

## Kesan Pengumuman Pengambilalihan Terhadap Harga Saham di Bursa Saham Kuala Lumpur

KU NOR IZAH KU ISMAIL

*Sekolah Perakaunan  
Universiti Utara Malaysia,  
Sintok 06010 Jitra,  
Kedah, Malaysia.*

### ABSTRAK

*Kertas ini mengkaji kesan pengumuman pengambilalihan terhadap harga saham di sekitar tarikh pengumuman bagi syarikat yang mengambilalih. Pengumuman yang dibuat dalam tahun 1983 hingga 1987 diambilkira dalam kajian ini. Hasil menunjukkan tidak terdapat perbezaan yang signifikan di antara perubahan harga bagi firma-firma yang mengambilalih dan lain-lain firma dalam pasaran.*

### ABSTRACT

*This paper investigates the effect of acquisition's announcements on the stock prices of the acquiring firms, around the announcement dates. Announcements made during the period 1983 to 1987 were included in this study. The result shows that there is no significant difference in the price change of the acquiring firms during the period, as compared to other firms in the market.*

### PENDAHULUAN

Pengambilalihan (acquisition) merupakan perkembangan syarikat di mana sebuah syarikat (acquirer) mengambilalih semua atau sebahagian aset perniagaan syarikat yang lain (acquiree); atau mengambilalih semua atau sebahagian daripada saham dan sekuriti syarikat yang lain. Strategi pengambilalihan ini pula boleh dibahagikan kepada percantuman (merger), penggabungan (consolidation), pengambilalihan aset dan pengambilalihan saham (asset and stock acquisition).

Percantuman terjadi apabila sebuah firma mengambilalih semua aset dan liabiliti sebuah firma yang lain, di mana firma penjual tidak wujud lagi selepas itu. Penggabungan pula terjadi apabila kedua-dua firma hilang taraf korporat dan membentuk sebuah firma yang lain. Penggabungan ini juga sering disebut sebagai 'merger'. Pengambilalihan aset terjadi apabila sebuah firma membeli aset sebuah firma yang lain, dan pengambilalihan saham pula terjadi apabila saham dibeli. Pengambilalihan

saham dan aset ini dipanggil "take-over" apabila syarikat pembeli dapat mengawal aset-aset syarikat sasaran melalui hak mengundi (voting rights) atau hak mengurus syarikat sasaran (Fauzias dan Takiah, 1988).

Terdapat berbagai-bagai sebab kenapa sesebuah syarikat mengambilalih syarikat yang lain. Menurut Van Horne, firma biasanya mempunyai lebih daripada satu tujuan yang kadangkalanya kompleks dan sukar ditentukan. Sebab-sebab yang sering dibincangkan adalah ekonomi operasi, skel ekonomi (operating economies dan economies of scale), pertumbuhan (growth), diversifikasi, dan sebab-sebab personal, yang semuanya dikatakan bertujuan untuk meningkatkan kekayaan pemegang-pemegang saham (Van Horne, 1986).

Kajian yang dijalankan dari tahun 1980 hingga 1986 berhubung dengan pengambilalihan di Malaysia menunjukkan 52.1% daripada firma pembeli menyatakan diversifikasi sebagai tujuan utama pengambilalihan, 34% tidak menyatakan sebab dan yang lain-lain memberi sebab pertumbuhan.

Kajian juga menunjukkan 40% daripada syarikat yang diambilalih merupakan firma-firma dari sektor harta (Fauzias dan Takiah, 1988).

Pengambilalihan merupakan satu isu yang kontroversial. Apakah sebenarnya pihak pengurusan dapat mencapai matlamat meningkatkan kekayaan pemegang saham masih lagi diragui. Satu pihak menyatakan pengambilalihan sebagai satu cara untuk mengeksploitasi pasaran modal yang cekap dan untuk mendapat kuasa monopoli ke atas pasaran barangan. Pihak ini mengatakan pemegang saham akan mendapat keuntungan yang luarbiasa daripada pengambilalihan.

Satu pihak yang lain pula menyatakan, dalam mengambilalih, pihak pengurusan begitu ghairah memaksimumkan saiz firma sehinggakan matlamat untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham tidak tercapai. Penyelidikan-penyelidikan yang dijalankan di Amerika kebanyakannya menunjukkan firma yang mengambilalih gagal membuktikan peningkatan dalam kekayaan pemegang-pemegang saham (Mandelker, 1974).

