berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Teknik tersebut digunakan karena tidak seluruh perusahaan dalam populasi memiliki karakteristik peristiwa dan ketersediaan data yang sesuai dengan kebutuhan penelitian. Pemilihan sampel diarahkan pada perusahaan yang memiliki peristiwa merger dan akuisisi selama periode pengamatan, memiliki event date yang dapat diidentifikasi berdasarkan surat informasi keterbukaan Bursa Efek Indonesia, serta memiliki data yang diperlukan untuk pengukuran seluruh variabel penelitian.

**Tabel 1.** Seleksi Sampel Penelitian.

| <b>Tabel Seleksi Sampel:</b>                                                                     | <b>Jumlah</b> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| Perusahaan manufaktur yang teridentifikasi melakukan Merger dan Akuisisi rentang 2020-2025       | 42            |
| Perusahaan dengan transaksi yang tidak memenuhi kriteria perubahan kepemilikan atau pengendalian | (8)           |
| Perusahaan yang tidak memiliki data penelitian secara lengkap selama periode pengamatan          | (6)           |
| <b>Sampel akhir penelitian</b>                                                                   | <b>28</b>     |

Berdasarkan Tabel 1, diperoleh sebanyak 42 perusahaan dengan karakteristik awal sebagai perusahaan manufaktur yang melakukan aksi merger dan akuisisi selama periode 2020-2025. Selanjutnya, dilakukan penyaringan berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan. Sebanyak 8 perusahaan dikeluarkan karena transaksi yang dilakukan tidak memenuhi kriteria perubahan kepemilikan atau pengendalian melainkan berupa pengambilalihan aset, merek, lahan, atau aset lainnya. Selain itu, 6 perusahaan dikeluarkan karena tidak memiliki data penelitian yang lengkap untuk mendukung perhitungan variabel. Dengan demikian, diperoleh 28 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria dan ditetapkan sebagai sampel penelitian. Daftar perusahaan yang menjadi sampel beserta kode saham dan *event date* disajikan pada tabel berikut.

**Tabel 2.** Sampel Penelitian.

| No | Kode | Nama Perusahaan                          | Event Date        |
|----|------|------------------------------------------|-------------------|
| 1  | CLEO | PT Sariguna Primatirta Tbk               | 22 Desember 2023  |
| 2  | ICBP | PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk        | 17 Februari 2021  |
| 3  | ALKA | PT Alakasa Industrindo Tbk               | 21 Februari 2022  |
| 4  | DRMA | PT Dharma Polimetal Tbk                  | 28 November 2025  |
| 5  | JPFA | PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk           | 28 Agustus 2020   |
| 6  | GOOD | PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk       | 28 Desember 2023  |
| 7  | BRAM | PT Indo Kordsa Tbk                       | 26 Oktober 2022   |
| 8  | TSPC | PT Tempo Scan Pacific Tbk                | 02 Juli 2024      |
| 9  | INDR | PT Indo-Rama Synthetics Tbk              | 28 Desember 2020  |
| 10 | TRIS | PT Trisula Internasional Tbk             | 07 Juni 2023      |
| 11 | JARR | PT Jhonlin Agro Raya Tbk                 | 29 September 2023 |
| 12 | SMGR | PT Semen Indonesia (Persero) Tbk         | 30 Desember 2022  |
| 13 | WTON | PT Wijaya Karya Beton Tbk                | 27 Juli 2022      |
| 14 | INTP | PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk       | 17 Oktober 2023   |
| 15 | TPIA | PT Chandra Asri Pacific Tbk              | 17 April 2025     |
| 16 | KLBF | PT Kalbe Farma Tbk                       | 30 Mei 2024       |
| 17 | BRPT | PT Barito Pacific Tbk                    | 02 September 2021 |
| 18 | ALDO | PT Alkindo Naratama Tbk                  | 14 Desember 2021  |
| 19 | ASII | PT Astra International Tbk               | 22 Juli 2025      |
| 20 | IMPC | PT Impack Pratama Industri Tbk           | 25 Juni 2024      |
| 21 | PYFA | PT Pyridam Farma Tbk                     | 22 Desember 2023  |
| 22 | SMSM | PT Selamat Sempurna Tbk                  | 06 Juni 2022      |
| 23 | ASHA | PT Cilacap Samudera Fishing Industry Tbk | 22 September 2022 |
| 24 | IMAS | PT Indomobil Sukses Internasional Tbk    | 29 Agustus 2025   |
| 25 | STAA | PT Sumber Tani Agung Resources Tbk       | 30 September 2022 |
| 26 | BOLT | PT Garuda Metalindo Tbk                  | 26 Juni 2025      |
| 27 | MDKA | PT Merdeka Copper Gold Tbk               | 28 Maret 2022     |
| 28 | SSMS | PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk            | 23 September 2025 |

Berdasarkan tabel 2, tanggal pengumuman merger dan akuisisi masing-masing perusahaan ditetapkan sebagai *event date* ( $t_0$ ), yaitu tanggal yang menjadi titik acuan dalam pengamatan peristiwa. Selanjutnya, *event date* tersebut menjadi dasar dalam menentukan *event window*, yaitu periode pengamatan dari  $t-10$  perdagangan hingga  $t+10$  perdagangan. Penetapan *event window* tersebut dilakukan untuk mengamati perubahan kondisi pasar di sekitar pengumuman merger dan akuisisi.

