

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

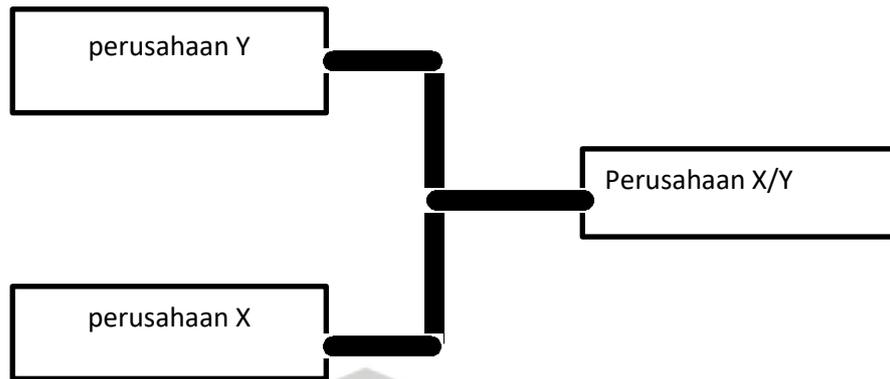
A. Landasan Teori

1. Merger dan Akuisisi

a. Pengertian Merger dan Akuisisi

Merger diperoleh dari kata “*mergere*” bahasa latin yang dapat diartikan bergabung, bersama, menyatu, berkombinasi, atau menyebabkan hilangnya suatu perusahaan yang digabungkan. Black’s Law Dictionary (1991) dalam Manurung, Adler (2011) menyatakan merger merupakan penyerapan dari satu hal ke hal lain, dalam pengertian ini secara umum membicarakan mengenai penggabungan usaha dimana salah satu subjek yang kurang memiliki berkepentingan tidak lagi berdiri secara independen.

Tampubolon (2013) dalam Prisyana dan Nila (2017) menyatakan merger yaitu suatu penggabungan dua usaha atau lebih menjadi satu perusahaan, dimana perusahaan yang mengambil alih (*acquiring company*) tetap memiliki identitas dan tetap menjalankan kegiatan operasionalnya, sedangkan perusahaan yang diambil alih (*target company*) tidak melanjutkan kegiatan usahanya dan bergabung menjadi satu badan hukum dengan perusahaan pengambil alih. Moin (2003) menyatakan hal yang sama yaitu merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih yang meleburkan diri untuk menjadi satu, sementara yang lainnya menghentikan operasionalnya atau bubar. Pada penggabungan usaha melalui merger ini aktiva dan kewajibannya digabungkan menjadi satu pada satu perusahaan.

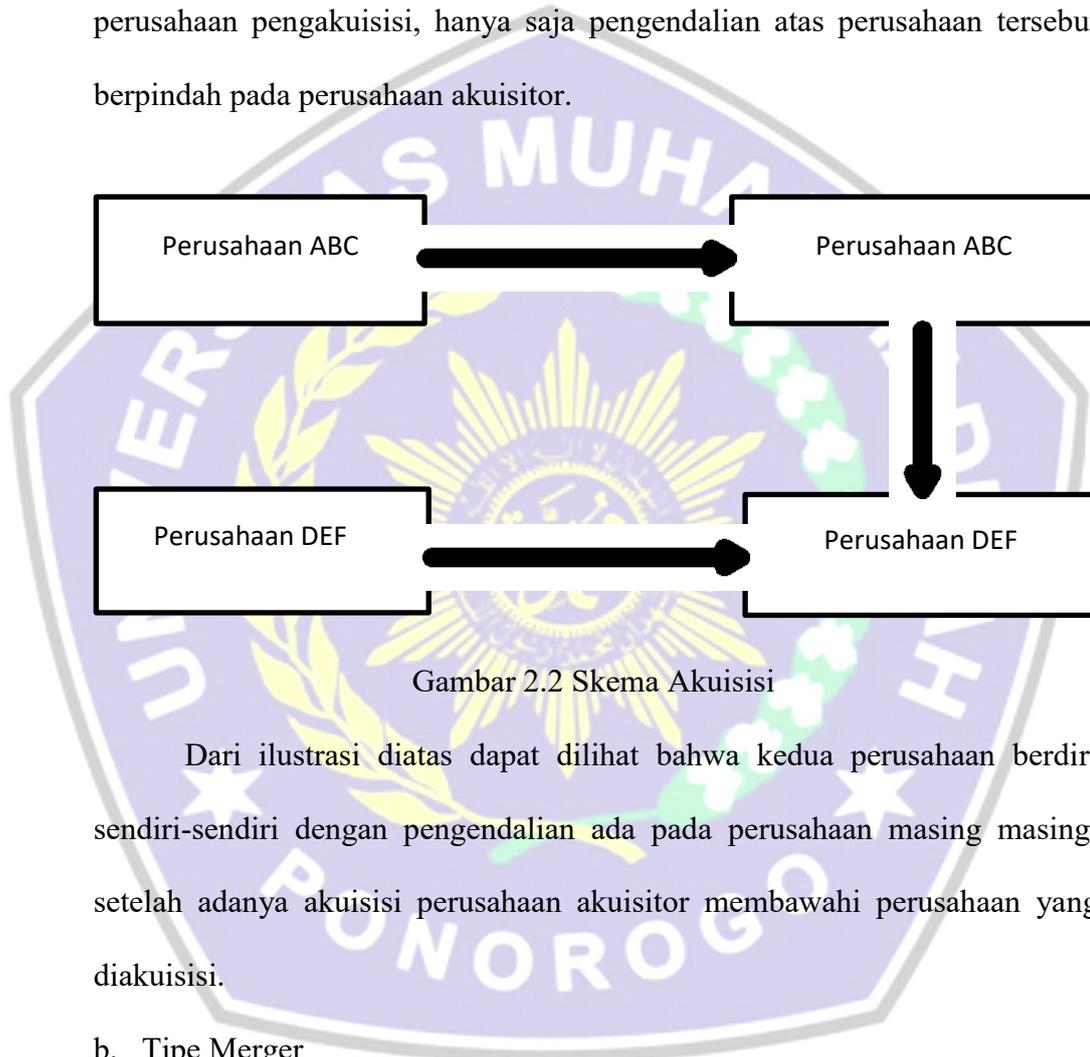


Gambar 2.1 Skema Merger

Dari ilustrasi tersebut dapat dilihat bahwa kedua perusahaan melakukan merger dengan tetap menggunakan satu nama yang beroperasi, sedangkan yang lain dibubarkan.