Kekayaan pemegang saham dikatakan meningkat apabila nilai saham ( $P_0$ ) meningkat, di mana:

$$P_0 = \frac{\delta D_t}{(1 + k_e)^t}$$

(  $D_t$  = dividen di akhir tempoh t, dan

$k_e$  = kadar pulangan yang dikehendaki oleh pelabur )

Di Malaysia, penyelidikan mengenai kesan pengambilalihan terhadap harga saham masih lagi di peringkat permulaan. Setakat ini tidak terdapat lagi penyelidikan seperti yang dibuat di Amerika dan United Kingdom diterbitkan. Oleh itu, sebagai mengisi kekosongan tersebut, kajian ini diharap dapat memberikan sumbangan terhadap bidang kewangan di Malaysia.

Adalah bukan menjadi tujuan utama kertas ini untuk melihat kesan jangka panjang pengambilalihan ke atas kekayaan pemegang saham. Kajian ini hanya akan cuba melihat kesan pengumuman pengambilalihan ke atas harga saham firma yang membuat penawaran

di sekitar hari pengumuman, iaitu 3 bulan sebelum dan selepas pengumuman.

Antara objektif yang ingin dicapai dalam kajian ini adalah:

1. Untuk melihat kesan pengumuman pengambilalihan ke atas harga saham firma pembeli (acquirer) dalam jangka masa tiga bulan sebelum dan selepas pengumuman. Adakah kesannya positif, negatif atau tidak memberi kesan langsung?
2. Untuk meninjau sama ada terdapat perbezaan perubahan harga di antara firma dalam sektor-sektor yang berlainan (industri dan lain-lain), dan
3. Untuk mengetahui sama ada pasaran adalah cekap berhubung dengan pengumuman pengambilalihan hasil daripada pulangan yang diberikan di sekitar hari pengumuman.

#### PENYELIDIKAN MASA LALU

Penyelidikan-penyelidikan berhubung dengan pengambilalihan telah dibuat di Amerika sejak tahun 1960an. Kebanyakan penyelidik telah mengkaji kesan pengambilalihan terhadap harga saham dan kekayaan pemegang saham, baik bagi firma pembeli (pengambilalih) mahupun bagi firma penjual (yang diambilalih).

Kebanyakan penyelidik mendapati firma-firma yang mengambilalih tidak dapat meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya; kalau ada pun, nilainya adalah tidak signifikan dan tidak kurang pula yang mendapat pulangan yang negatif. Bagi firma sasaran pula, pengambilalihan dikatakan berjaya meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya.

Di sini ada beberapa hasil penyelidikan yang dibuat di Amerika dan United Kingdom yang ingin dikemukakan. Mandelker (1974) telah meninjau kesan pengambilalihan dalam masa 40 bulan sebelum dan selepas pengumuman. Ia mendapati pemegang saham firma penjual mendapat pulangan lebihan yang luarbiasa, manakala firma pembeli mendapat pulangan yang normal. Ia juga mendapati pasaran adalah cekap berhubung dengan pengambilalihan.

Kajian yang dibuat di United Kingdom

Kajian juga menunjukkan 40% daripada syarikat yang diambilalih merupakan firma-firma dari sektor harta (Fauzias dan Takiah, 1988).

Pengambilalihan merupakan satu isu yang kontroversial. Apakah sebenarnya pihak pengurusan dapat mencapai matlamat meningkatkan kekayaan pemegang saham masih lagi diragui. Satu pihak menyatakan pengambilalihan sebagai satu cara untuk mengeksploitasi pasaran modal yang cekap dan untuk mendapat kuasa monopoli ke atas pasaran barangan. Pihak ini mengatakan pemegang saham akan mendapat keuntungan yang luarbiasa daripada pengambilalihan.

Satu pihak yang lain pula menyatakan, dalam mengambilalih, pihak pengurusan begitu ghairah memaksimumkan saiz firma sehinggakan matlamat untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham tidak tercapai. Penyelidikan-penyelidikan yang dijalankan di Amerika kebanyakannya menunjukkan firma yang mengambilalih gagal membuktikan peningkatan dalam kekayaan pemegang-pemegang saham (Mandelker, 1974).

Kekayaan pemegang saham dikatakan meningkat apabila nilai saham ( $P_0$ ) meningkat, di mana:

$$P_0 = \frac{\delta D_t}{(1 + k_e)^t}$$

(  $D_t$  = dividen di akhir tempoh t, dan

$k_e$  = kadar pulangan yang dikehendaki oleh pelabur )

Di Malaysia, penyelidikan mengenai kesan pengambilalihan terhadap harga saham masih lagi di peringkat permulaan. Setakat ini tidak terdapat lagi penyelidikan seperti yang dibuat di Amerika dan United Kingdom diterbitkan. Oleh itu, sebagai mengisi kekosongan tersebut, kajian ini diharap dapat memberikan sumbangan terhadap bidang kewangan di Malaysia.

