

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Hipotesis Pasar Efisien (*Efficiency Market Hypothesis Theory*)

Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*) adalah pasar tempat harga sekuritas yang sama dengan nilai investasi sepanjang waktu yang berarti bahwa setiap sekuritas dijual pada harga yang wajar setiap waktu dan pasar yang harga efeknya akan mencerminkan informasi yang tersedia (Suganda, 2018: 14; Ross *et al.*, 2016: 300). Suatu pasar yang dikatakan "efisien" jika harga dapat bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang mencerminkan informasi yang tersedia. Peristiwa pada prinsipnya mengandung suatu informasi. Kandungan informasi yang disebar di pasar dapat digunakan para investor untuk menentukan keputusan investasi, investor berusaha untuk mencari informasi yang lengkap dan akurat (Suganda, 2018: 10).

Untuk pertama kali Fama (1970 dalam Suganda, 2018: 14-16) mengemukakan kategori untuk hipotesis pasar efisien dibagi menjadi 3 (tiga) bentuk yaitu :

1. Pasar Efisien Lemah (*Weak Form*)

Pasar efisien lemah (*weak form*) adalah ketika harga dari sekuritas sepenuhnya (*fully reflect*) mencerminkan informasi masa lalu (seperti harga dan volume perdagangan, serta peristiwa di masa lalu) (Suganda, 2018: 15). Dalam keadaan seperti ini, berarti seorang investor tidak mendapat keuntungan di atas normal (*abnormal return*), dengan mempelajari gerakan harga-harga sekuritas historis untuk memprediksi gerakan dan arah harga sekuritas pada periode yang akan datang. Oleh sebab itu, pergerakan harga sekuritas tersebut bersifat acak, sehingga sangat sulit memprediksi arah perubahan harga pada periode yang akan datang (Suganda, 2018: 15 dan Ross *et al.*, 2016: 300).

2. Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form*)

Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat (*semi strong form*) adalah pada

saat harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh semua informasi historis dan informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan. Informasi tersebut dapat berupa informasi yang berasal dari emiten yang hanya memengaruhi harga saham dari emiten tersebut, dan informasi yang memengaruhi harga saham beberapa sekuritas (Suganda, 2018: 15). Informasi di publik akan tercermin di dalam harga saham yang cepat dan tidak bias (Ross *et al.*, 2016: 300).

3. Pasar Efisien Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar efisien bentuk kuat adalah pasar dikatakan efisien jika harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat (Suganda, 2018: 15). Ketika informasi yang dipublikasi maupun belum dipublikasi itu akan mencerminkan harga saham (Ross *et al.*, 2016: 300).

Fama (1991 dalam Suganda, 2018: 16) melakukan penyempurnaan atas penemuan yang dikemukakan pada tahun 1970 atas klasifikasi efisiensi pasar. Efisiensi pasar bentuk lemah disempurnakan menjadi klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji *return prediktabilitas (return predictability)*. Sedangkan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat digunakan untuk menguji studi peristiwa (*event study*). Untuk pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat, pengujiannya disebut sebagai pengujian informasi privat (Suganda, 2018: 16).

Hipotesis pasar efisien menegaskan bahwa pasar modal yang dikelola dengan baik adalah pasar yang efisien setidaknya dari sudut pandang praktis. Dengan kata lain, para pendukung hipotesis pasar yang efisien akan berargumen bahwa meskipun efisiensi dapat terjadi, namun tidak efisiensi itu relatif kecil dan tidak biasa (Ross *et al.*, 2016: 300). Reaksi pasar yang efisien, penyesuaian harga menyesuaikan, dan sepenuhnya mencerminkan informasi baru dan tidak akan ada tren kenaikan dan penurunan harga setelah itu. Sebagai reaksi, harga akan menyesuaikan dengan informasi baru tetapi hanya sebagian. *Over reaction*, harga yang berlebihan menyesuaikan dengan informasi baru, melebihi harga baru dan akan ada perbaikan harga setelah itu. Jika pasar dinyatakan efisien, maka akan tersedia yang sangat penting bagi pelaku pasar. Semua investasi di pasar adalah

investasi yang menghasilkan NPV nol. Cukup mudah dijangkau jika harga tidak terlalu rendah atau terlalu tinggi selisih antara nilai pasar dan biaya investasi adalah nol, sehingga NPV akan menjadi nol. Kondisi memungkinkan investor untuk mendapatkan persis apa yang mereka bayar ketika mereka membeli sekuritas dan perusahaan untuk menerima persis nilai obligasi dan obligasi ketika mereka menjualnya di pasar yang efisien (Ross *et al.*, 2016: 300).

Kondisi yang membuat pasar menjadi efisien adalah persaingan antar investor. Banyak individu yang membutuhkan waktu lama untuk mencari saham yang memiliki harga yang salah (*wrong price*). Untuk menemukan saham investor ini mempelajari apa yang terjadi pada harga saham dan dividennya di masa lalu, mereka mempelajari sejauh mana mereka mampu. Jika seorang investor mengetahui lebih banyak informasi tentang beberapa perusahaan daripada investor lain di pasar, maka investor tersebut dapat memperoleh manfaat dari informasi tersebut dengan menginvestasikan saham perusahaan tersebut jika memiliki kabar baik dan menjualnya jika memiliki kabar buruk. Mengumpulkan logistik dan semua menganalisis informasi itu adalah stok yang tidak dihargai tepat waktu. Dengan kata lain, karena persaingan antar investor pasar akan menjadi lebih efisien. Titik ekuilibrium akan tercapai jika hanya sejumlah saham yang harganya tidak tepat bagi investor yang mampu mengidentifikasi saham tersebut dan bagi sebagian besar investor lainnya kegiatan pengumpulan dana analitik tidak akan menguntungkan (Ross *et al.*, 2016: 300).

2.1.2. Teori Valuasi (*Valuation Theory*)

Oscar Wikle (dalam Zacharias, 2020: 1) menguraikan dasar filosofi dari valuasi adalah "*Knows the price of everything, but the value of nothing*". Teori valuasi merupakan teori yang sangat dibutuhkan oleh investor sebelum berinvestasi terhadap sebuah perusahaan (Fauziah, 2017: 3). Teori valuasi membahas mengenai valuasi terhadap seluruh jenis aset perusahaan yang akan diinvestasikan yang dapat berupa aset riil (*real assets*) dan aset finansial (*financial assets*) (Anwar, 2019: 106; Fauziah, 2017: 3). Kata kunci yang membuat valuasi berhasil dalam mengelola investasi terletak pada kemampuan untuk memahami. Bukan hanya arti sebuah nilai, tetapi sumber apa yang menyebabkan munculnya sebuah nilai. Setiap aset dapat di valuasi. Namun demikian, meskipun terdapat lebih dari satu teknik valuasi

aset, dalam tingkatan tertentu, terdapat beberapa persamaan dalam prinsip-prinsip dasar penilaian aset. Sebuah postulat menyatakan bahwa investor tidak dapat mengeluarkan uangnya untuk membayar/membeli sebuah aset yang harga rupiahnya lebih besar dari nilai manfaat masa depan aset tersebut. Meskipun setiap orang memiliki pertimbangan dan persepsinya masing-masing akan harga dari sebuah aset, seorang investor tidak seharusnya membeli sebuah aset hanya karena alasan untuk menyenangkan emosi perasaan semata. Pertimbangan valuasi yang terbaik seharusnya datang perhitungan manfaat masa depannya, misalnya sebuah aset dibeli karena dapat memberikan aliran kas masa depan kepada pemiliknya (Zacharias, 2020: 2).

Pengumpulan informasi sangat diperlukan investor sebelum melakukan valuasi. Informasi yang dibutuhkan adalah informasi yang tertulis dan sudah di *publish*. Pengumuman merger dan akuisisi (M&A) yang dilakukan perusahaan merupakan informasi yang dapat menarik perhatian investor untuk mempertimbangkan apakah akan melakukan investasi di perusahaan tersebut. Informasi lainnya bisa didapat dari reaksi pasar pada Bursa Efek Indonesia dan dari *sustainability report* perusahaan. Sebagai investor juga harus memiliki pengetahuan tentang ekonomi negara serta sektor industri yang akan dianalisis. Bila kedua informasi itu digabungkan akan membantu investor untuk menganalisis sehingga valuasi yang dilakukan mempunyai alasan kuat untuk digunakan karena cukup valid (Fauziah, 2017: 4).

Hasil akhir dari valuasi adalah sebuah nilai yang selalu diperbandingkan dengan harga yang terjadi di pasar. Bila harga yang dihitung menggunakan berbagai model mendekati harga pasar, maka analisis dalam menghitung sangat baik. Investor tidak pernah memerhatikan atau menanyakan proses perhitungan sehingga terjadi harga estimasi yang mendekati harga pasar. Adatiga pendekatan yang dipergunakan untuk menilai sebuah aset yaitu nilai likuidasi aset, nilai pasar aset, dan nilai atas biaya yang dikeluarkan mendapatkan aset. Ketiga pendekatan yang diuraikan harus dipilih salahsatunya (Fauziah, 2017: 4-5). Menurut Fauziah (2017: 5), menyatakan bahwakita tidak bisa menganggap salah satu metode sebagai yang paling benar dan yang lain paling tidak benar. Oleh karena itu, analisis yang melakukan perhitungan atas harga aset harus mencoba melakukan beberapa perhitungan agar bisa

mendapatkan yang wajar. Selanjutnya, perkembangan model cukup bagus dan diaplikasikan ke harga saham di bursa. Kuo (2016), Studi mengenai teori valuasi didasarkan pada relevansi nilai, misal hubungan antara harga saham, nilai buku dan pendapatan, dan peramalan harga saham. *Ratio book to market* dapat memprediksikan *return saham* karena nilai buku relevan dengan nilai intrinsik. Laba akan lebih berkorelasi dengan nilai intrinsik dari pada nilai buku sehingga dapat memprediksi harga saham.

Dalam menilai aset saham, maka yang diestimasi merupakan nilai aset tersebut di masa mendatang. Nilai aset di masa mendatang dapat ditentukan dengan dua pendekatan yaitu pendekatan fundamental dan pendekatan stokastik. Pendekatan fundamental merupakan pendekatan yang menilai atas fundamental perusahaan dan juga fundamental ekonomi yang mempengaruhi perusahaan. Pendekatan fundamental ini dapat dinyatakan dengan pendekatan nilai relatif, pendekatan model diskonto, dan pendekatan tuntutan atas kontingensinya (*contingent claim*). Pendekatan nilai relatif menyatakan bahwa harga saham dibandingkan secara relatif terhadap variabel lain. Pemilihan relatif terhadap variabel lain merupakan tindakan pemilihan yang dianggap sesuai dan wajar dengan harga saham tersebut. Bila diperhatikan dengan nilai wajar perusahaan maka nilai wajar tersebut dipengaruhi oleh variabel yang benar-benar memengaruhi harga saham tersebut. Laba bersih perusahaan mempunyai perusahaan atau harga perusahaan. Bila laba bersih perusahaan meningkat maka harga wajar perusahaan mengalami peningkatan. Ada pun harga wajar perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan (Fauziah, 2017: 5-6).

Perusahaan memerlukan pendanaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat dilacak melalui jenis proyek yang diambil, pendanaan yang dilakukan perusahaan, dan kebijakan dividen perusahaan. Dalam hal valuasi merger dan akuisisi (M&A), valuasi memiliki peran yang sangat sentral dalam analisis merger dan akuisisi (M&A) perusahaan yang akan diambil alih harus menentukan nilai wajar perusahaan yang akan diambil alih sebelum melakukan penawaran pembelian. Selain itu, perusahaan yang akan diambil alih juga harus dapat menentukan nilai yang masuk akal bagi dirinya sendiri sebelum dapat mengambil keputusan untuk menerima atau menolak penawaran dari perusahaan.