### Variabel Penelitian

Penelitian ini mengukur respons pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi melalui empat indikator utama, yaitu *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, *Trading Volume Activity (TVA)*, dan *Investor Attention*. Keempat variabel tersebut dipilih untuk menggambarkan respons pasar dari beberapa aspek yang berbeda. *Abnormal Return* untuk mengidentifikasi perbedaan return aktual dengan return yang diharapkan *Volatilitas Saham* digunakan untuk mengukur tingkat fluktuasi return saham selama periode pengamatan. Nilai volatilitas yang lebih tinggi mencerminkan fluktuasi return saham yang lebih besar. *Trading Volume Activity* digunakan untuk mengukur aktivitas perdagangan saham melalui perbandingan volume saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham beredar. Sementara

itu, *Investor Attention* digunakan untuk menggambarkan tingkat perhatian terhadap perusahaan berdasarkan intensitas pencarian informasi melalui *Google Trends*.

**Tabel 3.** Pengukuran Variabel Penelitian.

| Variabel                | Rumus Pengukuran                                                                           | Indikator Pengukuran                                                                                                                                                                                                                                           | Sumber Data                          |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| Return Saham            | $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>P_{it}</math> = Harga penutupan saham perusahaan i pada periode t.</li> <li>• <math>P_{it-1}</math> = Harga penutupan saham perusahaan i pada periode t-1.</li> </ul>                                           | Yahoo Finance                        |
| Return Pasar            | $R_{IHSG,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>IHSG_t</math> = Nilai IHSG pada periode t.</li> <li>• <math>IHSG_{t-1}</math> = Nilai IHSG pada periode t-1.</li> </ul>                                                                                         | Yahoo Finance                        |
| Expected Return         | $E(R_{i,t}) = R_{m,t}$                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>E(R_{it})</math> = Expected return saham perusahaan i pada periode t.</li> <li>• <math>R_{mt}</math> = Return pasar pada periode t.</li> </ul>                                                                  | Yahoo Finance                        |
| Abnormal Return         | $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>R_{it}</math> = Return aktual saham perusahaan i pada periode t.</li> <li>• <math>E(R_{it})</math> = Expected return saham perusahaan i pada periode t.</li> </ul>                                              | Harga Saham dan IHSG                 |
| Volatilitas Saham       | $VOL_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)^2}{n-1}}$                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>R_{it}</math> = Return saham perusahaan i pada periode t.</li> <li>• <math>\bar{R}_i</math> = Rata-rata return saham perusahaan i pada periode pengamatan.</li> <li>• n = Jumlah periode pengamatan.</li> </ul> | Return Saham                         |
| Trading Volume Activity | $TVA_{it} = \frac{\text{Volume Saham Diperdagangkan}_{it}}{\text{Jumlah Saham Beredar}_i}$ | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{Diperdagangkan}_{it}</math> = Jumlah saham perusahaan i yang diperdagangkan pada periode t.</li> <li>• <math>\text{Jumlah Saham Beredar}_i</math> = Total saham perusahaan i yang beredar.</li> </ul>     | Yahoo Finance & Bursa Efek Indonesia |
| Investor Attention      | $IA_i = \frac{\sum_{t=1}^n SVI_{it}}{n}$                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>SVI_{it}</math> = Search Volume Index perusahaan i pada periode t.</li> <li>• n = Jumlah observasi SVI (periode sebelum atau periode sesudah).</li> </ul>                                                       | Google Trends                        |

Berdasarkan tabel 3, *Expected return* pada penelitian ini dihitung menggunakan *market-adjusted model*, yaitu dengan menyamakan *Expected return* dengan return pasar pada periode yang sama. Oleh karena itu, penelitian tidak melakukan estimasi parameter alpha ( $\alpha$ ) dan beta ( $\beta$ ) sebagaimana pada *market model*. Sehingga *Abnormal Return* dihitung melalui selisih antara return aktual saham dengan return pasar. Pengukuran *Volatilitas Saham* dilakukan berdasarkan standar deviasi return saham pada periode sebelum dan sesudah pengumuman. *Trading Volume Activity* dihitung melalui selisih jumlah saham perusahaan pada periode tertentu dengan jumlah saham beredar perusahaan. Sementara itu, pengukuran *Investor Attention* dilakukan

menggunakan rata-rata SVI selama observasi yang digunakan dalam masing-masing periode pengamatan.

### Teknik Analisis Data

Pengolahan dan analisis data dilakukan menggunakan Microsoft Excel dan IBM SPSS Statistics. Microsoft Excel digunakan untuk melakukan pengumpulan dan pengolahan awal data serta menghitung masing-masing variabel penelitian berdasarkan data harga saham, IHSG, volume perdagangan saham, jumlah saham beredar, dan SVI. Selanjutnya, IBM SPSS Statistics digunakan untuk melakukan analisis statistik terhadap data penelitian dan pengujian hipotesis.

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Deskriptif

Data penelitian terlebih dahulu dianalisis secara deskriptif untuk mengetahui karakteristik dan gambaran umum sebelum memasuki tahap pengujian hipotesis. Karakteristik masing-masing variabel dianalisis melalui nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi. Analisis ini dilakukan terhadap empat variabel, yakni *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, *Trading Volume Activity* (TVA), dan *Investor Attention* (IA). Analisis dilakukan terhadap 28 perusahaan yang menjadi sampel penelitian dengan membandingkan kedua periode pengamatan, yaitu sebelum dan sesudah peristiwa. Nilai *mean* digunakan untuk melihat kecenderungan rata-rata variabel, sedangkan nilai minimum dan maksimum menunjukkan rentang nilai selama pengamatan. Sementara itu, standar deviasi menunjukkan sejauh mana nilai data tersebar dari nilai rata-rata. Hasil statistik deskriptif tersebut disajikan dalam Tabel 4 berikut.