Akuisisi diperoleh dari kata *acquisito* (latin) dan *acquisition* (inggris). yang artinya membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada suatu obyek yang dimiliki sebelumnya (Manurung, Adler, 2011). Sitanggang (2013) dalam Esterlina at al (2017) menjelaskan bahwa akuisisi merupakan suatu bentuk pengambilalihan kepemilikan suatu perusahaan oleh pihak pengakuisisi dengan identitas dari perusahaan yang diambil alih tetap dipertahankan, namun akan berakibat pada pindahnya pengendalian atas perusahaan yang diakuisisi yang selanjutnya dikendalikan oleh perusahaan yang mengakuisisi. Kendali yang dimaksud meliputi kekuasaan dalam mengatur berbagai kebijakan yang ada di perusahaan, seperti kebijakan mengenai keuangan, segala kegiatan operasional perusahaan, kebijakan dalam penentuan manajer, serta kekuasaan atas hak suara mayoritas dalam rapat direksi.

Secara umum akuisisi merupakan suatu bentuk pengambilalihan sebagian atau keseluruhan saham atau aktiva suatu perusahaan oleh perusahaan lain dan perusahaan pengakuisisi mendapat hak kendali atas perusahaan yang telah diakuisisi, sementara perusahaan yang diakuisisi tetap berdiri utuh dan tetap menjalankan operasionalnya secara terpisah dengan perusahaan pengakuisisi, hanya saja pengendalian atas perusahaan tersebut berpindah pada perusahaan akuisitor.



Gambar 2.2 Skema Akuisisi

Dari ilustrasi diatas dapat dilihat bahwa kedua perusahaan berdiri sendiri-sendiri dengan pengendalian ada pada perusahaan masing masing, setelah adanya akuisisi perusahaan akuisitor membawahi perusahaan yang diakuisisi.

b. Tipe Merger

Merger terdiri dari beberapa tipe, menurut Manurung, Adler (2011), menyebutkan bahwa merger terbagi menjadi beberapa jenis, yaitu:

1) Merger Horisontal

Merger horisontal yaitu penggabungan beberapa perusahaan yang bergerak pada jalur industri yang sama, sebelum dilakukan merger mereka sama-sama bersaing dalam satu bidang industri ataupun pasar yang sama. Keuntungan dari adanya merger horisontal ini dapat mengurangi banyaknya pesaing.

2) Merger Vertikal

Merger vertikal yaitu gabungan dua atau lebih perusahaan yang melibatkan beberapa perusahaan-perusahaan yang berkaitan dalam satu rangkaian proses produksi. Perusahaan-perusahaan yang tergabung tidak memiliki bidang industri yang sama namun saling berkaitan. Merger ini dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan untuk mengintegrasikan usahanya terhadap suplai bahan dalam rangka stabilitas pasokan atau pengguna.

3) Merger Konglomerat

Merger konglomerat adalah gabungan dua atau lebih perusahaan yang jenis usahanya tidak sama bahkan tidak ada sangkut pautnya. Merger konglomerat ini dilakukan untuk memperluas bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis baru yang berbeda dengan bisnis yang dimiliki sebelumnya dengan tujuan nantinya akan membentuk sebuah konglomerasi.

4) Merger Ekstensi Pasar

Merger ekstensi merupakan penggabungan usaha yang dilakukan beberapa perusahaan untuk memperkuat area pemasaran. Tujuan dari

merger ini adalah memperkuat jaringan pemasaran, merger jenis ini sering digunakan perusahaan lintas negara dengan tujuan untuk ekspansi dan penetrasi pasar.

5) Merger Ekstensi Produk

Merger ekstensi produk adalah bergabungnya dua atau lebih perusahaan dalam rangka memperluas produk masing-masing perusahaan, kedua perusahaan yang bergabung mempunyai kemiripan dalam industri yang digeluti perusahaan, setelah merger dilakukan maka produk yang ditawarkan semakin beragam sehingga lebih banyak menjangkau konsumen.

Tipe merger bila dilihat melalui prosesnya menurut Husnan (2002) dalam Wiriastari (2010), dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

1) *Friendly* merger

Friendly merger merupakan sebuah proses merger yang bersahabat artinya sebelum merger dilakukan telah terjadi perundingan terlebih dahulu yang disepakati oleh dua belah pihak antara pihak pengambilalihan dan pihak yang diambil alih.