Pada kasus analisis merger dan akuisisi (M&A) juga terdapat dua faktor khusus yang harus dipertimbangkan. Pertama, faktor sinergi yang muncul dari kombinasi nilai antara dua perusahaan yang telah bergabung dalam sebuah proses pengambilalihan. Kedua, pengaruh terhadap nilai yang disebabkan perubahan manajemen dan restrukturisasi perusahaan yang telah diambil alih harus dimasukkan ke dalam pertimbangan ketika menentukan nilai wajar. Pada akhirnya, terdapat sebuah masalah yang signifikan dalam kasus akuisisi, yaitu bias. Perusahaan yang menjadi target diambil alihnya perusahaan sangat mungkin untuk menjadi optimis yang menimbulkan kepercayaan diri yang tinggi dan berusaha mendapatkan keyakinan pemegang saham bahwa harga yang ditawarkan pembeli terlalu rendah. Selain pemegang saham, tekanan kuat juga datang dari perusahaan pembeli kepada para analis untuk dapat menyelesaikan valuasi nilai dari perusahaan yang menjadi target akuisisi (Zacharias, 2020: 6-7).

Ross *et al.* (2016: 459) menyampaikan metode valuasi transaksi di merger dan akuisisi (M&A) adalah :

1. Metode Multipel/Relatif → yaitu dengan membandingkan parameter-parameter valuasi perusahaan-perusahaan sebanding dan setara.
2. Metode *Discounted Cash Flow* (Metode DCF) → yaitu dengan memproyeksikan arus kas perusahaan gabungan pasca merger.

Alternatif metode DCF yang dapat dipakai adalah:

- a. Metode *Corporate Valuation*.
- b. Metode *Adjusted Present Value*.

2.1.3. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Kemampuan pasar yang efisien dalam menerima informasi yang terjadi dijelaskan pula dalam *signaling theory*. *Signaling theory* atau teori sinyal menjelaskan bahwa sinyal informasi baik internal (*corporate action*, dan kebijakan manajemen) maupun eksternal (merger dan akuisisi (M&A), inflasi, kebijakan pemerintah, dan bencana alam) secara langsung mempengaruhi pergerakan harga saham dari perusahaan (Suganda, 2018:11). Menurut Brigham dan Houston (2013: 271), teori sinyal adalah tindakan yang diambil perusahaan dalam memberikan informasi petunjuk kepada investor mengenai perusahaan.

Penyampaian informasi terbagi menjadi dua yaitu; 1) simetris adalah kondisi ideal yang diharapkan para investor ketika manajemen perusahaan memberikan informasi. dan 2) asimetris adalah informasi terjadi karena salah satu pihak memaksimalkan utilitasnya, serta alasan yang muncul bahwa manajemen perusahaan memiliki informasi yang penuh tentang perusahaan tetapi bersikap tidak adil untuk investor (Suganda, 2018: 14).

2.1.4. Teori Ekspektasi Rasional (*Rational Expectation Theory*)

Hipotesis Ekspektasi Rasional (*Rational Expectation Hypothesis*) atau Teori Ekspektasi Rasional (*Rational Expectation Theory*) menjelaskan bahwa adanya informasi maka investor dapat menganalisis pasar modal yang efisien. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang mencerminkan seluruh informasi yang relevan yang ada pada perusahaan tersebut. Seperti contoh jika ada investor yang akan membeli saham perusahaan lain maka ketika mendapatkan informasi yang lengkap dari perusahaan tersebut dapat diperkirakan untuk keadaan perusahaan di masa yang akan datang, serta akan mempertimbangkan relevansi informasi terhadap fluktuasi harga saham tersebut. Setelahnya informasi yang didapatkan akan dievaluasi dengan cermat sehingga investor dapat mengambil keputusan. Perubahan dari harga saham yang terjadi di pasar modal adalah bentuk interpretasi dari investor dalam merefleksikan informasi yang ada (Hartono, 2018: 17).

2.1.5. Arbitrage Pricing Theory (APT)

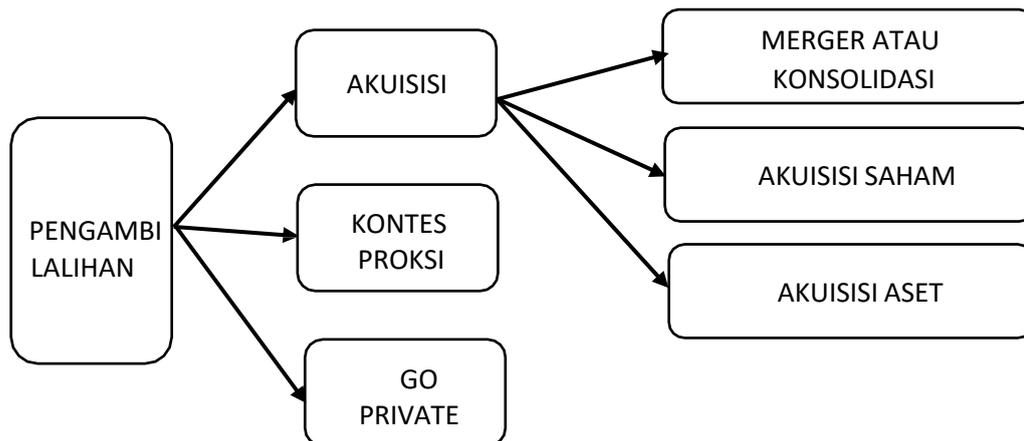
Arbitrage Pricing Theory (APT) pertama kali dikenalkan oleh Ross (1976), yang merupakan alternatif untuk melihat keseimbangan pasar. APT menunjukkan *return* ekspektasi suatu aktiva merupakan kombinasi linier dari beberapa faktor risiko. Hasil penelitian APT menunjukkan bahwa faktor yang signifikan adalah faktor-faktor pasar (Hartono, 2018: 72).

2.1.6. Pengambilalihan

Pasal 1 ayat 11 Undang - Undang Nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas mengatur mengenai definisi pengambilalihan yaitu sebagai berikut :
 “Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan

beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut” (www.ojk.go.id; diakses 13 Januari 2022). Ross *et al.* (2016: 460) menjelaskan mengenai pengambilalihan atau *take over* adalah istilah umum yang mengacu pada perpindahan kendali suatu perusahaan, terjadi pada saat adanya perpindahan pemegang saham di mana satu kelompok mengambil alih kendali dari kelompok yang lainnya.

A. Klasifikasi Pengambilalihan



Sumber : Ross *et al.* 2016: 460

Gambar 2.1 Klasifikasi Pengambilalihan

1. Akuisisi

Akuisisi adalah pemindahan kepemilikan perusahaan atau aset (dalam industri perbankan terjadi apabila pembelian saham di atas 50%); pengambilalihan kepemilikan perusahaan atau aset (<https://kbbi.web.id/akuisisi>; diakses 28 Mei 2021). Ross *et al.* (2016: 461) menjabarkan bentuk legal dari akuisisi terbagi menjadi 3 prosedur hukum dasar yang digunakan oleh suatu perusahaan untuk mengakuisisi perusahaan lain sebagai berikut:

a. Merger atau konsolidasi

Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan di bawah satu kepemilikan. Perusahaan yang melakukan merger (membeli) tetap ada, sementara perusahaan yang dimerger bubar (<https://kbbi.web.id/merger>; diakses 28 Mei 2021). Merger adalah absorpsi sempurna yang dilakukan oleh suatu perusahaan terhadap perusahaan yang lainnya. Perusahaan yang mengambil alih tetap akan berdiri dengan mempertahankan identitasnya dan

mendapatkan aset serta liabilitas perusahaan yang diambil alih. Perusahaan yang telah diambil alih akan menghilang dan melebur ke dalam perusahaan yang melakukan pengambilalihan (Ross *et al.*, 2016: 461).

Konsolidasi adalah peleburan dua perusahaan atau lebih menjadi satu perusahaan (<https://kbbi.web.id/konsolidasi>; diakses 28 Mei 2021). Konsolidasi (*consolidation*) adalah serupa dengan merger kecuali terbentuknya perusahaan baru. Dalam konsolidasi, baik perusahaan yang mengambil alih maupun yang diambil alih keberadaannya sudah dihapuskan secara hukum dan menjadi bagian dari perusahaan yang baru (Ross *et al.*, 2016: 461).

Aturan merger atau konsolidasi pada dasarnya sama. Pengambilalihan dengan cara merger atau konsolidasi akan menghasilkan kombinasi aset dan liabilitas dari perusahaan yang diambil alih maupun perusahaan yang mengambil alih. Perbedaan hanya terdapat pada adakah perusahaan baru yang akan berdiri atau tidak (Ross *et al.*, 2016: 461).

b. Akuisisi saham (*Acquisition of Stock*)

Pengambilalihan perusahaan lain dengan akuisisi saham adalah dengan membeli saham biasa (*voting stock*) secara tunai atau menukarnya dengan sejumlah saham atau efek lainnya. Proses ini sering kali dimulai dengan penawaran tertutup dari manajemen suatu perusahaan ke perusahaan target (Ross *et al.*, 2016: 462).

Tanpa memandang dari cara memulainya, pada saat tertentu tawaran tersebut langsung diarahkan kepada para pemegang saham perusahaan. Ini dapat dicapai melalui penawaran tender (*tender offer*), *tender offer* adalah penawaran publik atau terbuka untuk membeli saham, proses penawaran ini langsung dilakukan perusahaan yang satu kepada pemegang saham yang akan dituju (Ross *et al.*, 2016: 462). Pemegang saham yang memilih untuk menerima *tender offer* tersebut akan menukarkan saham mereka dengan uang tunai atau efek tergantung penawarannya bisa jadi keduanya ditukarkan. *Tender offer* biasanya tergantung pada persentase total saham biasa yang diinginkan oleh *bidder*. Jika jumlah saham biasa yang ditenderkan tidak mencukupi, penawaran tersebut bisa ditarik atau

diformulasi kembali. *Tender offer* disampaikan kepada para pemegang saham perusahaan target melalui pengumuman terbuka misalnya iklan di surat kabar. Cara lain penyampaian informasi tersebut adalah dengan mengirimkan surat. Namun, cara itu jarang digunakan karena pengiriman surat memerlukan daftar nama dan alamat dari seluruh pemegang saham. Sedangkan memperoleh daftar tersebut tidak mudah tanpa kerja sama dari perusahaan target (Ross *et al.*, 2016: 462).

Ross *et al.* (2016: 462-463) menginformasikan beberapa faktor yang terlibat dalam memilih antara akuisisi melalui saham dan merger:

- 1) Dalam akuisisi melalui saham tidak perlu dilakukan rapat umum pemegang saham maupun voting jika para pemegang saham perusahaan target tidak menyukai tawaran tersebut mereka tidak perlu melakukan tender terhadap sahamnya.
- 2) Dalam akuisisi melalui saham, *bidder* dapat menawarkan langsung kepada para pemegang saham perusahaan target (*target firm*) melalui *tender offer*, manajemen dan dewan komisaris perusahaan target dapat dilewati.
- 3) Akuisisi terkadang tidak ramah. Dalam kasus seperti itu akuisisi saham digunakan sebagai usaha untuk menghindari manajemen perusahaan target yang biasanya secara aktif menolak akuisisi, penolakan manajemen perusahaan target sering kali menjadikan biaya akuisisi lebih mahal dari biaya merger.
- 4) Sering kali, kelompok kecil tetapi signifikan pemegang saham akan bertahan pada *tender offer*. *Target firm* tidak dapat diabsorpsi secara penuh jika hal tersebut terjadi dan hal ini dapat menunda realisasi manfaat merger serta memakan biaya.
- 5) Absorpsi penuh suatu perusahaan oleh perusahaan lain memerlukan merger. Kebanyakan akuisisi melalui saham dilanjutkan dengan merger secara formal di kemudian hari.

c. Akuisisi Aset (*Acquisition of Assets*)

Suatu perusahaan dapat diambil alih secara efektif oleh perusahaan lain dengan cara membeli sebagian besar atau seluruh asetnya, sama halnya

dengan membeli perusahaan tersebut. Namun, dalam hal ini perusahaan target tidak harus berhenti beroperasi, karena perusahaan target hanya menjual aset saja, kecuali para pemegang saham memilih untuk menghentikannya. Akuisisi jenis ini memerlukan voting secara formal dari para pemegang saham perusahaan yang dijual. Satu keuntungan dari pendekatan ini adalah tidak terdapat masalah dari para pemegang saham minoritas yang bertahan. Namun akuisisi aset dapat melibatkan pemindahan masing-masing aset dan proses hukum pemindahan aset dapat berbiaya tinggi (Ross *et al.*, 2016: 463).