Adalah bukan menjadi tujuan utama kertas ini untuk melihat kesan jangka panjang pengambilalihan ke atas kekayaan pemegang saham. Kajian ini hanya akan cuba melihat kesan pengumuman pengambilalihan ke atas harga saham firma yang membuat penawaran

di sekitar hari pengumuman, iaitu 3 bulan sebelum dan selepas pengumuman.

Antara objektif yang ingin dicapai dalam kajian ini adalah:

1. Untuk melihat kesan pengumuman pengambilalihan ke atas harga saham firma pembeli (acquirer) dalam jangka masa tiga bulan sebelum dan selepas pengumuman. Adakah kesannya positif, negatif atau tidak memberi kesan langsung?
2. Untuk meninjau sama ada terdapat perbezaan perubahan harga di antara firma dalam sektor-sektor yang berlainan (industri dan lain-lain), dan
3. Untuk mengetahui sama ada pasaran adalah cekap berhubung dengan pengumuman pengambilalihan hasil daripada pulangan yang diberikan di sekitar hari pengumuman.

#### PENYELIDIKAN MASA LALU

Penyelidikan-penyelidikan berhubung dengan pengambilalihan telah dibuat di Amerika sejak tahun 1960an. Kebanyakan penyelidik telah mengkaji kesan pengambilalihan terhadap harga saham dan kekayaan pemegang saham, baik bagi firma pembeli (pengambilalih) mahupun bagi firma penjual (yang diambilalih).

Kebanyakan penyelidik mendapati firma-firma yang mengambilalih tidak dapat meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya; kalau ada pun, nilainya adalah tidak signifikan dan tidak kurang pula yang mendapat pulangan yang negatif. Bagi firma sasaran pula, pengambilalihan dikatakan berjaya meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya.

Di sini ada beberapa hasil penyelidikan yang dibuat di Amerika dan United Kingdom yang ingin dikemukakan. Mandelker (1974) telah meninjau kesan pengambilalihan dalam masa 40 bulan sebelum dan selepas pengumuman. Ia mendapati pemegang saham firma penjual mendapat pulangan lebihan yang luarbiasa, manakala firma pembeli mendapat pulangan yang normal. Ia juga mendapati pasaran adalah cekap berhubung dengan pengambilalihan.

Kajian yang dibuat di United Kingdom

antara tahun 1967 hingga 1974 (semasa aktiviti pengambilalihan memuncak) juga menunjukkan pengambilalihan tidak memberi apa-apa makna kepada pemegang saham firma pembeli, di mana pulangan adalah normal (Newbould, Stray dan Wilson, 1976). Satu lagi kajian yang dibuat di U.K. ke atas firma-firma di sektor 'Breweries and Distilleries' dalam tahun 1977 mendapati yang pemegang saham firma yang diambilalih menikmati pulangan lebih sebanyak 26% dalam masa 4 bulan sebelum pengambilalihan selesai; sementara pemegang saham firma yang mengambilalih pula mendapat pulangan lebih yang kecil yang mana tidak kekal selepas itu. Apabila kedua-dua firma pembeli dan penjual disatukan, industri tersebut menikmati pulangan lebih bersih (Franks, Broyles dan Hecht, 1977).

Kajian yang dibuat oleh Barnes (1978) mengenai firma-firma yang mengambilalih juga menunjukkan penemuan yang sama dengan penyelidikan-penyelidikan yang dibincangkan sebelum ini, di mana beliau mendapati prestasi firma tersebut secara amnya adalah sama dengan firma-firma lain dalam pasaran. Dalam lain perkataan, tidak terdapat perubahan harga yang signifikan apabila pengambilalihan berlaku.

Dengan menggunakan kaedah "three-factor performance index", Langetieg (1978) telah meninjau keadaan harga semasa "premerger" dan "postmerger". Semasa "premerger", firma yang diambilalih mendapat pulangan lebih sebanyak 12.19%, sementara pulangan lebih bagi firma yang mengambilalih adalah tidak signifikan. Berlawanan dengan apa yang ditemui oleh Franks, Broyles, dan Hecht (1977), Langetieg mendapati nilai saham bagi firma-firma yang bersatu telah menurun semasa "postmerger", di mana pulangan lebih adalah negatif. Walau bagaimanapun jika satu perbandingan dibuat dengan firma-firma lain, pasaran masih dianggap cekap berhubung dengan pengambilalihan.

Elgers dan Clark (1980) juga mendapati yang firma penjual mendapat pulangan lebih yang signifikan, sementara firma pembeli mendapat pulangan yang sederhana. Mereka mendapati pulangan lebih tersebut sudah terkandung penuh dalam harga saham tiga bulan sebelum tarikh berlakunya pengambilalihan.