2) *Hostile takeover*

Hostile takeover merupakan proses pengambilalihan yang dilakukan secara paksa. Proses ini terjadi apabila pada perusahaan yang menjadi target akuisisi merasa keberatan atas akuisisi yang dilakukan tersebut dengan berbagai macam alasan seperti harga yang diberikan terlalu rendah atau para manajer takut kehilangan jabatannya sehingga mereka berusaha untuk menolak akuisisi tersebut. Proses yang dilakukan

untuk melancarkan akuisisi cara ini adalah dengan membeli saham satu perusahaan melalui *tender offer*.

c. Tipe Akuisisi

Moin (2003) menyebutkan akuisisi dapat dibedakan menjadi dua yaitu akuisisi berdasarkan obyek yang diakuisisi dan berdasarkan perlakuan akuntansi. Berikut ini adalah klasifikasi akuisisi yang dilakukan berdasarkan obyek yang diakuisisi dibedakan menjadi:

1) Akuisisi Saham

Akuisisi saham merupakan sebuah cara yang dilakukan untuk mengambil alih perusahaan melalui pembelian saham pada perusahaan yang akan diakuisisi tersebut. Akuisisi semacam ini bisa terjadi karena pendirian sebuah perusahaan biasanya terdiri atas saham-saham, yang berarti ketika terjadi akuisisi saham, cara yang digunakan untuk mengambil alih suatu perusahaan dengan membeli sebagian atau seluruh saham yang dimiliki. Setelah akuisisi ini terjadi maka akibat dari transaksi ini adalah kepemilikan saham berpindah pada perusahaan akuisitor dan perusahaan yang diakuisisi menjadi anak perusahaan.

2) Akuisisi Aset

Akuisisi aset adalah pengambilalihan yang dilakukan sebuah perusahaan dengan cara membeli sebagian atau seluruh aset yang dimiliki perusahaan lain secara bertahap. Pada akuisisi jenis ini biasanya dilakukan agar perusahaan akuisitor tidak terbebani oleh kewajiban-kewajiban yang ada pada perusahaan yang diakuisisi. Akuisisi jenis ini memerlukan persetujuan para pemegang saham terlebih dahulu, tetapi

ketika sudah terjadi akuisisi perusahaan akuisitor tidak memiliki hak suara.

Klasifikasi akuisisi apabila dilihat dari sudut pandang pencatatan akuntansi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

1) Metode Pembelian

Pada metode pembelian ini yang dimaksud adalah apabila sebuah perusahaan melakukan penggabungan usaha dengan melibatkan transaksi pembelian secara tunai oleh perusahaan lain. Akibat dari transaksi tersebut adalah beralihnya pengendalian atas perusahaan yang dibeli sehingga pencatatan akuntansinya dianggap sebagai pembelian.

2) Metode Penyatuan

Metode jenis ini menganggap bahwa penggabungan usaha sebagai penyatuan kepentingan. Terdapat karakteristik pada metode penyatuan diantaranya yaitu berupa tidak terdapat proses jual beli antar kedua belah pihak, tidak terdapat pihak yang beranggapan sebagai pengambil alih maupun yang diambil alih serta tidak terdapat pihak yang lebih dominan dalam penggabungan.

d. Motif Merger dan Akuisisi

Sebuah keputusan melakukan merger dan akuisisi biasanya memiliki motif tertentu, adapun motif yang melatarbelakangi dilakukannya merger dan akuisisi yang dijelaskan oleh (Moin, 2003) adalah sebagai berikut:

1) Motif Ekonomi

Manajemen keuangan dalam sebuah perusahaan memiliki tujuan mengenai bagaimana meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan itu

sendiri merupakan pandangan investor mengenai tingkat keberhasilan perusahaan dimasa mendatang. Merger dan Akuisisi adalah sebuah strategi dengan tujuan untuk jangka panjang berupa peningkatan nilai perusahaan, sehingga segala kegiatan dan pengambilan keputusan diarahkan untuk mencapai tujuan tersebut. Aktivitas dalam motif ekonomi ini diarahkan agar dapat melakukan efisiensi biaya dan waktu, mengurangi resiko dalam operasional, mengakses teknologi baru yang lebih produktif, memperoleh sumber daya manusia yang professional, membangun kekuatan perusahaan melalui kekuatan pasar dan memperluas pangsa pasar, mendiversifikasi lini produk, mengurangi persaingan serta menstabilkan *cash flow* dan keuntungan. Motif ekonomi terbagi menjadi 3, yaitu:

a) Motif Strategis

Motif strategis yang dimaksud adalah apabila aktivitas merger dan akuisisi dilakukan dengan tujuan untuk mencapai posisi strategis perusahaan guna memperoleh keunggulan kompetitif dalam sebuah industri. Motif strategis ini sekaligus diarahkan untuk mengendalikan perusahaan lain, seperti mengendalikan perusahaan lain yang bertindak sebagai suplier mereka untuk menjamin tersedianya bahan baku bagi perusahaan akuisitor.

b) Motif Politis

Merger dan akuisisi dilakukan demi kepentingan masyarakat. Biasanya merger dan akuisisi dilakukan untuk menyelamatkan sebuah

perusahaan agar menjadi milik pemerintah dan terlepas dari kendali asing.

c) Motif Perpajakan

Ketika sebuah perusahaan mempunyai kelebihan kas dan tidak digunakan untuk melakukan investasi internal yang layak dan menguntungkan, maka perusahaan dapat memanfaatkan dananya untuk melakukan ekspansi eksternal yaitu berupa akuisisi sebagai alternatif untuk mengurangi pajak.

2) Motif Sinergi

Sinergi merupakan hasil lebih yang diperoleh apabila dua atau lebih perusahaan melakukan kombinasi bisnis, biasanya sinergi dihasilkan dari perpaduan aktivitas secara keseluruhan dari dua kekuatan perusahaan, sehingga hasil dari gabungan tersebut memperoleh hasil yang lebih jika dibandingkan dengan aktivitas perusahaan apabila dilakukan secara mandiri. Motif sinergi dapat dijabarkan menjadi lima kekuatan yang berbeda, diantaranya adalah:

a) Sinergi Operasi

Sinergi operasi dapat dicapai apabila perusahaan mampu memanfaatkan sumber daya secara optimal. Sinergi ini bisa terjadi apabila perusahaan mampu mencapai biaya efisien.