Klasifikasi akuisisi berdasarkan analisis keuangan berdasarkan Ross *et al.* (2016: 463), mengklasifikasikan akuisisi menjadi tiga tipe yaitu:

- 1) Akuisisi Horizontal adalah sebuah perusahaan yang ada di industri yang sama dengan *bidder*. Perusahaan *bidder* tersebut saling berkompetisi dalam hal pasar produknya. Contohnya, PT Bank Central Asia Tbk mengakuisisi PT Bank Royal Indonesia pada Oktober 2019 yang di mana kedua perusahaan tersebut sama-sama bergerak di bidang perbankan.
- 2) Akuisisi Vertikal melibatkan perusahaan-perusahaan yang berada pada tahap proses produksi yang berbeda. Contohnya, perusahaan minyak goreng membeli perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 3) Akuisisi Konglomerasi terjadi ketika *bidder* dan *target firm* berada dalam bisnis yang berbeda dan tidak ada keterkaitan di dalam proses produksi.

2. Kontes Proksi (*Proxy Contest*)

Kontes proksi adalah sebuah upaya untuk memegang kendali suatu perusahaan dengan cara meminta beberapa pemegang saham untuk pengambilalihan suara guna menggantikan manajemen yang sekarang (Ross *et al.*, 2016: 460).

3. Transaksi *go Private* (*Going Private Transactions*)

Transaksi *go private* adalah transaksi pembelian semua ekuitas saham perusahaan publik oleh sekelompok kecil investor. Biasanya, anggota kelompok tersebut terdiri atas manajemen yang masih menjabat dan beberapa investor dari

luar. Transaksi ini secara umum dikenal dengan sebagai *leveraged buyouts* (LBOs) karena sebagian besar dana yang digunakan untuk membeli saham biasanya berasal dari pinjaman. Ketika manajemen yang masih menjabat sangat terlibat, transaksi seperti ini juga disebut *management buyouts* (MBOs). Saham perusahaan itu dicabut dari bursa efek dan tidak lagi dapat diperoleh di pasar terbuka (Ross *et al.*, 2016: 460).

2.1.7. Perbandingan antara Merger dan Akuisisi (M&A)

Tabel 2.1 Perbandingan Merger dan Akuisisi

Pembanding	Merger atau Konsolidasi	Akuisisi
Persetujuan pemegang saham	Melalui voting di mana harus dua pertiga atau lebih pemegang saham dari masing-masing perusahaan harus memberikan persetujuan.	Voting tidak diperlukan.
Manajemen perusahaan target	Perlu adanya kerja sama dari perusahaan target.	Manajemen perusahaan target bisa dilewati.
Secara paksa (<i>hostile</i>) atau bersahabat (<i>friendly</i>)	Bersahabat.	Secara paksa.
Absorpsi penuh atau sebagian	Absorpsi penuh.	Absorpsi sebagian.

Sumber : Ross *et al.* 2016: 462

2.1.8. Keuntungan Merger dan Akuisisi (M&A)

Ross *et al.* (2016: 465); Brigham dan Houston (2013: 345), dalam melakukan merger dan akuisisi (M&A) perusahaan akan mendapatkan keuntungan sebagai berikut :

2.1.8.1. Sinergi

Ross *et al.* (2016: 465) memberikan contoh jika ada perusahaan A melakukan merger dan akuisisi (M&A) terhadap perusahaan B. Maka, merger dan

akuisisi yang menguntungkan adalah ketika perusahaan gabungan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan jumlah nilai kedua perusahaan sebagai suatu entitas terpisah. Apabila V_{AB} mewakili nilai dari perusahaan gabungan, akuisisi itu akan masuk akal jika:

$$V_{AB} > V_A + V_B$$

Dengan V_A dan V_B adalah nilai-nilai perusahaan secara terpisah. Jadi, merger dan akuisisi (M&A) yang sukses mensyaratkan bahwa nilai keseluruhan melebihi penjumlahan dari nilai masing-masing perusahaan.

Ross *et al.*, (2016: 466) menyampaikan selisih antara nilai perusahaan gabungan dan jumlah nilai masing-masing perusahaan adalah keuntungan bersih inkremental dari akuisisi tersebut, yaitu ΔV :

$$\Delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Ketika ΔV bernilai positif, merger dan akuisisi (M&A) dianggap menghasilkan sinergi (*synergy*).

2.1.8.2. Peningkatan Pendapatan

Satu alasan penting akuisisi adalah bahwa perusahaan gabungan akan memberikan pendapatan yang lebih besar daripada dua perusahaan secara terpisah. Peningkatan pendapatan mungkin berasal dari keuntungan pemasaran, manfaat strategis, serta kekuatan pasar yang lebih besar (Ross *et al.*, 2016: 467).

1. Keuntungan Pemasaran

Menurut Ross *et al.* (2016: 467) Sering kali dinyatakan bahwa merger dan akuisisi dapat menghasilkan pendapatan operasi yang lebih besar dari membaiknya sisi pemasaran. Sebagai contoh, perbaikan dapat dilakukan di bagian-bagian berikut:

- a. Upaya-upaya periklanan dan program media yang sebelumnya kurang efektif.
- b. Jaringan distribusi yang saat ini lemah.
- c. Bauran produk yang tidak seimbang.

2. Manfaat Strategis

Beberapa akuisisi menjanjikan keunggulan strategis. Ini merupakan suatu kesempatan untuk mengambil keunggulan dari lingkungan yang

kompetitif apabila suatu hal terjadi, atau secara umum untuk memperkuat fleksibilitas manajemen demi keberlangsungan perusahaan di masa yang akan datang. Dalam hal ini, manfaat strategis lebih seperti suatu pilihan alih-alih suatu standar investasi (Ross *et al.*, 2016: 467).

3. Kekuatan Pasar

Suatu perusahaan dapat mengambil alih perusahaan lain untuk meningkatkan pangsa pasar dari kekuatan pasarnya. Dalam merger seperti ini keuntungan dapat di tingkatkan melalui harga yang lebih tinggi dan mengurangi persaingan terhadap pelanggan. Tentu saja, merger yang tujuannya untuk mengurangi persaingan di pasar ditentang oleh Departemen kehakiman AS atau Komisi Perdagangan melalui UU Anti monopoli. Di Singapura, otoritas yang relevan adalah ketentuan tentang pengendalian merger yang di muat dalam *Competition Act*, yang diterapkan sejak 1 Juli 2007 (Ross *et al.*, 2016: 468).

2.1.8.3. Pengurangan Biaya

Ross *et al.* (2016: 468) menjabarkan salah satu alasan mendasar dalam melakukan merger adalah bahwa perusahaan gabungan dapat beroperasi secara lebih efisien daripada operasi kedua perusahaan secara terpisah. Suatu perusahaan dapat meningkatkan efisiensi operasi dalam beberapa cara melalui merger atau akuisisi.

1. Skala Ekonomi

Berkaitan dengan biaya rata-rata per unit dalam proses memproduksi barang dan jasa. Jika biaya produksi per unit turun ketika level produksi meningkat, skala ekonomi pun terjadi (Ross *et al.*, 2016: 468).

2. Ekonomi dalam Integrasi Vertikal

Ekonomi operasi dapat diperoleh dari kombinasi vertikal sebagaimana halnya kombinasi horizontal. Tujuan utama akuisisi vertikal adalah memudahkan koordinasi aktivitas operasi yang terkait. Manfaat dari integrasi vertikal ini yang mungkin menjadi alasan kenapa sebagian besar perusahaan hasil hutan yang melakukan penebangan juga memiliki penggergajian dan pengangkutan. Ekonomi integrasi vertikal mungkin

dapat menjelaskan pula mengapa perusahaan penerbangan memiliki hotel dan penyewaan mobil. Transfer teknologi adalah alasan lain dari integrasi vertikal, sering kali perusahaan mewujudkan bahwa cara termurah dan tercepat untuk mengakuisisi keterampilan teknologi perusahaan lain adalah dengan membeli perusahaan tersebut, untuk alasan yang lebih jelas pertimbangan ini sering dilakukan pada industri berteknologi tinggi (Ross *et al.*, 2016: 468-469).

3. Sumber-sumber Komplementer

Beberapa perusahaan mengakuisisi perusahaan lain untuk lebih memanfaatkan sumber- sumber daya atau memberikan sumber daya baru agar berhasil. Kita bayangkan toko peralatan ski yang melakukan akuisisi dengan toko peralatan tenis agar menghasilkan lebih banyak penjualan, baik di musim dingin maupun musim panas sehingga bisa memanfaatkan kapasitas toko secara lebih baik (Ross, *et al.*, 2016, 469).

2.1.8.4. Pajak yang lebih rendah

Ross *et al.* (2016: 469) menyatakan *tax gains* (keuntungan pajak) menjadi insentif yang sangat menarik dalam akuisisi. Berikut ini keuntungan pajak yang mungkin diperoleh dari akuisisi:

- Penggunaan kerugian pajak (*tax loss*).
- Penggunaan kapasitas utang yang tidak terpakai.
- Penggunaan dana surplus.
- Kemampuan meningkatkan nilai aset-aset yang terdepresiasi.

1. Kerugian Operasi Bersih

Perusahaan yang merugi menurut *pre-tax* basis tidak akan membayar pajak. Perusahaan yang seperti dapat memperoleh kerugian pajak yang tidak dapat mereka gunakan. Kerugian pajak ini disebut sebagai kerugian operasi bersih (*Net Operating Losses-NOL*). Suatu perusahaan dengan kerugian operasi bersih dapat menjadi mitra merger yang menarik bagi perusahaan dengan liabilitas pajak yang tinggi. Dengan menganggap faktor lainnya tetap, gabungan kedua perusahaan akan lebih rendah tagihan pajaknya daripada kedua perusahaan secara terpisah. Ini adalah contoh

mengenai bagaimana perusahaan yang melakukan akuisisi lebih baik nilainya dibandingkan berdiri sendiri (Ross *et al.*, 2016: 469).