**Tabel 4.** Uji Statistik Deskriptif.

|             | N  | Minimum  | Maximum | Mean       | Std. Deviation |
|-------------|----|----------|---------|------------|----------------|
| AR_Sebelum  | 28 | -.024149 | .009634 | -.00195571 | .007208217     |
| AR_Sesudah  | 28 | -.011234 | .018743 | .00204657  | .006845297     |
| VOL_Sebelum | 28 | .003228  | .103253 | .02271225  | .020775384     |
| VOL_Sesudah | 28 | .006522  | .095941 | .03072596  | .021651817     |
| TVA_Sebelum | 28 | .000012  | .014856 | .00160175  | .003092955     |
| TVA_Sesudah | 28 | .000015  | .015440 | .00242304  | .004294370     |
| IA_Sebelum  | 28 | 10.00    | 92.00   | 56.8107    | 25.26191       |
| IA_Sesudah  | 28 | 0.00     | 90.80   | 57.3429    | 25.30659       |

Mengacu pada Tabel 4, nilai *mean Abnormal Return* (AR) sebelum pengumuman tercatat sebesar -.00195571 dan standar deviasi senilai .007208217, nilai minimum AR sebelum pengumuman -.024149 dan nilai maksimum sebesar .009634, sedangkan setelah pengumuman merger dan akuisisi, rata-rata AR meningkat menjadi .00204657 dengan standar deviasi .006845297, nilai minimum tercatat -.011234 sedangkan nilai maksimumnya .018743.

Berdasarkan nilai rata-rata tersebut, *Abnormal Return* mengalami perubahan dari nilai rata-rata negatif sebelum pengumuman menjadi positif setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa secara deskriptif terdapat perubahan arah AR setelah pengumuman merger dan akuisisi. Sementara itu, standar deviasi AR setelah pengumuman lebih rendah dibandingkan sebelum pengumuman, sehingga penyebaran nilai AR antarperusahaan pada periode sesudah pengumuman secara deskriptif lebih rendah.

Rata-rata pada *Volatilitas Saham* sebelum merger dan akuisisi adalah .02271225 dan standar deviasi .020775384, nilai minimum sebelum pengumuman sebesar .003228 dan maksimum sebesar .103253. Setelah pengumuman rata-rata meningkat menjadi .03072596 dengan standar deviasi .021651817, nilai minimumnya .006522 dan maksimum sebesar .095941. Berdasarkan nilai rata-rata tersebut, *Volatilitas Saham* mengalami peningkatan sesudah pengumuman merger dan akuisisi yang menunjukkan adanya fluktuasi return saham pada periode setelah pengumuman yang lebih tinggi. Nilai standar deviasi juga meningkat menunjukkan bahwa penyebaran nilai Volatilitas Saham antarperusahaan sedikit lebih besar pada periode setelah pengumuman.

Pada variabel *Trading Volume Activity* (TVA) nilai mean sebelum pengumuman tercatat .00160175 dan standar deviasinya .003092955, nilai minimum sebelum pengumuman sebesar .000012 sedangkan maksimum .014856. Nilai mean setelah pengumuman pada TVA sebesar .00242304 dengan standar deviasi .004294370, minimum .000015 dan nilai maksimum .015440. Berdasarkan nilai rata-rata TVA mengalami peningkatan mengindikasikan adanya peningkatan aktivitas perdagangan saham setelah pengumuman merger dan akuisisi. Peningkatan standar deviasi juga menunjukkan bahwa penyebaran nilai TVA setelah pengumuman lebih besar.

Hasil nilai rata-rata variabel *Investor Attention* sebelum pengumuman sebesar 56.8107 pada nilai standar deviasi sebesar 25.26191 dengan nilai minimum 10.00 dan maksimum hingga 92.00. Sementara itu, sesudah pengumuman nilai rerata *Investor Attention* sebesar 57.3429 dan nilai standar deviasi 25.30659, minimum sebesar 0.00 dan maksimumnya 90.80. Berdasarkan nilai rata-rata, *Investor Attention* mengalami peningkatan yang mengindikasikan adanya tingkat perhatian investor yang lebih tinggi dibandingkan periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi. Peningkatan standar deviasi juga menunjukkan bahwa penyebaran nilai *Investor Attention* sesudah pengumuman sedikit lebih besar dibandingkan sebelum pengumuman.

## Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menentukan jenis uji statistik yang tepat dalam menganalisis perbandingan kondisi sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi. Normalitas data penelitian diuji menggunakan metode Shapiro-Wilk karena jumlah sampel penelitian sebanyak 28 perusahaan. Pengujian dilakukan terhadap data selisih yang dihitung dengan mengurangkan nilai sebelum dari nilai sesudah pada masing-masing perusahaan (Sesudah – Sebelum). Penggunaan data selisih tersebut sesuai dengan karakteristik pengujian berpasangan, karena distribusi selisih menjadi dasar dalam menentukan penggunaan uji parametrik atau nonparametrik. Kriteria pengujian ditentukan berdasarkan nilai signifikansi pada tingkat signifikansi 0.05. Jika data Sig. lebih dari 0.05, data dinyatakan berdistribusi normal. Sebaliknya, apabila nilai Sig.  $\leq 0.05$ , data dikatakan tidak berdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas melalui metode Shapiro-Wilk dipaparkan pada tabel 5 berikut.