b) Sinergi Finansial

Sinergi finansial merupakan gabungan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh kekuatan finansial yang cukup kuat. Ketika sebuah perusahaan memiliki modal kuat maka aktivitas operasi

perusahaan akan terjamin tanpa mengalami likuiditas. Selain itu ketika perusahaan memiliki struktur modal yang kuat akan berdampak pada penilaian dan kepercayaan publik. Kondisi seperti ini akan menimbulkan kepercayaan publik untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut.

c) Sinergi Manajerial

Sinergi ini dihasilkan ketika terjadi pertukaran kemampuan manajerial dan ketrampilan dari perusahaan satu ke perusahaan yang lain, mereka bergabung untuk mengambil keputusan secara bersama-sama. Biasanya motif jenis ini terjadi antara perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang lebih unggul dengan perusahaan yang memiliki manajerial yang kurang baik, sehingga mereka bergabung untuk mengambil keputusan yang strategis.

d) Sinergi Teknologi

Sinergi teknologi pada umumnya terjadi pada departemen riset dan pengembangan, departemen desain dan *engineering*, proses *manufacturing*, dan teknologi informasi. Perusahaan bersinergi untuk menggabungkan keunggulan teknik sehingga dapat memperoleh manfaat berupa teknologi yang semakin canggih dan lebih efisien.

e) Sinergi pemasaran

Sinergi pemasaran yang diperoleh dari merger dan akuisisi diperuntukkan agar memperoleh manfaat dalam segi pemasaran seperti semakin luas jangkauan pemasaran mereka, produk yang

dipasarkan semakin bertambah, serta dapat menjangkau konsumen lebih banyak lagi.

3) Motif Diversifikasi

Diversifikasi merupakan sebuah strategi keaneragaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger maupun akuisisi. Keaneragaman berarti membangun bisnis-bisnis baru yang bertujuan untuk mendukung aktivitas bisnis yang sudah ada. Diversifikasi menjadi salah satu alternatif pengalokasian modal kedalam bentuk bisnis baru.

4) Motif Non Ekonomi

Merger dan akuisisi dilakukan tidak hanya berorientasi pada ekonomi saja, namun juga ada pertimbangan lain yang berasal dari kepentingan personal.

a) *Hubris Hypothesis*

Dugaan ini menyatakan bahwa kegiatan penggabungan usaha hanya didorong oleh motif kerakusan pribadi dan kepentingan pribadi para *stake holder*. Mereka menginginkan ukuran perusahaan yang besar, dan dengan besarnya perusahaan maka kompensasi yang mereka terima juga semakin besar, namun pada hal ini kompensasi yang mereka inginkan bukan hanya seputar materi, finansial maupun fasilitas, tetapi lebih kepada pengakuan, aktualisasi diri dan penghargaan.

b) Ambisi Pemilik

Motif ini menyatakan bahwa pemilik perusahaan berambisi untuk membangun konglomerasi bisnis dengan menguasai berbagai

sektor industri. Perusahaan-perusahaan membentuk konglomerasi dengan pengendalian ada pada perusahaan induk, dengan begitu pemilik perusahaan dapat mengendalikan manajemen perusahaan untuk memenuhi keinginan pemilik tersebut.

e. Kelebihan dan Kekurangan

Moin (2003) menyatakan bahwa merger dan akuisisi memiliki kelebihan dan kekurangan yang berbeda antara satu dengan yang lain. Adapun kelebihan merger yaitu pengambilalihan yang dilakukan lebih sederhana dan tidak membutuhkan data yang begitu besar, namun dibalik kelebihan yang dimiliki merger juga terdapat kekurangan adapun kekurangannya yaitu harus memperoleh persetujuan dari para pemegang saham masing-masing perusahaan, sehingga diperlukan waktu yang cukup lama untuk memperoleh persetujuan dari masing-masing pemegang saham.

Pada akuisisi juga terdapat beberapa kelebihannya diantaranya yaitu para pemegang saham dapat mempertahankan dan tidak menjual sahamnya apabila mereka tidak menyukai tawaran yang diberikan perusahaan akuisitor. Kelebihan akuisisi yang kedua yaitu perusahaan yang mengakuisisi secara langsung dapat berurusan dengan pemegang saham dengan cara melakukan *tender offer*, tanpa persetujuan dari manajerial perusahaan. Kelebihan merger bagi perusahaan akuisitor yaitu merger dapat dilakukan dengan cara yang tidak bersahabat apabila tidak terdapat persetujuan dari manajemen maupun komisari. Kelebihan akuisisi yang terakhir adalah pada akuisisi aset tidak diperlukannya suara

saham minoritas dalam pengambilan keputusan, yang diperlukan hanya suara pemegang saham mayoritas, sehingga apabila pemegang saham minoritas tidak menyetujui akuisisi tersebut, tidak akan berpengaruh terhadap keputusan yang diambil.

Pengambilalihan dengan cara akuisisi juga memiliki kekurangan, adapun kekurangannya yaitu apabila ada cukup banyak pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan pengambilalihan, maka akuisisi akan batal, karena secara umum anggaran dasar perusahaan menentukan paling sedikit dua pertiga (67 %) suara setuju pada akuisisi agar akuisisi terjadi. Selain itu akuisisi dapat berubah menjadi merger apabila yang perusahaan akuisitor membeli seluruh saham yang dimiliki oleh perusahaan target. Kekurangan yang terakhir adalah akuisisi akan menimbulkan biaya legal yang tinggi karena setiap pembelian aset dalam akuisisi harus dilakukan secara hukum dan dibalik nama.

2. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2010, p. 26). Menurut Jogyanto (2017) menyebutkan bahwa pasar modal adalah sarana bagi perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan cara menjual saham ataupun mengeluarkan obligasi. Pada dasarnya konsep pasar modal sama dengan pasar lain pada umumnya, yaitu apabila jumlah permintaan lebih tinggi daripada jumlah penawaran, maka harga akan meningkat, dan

sebaliknya apabila jumlah permintaan lebih sedikit dibandingkan dengan jumlah penawaran, maka harga juga akan berubah menjadi lebih murah.