Menurut Ross *et al.* (2016: 469-470) menguraikan terdapat dua kualifikasi dalam pembahasan tentang kerugian operasi bersih:

- a) Hukum pajak memungkinkan perusahaan yang mengalami periode untung dan rugi untuk menyeimbangkan provisi *loss carry-back* dan *loss carry-forward*. Sebuah perusahaan yang mengalami kerugian pada tahun berjalan dapat memperoleh pengembalian dana atas pajak pendapatan yang telah dibayarkan selama tiga tahun sebelumnya, setelah itu kerugian dapat di *carry-forward* selama 20 tahun. Jadi akuisisi bertujuan memanfaatkan pengurangan pajak yang memberikan penghematan yang melebihi atau di atas apa yang dapat dicapai atas perusahaan melalui *carry over*. Hukum pajak berbeda-beda pada setiap negara, sebagai contoh perusahaan-perusahaan di Singapura dapat menggunakan kerugian pajaknya untuk kompensasi keuntungan mereka di tahun sebelumnya atau tahun berikutnya melalui provisi *carry forward* dan *carry back*, dengan asumsi tidak ada perubahan substansial di pemegang saham dan kepemilikannya pada tanggal-tanggal kejadian. Jika tidak terdapat perubahan yang substansial perusahaan target dapat menggunakan pernyataan pelepasan tuntutan daripihak berwenang berdasarkan kasus per kasus. *Carry forwards* efektif sampai kapan pun di kemudian hari, sementara *carry back* hanya dapat digunakan pada tahun sebelumnya (Ross *et al.*, 2016: 469-470).
- b) Otoritas pajak mungkin tidak menyetujui akuisisi bila tujuan utamanya adalah untuk menghindari pajak dengan memperoleh pengurangan atau kredit yang apabila akuisisis tidak terjadi berarti hal itu tidak ada. Kualifikasi ini mungkin umum ditemukan di berbagai negara (Ross *et al.*, 2016: 470).

2. Kapasitas Utang yang Tidak Terpakai

Beberapa perusahaan tidak menggunakan hutang sebanyak yang dapat mereka gunakan. Hal ini membuat perusahaan-perusahaan tersebut

menjadi kandidat potensial untuk diakuisisi, biaya-biaya bunga adalah pengurangan pajak, menambah hutang dapat menghemat pajak dan banyak akuisisi yang dibiayai oleh hutang, perusahaan yang mengakuisisi dapat mengurangi pembayaran bunga pada hutang yang baru dibuat dan mengurangi pajak (Ross *et al.*, 2016: 470).

3. Surplus Dana

Ross *et al.* (2016: 470) menjelaskan beberapa ciri dalam hukum pajak melibatkan surplus dana, ambil contoh suatu perusahaan yang memiliki arus kas bebas, arus kas yang tersedia setelah semua pajak dibayar dan semua proyek sekarang bernilai bersih telah didanai, dalam situasi seperti itu selain membeli efek berpendapatan tetap perusahaan memiliki beberapa cara untuk membelanjakan arus kas bebasnya, meliputi:

- a) Membayar dividen.
- b) Membeli kembali (*buy back*) sahamnya.
- c) Mengambil alih saham perusahaan lain.

2.1.8.5. Pengurangan kebutuhan modal

Semua perusahaan harus berinvestasi dalam modal kerja dan aset tetap untuk memperoleh level aktivitas operasi yang efisiensi. Akuisisi dapat mengurangi investasi gabungan yang di perlukan oleh kedua perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan A akan memperbesar fasilitas manufakturnya, sedangkan perusahaan B memiliki kapasitas berlebih yang signifikan. Akan lebih murah bagi perusahaan A untuk membeli perusahaan B dari pada membangun dari awal. Selain itu, perusahaan yang mengakuisisi dapat melihat cara yang lebih efektif dalam mengelola aset-aset yang sudah ada. Hal ini dapat terjadi dengan pengurangan modal kerja yang dihasilkan dari penanganan kas, piutang, dan persediaan secara lebih efisiensi. Pada akhirnya, perusahaan yang mengakuisisi mungkin juga menjual beberapa aset yang tidak di perlukan dalam perusahaan gabungan (Ross *et al.*, 2016: 470- 471).

2.1.9. Motif-Motif Merger dan Akuisisi (M&A)

Menurut Hariyani *et al.* (2011: 13-15); Ross *et al.* (2016), motif perusahaan melakukan merger dan akuisisi (M&A) meliputi empat macam motif

sebagai berikut:

1. Motif Ekonomi

Motif Ekonomi adalah menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan dan pemegang saham, di mana melalui merger dan akuisisi (M&A) perusahaan akan mendapatkan keunggulan bersaing dari *economies of scale* dan *economies of scope*.

2. Motif Sinergi

Motif Sinergi adalah suatu nilai perusahaan secara keseluruhan setelah merger adalah lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger.

3. Motif Diversifikasi

Motif Diversifikasi adalah merupakan strategi keberagaman portofolio bisnis perusahaan, agar perusahaan tidak rentan terhadap penurunan kinerja sektor bisnis tertentu.

4. Motif Non-Ekonomi

Motif Non Ekonomi adalah transaksi merger dan akuisisi (M&A) lebih didorong oleh ambisi pribadi manajemen atau pemilik perusahaan.

2.1.10. Prinsip-Prinsip Dasar Merger dan Akuisisi (M&A)

Ross *et al.* (2016: 459) menjabarkan prinsip dasar perusahaan melakukan merger dan akuisisi (M&A) adalah sebagai berikut:

1. Arus kas masa depan dari kedua perusahaan yang bergabung harus lebih besar daripada penjumlahan arus kas dari masing-masing perusahaan secara terpisah.
2. Manajemen perusahaan berkeyakinan bahwa kekayaan pemegang saham akan meningkat dengan adanya akuisisi.
3. Manajemen perusahaan yakin bahwa nilai perusahaan secara gabungan adalah lebih besar dari daripada nilai secara sendiri - sendiri.
4. $1 + 1 > 2$, akibat adanya sinergi.

2.1.11. Imbal Hasil Saham (*Return Saham*)

Investor membeli saham perusahaan bertujuan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang berupa *return*. Keuntungan di masa yang

akan datang merupakan kompensasi atas waktu dan risiko investasi. *Return* adalah salah satu faktor yang memotivasi para investor untuk berinvestasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya (Handini dan Astawinetu, 2020: 4). Hartono (2018: 61) menerangkan *return* saham terbagi menjadi tiga bagian *return* saham yaitu:

2.1.11.1. Return Sesungguhnya

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa yang akan datang. *Return* realisasi (*realized return*) dihitung menggunakan data historis, *return* realisasi begitu penting karena digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa yang akan datang. Di dalam studi peristiwa, *return* realisasi atau *actual return* merupakan *return* sesungguhnya yang terjadi. *Return* sesungguhnya berupa *return* total, relatif *return*, dan *return* penyesuaian (Hatono, 2018: 63).

1. Return Total

Return merupakan hasil yang didapat dari investasi. *Return* total adalah *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. *Return* total terdiri dari *capital gain/loss* dan *yield*.

$$\mathbf{Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield}$$

Capital gain atau *capital loss* adalah selisih dari harga sekuritas terhadap harga periode yang lalu.

$$\mathbf{Capital\ Gain\ atau\ Capital\ Loss = \frac{P_t - (P_{t-1})}{(P_{t-1})}$$

Hatono (2018: 64-65) jika harga saham sekarang (P_t) sedangkan harga saham periode lalu (P_{t-1}). Maka dari itu jika hasil $P_t > P_{t-1}$ berarti adanya keuntungan yang terjadi (*capital gain*), sebaliknya jika $P_t < P_{t-1}$ berarti terjadi kerugian (*capital loss*).

Yield di sini merupakan persentase nilai dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Untuk saham biasa membayar dividen periodik disimbolkan dengan D_t rupiah per lembarnya.

$$\mathbf{Yield = \frac{D_t}{(P_{t-1})}}$$

Maka persamaan *return* total dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Return Total} = \text{Capital gain (loss)} + \text{Yield}$$

$$\text{Return Total} = \frac{P_t - (P_{t-1})}{(P_{t-1})} + \text{Yield}$$

$$\text{Return Total} = \frac{P_t - (P_{t-1})}{(P_{t-1})} + \frac{Dt}{(P_{t-1})}$$

$$\text{Return Total} = \frac{P_t - (P_{t-1}) + Dt}{(P_{t-1})}$$

2. Relatif Return

Hartono (2018: 65-66) menerangkan *Return* total bernilai positif dan negatif. Terkadang untuk perhitungan tertentu harus bernilai positif seperti perhitungan rerata geometrik yang menggunakan perhitungan pengakaran. Maka dari itu di perhitungan relatif *return* harus di tambah 1 terhadap perhitungan *return* total sebagai berikut :

$$\text{Relatif Return} = \text{Return Total} + 1$$

$$\text{Relatif Return} = \frac{P_t - (P_{t-1}) + Dt}{(P_{t-1})} + \frac{(P_{t-1})}{(P_{t-1})}$$

$$\text{Relatif Return} = \frac{P_t - (P_{t-1}) + Dt + (P_{t-1})}{(P_{t-1})}$$

$$\text{Relatif Return} = \frac{P_t + Dt}{(P_{t-1})}$$

1) Logaritma Relatif Return

Penelitian pasar modal menggunakan relatif *return*. Banyak penelitian menggunakan alat statistik yang berasumsi klasik yang datanya harus distribusi normal. Data *return* saham banyak yang tidak distribusi normal, untuk itu data yang tidak distribusi normal harus di transformasikan dengan teknik logaritma. Teknik logaritma dapat dilakukan jika hasil nilai *return* positif (Hatono, 2018: 66).

$$\text{Logaritma Relatif Return} = \log\left(\frac{P_t + Dt}{(P_{t-1})}\right)$$

3. Return Penyesuaian

1) Return Penyesuaian Inflasi

Return yang sebelumnya membahas mengenai *return* nominal (*nominal return*) yang mengukur perubahan nilai uang tetapi tidak mempertimbangkan tingkat daya beli dari nilai uang tersebut. *Return* nominal harus disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada. *Return* penyesuaian inflasi (*inflation adjusted return*) atau *return* riil (*real return*) sebagai berikut (Hatono, 2018: 67):

$$R_{IA} = \frac{(1+R)}{(1+IF)} - 1$$

Keterangan :

R_{IA} = *Return* Penyesuaian Inflasi.

R = *Return* Nominal.

IF = Tingkat Inflasi.

2) Return Penyesuaian Nilai Tukar

Menurut Hartono (2018: 67-68), tingkat pengembalian yang diperoleh berdasarkan hasil dari diversifikasi yang dilakukan investor. Diversifikasi bisa dilakukan di domestik maupun internasional, diversifikasi internasional lagi marak diperbincangkan karena dapat menurunkan tingkat risiko yang sudah tidak diturunkan lagi akibat diversifikasi domestik. Jika investasi terjadi di luar negeri, maka harus ada penyesuaian mata uang yang berlaku sehingga mata uang itu harus di kurskan sebagai berikut:

$$R_{KA} = \left[RR \frac{\text{Nilai Akhir Mata Uang Domestik}}{\text{Nilai Awal Mata Uang Domestik}} \right] - 1$$

Keterangan :

R_{KA} = *Return* sesuaikan kurs mata uang asing.

RR = Relatif *Return*.

2.1.11.2. Return Normal

Return normal (normal return) adalah *return* yang diharapkan investor atau *expected return* (Hartono, 2018, 69). Menghitung *return* normal ada model yang diperlukan untuk mengestimasi. Pengembalian normal (*normal return*) adalah pengembalian yang seharusnya diperoleh jika peristiwa tersebut tidak terjadi. Karena suatu peristiwa benar-benar terjadi, maka *return* yang terjadi bukan lagi *return* normal, melainkan *return* total yang sebenarnya. Karena pengembalian normal tidak terjadi, pengembalian normal ini perlu diperkirakan atau diharapkan. Pengembalian normal diperkirakan dengan asumsi peristiwa ini tidak terjadi. Oleh karena itu, pengembalian normal disebut juga dengan pengembalian yang diharapkan (*expected return*) atau pengembalian yang diperkirakan (*estimated return*) (Hartono, 2018: 70).

