

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *merger* dan Akuisisi

2.1.1 Pengertian *merger* dan Akuisisi

merger dan akuisisi merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan dalam pengembangan usaha. Melalui kegiatan *merger*, seorang pengusaha dengan mudah dan cepat dapat menguasai suatu kegiatan usaha tanpa harus merintis usaha tersebut dari awal serta dapat mengurangi risiko kegagalan usaha. *merger* dan akuisisi merupakan penggabungan usaha dengan karakteristik yang berbeda dan memiliki pengertian maupun istilah sendiri-sendiri.

merger menurut Coyle dalam buku Widjaja (2002) dapat diartikan baik secara luas maupun secara sempit. Dalam pengertian luas, *merger* menunjuk pada segala bentuk pengambilalihan suatu perusahaan oleh perusahaan yang lainnya, pada saat kegiatan usaha dari kedua perusahaan tersebut disatukan. Sedangkan *merger* dalam pengertian yang lebih sempit merujuk pada dua perusahaan yang memiliki ekuitas hampir sama, memutuskan untuk menggabungkan sumber-sumber daya yang dimiliki kedua perusahaan menjadi satu bentuk usaha.

Gaughan (2011) menyebutkan bahwa *merger* adalah kombinasi dari dua perusahaan yang hanya terdapat satu perusahaan yang bertahan dan perusahaan yang *dimerger* keluar dari keberadaan. Pada *merger*, perusahaan pengakuisisi mengambil alih seluruh aset dan *liabilities* dari perusahaan yang *dimerger*. Menurut Wolff (2008) *merger* adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan

yang akan menciptakan bisnis baru secara keseluruhan maupun yang akan melanjutkan kegiatan operasinya dalam satu lini.

Di sisi lain, Adebayo dan Olalekan (2012) mendefinisikan akuisisi ketika perusahaan mengambil alih kepemilikan saham dari perusahaan lain dan biasanya di akhir proses, ada dua entitas atau perusahaan yang terpisah yaitu perusahaan target menjadi divisi atau anak perusahaan dari perusahaan yang mengakuisisi. Menurut PSAK No. 2 tahun 1999, akuisisi adalah penggabungan usaha dengan salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*) dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban atau mengeluarkan saham.

Berdasarkan pengertian *merger* dan akuisisi, Coyle mengatakan bahwa pada prinsipnya *merger* dan akuisisi tidak jauh berbeda. Maka dari itu untuk membedakan *merger* dan akuisisi, terdapat perbedaan pokok yang antara *merger* dan akuisisi terletak pada tiga hal utama (Coyle dalam buku Widjaja, 2002): (1) Ukuran relatif dari masing-masing perusahaan yang melakukan *merger* atau akuisisi., (2) kepemilikan dari usaha yang digabungkan tersebut., dan (3) kontrol manajemen dari usaha yang digabungkan tersebut. Abdul dan Akhtar (2014) juga menyebutkan bahwa perbedaan utama antara *merger* dan akuisis adalah bahwa *merger* merupakan kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, sedangkan akuisisi adalah pengambil alihan.

2.1.2 Macam-macam *merger*

Berdasarkan pada sifatnya, menurut Widjaja (2002) *merger* dapat digolongkan menjadi beberapa tipe :

a. *merger* Konglomerat

Merupakan *merger* dengan perusahaan-perusahaan yang bergabung bukanlah pelaku usaha kompetitor, pelaku usaha konsumen atau pemasok, yang satu terhadap lainnya seperti dalam *merger* horizontal maupun *merger* vertikal. Tipe *merger* konglomerat ini dibedakan lagi dalam beberapa jenis :

- (1) Tipe perluasan geografis yang dapat dipakai guna memperluas pangsa pasar
- (2) Tipe Perluasan Produk yang dilakukan antara sesama produsen dan barang-barang yang mirip atau hampir sejenis tetapi yang bukan kompetitor
- (3) Tipe konglomerat murni (*pure conglomerate merger*) yang merupakan *merger* dan dua perusahaan, gabungan dari perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki pangsa pasar yang hampir jelas ataupun secara fungsional tidak memiliki hubungan ekonomis, seperti kedua tipe di atas.

b. *merger* dalam satu grup

merger ini dibedakan dalam dua tipe yaitu tipe *down stream merger*, yang berarti induk perusahaan *merger* dan masuk ke dalam anak perusahaan, kebalikannya tipe *up stream merger* yang berarti anak perusahaan melebur ke dalam induk perusahaannya.

c. *merger* Horizontal dan *merger* Vertikal

merger horizontal ini terjadi antar kompetitor, sedangkan *merger* vertikal terjadi antara pemasok dengan konsumen atau pelanggannya, bisa juga pabirakan dengan distributornya.

d. *merger* Segitiga (*Triangular merger*)

Merupakan *merger* yang dilakukan dua perusahaan dengan pengalihan asset, hak dan kewajiban dari salah satu perusahaan yang bubar tersebut ke anak perusahaan dan perusahaan yang tetap eksis tersebut.