Secara umum pasar modal diartikan sebagai sebuah pasar yang memperdagangkan produk keuangan yang bersifat tidak nyata atau abstrak, sedangkan dalam bentuk nyata produk yang diperjualbelikan di pasar modal berupa instrument keuangan jangka panjang berupa lembaran surat berharga, adapun surat berharga yang dimaksud dapat berupa saham, surat utang atau obligasi, reksa dana maupun instrument lainnya.

b. Peran Pasar Modal

Perekonomian suatu negara tidak terlepas kaitannya dengan pasar modal. Pasar modal memiliki dua fungsi sekaligus yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan, maksudnya adalah pasar modal menjadi sarana yang memfasilitasi bertemunya dua pihak yang saling berkepentingan, dalam hal ini pihak yang dimaksud adalah yaitu pihak yang kelebihan dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (*issuer*). Adanya pasar modal, pihak yang memiliki kelebihan dana dapat mengalokasikan dananya untuk berinvestasi pada sektor-sektor yang dianggap akan memberikan keuntungan, sedangkan pihak *issuer* dapat memperoleh dana dari investor untuk melanjutkan operasional perusahaan.

Menurut Rusdin (2006) dalam Lakoni (2018), menyatakan bahwa pasar modal mempunyai peranan sebagai berikut :

- 1) Pasar modal merupakan tempat pembagian dana secara efisien.

- 2) Pasar modal memberikan penawaran bentuk investasi dengan sejumlah keuntungan dan resiko tertentu.
- 3) Memberi kemungkinan kepada para investor untuk memilih perusahaan yang sehat serta memiliki prospek yang baik dimasa mendatang.
- 4) Memicu perusahaan untuk menerapkan bentuk manajemen yang lebih profesional, efisien yang berorientasi pada keuntungan, sehingga tercipta suatu bentuk kondisi “*good corporate governance*” serta keuntungan yang lebih baik bagi investor.
- 5) Pasar modal dapat mendorong kemajuan perekonomian nasional melalui kemudahan memperoleh dana bagi suatu perusahaan, karena dengan begitu perusahaan akan mampu menumbuhkan perusahaannya dan akan berpengaruh terhadap meningkatnya lapangan kerja serta pendapatan pajak bagi pemerintah.

3. Efisiensi Pasar

Pasar efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, dalam hal ini informasi yang dimaksud dapat berupa informasi masa lalu, informasi masa sekarang dan informasi masa depan (Jogiyanto, 2017 p.605). Terdapat beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk mencapai pasar yang efisien, antara lain:

- a. Investor merupakan penerima harga, dalam hal ini harga dari suatu sekuritas di tentukan oleh banyak investor yang terlibat dalam proses permintaan dan penawaran, hal seperti ini bisa terjadi jika pelaku dipasar

mampu menginterpretasikan informasi dengan baik untuk digunakan dalam menganalisis, menilai dan melakukan transaksi dipasar modal.

- b. Pelaku pasar memperoleh informasi yang sama dalam waktu yang sama dengan mudah dan murah.
- c. Informasi dihasilkan secara acak dan tiap-tiap pengumuman informasinya bersifat random.
- d. Investor secara cepat bereaksi terhadap informasi yang sudah diperoleh, sehingga harga sekuritas akan berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan baru.

Bentuk pasar efisien menurut Fama dalam Tandelilin (2010) menyebutkan bahwa bentuk pasar efisiensi diklasifikasikan kedalam tiga bentuk *Efficient Market Hypothesis (EMH)*, antara lain yaitu :

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah

Suatu pasar dapat dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga yang terbentuk saat ini, secara penuh mencerminkan informasi masa lalu. Informasi masa lalu yang dimaksud adalah informasi yang sudah terjadi. Apabila pasar efisien dalam bentuk lemah, maka informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga saat dimasa mendatang.

- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga yang terbentuk sekarang mencerminkan informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa pengumuman yang dipublikasikan perusahaan, informasi

mengenai peraturan pemerintah atau peraturan yang hanya berdampak pada sektor tertentu saja. Pada pasar efisien bentuk setengah kuat *abnormal return* terjadi pada seputar tanggal pengumuman suatu peristiwa sebagai reaksi pasar terhadap peristiwa tersebut. Biasanya satu atau dua hari setelah pengumuman. Apabila respon terjadi berkempanjangan berarti mencerminkan respon pasar yang lambat dalam menyerap informasi.

c. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Efisien pasar dalam bentuk kuat berarti harga sekuritas sekarang mencerminkan informasi masa lalu, masa sekarang berupa informasi yang dipublikasikan dan ditambah informasi masa yang akan datang yaitu informasi yang tidak dipublikasikan dari perusahaan atau informasi privat. Pada efisiensi pasar bentuk ini, tidak ada investor yang bisa memperoleh *abnormal return*.

Pada tahun 1991 fama menyempurnakan klasifikasi mengenai bentuk-bentuk pasar tersebut. Pasar efisien bentuk lemah disempurnakan menjadi lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas return, sedangkan pada pasar efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa atau *event study* dan pada pasar efisien bentuk kuat disebut dengan pengujian informasi privat atau *private information*.

Makna dari efisiensi pasar adalah bahwa pelaku pasar akan bergerak dengan semestinya mengikuti perubahan yang terjadi, perubahan yang dimaksud adalah adanya informasi yang dipublikasikan dan diserap oleh pasar secara efisien. Dalam makna efisien berarti setiap pelaku pasar dapat

memperoleh informasi secara murah tanpa mengeluarkan banyak biaya dan mereka dapat dengan tepat dan cepat beraksi dalam pembentukan keseimbangan harga baru. Cepat atau tidaknya respon suatu pasar tergantung pada kebenaran suatu informasi. Apabila suatu pasar masih ragu terhadap kebenaran informasi, maka responnya akan lambat, namun ada beberapa juga merespon lebih dahulu, biasanya investor berani berspekulasi terhadap suatu peristiwa sehingga mereka mendahului responnya.