A. Model Umum Return Normal

Hartono (2018: 70) menyatakan ada beberapa model memang digunakan untuk menghitung *expected return*. Model yang digunakan untuk meneliti *return* normal dikelompokkan menjadi tiga kategori yaitu:

1) Model Tanpa Penyesuaian Risiko

Hartono (2018: 73-77) menginformasikan model tanpa penyesuaian risiko tidak mempertimbangkan risiko dalam mengestimasi *return* normal terbagi menjadi tiga model yaitu:

a. Model Penyesuaian Rerata (*mean adjusted model*)

Mean adjusted model merupakan *expected return* bernilai konstan yang sama dengan rerata *realized return* sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*), sebagai berikut (Hartono, 2018: 73-74):

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t_3}^{t_4} R_{i,j}}{T}$$

Notasi :

$E(R_{i,t})$ = *expected return* perusahaan ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,j}$ = *return* realisasian perusahaan ke-i pada periode estimasi ke-j.

T = lama periode estimasi.

b. Model Penyesuaian Pasar (*market adjusted model*)

Market adjusted model bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasinya, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar sebagai berikut (Hartono, 2018: 76) :

$$E(R_{i,t}) = R_{M,t}$$

Notasi : $E(R_{i,t}) = \textit{expected return}$ sekuritas ke-i periode peristiwa ke-t.

$R_{M,t} = \textit{return}$ pasar periode peristiwa ke-t yang dapat dihitung dengan rumus

$$R_{M,t} = (IHS G_t - IHS G_{t-1}) / IHS G_{t-1}.$$

c. Model Jalan Acak (*random walk model*)

Random walk model mengasumsikan bahwa distribusi data *return* adalah acak tidak mempunyai pola yang jelas sehingga sulit digunakan untuk diharapkan. Karena sulit digunakan untuk pengharapan, maka perlu dipilih suatu nilai yang paling mempunyai kesempatan untuk berulang kembali dimasa depan sebagai nilai ekspektasi. Nilai yang paling mempunyai kesempatan berulang kembali dimasa depan adalah nilai yang paling akhir terjadi, yaitu nilai satu periode sebelum, sehingga nilai ini diambil sebagai nilai ekspektasinya sebagai berikut (Hartono, 201: 77) :

$$E(R_{i,t}) = R_{i,t-1}$$

Notasi : $E(R_{i,t}) = \textit{expected return}$ sekuritas ke-i periode peristiwa ke-t.

$R_{M,t} = \textit{return}$ perusahaan satu periode sebelumnya.

2) Model Penyesuaian Risiko

Model tanpa penyesuaian risiko tidak mempertimbangkan risiko dalam mengestimasi *return* normal terbagi menjadi tiga model yaitu:

a. Model Pasar (*market model*)

Market model menggunakan risiko untuk menyesuaikan pengembalian yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko. Model pasar sering juga disebut model indeks tunggal (*single index model*) karena menggunakan indeks yaitu indeks pasar.

Perhitungan *expected return* dengan model pasar (*market model*) dilakukan dalam dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode perkiraan dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk memperkirakan tingkat ekspektasi yang diharapkan kembali dalam periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut (Hartono, 2018: 78-79) :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_m + \epsilon_{i,t}$$

Notasi:

$R_{i,t}$ = *realized return* sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

α_i = intersep untuk sekuritas ke-i.

β_i = koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i.

R_m = *market indeks return* pada periode estimasi ke-t dihitung dengan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) dengan rumus

$$R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

$\epsilon_{i,t}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

b. Model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Rumus standar dari CAPM dikembangkan pertama kali oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1969), selanjutnya model ini dikenal dengan CAPM bentuk Sharpe-Lintner-Mossin. CAPM banyak digunakan untuk memperkirakan pengembalian sekuritas karena model ini juga menggunakan risiko pasar untuk menyesuaikan

risiko pasar atau risiko sistematis yang terkait dengan beta (Hartono, 2018: 84).

Dengan menggunakan CAPM, tidak perlu melakukan proses dua tahap seperti harapan *return* menggunakan model pasar. Untuk mengharapkan pengembalian dengan CAPM hanya satu langkah yang diperlukan. Tahap pertama membentuk model tidak lagi dilakukan karena CAPM sudah menjadi model harapan. Dengan demikian, keuntungan menggunakan CAPM adalah tidak diperlukan lagi periode estimasi untuk membentuk model. Namun, kelemahan menggunakan CAPM adalah data beta untuk setiap keamanan harus tersedia. Jika tidak tersedia, model pasar dapat digunakan untuk menghitung beta. CAPM kemudian dapat digunakan secara langsung untuk memperkirakan pengembalian yang diharapkan dalam periode jendela. Bentuk CAPM adalah sebagai berikut (Hartono, 2018: 85) :

$$R_{i,t} = R_f + \beta_i (R_m + R_f)$$

Notasi : $R_{i,t}$ = *realized return* sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t.

R_f = *risk free rate return*.

B_i = Beta dari perusahaan ke-i periode ke-t.

R_m = *market indeks return* pada periode estimasi ke-t dihitung dengan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) dengan rumus:

$$R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1})/IHSG_{t-1}.$$

c. Model Beta Nol (*zero beta model*)

Hartono (2018: 88-89) menjelaskan bahwa *zero beta model* merupakan terusan dari CAPM. Untuk CAPM pada kondisi sekuritas tidak berisiko yaitu beta bernilai nol, maka pengembalian sekuritas pada periode ke-t sama dengan *return* aktiva bebas risiko (R_{BRt}). Untuk *zero beta model* diasumsikan bahwa pada beta bernilai nol, *return* sekuritas tidak sama dengan *risk free rate return*, tetapi sebesar R_{Zt} . Dengan mengubah R_{BRt} dengan R_{Zt} , maka CAPM menjadi *zero*

beta model sebagai berikut:

$$R_{i,t} = R_{z,t} + \beta_{i,t} (R_m - R_{z,t}) + e_{i,t}$$

$$(R_{i,t} - R_{z,t}) = \beta_{i,t} (R_m - R_{z,t}) + e_{i,t}$$

Meregresikan $(R_{i,t} - R_{z,t})$ sebagai variabel dependen dan $\beta_{i,t}$ sebagai *independent variable*, maka persamaan regresi sebagai berikut :

$$R_{i,t} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} \beta_{i,t} + e_{i,t}$$

d. Model Varian (*variance model*)

Hartono (2018: 90) menjabarkan *variance model* merupakan terusan dari *zero beta nol*. Menggunakan *variance model*, ada pengukuran selain menggunakan beta untuk mengukur sebuah risiko yaitu dengan varian dari sekuritas.

Menambahkan $\beta V_{i,t}$ (beta yang didapatkan dari regresi $R_{i,t}$ sebagai dependen variabel dengan varian *return* sekuritas) pada *zero beta nol*, maka akan muncul persamaan regresi untuk *variance model* sebagai berikut :

$$R_{i,t} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} \beta_{i,t} + \gamma_{2t} \beta V_{i,t} + e_{i,t}$$

e. Model Indeks Jamaak (*multi index model*)

Multi index model adalah perkembangan dari *single index model* (model indeks tunggal) yang di mana mengganti *return* pasar dengan banyak *return* pasar dari berbagai indeks sebagai berikut (Hartono, 2018: 83) :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} I_{1t} + \alpha_i + \beta_{2i} I_{2t} + \dots + \beta_{ni} I_{nt} + \epsilon_{i,t}$$

3) Model Portofolio Kontrol

Model Kontrol Portofolio (*control portfolio model*) dilakukan dengan cara membentuk portofolio yang berisi sekuritas sedemikian rupa sehingga beta dari portofolio tersebut adalah 1. Beta portofolio adalah rata-rata tertimbang dari semua beta dari masing-masing sekuritas dalam portofolio tersebut. . Pengembalian setiap sekuritas kemudian dihitung dan pengembalian portofolio dapat dihitung dalam bentuk rata-rata tertimbang dari pengembalian masing-masing sekuritas individu. *Abnormal return* portofolio adalah selisih antara *return* portofolio dan *return* pasar

(Hartono, 2018: 91).

B. Model Normal Return

MacKinlay (1997 dalam Hartono, 2018: 71) mengelompokkan model *return* normal menjadi dua kategori yaitu:

1) Model Statistikal (*Statistical Model*)

Hartono (2018: 71) menguraikan tentang model statistikal adalah asumsi yang berkaitan dengan perilaku *return* aktiva dan tidak berbasis pada argumen ekonomi. Untuk model statistikal yang termasuk ke dalam asumsi *return* aktiva yaitu berdistribusi normal multivariat, Independent dan identical (*independently and identically distributed* atau IID) sepanjang waktu yang harus dipenuhi. Model statistikal terdiri dari model sesuaian rerata (*mean adjusted model*), model sesuaian pasar (*market adjusted model*) dan model pasar (*market model*).

2) Model Ekonomik (*Economic Model*)

Hartono (2018: 71-72) menjelaskan tentang model ekonomk adalah asumsi yang berkorelasi dengan perilaku investor dan tidak berbasis asumsi statistikal. *Economic model* lebih ditekankan kepada restriksi ekonomik dibandingkan dengan restriksi statistikal. Kategori *economic model* adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

2.1.11.3. Return Tak Normal

Hartono (2018: 94) membahas mengenai *return* tak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* normal (*expected return*). *Abnormal return* perlu dihitung tiap-tiap tanggal (umumnya tiap hari) di periode jendela untuk masing-masing sekuritas. *Abnormal return* perlu dihitung tiap-tiap tanggal (umumnya tiap hari) di periode jendela untuk masing-masing sekuritas. *Abnormal return* untuk masing-masing sekuritas ini kemudian perlu direrata secara *cross-sectional* untuk didapatkan rerata *abnormal return* untuk tiap-tiap tanggal di periode jendela. Kadang kala rerata *abnormal return* ini perlu diakumulasi sepanjang periode jendela untuk mengetahui total tambahan kekayaan (*wealth*) akibat dari peristiwa yang terjadi.

Kadang kala akumulasi dilakukan di periode sebelum tanggal peristiwa dan setelah tanggal peristiwa. Kedua akumulasi inikemudian dapat dibandingkan untuk menguji perubahan kekayaan (*wealth*) sebelum dan sesudahnya terjadinya peristiwa sepanjang jendela peristiwa. *Event study* menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *return* kelebihan (*excess return*) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *expected return*. *Expected return* merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). *Actual return* merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$. *Actual return* banyak juga dihitung dengan logaritma *return* relatif yaitu $\text{Log}((P_{i,t} / P_{i,t-1}) + 1)$. *Abnormal return* adalah selisih antara *actual return* yang terjadi dengan *return* ekspektasi yang dapat dihitung sebagai berikut (Hartono, 2018: 94-95) :

$$\mathbf{RTN}_{i,t} = \mathbf{R}_{i,t} - \mathbf{E}(\mathbf{R}_{i,t})$$

Di mana:

$\mathbf{RTN}_{i,t}$ = *Abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$\mathbf{R}_{i,t}$ = *Actual return* yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$\mathbf{E}(\mathbf{R}_{i,t})$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

1 Rerata *Return* Tak normal

Pengujian adanya *abnormal return* umumnya tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rerata *return* tak normal seluruh sekuritas secara *cross-sectional* untuk tiap-tiap hari di perioda peristiwa. Rerata *return* tak normal (*average abnormal return*) untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rerata aritmetika sebagai berikut (Hartono, 2018: 96) :

$$\mathbf{RRTN}_t = \frac{\sum_{i=1}^N \mathbf{RTN}_{i,t}}{N}$$

Di mana : \mathbf{RRTN}_t = rerata *return* tak normal (*average abnormal return*) pada hari ke-t.

$\mathbf{RTN}_{i,t}$ = *return* tak normal (*abnormal return*) untuk sekuritas ke-i pada

hari ke-t.

N = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

2 Akumulasi Return Tak normal

Hartono (2018: 98-99) menjabarkan beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *abnormal return*. Akumulasi *return tak normal* (ARTN) atau *cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan *return tak normal* hari sebelumnya di dalam perioda peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$\text{ARTN}(t_1, t_p) = \sum_{t=t_1}^{t_p} \text{RTN}_{i,t}$$

Keterangan :

$\text{ARTN}(t_1, t_p)$ = akumulasi *return tak normal* (*cumulative abnormal return*) sekuritas ke-i pada hari ke-t yang diakumulasi dari *return tak normal* (RTN) sekuritas ke-i mulai hari awal perioda peristiwa (t_1) sampai hari ke- t_p .

$\text{RTN}_{i,t}$ = *return tak normal* (*abnormal return*) untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t.

Jika terdapat N buah sekuritas, maka rerata akumulasi *return tak normal* (RARTN) atau *average cumulative abnormal return* (ACAR) atau ada yang menyebutnya sebagai *cumulative average abnormal return* (CAAR) dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{RARTN}(t_1, t_p) = \frac{\sum_{i=1}^N \text{ARTN}(t_1, t_p)_i}{N}$$

Di mana:

$\text{RARTN}(t_1, t_p)$ = rerata akumulasi *return tak normal* (*average cumulative abnormal return*) dari hari ke- t_1 sampai dengan hari ke- t_p .

$\text{ARTN}(t_1, t_p)_i$ = akumulasi *return tak normal* (*cumulative abnormal return*) sekuritas ke-i dari hari ke- t_1 sampai dengan hari ke- t_p .

N = jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa.

Rerata akumulasi *return* tak normal (RARTN) dapat juga dihitung dengan mengakumulasi rerata *return* tak normal untuk hari-hari sebelumnya. Jika rerata *return* tak normal hari ke- t adalah $ARTN_t$, maka rerata akumulasi *return* tak normal periode tak normal hari ke- t_p ($RARTN(t_1, t_p)$) dapat dihitung sebesar:

$$RARTN(t_1, t_p) = \sum_{t=t_1}^{t_p} RRTN_t$$

Di mana :

$RARTN(t_1, t_p)$ = *average cumulative abnormal return* dari hari ke- t_1 sampai dengan hari ke- t_p .

$RRTN_t$ = rerata *return* tak normal (*average cumulative abnormal return*) hari ke- t

2.1.12. Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) adalah suatu pendekatan metodologikal yang sudah banyak digunakan dan penting di beberapa penelitian keuangan, ekonomi, akuntansi, pemasaran, politik, sistem informasi dan penelitian sosial lainnya. *Event study* diaplikasikan untuk menguji reaksi pasar di mana reaksi pasar yang dimaksud ialah reaksi pasar modal dari peristiwa atau pengumuman (Hartono, 2018: 3).

Event study diperkenalkan pertama kali pada penelitian Dolley (1933 dalam Hartono, 2018: 6-7) yang membahas mengenai *stock split* yang dilakukan lima perusahaan dari tahun 1921-1931 mendapatkan bukti bahwa harga saham bereaksi positif karena adanya peristiwa *stock split*. Selanjutnya *event study* banyak digunakan oleh peneliti lainnya seperti Ball dan Brown (1968), Beaver (1968) dan Fama *et al.* (1969). Studi peristiwa (*event study*) atau analisis *residual* (*residual analysis*) atau pengujian indeks kinerja tak normal (*abnormal performance index test*) atau pengujian reaksi pasar (*market reaction test*). Bowman (1983 dalam Hartono, 2018: 4) mengemukakan *event study* sebagai studi yang melibatkan analisis perilaku harga sekuritas di sekitar waktu peristiwa atau pengumuman.

Event study sudah banyak digunakan di beberapa penelitian maka dari itu banyak alasan mengapa studi peristiwa banyak dilakukan untuk alasan 1) untuk menganalisis pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan, 2) untuk mengukur pengaruh peristiwa secara langsung terhadap harga saham perusahaan

pada saat terjadi sebuah peristiwa karena harga saham akan tersedia pada saat peristiwa terjadi dan 3) data atau informasi penelitian mudah didapatkan (Hartono, 2018: 5-6).

2.1.12.1. Tipe Event Study

1. Kandung Informasi (*Information Content*)

Peristiwa atau informasi mengenai pengumuman suatu peristiwa, jika di dalamnya mengandung sebuah informasi, maka pasar modal akan merespons dengan menimbulkan *abnormal return* (Hartono, 2018: 7).

2. Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)

Market efficiency adalah terusan dari *information content*. *Market efficiency* melanjutkan yang dilakukan kandungan informasi dengan menguji kecepatan reaksi pasar. Karena pasar yang efisiensi itu ialah pasar yang merespons dengan cepat dan penuh bila ada suatu peristiwa (Hartono, 2018: 8).

3. Evaluasi Model (*Model Evaluation*)

Hartono (2018: 8) menjelaskan penelitian yang mengevaluasi model-model yang digunakan di studi peristiwa untuk menentukan model mana yang paling sesuai untuk kondisi khusus.

4. Penjelasan Metrik (*Metric Explanation*)

Penjelasan metrik adalah untuk menjelaskan penyebab reaksi pasar lebih lanjut. Penelitian ini menggunakan *return* tak normal sebagai dependen variabel dan variabel-variabel penyebab, misalnya karakteristik perusahaan sebagai variabel-variabel dependen untuk menjelaskan terjadinya *return* tak normal tersebut. Salah satu aplikasi dari penelitian kategori ini adalah penelitian ERC (*earnings response coefficient*) (Hartono, 2018: 9).

2.1.13. Pengujian Statistik

Return tak normal di periode jendela perlu di uji signifikansinya secara statistik. Terdapat dua kelompok pengujian secara statistik, yaitu pengujian para metrik (*parametric test*) dan pengujian non para metrik (*nonparametric test*).

Pengujian statistik ini dilakukan untuk menguji keberadaan *return* tak normal (*abnormal return*) di sepanjang jendela pengamatan.

2.2. Review Penelitian Terdahulu

Review penelitian terdahulu adalah kumpulan-kumpulan hasil penelitian yang sebelumnya sudah dilakukan oleh para peneliti terdahulu yang saling berhubungan dan mempunyai kaitan dengan penelitian yang akan dilakukan. Merger dan akuisisi (M&A) telah mendapat pengakuan global sebagai langkah strategis di sektor korporasi selama beberapa dekade terakhir. Strategi-strategi ini telah berhasil diadopsi oleh banyak organisasi nasional dan multinasional. Transaksi ini telah membawa perkembangan yang signifikan di berbagai sektor di dunia (Rahman *et al.*, 2018). Pengaruh pengumuman merger dan akuisisi (M&A) perusahaan terhadap reaksi pasar saham perusahaan telah banyak yang meneliti di berbagai negara dengan mengacu pada sektor keuangan yang membahas sub sektor perbankan. Sejumlah besar studi empiris dikhususkan untuk menguji dampak M&A pada bank di era sebelum dan sesudah peristiwa (Mall dan Gupta, 2019). Berikut adalah beberapa hasil penelitian yang sudah dilakukan sebagai berikut :

Penelitian yang dilakukan Alger (2015), untuk meneliti merger dan akuisisi dari 2006 hingga 2010 di industri keuangan Filipina dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan menggunakan kedua pengembalian aset dan pengembalian abnormal atas aset yang diadopsi dari kerangka (1968), ada pun metode pengujiannya adalah uji t berpasangan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa menggunakan *return on assets* (ROA), kinerja keuangan akan menurun signifikan setelah merger. Namun, peneliti tidak menemukan perubahan signifikan dalam pengembalian abnormal atas aset sebuah dan sesudah aktivitas merger. Ini mungkin menunjukkan bahwa penurunan pengembalian aset disebabkan oleh pergerakan pasar bukan oleh kegiatan penggabungan.

Tujuan penelitian dari Patel dan Shah (2016), untuk mencoba menyelidiki kinerja pengembalian risiko saham bank-bank hasil merger selama periode *pra* dan pasca merger dengan pembahasan penelitian mengenai Merger dan Akuisisi: Analisis sebelum dan sesudah risiko pengembalian pada sektor perbankan di India. Para peneliti terutama mempertimbangkan enam bank terpadu sebagai sampel penyelidikan ini yang digabungkan antara periode 2004 hingga 2010. Bank-bank

yang dipilih ini adalah *Oriental Bank of Commerce*, *Federal Bank*, *bank IDBI*, *Bank Luar Negeri India*, *bank HDFC* dan *bank ICICI*. Data dianalisis dengan bantuan metodologi *event study* menggunakan jendela waktu 80 hari (-40 hari sebelum dan +40 hari sesudah). Setelah penilaian rinci, peneliti menemukan bahwa bank HDFC memiliki peningkatan risiko tidak sistematis tertinggi dan bank IDBI memiliki penurunan risiko tidak sistematis maksimum. IDBI juga memiliki risiko sistematis terendah sedangkan Federal Bank memiliki risiko sistematis maksimum. Pengembalian risiko saham campuran secara keseluruhan diamati, karena dua bank mengungkapkan pengembalian saham positif, tiga bank memiliki pengembalian saham negatif dan satu bank sampel memiliki pengembalian rata-rata.

Kumar *et al.* (2016) memaparkan penelitian berjudul penciptaan kekayaan dalam merger perbankan terbesar: Analisis empiris ini untuk mengukur perubahan yang terjadi pada perilaku kekayaan saham akibat pengumuman merger pada bank-bank yang melakukan merger. Peneliti mempertimbangkan sampel 32 pengakuisisi dan 9 bank target dalam penelitian ini yang peristiwa penggabungannya dilakukan dari periode 1997 hingga 2013. Mereka telah menerapkan metodologi studi Peristiwa dan menyelidiki data dengan bantuan analisis pengembalian *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Hasil yang dihasilkan menunjukkan bahwa bank target berkinerja baik untuk meningkatkan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Pengumuman tersebut menjadi bermanfaat bagi bank sasaran karena pengumuman ini memberikan nilai yang signifikan. Namun, pengumuman yang mengindikasikan dampak negatif pengumuman merger terhadap kekayaan saham. Jadi, berdasarkan penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa hanya bank sasaran yang menikmati manfaat sinergi merger dalam hal penciptaan kekayaan.

Penelitian yang dilakukan Rahman *et al.* (2018), yang meneliti eksplorasi pengaruh merger dan akuisisi terhadap perilaku harga saham sektor perbankan di Pakistan dengan menggunakan analisis *event study* untuk periode 2002-2012. Metode studi pasar digunakan untuk menghitung *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* untuk menganalisis efek sebelum dan sesudah peristiwa dari fenomena tersebut terhadap harga saham. Jumlah merger dan akuisisi yang terjadi antara tahun 1995-2011 adalah sekitar 121, di sektor keuangan dilaporkan ada 57 peristiwa dari tahun 2002-2012. Sampel penelitian ini hanya 11 peristiwa

dikarenakan adanya kriteria yang ditentukan. Data yang digunakan berupa data sekunder seperti harga saham bank, laporan keuangan, bursa efek, dan perekaan bisnis. Estimasi waktu yang ditentukan selama 91 hari yaitu 45 hari sebelum pengumuman, 1 hari peristiwa, dan 45 hari setelah pengumuman. Hasilnya pengungkapan pengamatan yang beragam dari aktivitas merger dan akuisisi pada kinerja harga saham dengan AR negatif untuk tujuh peristiwa dari 11 peristiwa dan CAR terdapat delapan peristiwa negatif dari sebelas peristiwa setelah terjadi pengumuman merger dan akuisisi (M&A).