2.1.3 Macam-macam Akuisisi

Klasifikasi akuisisi berdasarkan pada objek yang diakuisisi (Widjaja, 2002):

1. Akuisisi Saham, merupakan salah satu bentuk akuisisi yang paling umum ditemui dengan cara membeli seluruh maupun sebagian saham yang telah dikeluarkan oleh perseroan maupun dengan atau tanpa melakukan penyeteroran atas sebagian maupun seluruh saham yang belum dan akan dikeluarkan perseroan. Nantinya mengakibatkan penguasaan mayoritas atas saham perseroan oleh perusahaan pengakuisisi yang akan membawa ke arah penguasaan manajemen dan jalannya perseroan.
2. Akuisisi Asset merupakan jual beli (aset) antara pihak pengakuisisi asset (pembeli) dengan pihak yang diakuisisi asetnya (penjual), jika akuisisi dilakukan dengan pembayaran uang tunai. Bisa juga didefinisikan sebagai perjanjian tukar-menukar antara asset yang diakuisisi dengan suatu kebendaan lain milik dan pihak yang melakukan akuisisi, jika akuisisi

tidak dilakukan dengan secara tunai. Apabila yang dipertukarkan dengan aset merupakan saham, maka dikenal dengan nama *assets for share exchange*.

2.1.4 Bentuk-bentuk Akuisisi

Dalam prakteknya menurut Widjaja (2002), akuisisi terbagi menjadi dua bentuk, yaitu:

1. Akuisisi Horizontal

Merupakan akuisisi yang dilakukan oleh suatu perusahaan terhadap kompetitornya

2. Akuisisi Vertikal

Akuisisi yang biasanya dilakukan terhadap pemasok, konsumen, langganan atau distributor dan perusahaan yang mengakuisisi

3. Akuisisi Internal

Merupakan akuisisi yang dilakukan antar perusahaan yang terbuang dalam satu grup

4. Akuisisi Eksternal

Akuisisi yang dilakukan oleh suatu perusahaan terhadap perusahaan lainnya yang bukan satu grup.

Berdasarkan bentuk akuisisi ini, dapat dinyatakan bahwa akuisisi berbeda dengan *merger*. Pada akuisisi, tidak dikenal adanya bentuk yang non fungsional seperti pada bentuk *pure conglomerate merger* kecuali yang dilakukan dalam bentuk akuisisi internal antar grup. Biasanya akuisisi dilakukan oleh suatu

perusahaan terhadap perusahaan lain yang menunjang bidang usaha perusahaan pengakuisisi tersebut.

2.1.5 Alasan-alasan Melakukan *merger* dan Akuisisi

Oladipupo dan Okafor (2011) menjelaskan bahwa meningkatkan kesejahteraan *shareholder* adalah tujuan utama dari pelaksanaan *merger* dan akuisisi. Akan tetapi, masih banyak motivasi yang melatarbelakangi *merger* dan akuisisi:

1. Sinergi, sinergi adalah motivasi utama yaitu dengan menggabungkan nilai kedua perusahaan akan lebih baik daripada satu. Gabungan sinergi menggabungkan biaya dengan mengemas ulang proses identik yang diperoleh dari perusahaan target dan dapat dianggap bahwa organisasi yang digabung dapat melebihi keuntungan perusahaan pengakuisisi sekaligus mengurangi biaya atau meningkatkan pendapatan rata-rata (Shaver, 2006).
2. *Tax benefit*, perusahaan dapat mengurangi pajak ketika melakukan *merger*. Manfaat pajak dapat bertambah di kedua perusahaan dan di tingkat pemegang saham (Auerbach dan Reishus, 1987). Misalnya, perusahaan yang mengakuisisi dapat mengklaim kembali kerugian pendapatan saat digunakan untuk mengimbangi laba kena pajak dari mendapatkan perusahaan target (Ghosh, A 2004) dan pemegang saham dapat mengambil manfaat dengan menerima keuntungan saat menjual saham mereka selama proses penggabungan.

3. Penghematan biaya, Motif penghematan biaya juga mendorong aktivitas *merger* menurut Badik (2007). Sebagai contoh, memiliki strategi produksi yang beragam akan mengurangi biaya operasional. Diversifikasi ini mengarah pada sumber arus kas baru karena *merger* akan dilakukan oleh alam dengan meningkatkan dan memperluas jangkauan produk bank dan layanan yang tersedia bagi pelanggan sebagai pasar yang baru dimasuki.

2.2 Return

Return merupakan hasil yang didapat dari suatu investasi. *Return* dapat dibedakan menjadi *return* realisasian yaitu *return* yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yaitu *return* yang belum terjadi namun diharapkan akan terjadi dimasa mendatang (Jogiyanto, 2015).

Return realisasian (*realized return*) adalah *return* yang telah terjadi. *Return* ini dapat dihitung dengan menggunakan data historis. *Return* realisasian dianggap penting karena dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* ini juga dapat berghuna sebagai penentu untuk *return* ekspektasian dan risiko dimasa yang akan datang.

Return ekspektasian (*return ekspektasian*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa yang akan datang. Berbeda dengan *return* realisasian, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi.

2.3 Abnormal Return

Abnormal return dari suatu sekuritas mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari adanya suatu peristiwa. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal, yang dimaksud

dengan *return* normal disini adalah *return* ekspektasian. Menurut Tandelilin (2010) *abnormal return* merupakan selisih dari *actual return* dengan *expected return* yang dapat terjadi sebelum informasi diterbitkan atau setelah terjadi kebocoran informasi. Jogiyanto (2015) berpendapat bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasian dengan persamaan sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan :

$RTN_{i,t}$ = *return* tak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = *return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Return ekspektasian merupakan *return* yang harus diestimasi. Maka dari itu dengan melakukan penghitungan *abnormal return* ini dapat diketahui tingkat efisiensi pasar. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal ini dalam jangka waktu yang cukup lama. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam mengestimasi *return* ekspektasian dapat menggunakan 3 model estimasi yaitu *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*.