4. Studi Peristiwa

Studi peristiwa merupakan studi yang secara khusus menyelidiki tentang respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi tertentu (Jogiyanto, 2017). Kandungan informasi dalam sebuah pengumuman dapat berupa berita baik (*good news*) maupun berita buruk (*bad news*). Studi peristiwa adalah suatu bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi. Biasanya hipotesis pasar efisien menganggap bahwa untuk berita baik respon pasar akan positif dan sebaliknya apabila berita yang dipublikasikan berupa berita buruk maka respon pasar akan negatif. Biasanya reaksi pasar ini dapat tercermin melalui return tak normal (*abnormal return*). Studi peristiwa berupa pengamatan yang dilakukan untuk mengetahui pergerakan harga saham setelah terjadinya suatu peristiwa tertentu

Jenis- Jenis Studi Peristiwa:

a) Studi Peristiwa Konvensional.

Studi peristiwa konvensional merupakan studi yang mempelajari tentang reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa yang

sering terjadi dan diumumkan secara terbuka emiten di pasar modal. Adapun pengumuannya berupa Pengumuman laba, Pembayaran dividen, *right issue*, merger dan akuisisi, pengumuman pembelanjaan kapital, *stock split*.

b) Studi Peristiwa Kluster

Pada jenis ini mengamati tentang reaksi pasar terhadap sebuah peristiwa yang secara terbuka diumumkan dalam waktu yang sama namun hanya berdampak pada kluster perusahaan tertentu. Contoh peristiwa yang dapat mengundang reaksi pasar adalah pengumuman pemerintah tentang regulasi yang ada kaitannya dengan industri tertentu, sehingga diperkirakan akan berdampak pada keberlangsungan perusahaan industri yang bersangkutan.

c) Studi Peristiwa Tak terduga

Studi peristiwa jenis ini mengamati tentang respon pasar dari pengumuman-pengumuman yang tidak terduga, biasanya peristiwa jenis ini jarang terjadi.

d) Studi Peristiwa Berurutan

Studi peristiwa jenis ini merupakan bagian dari studi peristiwa kluster. Studi ini mempelajari tentang respon pasar terhadap serangkaian peristiwa yang terjadi secara runtut dalam situasi ketidakpastian yang tinggi, dalam studi ini yang menjadi kunci utama respon pasar adalah kebenaran suatu informasi tersebut.

5. *Signalling Theory*

Signaling theory atau teori sinyal merupakan teori yang menjadi dasar untuk memahami manajemen keuangan. Edwar (2012) dalam Nuraisyah (2016) menyatakan bahwa sinyal merupakan sebuah tindakan berupa isyarat yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dengan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Menurut Jogiyanto (2013) menyatakan bahwa informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Sinyal dapat terwujud dalam berbagai bentuk, baik secara nyata yang dapat langsung diamati, maupun yang harus melalui analisa yang lebih mendalam terlebih dahulu. Adanya sinyal tersebut dimaksudkan untuk memberi isyarat kepada pihak eksternal terhadap suatu peristiwa agar pihak eksternal dapat melakukan perubahan nilai atas perusahaan pemberi sinyal tersebut. Hal ini berarti sebuah sinyal harus mengandung kekuatan informasi agar dapat merubah penilaian dari pihak eksternal.

Pada dasarnya *signalling theory* berisi tentang pemahaman mengenai sebuah sinyal yang dapat memberikan nilai atau manfaat bagi pihak luar. Adanya suatu pengumuman atau peristiwa bisa memberikan sinyal positif maupun sinyal negatif. Apabila sinyal yang diberikan adalah sinyal positif maka akan menimbulkan dorongan bagi investor untuk melakukan transaksi perdagangan saham, sedangkan apabila sinyal yang muncul berupa sinyal negatif kemungkinan yang akan terjadi adalah melemahnya kegiatan perdagangan.

6. *Abnormal return*

Abnormal return merupakan salah satu alat ukur yang menjadi pokok pembahasan utama dalam studi yang mengamati reaksi pasar modal. *Abnormal return* bisa terjadi apabila peristiwa yang diumumkan yang memiliki kandungan informasi. Tandelilin (2010) menyatakan bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi yang dapat terjadi sebelum informasi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi. *Abnormal return* berarti pengembalian yang diperoleh investor berbeda dengan harapan mereka. Jogiyanto (2017:667) menegaskan bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi. *Abnormal return* dapat dikatakan sebagai kelebihan atas *return* realisasi terhadap *return* normal. Perhitungan *abnormal return* adalah sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

Dimana :

AR_{it} : *Abnormal return* sekuritas ke I pada periode peristiwa ke t

R_{it} : *Return realisasi* sekuritas ke I pada periode peristiwa ke t

ER_{it} : *Return Ekspektasi* sekuritas ke I pada periode peristiwa ke t

Abnormal return terdiri dari *return realisasi* dan *return ekspektasi*.

Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini juga digunakan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi, yang berguna untuk mengukur resiko dimasa mendatang. *Return realisasi* dapat dihitung dengan formulasi berikut ini :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$: *Return* saham sekuitas i pada periode ke-t

$P_{i,t}$: Harga saham sekuritas i pada periode ke-t

$P_{i,t-1}$: Harga saham sekuritas i pada periode ke t-1

Sedangkan *return* ekpektasi dalam Jogiyanto (2017) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Sifat dari *return* ekspektasi ini adalah belum terjadi. *Return* ekspektasi ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan. Brown dan Warner (1985) dalam Tandelilin (2010) mengemukakan bahwa untuk mengestimasi *return* yang diharapkan dalam rangka pengujian efisiensi pasar dapat menggunakan tiga model, Yaitu :

a. *Mean Adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata atau yang biasa disebut *mean adjusted model* ini menganggap bahwa *return* sekuritas yang dihitung pada hari periode sebelumnya dapat digunakan sebagai *return* ekspektasi.

$$AR_{i,t} = R_{it} - R_i$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$ = *Abnormal Return* sekuritas ke i pada periode peristiwa ke t

R_{it} = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-t

R_i = Rata-rata *return* sekuritas i selama sekian hari sebelum periode t.