Tujuan penelitian dari Kalsie dan Arora (2018), meninjau dampak pengumuman M&A pada harga saham baik untuk bank pengakuisisi dan bank target. Penelitian ini mengenai “Analisis Transaksi Merger dan Akuisisi Bank Besar India: Studi Berbasis Peristiwa”. Enam besar kesepakatan konsolidasi, yaitu: merger antara OBC dengan *Global Trust Bank*, IDBI dengan bank IDBI, IDBI dengan *United Western Bank*, HDFC Bank dengan *Centurion Bank of Punjab*, ICICI Bank dengan *Bank of Rajasthan* dan *Kotak Mahindra Bank* dengan *ING Vysya Bank*. Periode penelitian ini dari 2004 hingga 2014. Penelitian ini menganalisis pergerakan saham 10 hari sebelum tanggal pengumuman M&A dan 10 hari setelah tanggal pengumuman M&A untuk mengukur pengaruh keputusan merger terhadap pergerakan harga saham dengan mengadopsi model *market* dan *market adjusted model* dan juga menggunakan analisis regresi untuk mengidentifikasi hubungan antara pengembalian pasar & pengembalian aktual saham. Rata-rata abnormal *return* ditemukan luar biasa selama 10 hari sebelum *take over* dan 6 hari setelah *take over period*. Sementara hanya 10 hari sebelum pengumuman M&A, rata-rata kumulatif *abnormal return* yang signifikan terlihat. Studi ini menunjukkan bahwa dalam kasus merger dan akuisisi, sekitar hari deklarasi keputusan pengikatan baik bank yang mengakuisisi dan target kehilangan nilai entitasnya. Jadi secara keseluruhan, penelitian ini menggambarkan bahwa semua entitas yang menggabungkan diri gagal menikmati manfaat sinergi dari pengumuman konsolidasi.

Mall dan Gupta (2019), meneliti pengujian dampak penggunaan merger dan akuisisi selama tahun 2000-2018 terhadap *return* saham volatilitas *intraday* bank yang terdaftar di *National Stock Exchange* di India. Sampel dari 383 peristiwa

merger dan akuisisi telah di analisis dengan bantuan metodologi studi peristiwa. Membahas tentang *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi (M&A). Penelitian ini menggunakan metode *event study* dengan jendela waktu 21 hari di mana -10 hari sebelum pengumuman, 0 hari pada saat pengumuman dan +10 hari setelah pengumuman. Temuan menunjukkan bahwa konsolidasi di sektor perbankan India ke pengembalian abnormal rata-rata positif dengan penciptaan kekayaan bagi pemegang saham bank pengakuisisi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa merger dan akuisisi di sektor perbankan menyebabkan lonjakan volatilitas yang melengkung di sekitar tanggal pengumuman, yang menyiratkan bahwa pengungkapan peristiwa restrukturisasi disektor perbankan mempengaruhi variabilitas pengembalian.

Penelitian yang dilakukan Muttalib *et al.* (2019), meneliti evaluasi kinerja bank menggunakan data yang dikumpulkan dari sembilan bank melalui strategi merger dan akuisisi dengan bantuan dari yang paling tidak biasa model persegi. Penelitian ini menggunakan studi potong lintang dengan menggunakan data sekunder dari bank- bank yang terdaftar dibursa efek Pakistan, hubungan variabel di analisis menggunakan ROA dan *Tobbin Q*. Populasi dan sampel penelitian terdiri dari semua bank yang menggunakan strategi merger dan akuisisi di Pakistan. Hasil penelitian menunjukkan hubungan operasi yang signifikan kinerja tetapi tidak signifikan hubungannya dengan kinerja pasar.

Tujuan penelitian yang dilakukan Kumara *et al.* (2019), dalam karya penelitiannya Studi Kajian Dampak Pengumuman Merger Bank Sebelum dan Pasca Merger Bank terhadap Pergerakan Harga Saham yang difokuskan untuk mengetahui pergerakan harga saham atas pencanangan urusan merger bank dan dampaknya. Periode penelitian 2010 hingga 2018 dan penelitian ini ada empat kasus merger besar (ikatan antara ICICI Bank dengan *Bank Rajasthan*, *Bank Kotak Mahindra* dengan *ING Vysya Bank*, SBI dengan lima bank asosiasinya dan *Bank of Baroda* dengan *Dena Bank dan Vijaya Bank*). Semua data yang diperlukan dikumpulkan dari siaran pers RBI, NSE SENSEX, dll. Jendela waktu yang di gunakan selama -7 hari sebelum peristiwa dan +7 hari setelah periode peristiwa dan tanggal pernyataan merger ditetapkan sebagai tanggal peristiwa. Dalam penelitian

ini, data yang dianalisis dengan mengadopsi metodologi *event study* untuk mengetahui hasil investigasi yang signifikan. Laporan yang ditafsirkan dalam kasus konsolidasi Bank ICICI, mengungkapkan bahwa pada hari pengumuman koefisien positif diamati dan 7 hari sebelum dan 7 hari setelah yaitu pada periode sebelum dan sesudah pengikatan, rata-rata harga saham meningkat tetapi pada saat itu dari pengujian hipotesis, hasil menunjukkan tidak ada perubahan signifikan pada harga saham selama sebelum dan sesudah peristiwa merger. Untuk kasus *Bank Kotak Mahindra*, hasil investigasi menunjukkan bahwa pada *pra* & pasca konsolidasi, rata-rata tren kenaikan harga saham sebesar 2%. Namun kemudian pada laporan pengujian hipotesis menunjukkan bahwa tidak ada perubahan signifikan yang diamati pada harga saham sebagai akibat dari peristiwa pengumuman merger. Perusahaan SBI dan 5 bank asosiasinya juga gagal untuk mencerminkan perbedaan yang signifikan pada harga saham dari bank yang mengakuisisi tersebut baik pada periode *event pre merger* dan *post merger*. Sama seperti, tidak ada perubahan luar biasa yang ditandai pada pergerakan harga saham. Kesepakatan merger *Bank Baroda* dalam periode peristiwa *pra* merger dan periode peristiwa pasca-penggabungan dari bank yang mengakuisisi tersebut. Secara keseluruhan, studi penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak banyak pengaruh keputusan konsolidasi terhadap harga saham bank yang mengakuisisi.

Sonenshine (2019) meneliti kesenjangan antara penyebab merger dengan alasan yang mengarah pada penawaran tertinggi, dengan memeriksa penampang besar, merger global di sebagian besar industri percobaan terjadi selama periode 17 tahun. Penelitian ini mencakup 5679 merger di 39 industri dengan nilai transaksi lebih besar dari \$1 miliar dari tahun 2000 hingga 2016. Data diperoleh dari Thomson Reuters Basis Data Merger dan Akuisisi. Hasil dari penelitian ini adalah gelombang merger selama periode ini disebabkan oleh perubahan kondisi ekonomi dan peraturan. Namun, alasan rasional kesalahan penetapan harga lebih sering mengarah pada pembayaran penawar yang lebih tinggi atau premi merger di antara pengakuisisi dalam gelombang merger.

Penelitian yang dilakukan oleh Fitriiningrum *et al.* (2020), yang membahas mengenai dampak akuisisi pada struktur arus kas peserta lelang (kasus akuisisi PT Central Sentosa Finance oleh PT Bank Central Asia). Metode kuantitatif digunakan

untuk menguji hubungan pengaruh akuisisi dan efisiensi biaya dan untuk menguji hubungan antara variabel dependen dan independen dengan menggunakan alat statistik yaitu uji-t dua sampel. Pengujian ini untuk mengukur struktur keuangan sebelum dan sesudah terjadi akuisisi, periode penelitian dipilih antara tahun 2011-2017. Temuan ini menunjukkan hasil uji t dua sampel dengan alfa 5%, menunjukkan respons positif dengan hasil CAR meningkat dari 0,127 menjadi 0,231 selama periode penelitian. Sedangkan pada periode akuisisi perubahan CAR relatif rendah, hal ini tetap menunjukkan respons positif untuk akuisisi. Pengujian ini terlihat dari hasil abnormal *return* pasca pengumuman serta rasio CAR pada periode akuisisi dengan rentang waktu (-7, +7) menunjukkan hasil -12% menjadi 1,53%, periode selanjutnya dengan rentang waktu (-14, +14) adanya peningkatan sebesar 6,08%, dan pengujian dengan rentang waktu (-30, +30) dengan hasil peningkatan dari -5,73% menjadi 2,55% atau sekitar 8,28%. Akuisisi menimbulkan dampak yang positif terhadap BCA setelah pengumuman akuisisi.

Tujuan penelitian dari Vijayavargiya (2020), meneliti dampak merger dan akuisisi pada saat pengumuman pengembalian saham bank pengakuisisi yang terdaftar dibursa efek nasional India. Terdiri dari empat bank besar yang melakukan merger di tahun 2019. Metode penelitian yang digunakan adalah *event study* pada jendela hari ke 11, hari ke 21 dan hari ke 61, yaitu -5 hingga +5 hari pengembalian saham, -10 hingga +10 hari pengembalian saham dan -30 hingga +30 hari pengembalian saham masing-masing. Pengembalian pemegang saham dari bank yang mengakuisisi dan pengembalian abnormal karena pengumuman merger dan akuisisi telah diperiksa. Hasil dari penelitian ini adalah pengumuman merger dan akuisisi di sektor perbankan di India menyebabkan harga *downgrade* untuk bank pengakuisisi meskipun polanya tidak konsisten.

Koo *et al.* (2020) melakukan pengujian dampak pengumuman akuisisi terhadap reaksi pasar serta aliansi pengakuisisi mitra. Penelitian ini menggunakan studi peristiwa dari 347 aliansi yang terkait dengan 150 akuisisi yang dilakukan oleh 54 perusahaan keuangan non- publik Jepang, diumumkan dari 1 Januari 1995 hingga 31 Desember 2012. Hasil dari penelitian ini adalah adanya penemuan bahwa pengumuman akuisisi memicu penilaian pasar menjadi negatif dari mitra aliansi. Selain itu, pengalaman aliansi masa lalu mengurangi dampak negatif dari

pengumuman akuisisi. Kemudian jenis aliansi non horizontal dan nilai kesepakatan akuisisi meningkatkan dampak negatif.

Penelitian yang dilakukan Upadhyay dan Kurmi (2020), memperlihatkan reaksi pasar saham terhadap peristiwa merger yang mempengaruhi kekayaan para pemegang saham perusahaan yang terlibat dengan menggunakan *abnormal return* saham sebagai indikator penentu dan perbedaan *abnormal return* sebelum pengumuman dan setelah pengumuman merger. Metode yang digunakan ialah *event study* dengan jendela waktu 41 hari (-20 hari sebelum pengumuman merger, 1 hari kejadian, dan + 20 hari setelah pengumuman merger) yang dilakukan oleh Bank India efektif 1 April 2020 yaitu *Punjab National Bank, Canara Bank, Union Bank of India, dan Indian Bank* yang tercatat dalam *National Stock Exchanged*. Hasil penelitian ini menunjukkan reaksi negatif sebelum pengumuman tetapi setelah pengumuman investor merespons positif pasar. Merger yang dilakukan membuat investor dapat memperoleh pengembalian yang signifikan.

Tujuan penelitian dari Kim *et al.* (2020) membahas mengenai pengaruh wabah penyakit *epidemic makroskopik* dan *infeksius* terhadap kinerja keuangan industri restoran. Data yang dianalisis pada penelitian ini berupa sembilan kejadian pada empat wabah penyakit *epidemic* selama 2004 sampai 2016. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi peristiwa dan *Uji Mann-Whitney U* yang digunakan untuk memperkirakan pengaruh tiga karakteristik perusahaan (keandalan merek, Efek iklan, dan jenis layanan) pada nilai perusahaan. Untuk memperkirakan *abnormal return* (AR) dan kumulatif *abnormal return* (CAR) dikumpulkan dengan CSRP. Data yang hasil dari penelitian ini adalah adanya pengaruh negatif dari wabah penyakit epidemi pada industri restoran, dan mengidentifikasi semua tiga karakteristik perusahaan berfungsi sebagai faktor mitigasi risiko.