Seterusnya, Peter Dodd (1980) meneliti

kesan pengumuman pengambilalihan ke atas kedua-dua firma penawar dan sasaran dalam dua keadaan: iaitu apabila cadangan pengambilalihan dibatalkan, dan apabila ianya berjaya diteruskan. Keputusan menunjukkan firma sasaran mendapat pulangan lebih yang luarbiasa dalam semua keadaan (berjaya dan dibatalkan). Firma-firma tersebut mendapat 13% pulangan lebih semasa cadangan pengambilalihan. Jika berjaya, firma-firma tersebut menikmati 33.96% dalam masa 10 hari sebelum dan selepas pengumuman. Jika tidak berjaya, pulangan adalah negatif pada hari pengumuman pembatalan. Bagi firma yang membuat penawaran pula, dalam keadaan berjaya atau tidak, pulangan lebih adalah negatif, iaitu -7.22% dan -5.50% secara respektif.

Daripada kajian-kajian tersebut serta lain-lain kajian sebelum ini, jelaslah didapati yang firma yang membuat pengambilalihan tidak dapat meningkatkan harga saham atau kekayaan pemegang saham. Kajian ini melihat sama ada fenomena yang sama wujud di pasaran saham Kuala Lumpur.

#### KAEDAH PENYELIDIKAN

Kajian ini terbatas kepada pengamatan harga saham dalam jangka masa tiga bulan sebelum dan selepas tarikh pengumuman pengambilalihan; oleh itu ia merupakan kajian jangkamasa pendek di mana kesan pengambilalihan terhadap kekayaan pemegang saham dalam jangka masa panjang tidak dapat ditentukan. Jangka masa tiga bulan ini dianggap bersesuaian dan memadai (tidak terlalu panjang dan tidak terlalu singkat) bagi tujuan pengamatan reaksi harga saham terhadap pengumuman pengambilalihan. Walaupun penyelidik seperti Mandelker (1974) menggunakan jangkamasa 40 bulan, tetapi penyelidik-penyelidik lain seperti Rosenfeld (1984) dan Wansley, et. al. (1983) masing-masing menggunakan 30 dan 40 hari di sekitar tarikh pengumuman.

Penyelidikan juga terbatas kepada kajian ke atas firma yang mengambilalih sahaja (acquirer), dan tidak cuba melihat kesan ke atas firma sasaran. Ini adalah kerana kebanyakan firma sasaran tidak disenaraikan di BSKL. Sampel adalah terdiri daripada syarikat di BSKL yang mencadangkan pengambilalihan dalam

tahun 1983 hingga 1987 dan mengeluarkan saham untuk mengambilalih; syarikat yang membeli secara tunai tidak diambilkira. Kajian juga tidak mengambilkira kesan terjadinya pengambilalihan (bagi yang berjaya) ke atas harga saham.

### DATA

Kajian dibuat ke atas firma-firma di BSKL yang membuat pengumuman pengambilalihan dalam tahun-tahun 1983 hingga 1987. Kriteria yang digunakan dalam memilih sampel adalah seperti berikut:

1. Hanya firma yang mengeluarkan syer untuk mengambilalih sahaja diambilkira; pembayaran tunai sepenuhnya tidak diambilkira.
2. Semua syarikat yang membuat pengumuman untuk mengambilalih lebih 90% syarikat yang lain sahaja dijadikan sampel demi menjamin reliabiliti dan validiti. Sama ada pengambilalihan itu berjaya diteruskan atau tidak, adalah tidak menjadi soal.
3. Syarikat mestilah tidak membuat lain-lain pengumuman perubahan kapital, seperti mengeluarkan bonus, terbitan hak, pecahan saham dan lain-lain yang dianggap boleh mempengaruhi pergerakan harga saham dalam jangka masa 3 bulan sebelum dan selepas pengumuman pengambilalihan.

Setelah mengambilkira kriteria di atas, sebanyak 30 buah firma layak dijadikan sampel. Maklumat-maklumat mengenai pengambilalihan, seperti tarikh pengumuman, syarikat yang ingin diambilalih, peratusan syer yang ingin diambilalih serta amaun saham yang akan dikeluarkan didapati daripada 'Investors' Digest' keluaran tahun-tahun berkenaan. Senarai syarikat yang membuat pengumuman serta tarikh pengumuman adalah seperti dalam Lampiran 1.

Harga-harga penutup saham serta indeks (mengikut sektor) telah diambil daripada *The Star* pada hari-hari berikut:

#### *Hari Pengumuman*

- 1 hari sebelum dan selepas pengumuman
- 2 hari sebelum dan selepas pengumuman
- 1 minggu sebelum dan selepas pengumuman

2 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
3 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
4 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
6 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
8 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
10 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
12 minggu sebelum dan selepas pengumuman  
3 bulan sebelum dan selepas pengumuman  
Kesemuanya terdapat 23 tarikh bagi setiap firma.