2.3.1 Mengestimasi *Return*

Dalam mengestimasi *return* terdapat tiga cara menurut Brown dan Warner dalam Jogiyanto (2015) yaitu :

1. *mean adjusted* model, model ini berepektasi bahwa *return* pasar bernilai konstan yang dianggap sama dengan rata-rata *return* realisasian sebelumnya selama periode estimasi yaitu periode sebelum terjadinya peristiwa atau jendela peristiwa, dengan persamaan menurut Jogiyanto (2015):

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{t1}^{t2} R_{ij}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

R_{ij} = *return* realisasian sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yaitu t1 sampai t2.

Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa di sini disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

2. *Market* model merupakan model dengan perhitungan *return* ekspektasian melalui dua tahap, yaitu tahap yang pertama adalah membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan tahap yang kedua dengan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasian ketika periode jendela. Model ekspektasi ini dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) menurut Jogiyanto (2015) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i R_{Mj} + e_{ij}$$

Keterangan:

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

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i.

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

R_{Mj} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus $R_{Mj} = (IHSJ - IHSJ_{j-1}) / IHSJ_{j-1}$ dengan IHSJ adalah Indeks Harga Saham Gabungan

e_{ij} = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

3. *Market adjusted* model dapat disebut pula model sesuaian pasar, menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat itu. Model *adjusted market* menganggap bahwa *return* indeks pasar pada saat tersebut adalah penduga yang baik dalam melakukan pengestimasian. Maka dari itu, melalui model ini tidak diperlukan adanya periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi dianggap sama dengan *return* indeks pasar. *Return* tak normal dihitung dengan mengurangi *return* pasar pada hari t ($R_{M,t}$) dari *return* saham, yang ditunjukkan dalam persamaan berikut (Tandelilin, 2010):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *return* tak normal sekuritas i pada hari t.

$R_{i,t}$ = *return* aktual sekuritas i pada hari t.

$R_{M,t}$ = *return* pasar pada hari t.

Dalam penelitian ini digunakan model *adjusted market* dikarenakan tidak diperlukannya penentuan periode estimasi sehingga dapat menghindari bias yang ditimbulkan dari sampel saham yang tidak diperdagangkan setiap hari serta menghindari berbagai *corporate action* yang dilakukan suatu perusahaan. Pertimbangannya karena pasar modal di Indonesia masih berada dalam tahap perkembangan (*emerging market*) serta saat ini banyak perusahaan di Indonesia yang telah melakukan berbagai *corporate action* seperti pembagian dividen, *stock split*, pembelian kembali saham, dan sebagainya.

Lamanya jendela tergantung dari jenis peristiwanya, apabila merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor seperti pengumuman laba dan pengumuman dividen, maka periode jendelanya dapat pendek karena investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya apabila untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor misalnya *merger* maka investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi. Pada umumnya untuk peristiwa seperti *merger*, periode yang dibutuhkan adalah sekitar 71 hari (10 hari sebelum tanggal pengumuman, sehari pada tanggal pengumuman dan 60 hari setelah tanggal pengumuman).

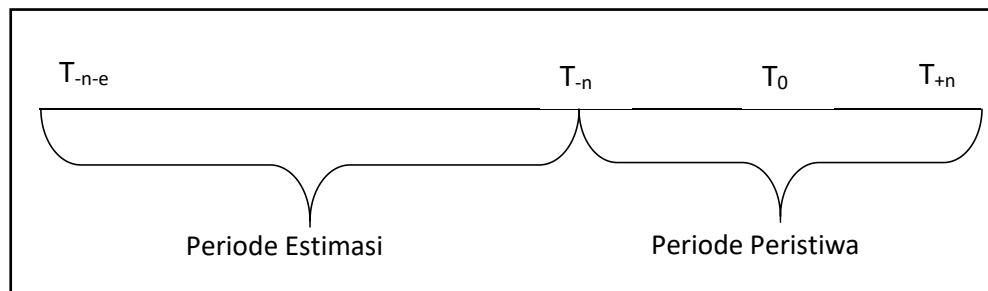
Maka dari itu, penentuan tanggal terjadinya pengumuman *merger* dan akuisisi (*event date*) yang digunakan ($t=0$), yaitu tanggal pengumuman *merger* dan akuisisi melalui *The Indonesia Capital Market Institute*, website Komisi Pengawas Persaingan Usaha, www.kppu.co.id. Periode kejadian (*event date*) yaitu 80 hari bursa yang dihitung mulai dari $t = -40$ sampai $t = +40$. Pertimbangan mengenai lamanya periode pengamatan ini karena minimnya jumlah perusahaan

yang melakukan kegiatan *merger* dan akuisisi selain itu apabila terlalu sedikit periodenya maka kemungkinan terjadinya bias semakin besar sedangkan apabila terlalu lama maka sampel yang terpilih akan semakin sedikit akibat banyaknya *corporate action* yang dilakukan oleh suatu perusahaan.

2.4 Event Study

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2015). *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan digunakan juga untuk menguji pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi digunakan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Apabila pengumuman mengandung suatu informasi, diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar biasanya ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Terdapat beberapa prosedur dalam menggunakan metodologi penelitian menggunakan *event study* (Tandelilin, 2010):

1. Mengidentifikasi bentuk, efek dan waktu peristiwa
2. Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa. Periode estimasi adalah periode yang digunakan untuk meramalkan *expected return* pada periode peristiwa. Periode peristiwa adalah periode di seputar peristiwa yang digunakan untuk menguji perubahan *abnormal return*.