Maneenop dan Kotcharin (2020) menerangkan dampak jangka pendek dari wabah novel *coronavirus* (Covid-19) 2019 pada 53 negara yang terdaftar perusahaan penerbangan di seluruh dunia dengan menggunakan metodologi *event study*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham maskapai pengembalian menurun lebih signifikan daripada pengembalian pasar setelah tiga pengumuman Covid-19 utama dibuat. Secara keseluruhan, investor bereaksi berbeda selama tiga

peristiwa yang dipilih. Reaksi berlebihan yang paling kuat dicatat dalam periode pasca acara pengumuman resmi Organisasi Kesehatan Dunia dan Presiden Trump. Selain itu temuan mengkonfirmasi bahwa pedagang di negara-negara Barat lebih responsif terhadap informasi terbaru daripada yang lainnya.

Penelitian yang dilakukan Bessler *et al.* (2020) untuk meneliti reaksi pasar saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi untuk perusahaan di Eropa dan berkontribusi pada literatur dengan memberikan bukti empiris bagaimana keputusan sehubungan dengan sumber pembiayaan alternatif (ekuitas atau utang) dan metode pembayaran (tunai atau saham) mempengaruhi besarnya efek penilaian. Penelitian ini menggunakan studi peristiwa diterapkan pada 717 transaksi merger dan akuisisi. Analisis ukuran pengembalian abnormal kumulatif menggunakan sumber pembiayaan dan metode pembayaran lainnya variabel sebagai determinan yang relevan. Hasil dari penelitian ini adalah abnormal kumulatif menunjukkan bahwa pemegang saham target dan pemegang saham penawar di kesepakatan pribadi mendapat manfaat dari merger dan akuisisi. Efek yang ditemukan berpusat di sekitar tanggal pengumuman, membuat hasil penelitian konsisten dengan efisiensi pasar. Transaksi yang dibiayai dengan hutang mengungguli transaksi yang dibiayai ekuitas dan merger serta akuisisi yang dibayar tunai, merger dan akuisisi yang dibayar saham karena informasi asimetri serta sinyal dan efek agensi.

Tujuan penelitian dari Cho *et al.* (2020) untuk meneliti apakah tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) perusahaan target menciptakan nilai kinerja bagi pemegang saham. Data diperoleh dari Thomson Securities Data Com-data Base Penggabungan dan Akuisisi Platinum (SDC) dari 1993 hingga 2016. Skor CSR diperoleh dari KLD, yang mencakup sekitar 80 peringkat kekuatan dan perhatian di tujuh kualitas sosial utama. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CSR per-kinerja yang lebih kuat dari perusahaan pengakuisisi menghasilkan premi yang lebih tinggi untuk pemegang saham sasaran. Selain itu, efek penilaian positif CSR lebih pro- diumumkan ketika pengakuisisi yang diatur dengan baik melakukan pengambilalihan.

Famarzi dan Bhattacharya (2021) meneliti efek dari program loyalitas pada perilaku konsumen dengan kinerja perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk

mengetahui apakah pengenalan program loyalitas mempengaruhi nilai perusahaan, yang mana diukur dengan *return* saham yang tidak normal. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi peristiwa dari 260 pengumuman yang mencakup 110 perusahaan di Amerika Serikat di berbagai industri selama 18 tahun dari tahun 2000 hingga 2017. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa arsip ekstensif di basis data berita dan artikel aktiva dan situs web perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah adanya kontingensi termasuk sinergi dengan aset berbasis pasar pelengkap dan kondisi pasar yang lebih rendah ketidakpastian dalam menentukan nilai program loyalitas.

Penelitian yang dilakukan Naidu *et al.* (2021) menjelaskan pengaruh ketakutan virus *corona* pada kinerja pengembalian saham Australia melalui studi peristiwa. Penelitian ini menggunakan metode studi peristiwa dengan sampel 478 perusahaan yang terdaftar di *Australian Securities Exchange* mulai pada 24 Februari 2020. Hasil dari penelitian menjelaskan bahwa ketakutan akan virus *corona* secara signifikan dan merugikan mempengaruhi pengembalian banyak sektor, saham kecil, menengah, dan besar, dan ketakutan terhadap virus *corona* adalah sumber arus balik dipasar saham Australia.

Tujuan penelitian dari Shahzad *et al.* (2021) meneliti dampak wabah penyakit epidemi pada *return saham* diamati melalui rata-rata kumulatif *abnormal return* (CAAR)) untuk bank-bank yang terdaftar di Pakistan dari 2011 hingga 2020. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi peristiwa yang dilaksanakan pada lima hari sebelum dan sepuluh hari setelah peristiwa setiap kejadian penyakit yang naik turun. Hasil dari penelitian ini adalah tidak ada penyakit epidemi yang keluar dari *break* secara signifikan menentukan CAAR untuk semua bank yang terdaftar, kecuali Covid-19 dan demam berdarah selama kejadian. Di sana tampak negatif dan signifikan dari Covid-19 pada pengembalian saham semua bank di Pakistan dari acara hari ke hari delapan kecuali ketujuh. Lebih khusus Covid-19 ditemukan untuk menjadi indikator yang signifikan untuk pengembalian bank swasta. Namun dalam kasus bank publik, hanya wabah HIV kasus memiliki dampak signifikan dan positif pada CAAR di hari kejadian.

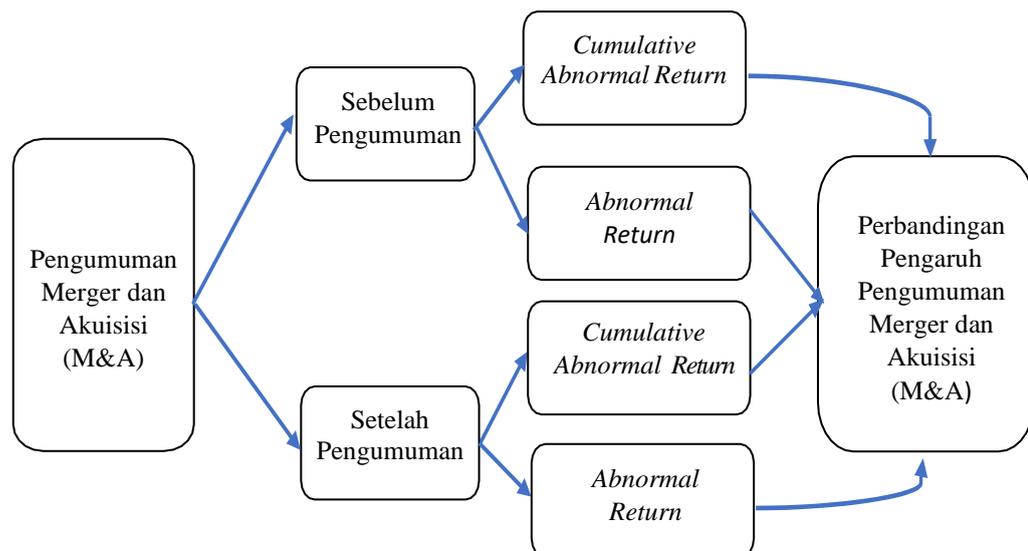
Ullah *et al.* (2021) memaparkan penjelasan rinci tentang prosedur langkah demi langkah untuk menerapkan metodologi studi peristiwa di STATA,

menggunakan pengumuman kematian terkait Covid-19 dari Amerika Serikat, Prancis, Spanyol, Italia, Cina, dan Amerika Serikat Kerajaan. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini data studi peristiwa. Hasil dari penelitian ini menjelaskan bahwa *event study method* (ESM) dapat digunakan untuk memodelkan perilaku investasi dan sentimen seputar kejadian,. Pengambilan saham sebelum dan sesudah pengumuman adalah dihitung untuk membuat penilaian tentang signifikansi ekonomi dari suatu peristiwa. Dalam penelitian ini juga dijelaskan perintah STATA yang dapat digunakan oleh peneliti saat melaksanakan *event* metodologi studi.

2.3. Kerangka Konseptual Penelitian

2.3.1. Kerangka Fikir

Berdasarkan uraian di atas mengenai merger dan akuisisi (M&A), maka kerangka fikir penelitian dalam penelitian ini secara ringkas dapat dilihat di Gambar 2.2 sebagai berikut :



Sumber : Data diolah, 2022

Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran

Informasi atau berita tentang terjadinya sebuah peristiwa/kejadian mengenai merger dan akuisisi (M&A) merupakan hal yang begitu menggemparkan dunia industri terutama bagi para calon investor, karena adanya pengumuman merger dan akuisisi dapat mempengaruhi minat investor dalam menginvestasikan dananya terhadap perusahaan tersebut yang menimbulkan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Peristiwa/kejadian merger dan akuisisi (M&A) dapat diolah dengan menggunakan metode *event study* yang di mana dapat mengukur pengaruh pergerakan harga saham baik sebelum terjadi pengumuman merger dan akuisisi (M&A) maupun setelah adanya pengumuman merger dan akuisisi (M&A) yang peneliti dapat melihat pergerakan harga saham mengalami kenaikan atau penurunan. Pengumuman merger dan akuisisi (M&A) dapat mempengaruhi kinerja perusahaan yang dilakukan dengan menganalisis *return* saham terhadap kinerja pasar secara keseluruhan. *Event study* menganalisis *return* tak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman merger dan akuisisi (M&A). Selain menggunakan *return* tak normal (*abnormal return*) beberapa penelitian mengenai *event study* juga menggunakan akumulasi *return* tak normal (*cumulative abnormal return*) yang merupakan jumlah dari seluruh tingkat *abnormal return* di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Dengan melakukan perbandingan *cumulative abnormal return* saham dalam periode sebelum dan sesudah peristiwa, dapat mengetahui dampak sebuah peristiwa pada harga saham dalam suatu periode. Jika peristiwa tersebut memberikan dampak yang positif maka *cumulative abnormal return* saham akan mengalami kenaikan setelah terjadinya peristiwa sebaliknya jika peristiwa tersebut memberikan dampak negatif maka *cumulative abnormal return* saham akan mengalami penurunan setelah terjadinya peristiwa. Oleh karena itu, peneliti memakai kerangka pikir seperti gambar 2.2 di atas yaitu bahwa pengumuman merger dan akuisisi (M&A) perusahaan berpengaruh terhadap *abnormal return* saham dan pengumuman merger dan akuisisi (M&A) perusahaan berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* saham yang kemudian akan di lihat perbandingan antara *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah terjadinya merger dan akuisisi (M&A)

2.3.2. Hipotesis atau Proposisi

Hipotesis merupakan pendapat atau kesimpulan yang sifatnya sementara. Hipotesis diuji kebenarannya melalui analisa dan penelitian hipotesis bisa menyerupai pengaruh positif maupun negatif. Tergantung variabel yang diuji. Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_{10} : Tidak terdapat *abnormal return* saham yang signifikan sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi (M&A) pada perusahaan perbankan di LQ 45 periode di antara 2011 sampai dengan 2021.

H_{1a} : Terdapat *abnormal return* saham yang signifikan sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi (M&A) pada perusahaan perbankan di LQ 45 periode di antara 2011 sampai dengan 2021.

H_{20} : Tidak terdapat *cumulative abnormal return* saham yang signifikan sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi (M&A) pada perusahaan perbankan di LQ 45 periode di antara 2011 sampai dengan 2021.

H_{2a} : Terdapat *cumulative abnormal return* saham yang signifikan sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi (M&A) pada perusahaan perbankan di LQ 45 periode di antara 2011 sampai dengan 2021.