Terdapat 21 syarikat dalam sektor industri, 3 dalam sektor kewangan, 3 dalam sektor harta, 3 dalam sektor perladangan, dan 1 dalam sektor hotel. Dalam membuat perbandingan antara sektor, lain-lain sektor disatukan untuk dibandingkan dengan sektor industri kerana bilangan firma dalam lain-lain sektor adalah terlalu kecil.

### UJIAN

Kajian yang dibuat oleh Brown dan Warner (1980) menunjukkan tidak terdapat satu kaedah terbaik dalam mengukur prestasi harga sesuatu saham; kaedah yang paling mudah kadangkala adalah lebih baik daripada kaedah yang lebih kompleks. Kaedah yang paling mudah seperti yang telah digunakan oleh Barnes dalam kajiannya (Barnes, 1978) telah digunakan di sini. Kaedah ini digunakan untuk menguji sama ada terdapat perubahan harga yang signifikan pada hari-hari yang disebutkan tadi.

Indeks bagi perubahan harga yang relatif dikira bagi setiap syarikat pada tarikh-tarikh tersebut. Formula adalah seperti berikut:

$$X_1 = \frac{P_{x1t}}{P_{x1t'}} * 100 \quad \text{dan} \quad X_2 = \frac{I_{x2t}}{I_{x2t'}} * 100$$

di mana :

- $X_1$  = Indeks perubahan harga yang relatif bagi firma
- $P_{x1t}$  = Harga saham bagi firma pada tarikh t
- $P_{x1t'}$  = Harga saham bagi firma pada tarikh sebelum t
- $X_2$  = Indeks perubahan indeks KLSE yang dijadikan perbandingan
- $I_{x2t}$  = Indeks sektor KLSE pada tarikh t
- $I_{x2t'}$  = Indeks sektor KLSE pada tarikh sebelum t

Setelah itu perbezaan antara indeks harga dan indeks bagi indeks KLSE dicari :

$$D = X_1 - X_2 \text{ dan } \bar{X}_D = \sum D/n$$

dimana  $\bar{X}_D$  adalah purata perbezaan dan  $n$  adalah bilangan elemen dalam sampel.

Hipotesis ( $H_0$ ) adalah  $\mu = 0$ , iaitu tidak terdapat perbezaan antara perubahan harga dan perubahan indeks KLSE. Hipotesis kemudian diuji pada paras keertian 0.05 dimana nilai  $Z$  adalah  $\pm 1.96$ . Untuk mencari nilai  $Z$ , formula berikut digunakan :

$$Z = \frac{\bar{X}_D - 0}{\sigma/\sqrt{n}} \quad \text{dimana,}$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum D^2}{n} - \left(\frac{\sum D}{n}\right)^2}$$

Untuk membuat perbandingan antara sektor industri dan lain-lain sektor, ujian yang sama digunakan.

#### KEPUTUSAN

JADUAL 1, 2 dan 3 menunjukkan keputusan bagi nilai  $Z$  dan  $\bar{X}_D$  pada paras keertian 0.05 dan  $Z = \pm 1.96$ .

Jadual 1 menunjukkan tidak terdapat perbezaan yang ketara di antara perubahan harga bagi firma-firma yang mengambilalih dan lain-lain firma dalam pasaran, di mana nilai  $Z$  adalah kurang daripada 1.96. Jadual tersebut juga menunjukkan terdapat perubahan yang positif sehingga hari pengumuman, kemudian diikuti dengan perubahan yang negatif pada hari pertama selepas pengumuman sehingga dua minggu kemudian. Keseluruhan perubahan harga kemudiannya adalah positif.

Perubahan yang negatif beberapa hari selepas pengumuman mungkin bermakna pelabur-pelabur meletakkan nilai yang terlalu tinggi atau menjangka pulangan yang lebih tinggi sebelum ini (terlebih nilai) sehinggalah

apabila pengumuman dibuat. Mereka mengkaji semula nilai saham dan pada hari pertama selepas pengumuman, harga didapati jatuh buat seberapa ketika, dan kemudiannya meningkat. Walaupun terdapat bukti yang pengumuman pengambilalihan membawa berita buruk, perbezaannya dengan indeks KLSE ataupun dengan lain-lain firma dalam pasaran adalah tidak ketara seperti yang ditunjukkan oleh nilai  $Z$ . Purata perbezaan adalah cuma antara -1% hingga 2% dan ujian- $Z$  menunjukkan harga adalah normal di sekitar hari pengumuman. Ini bermakna tidak terdapat pulangan lebih yang luarbiasa mahupun pulangan yang negatif. Jika kita lakarkan purata perbezaan dan purata perbezaan terkumpul, keputusan adalah seperti dalam RAJAH 1 dan 2. Perbezaan ( $\bar{X}_D$ ) ini bolehlah disamakan dengan pulangan luarbiasa (abnormal return), iaitu istilah yang sering digunakan dalam bidang kewangan.