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

b. *Market Model*

Pada model ekspektasi jenis ini, return ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi *OLS (Ordinary Least Square)* untuk memperoleh parameter α (*alfa*) dan β (*beta*). Perhitungan *return* ekspektasi dengan *market model* dilakukan dengan dua tahap, pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data *return* realisasi selama periode estimasi dan selanjutnya menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Persamaan yang dapat digunakan dalam teknik regresi OLS adalah sebagai berikut :

$$R_{i,j} = \alpha_1 + \beta_1 \cdot R_{mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Dimana:

$R_{i,j}$ = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_1 = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_1 = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

R_{mj} = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j ($R_{mj} = \frac{IHSG_j - IHSG_{j-1}}{IHSG_{j-1}}$).

$\varepsilon_{i,j}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j.

c. *Market Adjusted Model*

Dalam menentukan *return* ekspektasi suatu sekuritas dapat menggunakan *return* indek pasar pada saat tersebut. Penggunaan

model jenis ini tidak perlu adanya periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* saham yang di estimasi adalah indeks pasar. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Dimana :

AR_{it} = *Abnormal Return* dari masing – masing saham *i* pada hari ke- *t*

R_{it} = *Return* realisasi Saham *i* pada hari ke- *t*

R_{mt} = *Return* pasar pada hari ke *t*

Return pasar diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), adapun rumus dalam menghitung return pasar adalah sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan

R_{mt} = *Return* pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke *t*

$IHSG_{t-1}$ = Indek Harga Saham Gabungan pada hari ke *t-1*.

B. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variable Penelitian	Obyek	Simpulan
Suherman, Nuraisyah dan Gatot (2016)	<i>Abnormal Return</i> dan Likuiditas saham	perusahaan yang mengumumkan akuisisi antara 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia	Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi hal ini menunjukkan bahwa peristiwa yang diumumkan merupakan kabar baik mengandung informasi sehingga di respon oleh investor. Sedangkan pada likuiditas saham menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi.
Dananjaya, Ni Luh Putu Wiagustini (2015)	<i>Abnormal return</i>	Perusahaan yang melakukan merger pada tahun 2009 sampai 2013 di Bursa Efek Indonesia	Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan <i>abnormal return</i> signifikan statistik sesudah dan sebelum pengumuman merger. Ini berarti bahwa investor menganggap bahwa pengumuman merger tidak mempengaruhi penawaran harga saham.
Febiyanti (2014)	<i>Abnormal Return</i>	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.	Penelitian yang dilakukan pada PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk atas peristiwa akuisisi yang dilakukan perusahaan tersebut memperoleh hasil yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada saat sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi yang dilakukan oleh PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. tidak adanya perbedaan ini dapat dilihat dari nilai <i>abnormal return</i> yang tetap negative setelah pengumuman akuisisi, hal ini sama dengan sebelum pengumuman yang nilai <i>abnormal return</i> nya juga negative. Dari hasil ini menunjukkan bahwa informasi

			yang tersebar di pasar kemungkinan belum merata, dan adanya keraguan dari investor untuk mengambil keputusan investasi atas pengumuman akuisisi PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.
Rusnanda, Eliya Dan Pardi (2013)	<i>Abnormal return</i>	Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di BEI tahun 2006-2012	Dari penelitian yang dilakukan dengan menggunakan event windows 11 hari pengamatan memperoleh hasil yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata abnormal return antara sebelum dan sesudah peristiwa akuisisi. Hal ini ditunjukkan dari nilai signifikansi (0,469), dari penelitian ini menyimpulkan bahwa bisa saja investor menganggap biasa pengumuman tersebut, sehingga tidak terjadi perbedaan yang signifikan setelah terjadi pengumuman
Augie, Vally(2013)	<i>Abnormal return</i> dan ROA	Perusahaan yang Terdaftar di Bursa efek Indonesia tahun 2009-2012	Penelitian ini menggunakan sampel sejumlah 32 sampel dengan periode jendela 2 hari sebelum dan 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil dari penelitian ini adalah tidak terdapat abnormal return di sekitar tanggal pengumuman M&A dan juga tidak terdapat perubahan kinerja keuangan dari satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah pengumuman M&A
Astria, Nike (2012)	<i>Abnormal return</i>	Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tahun 2006-2008	Penelitian yang dilakukan dengan menggunakan sampel sejumlah 19 menghasilkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, hal ini berarti menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisi dianggap sebagai kabar baik oleh investor, sehingga terjadi reaksi atas pengumuman merger dan akuisisi tersebut.
Epriyeni (2012)	<i>Abnormal return</i>	Perusahaan yang melakukan merger,	Penelitian yang dipakai dalam penelitian ini berjumlah 8 perusahaan, dengan menggunakan event windows 21 hari

		akuisisi dan <i>right issue</i> tahun 2008-2012	pengamatan yang terdiri dari 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman, dan 1 hari pada saat pengumuman, memperoleh hasil bahwa terdapat perbedaan abnormal return pada saat sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi
Khoirullah (2016)	<i>Abnormal return</i>	Perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 2010-2013	Penelitian ini menggunakan sampel sejumlah 40 perusahaan yang diperoleh melalui teknik pengambilan sampel <i>purposive sampling</i> . Event windows yang digunakan adalah 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi, dari penelitian ini diperoleh hasil bahwa tidak terdapat perbedaan abnormal return pada 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman akuisisi, hal ini disebabkan karena para investor menganggap akuisisi tersebut bukanlah sebuah peristiwa yang menagndung informasi, sehingga mereka menganggap peristiwa tersenut sebagai peristiwa biasa.