**Tabel 5.** Uji Normalitas.

|                       | Kolmogorov-Smirnov |    |       | Shapiro-Wilk |    |       |
|-----------------------|--------------------|----|-------|--------------|----|-------|
|                       | Statistic          | df | Sig.  | Statistic    | df | Sig.  |
| AR (Sesudah-Sebelum)  | .150               | 28 | .109  | .949         | 28 | .187  |
| VOL (Sesudah-Sebelum) | .132               | 28 | .200  | .926         | 28 | .049  |
| TVA (Sesudah-Sebelum) | .335               | 28 | <.001 | .553         | 28 | <.001 |
| IA (Sesudah-Sebelum)  | .149               | 28 | .115  | .945         | 28 | .146  |

Berdasarkan Tabel 5, hasil uji Shapiro-Wilk variabel *Abnormal Return* diperoleh nilai signifikansi sebesar  $0.187 > 0.05$ . *Investor Attention* juga menunjukkan nilai signifikansi  $0.146 > 0.05$ . Di mana kedua nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05. Menunjukkan bahwa data selisih *Abnormal Return* dan *Investor Attention* berdistribusi secara normal. Oleh karena itu, analisis pada variabel *Abnormal Return* dan *Investor Attention* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi selanjutnya dilakukan dengan *Paired Samples T-Test*. Sementara itu, pada variabel *Volatilitas Saham* signifikansi sebesar 0.049 lebih kecil dari 0.05, dan *Trading Volume Activity* nilai signifikansi juga lebih kecil dari 0.05 yakni sebesar  $<0.001$ . Sehingga menunjukkan bahwa data berdistribusi tidak normal. Dengan demikian, pengujian pada *Volatilitas Saham* dan *Trading Volume Activity* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dilakukan dengan uji *Wilcoxon Signed-Rank Test*.

## Analisis Ranks

Dalam *Wilcoxon Signed-Rank Test*, analisis ranks digunakan untuk memberikan gambaran mengenai arah perubahan nilai variabel dengan membedakan menjadi *Negative Ranks*, *Positive Ranks*, dan Ties. *Positive Ranks* menunjukkan jumlah perusahaan yang nilainya meningkat setelah merger dan akuisisi. Sebaliknya, *Negative Ranks* mengindikasikan jumlah perusahaan yang mengalami penurunan nilai sesudah pengumuman. Ties

mempresentasikan jumlah perusahaan yang menunjukkan nilai yang sama pada kedua periode. Hasil analisis ranks dapat dilihat pada Tabel 6 berikut.

**Tabel 6.** Ranks.

|                                      |                       | N  | Mean Rank | Sum of Ranks |
|--------------------------------------|-----------------------|----|-----------|--------------|
| <b>AR_Sesudah -<br/>AR_Sebelum</b>   | <i>Positive Ranks</i> | 20 | 14.30     | 286.00       |
|                                      | <i>Negative Ranks</i> | 8  | 15.00     | 120.00       |
|                                      | Ties                  | 0  |           |              |
|                                      | Total                 | 28 |           |              |
| <b>VOL_Sesudah -<br/>VOL_Sebelum</b> | <i>Positive Ranks</i> | 19 | 16.37     | 311.00       |
|                                      | <i>Negative Ranks</i> | 9  | 10.56     | 95.00        |
|                                      | Ties                  | 0  |           |              |
|                                      | Total                 | 28 |           |              |
| <b>TVA_Sesudah<br/>TVA_Sebelum</b>   | <i>Positive Ranks</i> | 21 | 15.29     | 321.00       |
|                                      | <i>Negative Ranks</i> | 7  | 12.14     | 85.00        |
|                                      | Ties                  | 0  |           |              |
|                                      | Total                 | 28 |           |              |
| <b>IA_Sesudah<br/>IA_Sebelum</b>     | <i>Positive Ranks</i> | 12 | 15.92     | 191.00       |
|                                      | Negatif Ranks         | 16 | 13.44     | 215.00       |
|                                      | Ties                  | 0  |           |              |
|                                      | Total                 | 28 |           |              |

Berdasarkan tabel 6, pada variabel *Abnormal Return* sebanyak 20 perusahaan mengalami peningkatan (*Positive Ranks*) sedangkan 8 perusahaan mengalami penurunan nilai setelah pengumuman merger dan akuisisi (*Negative Ranks*). Dengan demikian, berdasarkan distribusi ranks, perubahan AR setelah pengumuman lebih banyak mengarah pada peningkatan dibandingkan penurunan pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Pada variabel *Volatilitas Saham*, terdapat 19 perusahaan termasuk dalam kategori *Positive Ranks*, sementara 9 perusahaan dalam kategori *Negative Ranks*. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa perubahan VOL pada perusahaan sampel lebih banyak mengarah pada peningkatan setelah pengumuman.