Keputusan ini adalah selaras dengan keputusan penyelidikan yang dijalankan di Amerika dan United Kingdom sebelum ini seperti yang dinyatakan dalam ulasan karya masa lalu, seperti Mandelker (1974), Newbould et. al. (1976) dan Barnes (1978). Keputusan-keputusan tersebut menunjukkan tidak terdapat pulangan lebih yang luarbiasa di sekitar tarikh pengumuman pengambilalihan. Namun, kesan pulangan yang negatif kepada pemegang saham firma pembeli sepertimana yang ditemui oleh Dodd (1980) dan Langetieg (1978) masih lagi tidak dapat dipastikan.

Apabila sampel dibahagikan kepada 2 bahagian, iaitu sektor industri dan lain-lain sektor disatukan, keputusan adalah seperti dalam JADUAL 2 dan 3. Keputusan juga menunjukkan tidak terdapat perubahan harga yang signifikan di sekitar hari pengumuman ( $Z < 1.96$ ) bagi kedua-dua kumpulan sektor walaupun secara purata lain-lain sektor menunjukkan perubahan negatif yang lebih lama selepas tarikh pengumuman, manakala sektor industri secara purata dapat meningkatkan semula harga setelah 1 minggu jatuh selepas tarikh pengumuman.

#### RUMUSAN DAN IMPLIKASI

Keputusan jelas menunjukkan harga saham firma yang ingin mengambilalih adalah normal

JADUAL 3: Keputusan Bagi Firma Di lain-lain Sektor (9 buah)

Masa	Nilai Z	$\bar{X}_D$ (%)	$\bar{X}_D$ Terkumpul (%)
-3 bulan ke -12 minggu	0.606	3.40	3.400
-12 ke -10 minggu	0.677	-0.967	2.433
-10 ke -8 minggu	1.463	2.888	5.321
-8 ke -6 minggu	-1.835	-3.056	2.265
-6 ke -4 minggu	1.341	2.659	4.924
-4 ke -3 minggu	-0.180	-0.140	4.784
-3 ke -2 minggu	-1.213	-0.933	3.851
-2 ke -1 minggu	0.514	0.722	4.573
-1 minggu ke -2 hari	0.427	0.474	5.047
-2 ke -1 hari	0.704	0.441	5.488
-1 ke hari pengumuman	0.257	0.278	5.766
<i>Hari pengumuman ke +1 hari</i>	-0.646	-0.450	5.316
+1 ke +2 hari	1.164	0.730	6.046
+2 hari ke +1 minggu	-1.511	-1.702	4.344
+1 ke +2 minggu	-1.081	-4.197	0.147
+2 ke +3 minggu	0.089	0.254	0.401
+3 ke +4 minggu	-0.472	-0.326	0.727
+4 ke +6 minggu	-0.081	-0.114	0.841
+6 ke +8 minggu	0.501	0.650	1.511
+8 ke +10 minggu	1.391	1.432	2.943
+10 ke +12 minggu	-0.892	-1.081	1.862
+12 minggu ke + 3 bulan	-0.546	-0.648	1.214

di sekitar hari pengumuman, iaitu tidak terdapat penurunan harga yang besar dan ketara. Ini bermakna pengumuman pengambilalihan tidak memberi makna kepada pelabur-pelabur dalam syarikat tersebut; tindakan mereka untuk menjual atau membeli saham dalam tempoh seperti dalam kajian ini tidak akan mendatangkan keuntungan mahupun kerugian; oleh itu mereka tidak harus bertindak. Sama ada syarikat hendak tumbuh secara dalaman atau luaran tidak akan menjadi masalah kepada pelabur.

Pulangan yang normal ini juga menunjukkan pasaran adalah cekap atau efisien berhubung dengan pengumuman pengambilalihan. Segala maklumat sudah terkandung dalam harga saham sebaik sahaja pengumuman dibuat dan para pelabur tidak dapat menikmati keuntungan yang berlebihan. Keputusan ini juga adalah selari dengan kebanyakan kajian-kajian yang lepas seperti yang disebutkan sebelum ini.

Harga yang normal ini juga mungkin bermakna kelebihan *synergy* tidak akan didapati, premium yang akan dibayar kepada pemegang

saham syarikat sasaran adalah berpatutan dan kelebihan faedah yang akan didapati hasil daripada pengambilalihan adalah tidak ketara.