Di olah dari berbagai sumber

D. Hipotesis

Pengumuman merger dan akuisisi merupakan sebuah informasi ekonomi yang di publikasikan oleh perusahaan, adanya publikasi ini biasanya menjadi sinyal bagi investor untuk mengambil langkah investasi yang tepat. Investor akan selalu memperhatikan setiap informasi yang diumumkan, karena sebuah informasi merupakan salah satu pendorong dalam investasi. Ketika terjadi sebuah pengumuman yang mengandung informasi maka akan muncul reaksi pasar modal. Reaksi tersebut dapat berupa reaksi positif maupun reaksi negatif. Adanya reaksi positif menunjukkan bahwa pengumuman tersebut dianggap sebagai berita baik oleh investor, hal ini dapat ditunjukkan dengan meningkatnya harga saham dari perusahaan tersebut dan abnormal return bernilai positif, namun sebaliknya jika reaksi yang timbul dari pengumuman tersebut adalah reaksi negatif maka yang terjadi adalah penurunan harga saham karena investor menganggap pengumuman tersebut merupakan berita buruk dan abnormal return bernilai negatif.

1. Reaksi Pasar Modal 2 hari Setelah Pengumuman Merger dan Akuisisi

Sebuah pasar modal yang efisien biasanya beraksi secara cepat terhadap sebuah peristiwa, Tandelilin (2010) menyatakan bahwa pasar dapat dikatakan efisien apabila investor merespon informasi yang diperoleh secara cepat, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai akibat dari informasi tersebut. Penggunaan *event windows* 5 hari yaitu 2 hari sebelum pengumuman, 1 hari pada waktu pengumuman dan 2 hari setelah pengumuman, hal ini akan mencerminkan adanya respon yang cepat dari pasar modal terhadap sebuah pengumuman.

Berdasarkan pada penelitian sebelumnya yang dilakukan Maryati (2012) dengan menggunakan *event windows* 5 hari, memperoleh hasil adanya respon positif yang ditunjukkan dengan perbedaan yang signifikan. Hal ini membuktikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi dianggap sebagai sebuah informasi ekonomi yang mempunyai dampak positif, karena dengan melakukan merger dan akuisisi sebuah perusahaan akan mengalami peningkatan baik dari ukuran perusahaan, nilai perusahaan maupun keuntungan yang akan diterima dalam jangka panjang, sehingga investor cenderung memilih untuk membeli saham tersebut untuk memperoleh keuntungan dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam penelitian ini diduga akan terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan pada *event windows* 2 hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, karena hal ini merupakan berita baik maka investor beranggapan bahwa harga saham akan berangsur naik setelah terjadinya merger dan akuisisi sehingga investor akan melakukan pembelian dengan harapan akan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Berdasarkan uraian diatas, maka ditetapkan hipotesis sebagai berikut:

H_{01} : Diduga tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 2 hari sebelum dan 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi

H_{a1} : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 2 hari sebelum dan 2 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

2. Reaksi Pasar Modal Setelah 5 Hari Pengumuman Merger dan Akuisisi

Sebuah pengumuman yang berasal dari emiten terkadang tidak secara langsung menyebar rata, sehingga tidak semua investor menerima informasi tersebut, hal inilah yang menyebabkan *abnormal return* muncul pada beberapa hari setelah pengumuman. Selain itu keragu-raguan investor mengambil tindakan secara cepat terhadap sebuah pengumuman juga menjadi pendukung terlambatnya kemunculan *abnormal return*. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Janiantari dan Badera (2014) yang menyatakan adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan, hal ini terjadi karena terlambatnya investor merespon pengumuman *stock split* yang sudah diumumkan oleh emiten, sehingga *abnormal return* muncul beberapa hari setelah pengumuman.

Dalam penelitian ini diduga adanya respon yang tidak terlalu cepat dari investor mengenai tanggapan yang diberikan terhadap pengumuman merger dan akuisisi sehingga *abnormal return* baru terjadi pada 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Dari penjabaran di atas maka dapat diperoleh hipotesis sebagai berikut :

H_{02} : Diduga tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

H_{a2} : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

3. Reaksi Pasar Modal 10 Hari Setelah Pengumuman Merger dan Akuisisi

Sebuah pengumuman merger dan akuisisi adalah suatu strategi jangka panjang yang diambil perusahaan, keberhasilan strategi ini dapat dilihat dalam jangka waktu yang cukup panjang sehingga dibutuhkan analisis untuk menentukan tindakan melakukan investasi. Dalam penelitian ini digunakan periode yang lebih panjang lagi yaitu 21 hari dengan 10 hari sebelum pengumuman dan 10 hari setelah pengumuman. Penentuan event windows ini digunakan untuk melihat dalam jangka waktu 10 hari setelah pengumuman apakah investor masih beraksi terhadap adanya pengumuman tersebut. Seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Apriyeni (2013) dan Astria (2012) yang menunjukkan hasil terdapat perbedaan abnormal return pada 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman. dari kedua penelitian tersebut memperoleh hasil respon positif, yang berarti pengumuman yang berkaitan dengan peristiwa ekonomi memperoleh respon positif dari pasar.

Penelitian ini menduga bahwa *cumulative abnormal return* muncul hingga 10 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi dikarenakan adanya analisis yang panjang dari seorang investor mengenai dampak yang akan diberikan perusahaan kedepannya, Dari pernyataan tersebut maka diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H_{03} : Diduga tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

H_{a3}: Diduga terdapat perbedaan yang signifikan pada *cumulative abnormal return* 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.