Selanjutnya, pada variabel *Trading Volume Activity*, terdapat 21 perusahaan mengalami peningkatan dari aktivitas volume perdagangan (*Positive Ranks*) dan 7 perusahaan mengalami penurunan nilai (*Negative Ranks*). Dengan demikian, perubahan TVA pada perusahaan sampel lebih banyak mengarah pada peningkatan setelah pengumuman. Selanjutnya pada variabel *Investor Attention*, terdapat 12 perusahaan mengalami peningkatan setelah pengumuman (*Positive Ranks*) dan 16 perusahaan mengalami penurunan nilai (*Negative Ranks*). Berdasarkan distribusi ranks, perubahan IA pada perusahaan sampel lebih banyak mengarah pada penurunan dibandingkan peningkatan.

#### **Pengujian Perbedaan Variabel *Abnormal Return* dan *Investor Attention***

Pengujian perbedaan pada hipotesis dilakukan guna menganalisis ada atau tidaknya perbedaan secara signifikan pada kondisi *Abnormal Return* dan *Investor Attention* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hasil uji normalitas, pada data selisih variabel *Abnormal Return*

dan *Investor Attention* berdistribusi dengan normal. Karena data memenuhi asumsi normalitas analisis perbedaan selanjutnya dengan menggunakan *Paired Samples T-Test*. Pengujian terhadap perbedaan *Abnormal Return* dan *Investor Attention* antara kedua periode disajikan pada Tabel 7 berikut.

**Tabel 7.** *Paired Samples T-Test.*

|                            | Mean       | Std.Dev    | Std.Error<br>Mean | 95%<br>Interval<br>Lower | confidence<br>Upper | t     | df | Sig  |
|----------------------------|------------|------------|-------------------|--------------------------|---------------------|-------|----|------|
| AR_Sesudah -<br>AR_Sebelum | .004002286 | .010261474 | .001939236        | .000023                  | .007981             | 2.064 | 27 | .049 |
| IA_Sesudah -<br>IA_Sebelum | .53214     | 9.06646    | 1.71340           | -2.98347                 | 4.04775             | .311  | 27 | .759 |

Merujuk pada tabel 7, *Abnormal Return* memiliki nilai Sig. (2-tailed) sebesar 0.049 < 0.05 berdasarkan hasil *Paired Samples T-Test*. Temuan pengujian menunjukkan bahwa *Abnormal Return* berbeda secara signifikan antara *Abnormal Return* sebelum dan sesudah pengumuman. Perbedaan yang ada tercermin dalam peningkatan rata-rata *Abnormal Return* di mana sebelum pengumuman sebesar -.00195571 menjadi .00204657 setelah pengumuman. Dengan demikian, hasil temuan mengindikasikan bahwa *Abnormal Return* mengalami perbedaan signifikan sekaligus menunjukkan arah perubahan yang meningkat setelah merger dan akuisisi.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Riski et al. (2025) yang menemukan perbedaan signifikan pada *Abnormal Return* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Temuan lainnya yakni penelitian oleh Mellynia et al. (2023) yang mendapati nilai sig (2-tailed) yakni 0.001 atau adanya perbedaan *Abnormal Return* pada perusahaan sub sektor telekomunikasi sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Oleh karena itu, hasil pengujian mendukung hipotesis pertama (H1), yaitu terdapat perbedaan yang signifikan pada *Abnormal Return* sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi.

Sementara itu, pada variabel *Investor Attention* menunjukkan nilai Sig. (2-tailed) senilai 0.759 lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05 yang diuji melalui *Paired Sample T-Test*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tidak adanya perbedaan secara signifikan antara *Investor Attention* sebelum peristiwa (mean: 56.8107) dengan nilai rata-rata *Investor Attention* sesudah peristiwa (mean: 57.3429). Salah satu kemungkinan yang dapat menjelaskan temuan tersebut adalah penggunaan kode saham sebagai kata kunci belum sepenuhnya menangkap variasi pencarian informasi mengenai perusahaan. Investor dapat menggunakan nama perusahaan atau kata kunci lain yang berkaitan dengan perusahaan maupun transaksi merger dan akuisisi.

Selain itu, terdapat kemungkinan bahwa perhatian investor terhadap suatu perusahaan sudah terbentuk sebelum pengumuman resmi, sehingga peningkatan pencarian setelah tanggal pengumuman tidak selalu terjadi. Perbedaan karakteristik dan materialitas transaksi merger dan akuisisi pada tiap emiten juga dapat menyebabkan perbedaan intensitas pencarian oleh investor. Dengan demikian, hasil penelitian tidak berarti bahwa investor tidak memberikan perhatian pada peristiwa merger dan akuisisi tetapi menunjukkan bahwa *Investor Attention* yang diproksikan melalui Search Volume Index berdasarkan pencarian kode saham tidak mengalami perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman. Oleh karena itu, hipotesis keempat (H4) yang menyatakan terdapat perbedaan signifikan *Investor Attention* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak didukung oleh hasil pengujian.

#### **Pengujian Perbedaan *Volatilitas Saham* dan *Trading Volume Activity***

Pengujian perbedaan *Volatilitas Saham* dan *Trading Volume Activity* pada kondisi sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua periode. Hasil pengujian normalitas, data selisih periode sebelum dan setelah merger dan akuisisi pada variabel *Volatilitas Saham* dan *Trading Volume Activity* tidak berdistribusi normal. Oleh karena itu, *Wilcoxon Signed-Rank Test* digunakan sebagai metode uji nonparametrik untuk data yang berdistribusi tidak normal. Hasil analisis perbedaan ditampilkan pada Tabel 8 berikut.