Gambar 1
Rentang waktu studi peristiwa

3. Menentukan metode penyesuaian *return* yang digunakan untuk menghitung *abnormal return*. Terdapat tiga metode yang secara luas dapat digunakan dalam penelitian ini: (1) model-model statistika yaitu *mean adjusted model* dan *market model*. (2) *market adjusted model*, pada model ini tidak diperlukan periode estimasi ketika melakukan perhitungan *abnormal return*. (3) *economic models* dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) dan *arbitrage pricing theory* (APT).
4. Menghitung *abnormal return* di sekitar periode peristiwa (sebelum dan sesudah pengumuman peristiwa terjadi). *Abnormal return* adalah *return* aktual di sekitar periode peristiwa dikurangi *return* harapan atau prediksian pada periode tersebut berdasarkan metode yang ditetapkan pada poin ketiga.
5. Menghitung *average abnormal return* dan *cumulative abnormal return* dalam periode peristiwa. Dalam hal ini terdapat beberapa metode untuk menghitung *abnormal return* di sekitar periode jendela antara lain:
6. Merumuskan hipotesis statis

7. Menguji *average abnormal return* atau *cumulative abnormal return* yang telah dihitung di langkah kelima berbeda dari 0, atau apakah *abnormal return* sebelum peristiwa berbeda dari *return* sesudah peristiwa. Pengujian ini dapat dilakukan dengan uji parametrik seperti uji t dan uji Z atau uji non-parametrik seperti uji tanda.
8. Simpulan hasil studi ini didasarkan pada probabilitas signifikansi kurang dari probabilitas yang disyaratkan (misalnya 0,01; 0,05; atau 0,10).

2.5 Penelitian terdahulu

Patel dan Shah (2016) melakukan penelitian mengenai performa pada sektor perbankan di India yang diukur melalui tingkat *return* dan risiko yang dihasilkan terhitung mulai dari sebelum melakukan *merger* dan akuisisi hingga setelahnya. Peneliti menggunakan data yang terdapat pada kontrol keuangan dan *yahoo finance*. Sampel yang diambil pada penelitian ini sebanyak enam bank yang telah melakukan *merger* dan akuisisi selama periode 2004 hingga 2010 dengan pengumpulan durasi data untuk analisis risiko dan return selama 80 hari yang terdiri dari 40 hari sebelum dan 40 hari sesudah *merger* dan akuisisi. Metodologi *event study* digunakan sebagai alat untuk pengujian *return* saham pada penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari *Daily returns of stock*, *average abnormal return (AAR)*, *cumulative abnormal returns (CAR)*, dan *security returns variability (VAR)* serta risiko yang dibagi menjadi dua yaitu risiko sistematis dan risiko unsistematis. Analisis risiko tidak sistematis dihitung melalui *variance of returns* sedangkan pada risiko sistematis dihitung berdasarkan beta.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat beberapa bank yang setelah *merger* mengalami peningkatan pada return dan sebagian bank mengalami penurunan. Setelah *merger* terdapat 2 perbankan yang positif mengalami peningkatan pada *return* sahamnya, 3 perbankan negatif dan satu perbankan tetap. Selain itu, hasil dari analisis risiko terdapat 2 bank yang mengalami peningkatan pada risiko tidak sistematisnya dan penurunan risiko tidak sistematisnya terjadi pada 2 perbankan serta 2 perbankan sisanya tetap pada posisi selama kedua periode. Diantara seluruh bank, Bank HDFC mengalami peningkatan maksimal dalam risiko tidak sistematis dan Bank IDBI mengalami penurunan maksimal pada risiko tidak sistematis. Pada analisis risiko sistematis dibuktikan bahwa terdapat 3 bank yang mengalami peningkatan dan 3 bank mengalami penurunan risiko sistematis. Bukti ini menunjukkan bahwa analisis sebelum melakukan *merger* dapat meningkatkan performa dari bank.

Anand dan Singh (2008) menganalisis lima *merger* di sektor perbankan India dengan tujuan untuk mengetahui *return* bagi pemegang saham sebagai hasil dari pengumuman *merger* dengan menggunakan metodologi *event study*. Tujuan lain dari penelitian ini adalah untuk mencari tahu kekayaan pemegang saham dari adanya efek *merger* perbankan. Penelitian yang dilakukan oleh Anand dan Singh ini didasari oleh tidak adanya studi yang membahas mengenai dampak *merger* terhadap nilai pemegang saham yang telah dilakukan di sektor perbankan. Maka dari itu, dalam penelitian Anand dan Singh, mereka berupaya untuk menganalisis dampak pengumuman *merger* pada bank sektor swasta di India terhadap kekayaan pemegang saham dari sisi *bidder bank* dan juga bank target. Lima pengumuman

merger ini dilakukan oleh Times Bank dengan HDFC Bank(1999), Bank of Madura dengan ICIC Bank (2000), ICIC Ltd dengan ICIC Bank (2001), Global Trust Bank (GTB) dengan Oriental Bank of Commerce (OBC) (2004), dan Bank of Punjab (BOP) dengan Centurion Bank (2005).

Dalam penelitian Anand dan Singh, dikatakan bahwa selama tingkat *expected return* dalam peluang pertumbuhan lebih baik daripada peluang untuk *cost of capital*, maka *merger* pada entitas perbankan menciptakan nilai pemegang saham dan *merger* perbankan tersebut harus dilakukan. Namun, apabila *expected rate of return* pada peluang pertumbuhan lebih rendah daripada *cost of capital*, entitas *merger* perbankan menghancurkan nilai untuk pemegang saham dan *merger* tidak seharusnya terjadi. Maka untuk mencari tahu, dalam penelitian ini, hipotesis nol yang digunakan adalah penumuman *merger* tidak menciptakan nilai pada pemegang saham baik untuk *bidder bank* maupun untuk bank target.