Sesetengah penyelidik berpendapat, pengambilalihan tidak ada gunanya kerana ia tidak dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham firma yang mengambilalih. Walau bagaimanapun, penulis kurang bersetuju dengan pendapat ini kerana kajian-kajian yang lepas menunjukkan kebanyakan pemegang saham firma sasaran mendapat keuntungan yang luarbiasa, dan jika digabungkan kedua-dua pemegang saham tersebut, keuntungan lebih bersih didapati. Ini adalah baik bagi sesuatu ekonomi. Pengambilalihan juga boleh merupakan satu strategi untuk memulihkan firma yang hampir mati dan mengujudkan suasana korporat dan ekonomi yang lebih efisien. Menurut Mandelker (1974), usaha untuk menghadkan aktiviti pengambilalihan boleh mengakibatkan pembahagian sumber yang tidak cekap.

Walaupun bagaimanapun, jika pihak pengurusan hanya mementingkan saiz yang besar atau untuk kepentingan dan kepuasan

JADUAL 1: Keputusan Bagi Semua Firma

Masa	Nilai Z	$\bar{X}_D$ (%)	$\bar{X}_D$ Terkumpul (%)
-3 bulan ke -12 minggu	1.308	1.39	1.39
-12 ke -10 minggu	0.544	0.64	2.03
-10 ke -8 minggu	1.955	2.40	4.43
-8 ke -6 minggu	- 0.224	-0.31	4.12
-6 ke -4 minggu	1.509	2.05	6.16
-4 ke -3 minggu	0.973	0.98	7.15
-3 ke -2 minggu	1.037	1.30	8.44
-2 ke -1 minggu	0.803	0.61	9.05
-1 minggu ke -2 hari	1.192	0.85	9.90
-2 ke -1 hari	0.035	0.02	9.93
-1 ke hari pengumuman	0.597	0.23	10.16
<i>Hari pengumuman ke +1 hari</i>	-0.949	-0.33	9.83
+1 ke +2 hari	-0.357	-0.13	9.71
+2 hari ke +1 minggu	-0.880	-0.53	9.17
+1 ke +2 minggu	0.125	0.30	9.48
+2 ke +3 minggu	0.648	0.89	10.37
+3 ke +4 minggu	0.293	0.23	10.60
+4 ke +6 minggu	-0.840	-0.90	9.70
+6 ke +8 minggu	0.756	0.87	10.57
+8 ke +10 minggu	0.223	0.30	10.87
+10 ke +12 minggu	1.266	1.67	12.54
+12 minggu ke +3 bulan	0.464	1.14	13.69

JADUAL 2: Keputusan Bagi Firma Dalam Sektor Industri (21 buah)

Masa	Nilai Z	$\bar{X}_D$ (%)	$\bar{X}_D$ Terkumpul (%)
-3 bulan ke -12 minggu	1.236	1.839	1.839
-12 ke -10 minggu	0.859	1.334	3.173
-10 ke -8 minggu	1.428	2.189	5.350
-8 ke -6 minggu	0.473	0.860	6.110
-6 ke -4 minggu	1.027	1.787	7.897
-4 ke -3 minggu	1.053	1.462	9.359
-3 ke -2 minggu	1.314	2.255	11.614
-2 ke -1 minggu	0.623	0.559	12.173
-1 minggu ke -2 hari	1.122	1.004	13.177
-2 ke -1 hari	0.185	-0.147	13.030
-1 ke hari pengumuman	0.690	0.214	13.244
<i>Hari pengumuman ke +1 hari</i>	-0.701	-0.272	12.072
+1 ke +2 hari	-1.321	-0.535	11.537
+2 hari ke +1 minggu	0.030	0.021	11.558
+1 ke +2 minggu	0.823	2.435	13.993
+2 ke +3 minggu	0.796	1.194	15.187
+3 ke +4 minggu	0.435	0.468	15.655
+4 ke +6 minggu	-0.885	-1.231	14.424
+6 ke +8 minggu	0.624	0.969	15.393
+8 ke +10 minggu	-0.110	-0.200	15.193
+10 ke +12 minggu	1.648	2.906	18.099
+12 minggu ke +3 bulan	0.554	1.947	20.046



- ability Of Mergers In The United Kingdom, *The Journal of Finance*, 1513-1525.
- Higgins, Robert C. & Schall, L.D. (March, 1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers, *The Journal Of Finance*, 93-112.
- Langetieg, Terence C. (1978). An Application of A Three-Factor Performance Index To Measure Stockholder Gains From Merger, *Journal Of Financial Economics*, 365-383.
- Lewellen, W.G. & Ferri, M.G. (Winter, 1983), Strategies For The Merger Game: Management and The Market, *Financial Management*, 25-35.
- Mandelker, Gershon . (1974). Risk and Return : The Case of Merging Firms, *Journal of Financial Economics*, 303-335.
- Newbould, G.O., Stray, S.J. & Wilson, K.W. (1976). Shareholders' Interests and Acquisition Activity, *Accounting and Business Research*, 201-213
- Rappaport, Alferd. (March - April 1987). Converting Merger Benefits To Shareholders' Value , *Mergers and Acquisition*, 49-55.
- Rosenfeld, Jamed D. (December, 1984). Additional Evidence On The Relationship Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth, *Journal of Finance*, 1437-1447.
- Wansley J.W., Lane, W.R., and Young H.C. (Autumn, 1983). Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition And Method of Payment, *Financial Management*, 16-22.