**Tabel 8.** *Wilcoxon Signed-Rank Test.*

|                               | <b>VOL Sesudah – VOL Sebelum</b> | <b>TVA Sesudah - TVA Sebelum</b> |
|-------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| <b>Z</b>                      | -2.459                           | -2.687                           |
| <b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b> | .014                             | .007                             |

Berdasarkan tabel 8, hasil *Wilcoxon Signed-Rank Test* menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0.014 pada variabel *Volatilitas Saham*, Nilai tersebut lebih kecil dari 0.05, sehingga menunjukkan adanya perbedaan signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman. Nilai rata-rata volatilitas juga menunjukkan peningkatan dari .02271225 sebelum pengumuman menjadi .03072596 setelah pengumuman. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tingkat fluktuasi return saham setelah pengumuman lebih tinggi dibandingkan sebelum pengumuman.

Hasil pengujian ini mendukung temuan Ariani et al. (2024) yang menemukan adanya perbedaan signifikan pada *Volatilitas Saham* antara periode sebelum dan sesudah peristiwa pemilu satu putaran. Penelitian tersebut menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,010, yang lebih kecil dari 0,05. Selain itu, penelitian oleh Yusran & Lesmana (2022) pada peristiwa perubahan batas auto rejection, yang menemukan adanya perubahan signifikan pada volatilitas

sebelum dan sesudah peristiwa. Meskipun kedua penelitian tersebut menggunakan peristiwa yang berbeda dengan merger dan akuisisi, hasilnya menunjukkan bahwa volatilitas dapat mengalami perubahan pada periode di sekitar suatu peristiwa yang mengandung informasi. Oleh karena itu, hasil pengujian memberikan dukungan terhadap hipotesis kedua (H2) yang berasumsi ada perbedaan *Volatilitas Saham* periode sebelum dan sesudah pengumuman.

Variabel *Trading Volume Activity* (TVA) yang diuji melalui *Wilcoxon Signed-Rank Test* mendapati hasil Asymp. Sig. (2-tailed)  $0.007 < 0.05$ . Hasil tersebut mengindikasikan adanya perbedaan signifikan sebelum pengumuman dan setelah pengumuman pada *Trading Volume Activity*. Perbedaan juga mengarah pada peningkatan nilai rata-rata TVA dari .00160175 sebelum pengumuman menjadi .00242304. Hasil tersebut menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan saham setelah pengumuman lebih tinggi dibandingkan periode sebelum pengumuman. Hasil ini konsisten dengan studi Piamalia & Yunita (2023) yang menemukan adanya perbedaan pada *Trading Volume Activity* pada peristiwa merger PT Bank Syariah Indonesia. Serta penelitian Nurafriza et al. (2024) menemukan bahwa 6 dari 11 bank dalam sampel menunjukkan perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Oleh karena itu, hasil pengujian mendukung hipotesis ketiga (H3), yaitu terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

### Pengujian *Abnormal Return* Harian

Penyajian data *Abnormal Return* harian bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai pola perubahan respons pasar yang lebih rinci pada periode sebelum, saat kejadian, dan setelah pengumuman peristiwa. Nilai *Abnormal Return* dihitung untuk masing-masing perusahaan pada setiap hari pengamatan, yaitu mulai dari H-10 hingga H+10 terhadap tanggal pengumuman. Selanjutnya, *Average Abnormal Return* (AAR) pada setiap hari pengamatan diuji untuk mengetahui apakah nilai rata-ratanya berbeda secara signifikan dari nol. Hasil perhitungan AAR beserta hasil uji signifikansi pada setiap hari pengamatan selama periode *event window* disajikan pada Tabel 9 berikut.

**Tabel 9.** Uji AAR Harian.

| Hari Pengamatan | t      | df | Sig. (2-tailed) |
|-----------------|--------|----|-----------------|
| AR t-10         | .281   | 27 | .781            |
| AR t-9          | -1.081 | 27 | .289            |
| AR t-8          | -1.266 | 27 | .216            |
| AR t-7          | 1.303  | 27 | .204            |
| AR t-6          | -.402  | 27 | .691            |
| AR t-5          | -2.245 | 27 | <b>.033</b>     |
| AR t-4          | 1.233  | 27 | .228            |
| AR t-3          | -2.390 | 27 | <b>.024</b>     |
| AR t-2          | 1.759  | 27 | .090            |

|         |        |    |             |
|---------|--------|----|-------------|
| AR t-1  | -1.273 | 27 | .214        |
| AR t0   | 2.317  | 27 | <b>.028</b> |
| AR t+1  | 2.233  | 27 | <b>.034</b> |
| AR t+2  | .441   | 27 | .663        |
| AR t+3  | -1.002 | 27 | .325        |
| AR t+4  | -.412  | 27 | .683        |
| AR t+5  | 1.017  | 27 | .318        |
| AR t+6  | -.723  | 27 | .476        |
| AR t+7  | -.979  | 27 | .336        |
| AR t+8  | -.732  | 27 | .471        |
| AR t+9  | 1.076  | 27 | .292        |
| AR t+10 | -2.204 | 27 | <b>.036</b> |

Berdasarkan Tabel 9, hasil *Average Abnormal Return* (AAR) yang diuji melalui *One-Sample T-Test* per hari selama periode *event window* menunjukkan sebagian besar hari dalam jendela pengamatan tidak memiliki AAR yang berbeda secara signifikan dari nol, di mana nilai Sig. (2-tailed) > 0.05. Pada periode sebelum pengumuman, khususnya pada t-5 terdapat perbedaan signifikan sebesar 0.033 dengan nilai t sebesar -2.245. Pada t-3 juga ditemukan signifikan sebesar 0.024 dan nilai t -2.390 Nilai t yang negatif menunjukkan bahwa AAR pada kedua hari tersebut bernilai negatif dan berbeda secara signifikan dari nol. Karena kedua hari tersebut berada sebelum tanggal pengumuman, hasil tersebut tidak secara langsung menunjukkan bahwa perubahan AAR disebabkan oleh pengumuman merger dan akuisisi.