Metodologi yang digunakan adalah *event study* yang tujuannya adalah untuk mengestimasi *cumulative abnormal return* (CAR) dalam 1 hari, 2 hari, 5 hari, 10 hari, 20 hari dan 40 hari periode jendela. Dasar penggunaan analisis *event study* ini adalah *semi-strong version* dari hipotesis pasar efisien (EMH), yang mengasumsikan semua informasi yang tersedia untuk publik terdapat dalam harga saham seketika pada saat pengumuman. Berdasarkan pada tujuan penelitian Anand dan Singh, tanggal pertama pada saat pengumuman *merger* telah diambil dan dijadikan *event date* (hari ke nol), yang merupakan tanggal pertama yang memungkinkan ketika berita *merger* itu diumumkan ke publik telah digunakan. Periode jendela yang digunakan adalah -40 hari hingga tanggal pengumuman

sampai 40 hari (kecuali untuk GTB, dimana tempat data harga saham setelah tanggal pengumuman tidak tersedia). Periode data bersih untuk *bidder banks* diambil selama 120 hari sebelum dan 120 hari sesudah setelah 40 hari periode jendela, hal ini juga dilakukan untuk bank target dengan data harga saham untuk 200 hari sebelum dan 40 hari sesudah periode jendela 40 hari (umumnya data harga saham sesudahnya tidak tersedia) telah dianggap sebagai periode data bersih. Data harga saham dan data indeks pasar yaitu S&P CNX 500 dan CNX Bank Index yang diambil dari situs web resmi PT Bursa Efek Nasional India Limited. Dalam memperkirakan CAR, digunakan metode model single factor (market) dan model dua faktor, sedangkan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap kombinasi (*bidder* dan target bank) *value effect* (penerimaan sinergi dari pengusulan *merger*), *weighted average cumulative abnormal returns* diestimasi terhadap kelima pengumuman *merger* dengan menggunakan bobot 30 hari *average market value of equity* sebulan sebelum diumumkannya kesepakatan *merger*. Hipotesis nol bahwa tidak ada *abnormal return* terkait dengan pengumuman *merger* perlu diuji secara statistik dengan menggunakan *t-statistic* dengan kriteria *t-statistic* lebih besar dari 1.96 dan kurang dari 2.58 signifikan pada tingkat 5%. jika nilainya melebihi 2.58 maka menggunakan tingkat signifikan 1%. Artinya bahwa terdapat *abnormal return* yang terkait dengan pengumuman *merger* bank di India.

Hasil penelitian yang dilakukan Anand dan Singh menggunakan *event study* dengan menggunakan *market model* untuk mengeksplorasi efek kekayaan pemegang saham jangka pendek dari *merger* bank di India periode 1999 hingga 2005 adalah bahwa terdapat peningkatan nilai positif dan signifikan untuk

pemegang saham *bidder bank*, bank target dan portofolio gabungan mereka, kecuali pada Oriental Bank of Commerce dan Global Trust bank. Maka melalui studi ini membuktikan bahwa pengumuman *merger* pada industri perbankan di India menimbulkan efek positif dan signifikan bagi kekayaan pemegang saham baik untuk *bidder bank* maupun bank target.

Adebayo dan Olalekan (2012) menganalisis mengenai pengaruh dari *merger* dan akuisisi pada performa bank komersial di Nigeria dengan menggunakan sepuluh akun yang telah diaudit dan diterbitkan dari dua puluh empat bank yang terdapat pada latihan konsolidasi dan dari data Bank Sentral Nigeria yang keduanya terdiri dari data primer. Penelitian ini dilakukan dengan landasan bahwa pada tahun 1995 dan 2005 terdapat trauma khususnya untuk industri perbankan di Nigeria dengan besarnya kesulitan untuk mencapai tingkat yang belum pernah terjadi sebelumnya, sehingga menimbulkan masalah yang memprihatinkan untuk institusi regulasi dan juga untuk analis kebijakan serta masyarakat umum. Maka dalam rangka perbaikan sistem keuangan secara umum, Bank Sentral Nigeria memperkenalkan program-program besar yang mengubah lanskap perbankan negara tersebut pada tahun 2005.

Dorongan utama dari agenda reformasi 13 poin ini adalah keputusan dari pemegang saham minimum 25 miliar untuk Nigeria yang disetorkan selambat-lambatnya 31 Desember 2005. Mengingat keuangan yang rendah dari bank-bank ini, mereka didorong untuk bergabung. Apabila dilihat lebih dalam lagi, 25 bank yang muncul setelah konsolidasi menunjukkan bahwa sebagian besar bank yang dianggap tertekan dan tidak sehat berkumpul dengan nama baru hanya untuk

memenuhi persyaratan wajib untuk tetap bertahan dan melanjutkan bisnis seperti biasa. Maka dari itu, karena pentingnya *merger* dan akuisisi yang tidak dapat terlalu ditekankan menjadikan hal ini menarik untuk diteliti mengenai efek dari adanya *merger* dan akuisisi di sektor perbankan. Pengamatan dilakukan dengan mengumpulkan data relevan yang dianalisis dan diuji menggunakan persentase dan tabel. Peneliti merumuskan tiga hipotesis utama :

- (1) Terdapat hubungan signifikan antara *equity capital base* sebelum *merger/akuisisi* dengan profitabilitas bank komersial.
- (2) Terdapat hubungan signifikan antara *equity capital base* setelah *merger/akuisisi* dengan profitabilitas bank komersial.
- (3) Terdapat perbedaan signifikan antara *earning per share* sebelum *merger* dan setelah *merger*. Ketiga hipotesis ini diuji menggunakan *correlation co-efficient* (r^2) dan t-test.