#### PENGHARGAAN

Penulis ingin mengucapkan setinggi-tinggi terima kasih kepada Encik Fuad Mashori dan Dr. Othman Yong dari Fakulti Pengurusan Perniagaan UKM terhadap sokongan yang diberikan.

diri sendiri tanpa mengambilkira kesan bersih ke atas pemegang-pemegang saham bagi kedua-dua syarikat, hasrat untuk meningkatkan kecekapan ekonomi mungkin tidak akan tercapai. Oleh itu, adalah penting bagi pihak pengurusan untuk mengkaji apakah kelebihan-kelebihan yang akan dicapai hasil daripada pengambilalihan, bukan sahaja kepada pemegang-pemegang saham syarikatnya, tetapi juga kepada pemegang saham syarikat sasaran. Seterusnya, ia harus mengkaji apakah sumbangannya terhadap ekonomi negara.

#### KAJIAN-KAJIAN AKAN DATANG

Kajian-kajian di masa akan datang bagi negara kita bolehlah ditumpukan kepada keuntungan firma-firma sasaran sebelum dan selepas pengambilalihan. Apakah pengambilalihan mendatangkan keuntungan kepada firma-firma tersebut? Kajian juga harus ditumpukan kepada firma-firma sasaran yang tidak berjaya untuk mengetahui apakah punca kegagalan tersebut.

Oleh kerana kajian ini hanya merangkumi 5 tahun (1983-1987), penyeluruhan sukar dibuat ke atas pasaran saham Kuala Lumpur. Kajian-kajian lain perlu diadakan bagi tempoh masa yang lebih lama, di samping mengambilkira pengambilalihan secara tunai, dan juga membezakan kesan pengambilalihan yang berjaya dengan yang tidak berjaya.

Adalah diharapkan bahawa kajian-kajian seterusnya akan dapat membezakan antara firma-firma dalam industri atau sektor yang berlainan. Adalah diharapkan juga semuga kajian ini akan membuka jalan kepada penyelidikan selanjutnya berhubung dengan pengambilalihan.

#### LAMPIRAN 1 : Senarai Syarikat dan Tarikh Pengumuman

1. Sime Darby	21.9.87
2. Metroplex	9.12.87
3. Kian Joo Can Factory	19.7.86
4. Dunlop Malaysia Industries	18.11.85
5. First Allied Corporation	16.11.85
6. Malaysia Aica	3.7.85
7. Malayan Cables	29.4.85
8. British American Insurance	15.2.85
9. Malaysian Resources	27.12.84

10. Austral Enterprises	20.11.84
11. Genting	6.9.84
12. Renong	3.9.84
13. MBF Holdings	8.8.84
14. Harrissons Malaysian Plt.	23.5.84
15. Norsechem	3.5.84
16. Malaysian Mosaics	25.3.84
17. Faber Merlin	3.3.84
18. Hong Leong Credit	17.2.84
19. South Malaysia Industries	28.1.84
20. Cold Storage	28.1.84
21. Perusahaan Pelangi	22.12.83
22. Duta Consolidated	23.11.83
23. Industrial Oxygen Inc.	14.9.83
24. Lien Hoe Ind.	6.8.83
25. Allied Malayan Development	16.7.83
26. General Corporation	6.7.83
27. Raleigh	29.6.83
28. The Kuala Sidim Rubber Co.	9.6.83
29. Johan Holdings	30.5.83
30. Universal Cable	9.5.83

#### RUJUKAN

- Barnes, P.A. (Summer, 1978). The Effect Of A Merger On The Share Price Of The Attacker, *Accounting And Business Research*, 162-168.
- Brown, S.J. & Warner, J.B., (1980), Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, 205-258.
- Dodd, Peter . (1980). Merger Proposals, Management Discretion and Shareholder Wealth, *Journal Of Financial Economics*, 105-137.
- Elgers, P.T. & Clark, J.J. (Summer, 1980) Merger Types and Shareholders' Returns: Additional Evidence, *Financial Management*, 68-72.
- Fauzias Mat Nor & Takiah Mohd. Iskandar. (June, 1988). A Financial Survey of Acquisition in Malaysia, Paper Presented at International Business SEA Regional Conference, Thammasat University, Bangkok.
- Franks, J.R., Broyles, J.E. & Hecht, M.J. (December, 1977). An Industry Study Of The Profit-