Pada hari pengumuman (t0) didapati nilai t 2.317 dengan signifikansi sebesar 0.028 (<0.05), di mana AAR pada hari pengumuman berbeda secara signifikan dari 0. Nilai t yang positif menunjukkan bahwa AAR pada hari pengumuman bernilai positif. Hasil tersebut menunjukkan *Abnormal Return* positif yang signifikan dalam perusahaan sampel tepat pada saat hari pengumuman. Selain itu, satu hari setelah pengumuman merger dan akuisisi (t+1) juga ditemukan AAR yang berbeda secara signifikansi dari nol, di mana nilai sig. 0.034 < 0.05 dan nilai t yakni 2.233. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa AAR pada t+1 berbeda secara signifikan dari nol dan memiliki arah positif. Dengan demikian, terdapat *Abnormal Return* positif yang signifikan satu hari setelah pengumuman.

Pada periode setelah t+1, sebagian besar hari pengamatan tidak menunjukkan AAR yang berbeda secara signifikan dari nol. Namun, pada t+10 ditemukan kembali AAR yang signifikan dengan nilai t sebesar -2,204 dan signifikansi 0,036 (<0,05). Nilai t yang negatif menunjukkan bahwa AAR pada t+10 memiliki arah negatif. Kondisi ini menunjukkan bahwa reaksi *Abnormal Return* setelah pengumuman merger dan akuisisi cenderung terkonsentrasi pada periode yang singkat, yaitu pada hari pengumuman, satu hari setelahnya, dan kembali ditemukan signifikansi pada t+10.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini secara umum menganalisis respons pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi di perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama 2020–2025 berdasarkan perbedaan *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, *Trading Volume Activity*, dan *Investor Attention*. Berdasarkan hasil pengujian dengan *Paired Samples T-Test* dan *Wilcoxon Signed-Rank Test*, dapat disimpulkan adanya perbedaan yang signifikan pada variabel *Abnormal Return*, *Volatilitas Saham*, dan *Trading Volume Activity* antara periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Sementara itu, *Investor Attention* tidak menunjukkan perbedaan signifikan pada kondisi antara sebelum dan setelah pengumuman.

Hasil temuan menunjukkan indikasi bahwa pengumuman merger dan akuisisi berkaitan dengan perubahan pada beberapa indikator reaksi pasar, khususnya melalui perubahan *Abnormal Return*, tingkat fluktuasi return saham, dan aktivitas perdagangan saham. Temuan mengenai perubahan *Abnormal Return* di sekitar pengumuman dapat dibahas dalam perspektif *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat, yang menekankan bahwa informasi publik dapat tercermin dalam harga sekuritas. Temuan penelitian juga dapat dijelaskan melalui *Signaling theory*, yang memandang pengumuman aksi korporasi sebagai informasi yang dapat memberikan sinyal mengenai strategi dan prospek perusahaan, yang kemudian dapat diikuti oleh perubahan respons pasar. Namun, hasil *Investor Attention* yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa hasil penelitian belum menunjukkan adanya perubahan perhatian investor yang terukur melalui Google Search Volume Index (SVI) berdasarkan kata kunci kode saham perusahaan.

Penelitian selanjutnya dapat memperluas cakupan sektor perusahaan sehingga tidak terbatas pada perusahaan yang menjalankan kegiatan manufaktur. Perluasan objek penelitian ke sektor lain, seperti sektor keuangan, teknologi, dan infrastruktur, sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih lengkap terkait respons pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi di Indonesia. Penelitian berikutnya juga dapat mempertimbangkan penggunaan event window yang berbeda untuk melihat apakah pola perubahan respons pasar tetap ditemukan pada jangka pengamatan yang lebih pendek maupun lebih panjang. Khusus untuk variabel *Investor Attention*, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan penggunaan kombinasi kata kunci, seperti kode saham, nama perusahaan, dan kata kunci yang berkaitan dengan merger dan akuisisi, sehingga pengukuran perhatian investor dapat menangkap pencarian informasi secara lebih luas.