Hasil dari analisis ini membuktikan bahwa ketiga hipotesis menerima hipotesis alternatif. Hipotesis pertama dibuktikan dengan *equity base* yang mempengaruhi secara sangat signifikan terhadap probabilitas dari bank komersial karena nilai r^2 turun antara 0.8-1.0 yang menunjukkan tingginya hubungan, sehingga menerima hipotesis alternatif bahwa adanya hubungan relatif antara *capital base* dengan profitabilitas dari bank komersial. Pada hipotesis kedua, menerima hipotesis alternatif yaitu adanya hubungan positif antara *capital base* dengan profitabilitas dari bank komersial. Hipotesis yang terakhir dibuktikan dengan menggunakan uji-t dari analisis statistik dan mendapatkan 2.262 (ditabulasikan) karena nilai ini kurang dari yang dihitung (7.16) maka peneliti

menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis alternatif yang menyatakan adanya perbedaan yang signifikan antara pendapatan sebelum dan sesudah *merger*/akuisisi per saham bank komersial. Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa efek dari *merger* dan akuisisi pada sektor perbankan mempengaruhi secara signifikan profitabilitas dari bank komersial, *earnings per share*, dan dividen per saham dari *shareholders*.

Akan tetapi dalam penelitian yang dilakukan oleh Hameed dan Akhtar membuktikan bahwa tidak ada pengaruh dari *merger* dan akuisisi terhadap performa perusahaan yang ada di Pakistan. Penelitian ini menggunakan sampel yang terdiri dari 8 bank yang beroperasi di Pakistan selama periode 2002 hingga 2011. Analisis data yang digunakan adalah dengan metode pendekatan pasar saham dan pendekatan akuntansi. Pada pendekatan pasar saham digunakan *event study* untuk mencari tahu penerimaan *abnormal return* pada sekitar tanggal *merger* dan akuisisi. Sampel yang digunakan pada pendekatan pasar saham ini terdiri dari 10 bank yang terdaftar pada KSE dari tahun 2002 hingga 2011 dan periode *event study* yang digunakan selama 20 hari, yaitu 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah *merger*. Selain itu *event window* yang digunakan selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah *merger* ditentukan untuk mengantisipasi kebocoran informasi mengenai pengumuman *merger* dan akuisisi sebelum tanggal pelaksanaan resmi yang dapat mempengaruhi harga saham.

Pada penelitian ini dihitung *abnormal return* yang kemudian menentukan *cumulative abnormal return* dan terakhir menghitung T-CAR yang dapat mengidentifikasi peningkatan kekayaan pemegang saham atau mendapatkan

abnormal returns. Pendekatan kedua yaitu dengan akuntansi yang menggunakan dua rasio dalam perhitungannya yaitu ROA dan ROE. Hasil dari analisis ini yaitu dengan menggunakan pendekatan pasar saham menunjukkan bahwa investor dapat meningkatkan *cumulative average abnormal returns* (CAARs) melalui pengumuman *merger*.

Namun untuk pendekatan akuntansi menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh baik yang ditimbulkan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi terhadap performa perusahaan. Terjadi perbedaan hasil diantara kedua metode dikarenakan pendekatan pasar saham bergantung pada kebiasaan dan lebih mementingkan pada informasi sedangkan pendekatan akuntansi lebih berdasarkan pada detail penelitian dari posisi keuangan, laporan pendapatan, dan laporan arus kas dari perusahaan. Maka dari itu, keputusan akhir dari penelitian ini adalah dinyatakan bahwa tidak ada pengaruh *merger* dan akuisisi terhadap performa perusahaan di Pakistan.

Selain penelitian yang dilakukan oleh Hameed dan Akhtar terdapat peneliti lain yang membuktikan bahwa *merger* dan akuisisi tidak memiliki pengaruh terhadap *script return* selama sebelum dan sesudah pengumuman *merger*, penelitian ini dilakukan oleh Biswajit dan Deepak (2013). Biswajit dan Deepak melakukan penelitian terhadap perusahaan yang ada di India karena adanya pengaruh LPG di akhir 90an, perusahaan India mulai mengadopsi strategi *merger* dan akuisisi untuk mencari peluang dalam memperluas pengoperasian mereka ke luar negeri agar sebaik pasar dalam negeri yaitu menjadi lebih unggul daripada kompetitor mereka dan mencoba yang terbaik untuk mengatasi masalah

dan tantangan keuangan masing-masing secara strategis. Menurut mereka, apabila dari sudut pandang investor, akuisisi yang sukses akan meningkatkan keuntungan dan harga saham namun pada *Efficiency Market Hypothesis* dengan konsep *Random Walk Theory*, membuktikan bahwa harga saham berfluktuasi secara acak pada pasar dan tidak ada trend pergerakan yang istimewa pada harga saham. Semua fluktuasi ini hanya bergantung pada tingkat informasi yang tersedia di lingkungan/pasar. Maka dari itu, untuk meneliti hal tersebut, Biswajit dan Deepak menggunakan metodologi *event study* untuk memeriksa secara empiris reaksi pasar saham terhadap pengumuman akuisisi dengan melihat perubahan nilai *script return* selama periode evaluasi. *Script return* adalah perubahan nilai *script* selama periode evaluasi, termasuk berbagai distribusi yang ditimbulkan dari saham selama periode pengamatan. Ide dasarnya adalah menemukan abnormal return yang dikaitkan dengan peristiwa yang sedang dipelajari dengan menyesuaikan pengembalian yang berasal dari fluktuasi harga pasar secara keseluruhan. Lebih spesifiknya, dalam penelitian ini mencoba untuk mencari tahu pengaruh dari *merger* pada *script return* jangka pendek sesuai target dan perusahaan pengakuisis serta pergerakan pasar secara keseluruhan.

Biswajit dan Deepak, melakukan pengujian sepanjang tahun 2010 hingga 2011 dan berhasil menemukan 6 perusahaan besar yang melakukan *merger* dan akuisisi dengan pembagian 4 perusahaan pengakuisis yaitu Tata Chemicals, Airtel, Abbott dan ICIC Bank dan 2 perusahaan target yang terdiri dari Reliance Petrochemicals dan PATNI-EQ. Periode jendela pada penelitian ini untuk setiap kasusnya terdiri dari maksimum 30 hari disekitar tanggal *merger* dengan

pembagian 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman. Data diperoleh dari *Bombay Stock Exchange* untuk 4 perusahaan pengakuisisi dan *National Stock Exchange* untuk perusahaan target. Alat yang digunakan untuk menguji adalah statistik deskriptif seperti nilai rata-rata dan alat statistik inferensial “t-test” digunakan untuk mendapatkan kesimpulan akhir.

Hasil dari penelitian Biswajit dan Deepak untuk ke enam perusahaan adalah sama yaitu menerima hipotesis null untuk pengujian terhadap perbandingan *script return* pada saat sebelum dan sesudah *merger* dengan indeks masing-masing perusahaan yang artinya tidak ada perbedaan signifikan dalam hal *script return* perusahaan dan *index return* selama periode sebelum dan sesudah *merger* serta menerima juga hipotesis null untuk pengujian perbandingan *returns of script* dengan indeks, yang artinya bahwa tidak ada perbedaan signifikan pada *return* yang dihasilkan oleh *script* dan indeks pada periode sebelum dan sesudah *merger*. Kemudian Biswajit dan Deepak menyimpulkan bahwa dampak *merger* terhadap *script return* sangat kecil yaitu semua *script* perusahaan yang dipilih belum menunjukkan perbedaan substansial dalam *return* selama periode setelah *merger*. Diamati juga dari penelitian bahwa selama periode sebelum dan sesudah *merger*, indeks tidak menunjukkan perbedaan besar dalam *return*. Lebih lanjut, peneliti menemukan bahwa tidak ada perbedaan substansial dalam *return* yang dihasilkan oleh indeks dan *script* yang dipilih pada periode sebelum dan sesudah *merger*. Maka dari sini dapat disimpulkan bahwa pasar saham India adalah pasar yang efisien, karena bentuk efisiensi setengah kuat ini dapat meminimalkan dampak *merger* dan dikoreksi dalam harga saham dengan menyerap harga nyata.

Devarajappa (2018) melakukan penelitian untuk mencari tahu pengaruh dari *merger* pada harga saham untuk bank yang bergabung dalam periode jangka pendek. Dengan adanya reformasi ekonomi dan pembukaan dari ekonomi, sektor perbankan India telah melalui beberapa perubahan besar yang patut dipantau, yaitu meningkatnya persaingan dan penurunan suku bunga. Industri telah mulai merestrukturisasi operasi mereka melalui M&A karena meningkatnya paparan terhadap kompetisi baik di dalam negeri maupun internasional. Motivasi tersebut membuat Devarajappa ingin menguji pengaruh dari *merger* pada performa harga saham dilihat jangka pendek. Variabel yang digunakan untuk menganalisis kekayaan pemegang saham adalah *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*. Penelitian dilakukan selama periode 2004 sampai 2008 dengan sebanyak 6 sampel perusahaan yang melakukan kegiatan *merger*. Data dikoleksi dari *CMIE prowess*, *Bombay Stock Exchange (BSE)*, *NSE*, *Banks annual reports*, berbagai macam artikel dan jurnal. Metodologi yang digunakan adalah *event study* dengan *event window* selama 20 hari sebelum pengumuman dan 20 hari sesudah pengumuman. Dalam mengestimasi AR digunakan *market adjusted model*.

Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Devarajappa adalah terdapat 3 perbankan yang menyatakan Bank of Baroda, Indian Overseas Bank menunjukkan bahwa pasar tidak terlalu mementingkan kebocoran informasi *merger* dan tidak menunjukkan reaksi terhadapnya sehingga AR yang ditimbulkan bernilai negatif sedangkan untuk Oriental Bank of Commerce setelah adanya pengumuman *merger*, pasar menunjukkan reaksi negatif dan menyebabkan kehancuran pada kekayaan pemegang saham Oriental Bank of Commerce. Sedangkan 3 bank

lainnya seperti Indian Overseas Bank, Federal Bank, dan ICIC Bank, pasar sudah mengantisipasi dan bereaksi positif terhadap aktivitas merger, yang artinya dalam lingkungan perbankan yang ditandai dengan seringnya *merger*, transaksi seperti itu secara langsung atau tidak langsung mempengaruhi sentimen pemegang saham dan meningkatkan pangsa pasar yaitu *merger* meningkatkan kinerja dan kekayaan untuk bisnis dan pemegang saham.