## DAFTAR REFERENSI

- Agustin, A. (2020). *Pengaruh closing price, trading volume activity, dan volatilitas return saham terhadap bid-ask spread pada perusahaan LQ45 tahun 2017*.
- Ariani, R., Kristianto, A. H., & Nadapdap, J. P. (2024). Pemilu dan perubahan harga saham: Tinjauan event study atas volatilitas pasar dan abnormal return. *MARGIN EGO: Jurnal Ekonomi dan Perkembangan Bisnis*, 8(1), 99–110. <https://doi.org/10.32764/margin.v8i1.4514>
- Choudhury, M. M. (2024). Signaling theory: An approach to organizational behavior research. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 31(2), 98–120. <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v31i2.1199>
- Cung, D., & Rakhmat, A. S. (2022). Apakah terdapat perbedaan harga saham, volume perdagangan, abnormal return antara sebelum dan sesudah merger PT Indosat? *Jurnal Ikraith Ekonomika*, 5(3), 65–71. <https://doi.org/10.37817/ikraith-ekonomika.v5i3.2442>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Ferina, M. W., & Sunarto. (2024). Pengaruh kebijakan dividen, leverage, volume perdagangan saham terhadap volatilitas harga saham. *Journal of Economic, Business and Accounting*, 7(3), 4154–4161. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i3.8632>
- Handayani, P. (2022). Analisis pengaruh investor attention terhadap initial return IPO. *Jurnal Akuntansi Berkelanjutan Indonesia*, 5(2), 122–130. <https://doi.org/10.32493/JABI.v5i2.y2022.p122-130>
- Hijriahni, & Sembiring. (2023). Analisis market overreaction pada sektor perbankan di Indonesia selama periode 2019–2021. *Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi dan Ilmu Ekonomi*, 8(1), 114–124.
- IndoPremier.com. (2020, August 31). *Perkuat bisnis hilir, Japfa (JPFA) akuisisi So Good Food senilai Rp1,21 triliun*. [https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=Perkuat\\_bisnis\\_hilir\\_Japfa\\_\(JPFA\)\\_akuisisi\\_So\\_Good\\_Food\\_senilai\\_Rp\\_1\\_21\\_triliun&news\\_id=374468&group\\_news=RESEARCHNEWS](https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=Perkuat_bisnis_hilir_Japfa_(JPFA)_akuisisi_So_Good_Food_senilai_Rp_1_21_triliun&news_id=374468&group_news=RESEARCHNEWS)
- Katadata.co.id. (2025, December 3). *KPPU: Data transaksi merger dan akuisisi pada 2025 naik 30%, sentuh Rp1.300 T*. <https://katadata.co.id/berita/industri/6930062783591/kppu-data-transaksi-merger-dan-akuisisi-pada-2025-naik-30-sentuh-rp-1300-t>
- Lukito, H., & Damayanti. (2023). Analisis komparatif trading volume activity, abnormal return, dan bid-ask spread sebelum dan sesudah stock split pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2021. *The Journal of Business and Management*, 6(1), 64–76.
- Mellynia, M. A., Nugroho, A. A., & Zukhri, N. (2023). Pengaruh merger dan akuisisi terhadap return saham, abnormal return dan trading volume activity pada perusahaan jasa sub sektor telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *SINOMIKA Journal: Publikasi Ilmiah Bidang Ekonomi dan Akuntansi*, 1(5), 1041–1056. <https://doi.org/10.54443/sinomika.v1i5.558>
- Nurafriza, M., Andriana, I., & Thamrin, K. M. H. (2024). Perbandingan abnormal return, trading volume activity dan harga saham perbankan sebelum dan sesudah merger dan

- akuisisi. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 6(6), 4322–4338. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v6i6.1730>
- Piamalia, N. N., & Yunita, I. (2023). Analisis reaksi pasar dan kinerja keuangan terhadap pengumuman merger pada PT Bank Syariah Indonesia Tbk. *Jurnal Ekonomi Efektif*, 6(1), 130–139.
- Rattu, D. E., Saerang, I. S., & Maramis, J. B. (2021). Pengaruh risiko pasar, risiko kredit, risiko likuiditas terhadap abnormal return Bank BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013–2020. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 9(3), 1742–1752. <https://doi.org/10.35794/emba.v9i3.35966>
- Riski, M., Wibowo, A. S., Yuniarti, A., Diarsyad, M. I., & Ari, T. M. (2025). Abnormal return: Right issue, stock split, mergers and acquisitions (Empirical study of companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2020–2023). *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(6), 1667–1679. <https://doi.org/10.38035/jafm.v5i6.1550>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- StockWatch.id. (2025, October 1). *Astra resmi kuasai 83,67% saham Mega Manunggal Property, nilai transaksi tembus Rp3,34 triliun*. StockWatch. <https://stockwatch.id/astra-resmi-kuasai-8367-saham-mega-manunggal-property-nilai-transaksi-tembus-rp334-triliun/>
- Sudirman, M. D., Choiriyah, U., & Rizkia, A. A. (2026). Analisis pengaruh pengumuman right issue dan stock split terhadap abnormal return saham periode 2022–2024. *Journal of Information Technology and Computer Science*, 9(1), 128–140. <https://doi.org/10.31539/txerny23>
- Tanaya, O., & Suyanto. (2021). Investor attention and broad market index: Evidence from Indonesia Composite Index. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 180, 6–10. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210628.002>
- Usman, B., Afandy, C., & Zoraya, I. (2022). Perhatian investor dan likuiditas saham perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 13(1), 76–93. <https://doi.org/10.21009/JRMSI.013.1.05>
- Widjaja, W. A., & Nur, D. I. (2023). Analisis perbedaan abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah peristiwa merger Bank Syariah Indonesia. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 7(2). <https://doi.org/10.36002/jd.v2i1.2453>
- Yusran, C., & Lesmana, D. (2022). Analisis perbedaan harga saham, volume perdagangan dan volatilitas return pada saham consumer goods yang terdaftar di BEI sebelum dan sesudah perubahan kebijakan auto rejection. <https://doi.org/10.32524/jia.v1i1.472>