Tabel 1
Ringkasan dari Penelitian Sebelumnya

No	Penulis dan Jurnal	Judul	Penggunaan Variabel	Hasil
1	Ritesh Patel dan Dharmesh Shah (2016) <i>Journal of Applied Finance & Banking</i> , vol.6, no. 3, 2016	<i>mergers and Acquisitions: A Pre-post Risk-Return Analysis for the Indian Banking Sector</i>	<i>Daily returns of stock, average abnormal return (AAR), cumulative abnormal returns (CAR), dan security returns variability (VAR)</i>	<i>merger</i> dan akuisisi dapat meningkatkan performa pada sebagian perbankan dan juga dapat menurunkan performa pada sisanya. Hal ini ditunjukkan dengan bukti bahwa setelah <i>merger</i> , <i>return</i> saham yang positif hanya untuk 2 bank, negatif untuk 3 bank dan tetap untuk 1 bank. Selain itu, risiko unsistemik meningkat di 2 bank dan menurun untuk 2 bank serta 2 lainnya tetap, sedangkan risiko sistemik meningkat pada 3 bank dan menurun pada 3 bank juga. Penelitian yang dilakukan pada periode 1999 hingga 2005 menunjukkan
2	Manoj Anand dan Jagandeep Singh (2008)	<i>Impact of merger Announcements on</i>	<i>Cumulative abnormal returns (CAR) sebelum dan sesudah</i>	

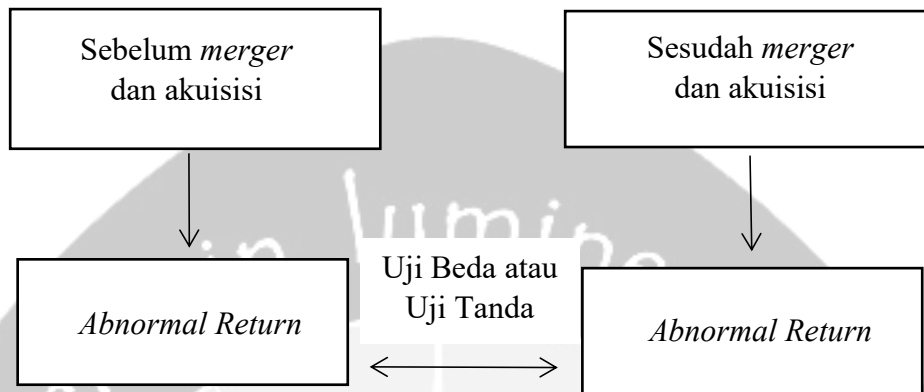
No	Penulis dan Jurnal	Judul	Penggunaan Variabel	Hasil
		<i>Shareholders' Wealth: Evidence from Indian Private Sector Banks</i>	<i>merger</i> dengan perhitungan <i>single factor model</i> dan <i>two factor model</i>	bahwa terdapat peningkatan positif dan signifikan untuk pemegang saham <i>bidder bank</i> , bank target dan portfolio gabungan kecuali pada Oriental Bank of Commerce dan Global Trust Bank.
3	Olagunju Adebayo dan Obademi Olalekan (2012) <i>Journal of Social Sciences</i>	<i>An Analysis of the Impact of mergers and Acquisitions on Commercial Banks Performance in Nigeria</i>	<i>Earning per share, equity capital base</i> , dan profitabilitas pada saat sebelum dan sesudah <i>merger/akuisisi</i>	Menunjukkan bahwa efek dari <i>merger</i> dan akuisisi di sektor perbankan Nigeria mempengaruhi profitabilitas dan ekonominya. Dengan adanya <i>merger</i> dan akuisisi pada sektor perbankan mempengaruhi profitabilitas dari bank komersial secara signifikan, <i>earnings per share</i> dan <i>dividend per share</i> dari <i>shareholders</i> .
4	Sardar Abdul Hameed dan Naveed Akhtar (2014) <i>Journal of Management and Technology</i> , vol.9.	<i>The Impact of mergers and Acquisition on Firms Performance: An Event Study Approach</i>	ROA, ROE, <i>abnormal return</i> , <i>cumulative abnormal return</i> serta T-CAR sebelum dan sesudah <i>merger</i> dan akuisisi.	Pendekatan pasar saham membuktikan adanya pengaruh dari <i>merger</i> dan akuisisi terhadap peningkatan performa perusahaan sedangkan pendekatan akuntansi membuktikan bahwa tidak adanya pengaruh <i>merger</i> dan akuisisi terhadap performa perbankan

No	Penulis dan Jurnal	Judul	Penggunaan Variabel	Hasil
5	Biswajit Prasar Dhhatoi dan Deepak Pattanayak (2013) <i>Journal of Management, Anvesha, vol.7 No. 3</i>	<i>Impact of merger on Short-term Returns- Practical Evidence from merger of Selected Indian Corporate Houses</i>	<i>merger, event study, script return</i>	di Pakistan. Penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan terhadap <i>script return</i> dengan indeks selama sebelum dan sesudah <i>merger</i> . Dengan membandingkan <i>script return</i> dan indeks selama periode sebelum dan sesudah <i>merger</i> .
6	Devarajappa S (2018) <i>Journal of Management & Research (ISSN 2231:1904), Impact Factor, Vol. 8, Issue 1, Jan-June 2018</i>	<i>Market Reaction towards the Bank mergers in India: An Event Study of Selected Merged Banks</i>	<i>merger, abnormal return, CAR, event study</i>	Penelitian ini menunjukkan dua kesimpulan yaitu untuk kasus Bank of Baroda, Oriental Bank of Commerce dan HDFC Bank, pasar bereaksi negatif terhadap aktivitas <i>merger</i> sedangkan untuk kasus Indian Overseas Bank, Federal Bank dan ICIC bank, pasar sudah mengantisipasi dan secara positif bereaksi terhadap aktivitas <i>merger</i> .

Berdasarkan uraian teori dan hasil penelitian-penelitian terdahulu, maka didapatkan hipotesis dalam penelitian ini terbagi menjadi:

Ha: terdapat perbedaan *abnormal return* perusahaan pada periode sebelum dan setelah *merger* dan akuisisi

2.6 Kerangka Pemikiran Teoritis



Gambar 2
Kerangka Pemikiran Teoritis