

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian Terdahulu bertujuan untuk mendapatkan bahan perbandingan dan bahan acuan. Selain itu untuk menghindari anggapan kesamaan dengan penelitian yang akan dilakukan. Berdasarkan penelitian yang sudah pernah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu yang mengkaji antara lain:

Rumondang (2010) dengan judul "*Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan (Studi Pada BEI periode 2000-2006)*". Dari penelitian ini didapat hasil bahwa pengumuman merger dan akuisisi memang direspon oleh pasar, sehingga menghasilkan *abnormal return*. Pada periode sebelum pengumuman merger dan akuisisi selama 41 hari.

Santosa (2009) dengan judul "*Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor dan Non Akuisitor Dalam Satu Sektor Industri yang Sama (Periode 2004-2008 di BEI)*". Mengemukakan bahwa penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor dalam sektor industri yang sama.

Rambe (2012) dengan judul "*Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*". Dengan hasil bahwa Hasil pengujian menggunakan uji beda paired sample T-

test menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan untuk semua rasio setelah merger dan akuisisi pada semua periode pengamatan dan pengujian.

Wibowo (2012) dengan judul “*Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Pada Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi, Periode 2004-2010)*”. Menganalisis bahwa studi dalam 7 rasio keuangan, NPM, ROI, ROE, EPS, TATO, CR dan Debt. Pada pengakuisisi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan dibandingkan sebelum dan sesudah akuisisi. Tapi perusahaan yang telah bergabung rasio ROI, EPS dan *Debt Rasio* terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah merger.

Di dalam penelitian-penelitian terdahulu memiliki perbedaan dalam periode penelitian, sampel yang digunakan, jenis, maupun rasio keuangan yang digunakan. Dan juga sampel yang digunakan dalam penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu baik nama perusahaan terkait maupun tahun diadakan penelitian dan metode analisis yang digunakan setiap peneliti juga berbeda. Dengan perbedaan yang telah disebutkan diharapkan penelitian yang akan dilakukan mendapatkan hasil yang berbeda dan mampu memperbaiki penelitian yang terdahulu dengan tetap mengacu pada penelitian-penelitian yang telah dilakukan.

2.2 Kajian Teori

Penggabungan usaha merupakan salah satu strategi untuk mempertahankan kelangsungan hidup dan mengembangkan perusahaan. Ikatan akuntan Indonesia dalam pernyataan standar akuntansi keuangan Indonesia Nomor 12 (PSAK No.22) mendefinisikan penggabungan badan usaha sebagai bentuk penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain ataupun memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Jenis penggabungan usaha dapat dibedakan menjadi dua yaitu akuisisi dan penyatuan pemilikan (merger).

Pengertian penggabungan usaha (*business combination*) secara umum adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Penggabungan usaha dapat berupa pembelian saham suatu perusahaan oleh perusahaan lain, atau pembelian aktiva neto suatu perusahaan. Secara teori penggabungan usaha dapat berupa merger, akuisisi, dan konsolidasi. Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lainnya dihilangkan. Sementara itu, akuisisi didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu perusahaan, yang dapat dilakukan melalui merger atau *tender offer* (Ang, 1997).

Tujuan umum perusahaan adalah memaksimum nilai kekayaan pemegang saham, dalam rangka meraih sasaran tersebut perusahaan melakukan ekspansi bisnis

dengan berbagai cara, salah satu cara untuk mencapai pertumbuhan dari dalam perusahaan (*internal growth*), dan pertumbuhan dari luar perusahaan (*external growth*). Pertumbuhan internal adalah ekspansi yang dilakukan dengan membangun unit bisnis baru dari awal (*start-ups business*). Jalur ini memerlukan berbagai pertahapan mulai dari riset pasar, desain produk, perekrutan tenaga ahli, tes pasar, pengadaan dan pembangunan fasilitas produksi atau operasi sebelum perusahaan menjual produknya ke pasar. Sebaliknya pertumbuhan eksternal dilakukan dengan membeli perusahaan yang sudah ada. Merger dan akuisisi adalah strategi pertumbuhan eksternal dan merupakan jalur cepat untuk mengakses pasar baru produk baru tanpa harus membangun dari awal. Terdapat penghematan waktu yang sangat signifikan antara pertumbuhan internal dan eksternal melalui merger dan akuisisi. Dari waktu ke waktu perusahaan lebih menyukai pertumbuhan eksternal melalui merger dan akuisisi dibanding pertumbuhan internal. Aktifitas merger dan akuisisi semakin meningkat seiring dengan intensnya perkembangan ekonomi yang mengglobal. Adapun menurut istilah para ulama fikih, kegiatan merger dan akuisisi adalah termasuk kegiatan musyarakah atau perkongsian. *Syirkah* adalah suatu akad kerja sama antara dua orang atau lebih untuk suatu usaha tertentu di mana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana (atau amal) dengan kesepakatan bahwa keuntungan dan kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan. (Dumairi 2007:65).

Dalam Al-Qur'an pun Allah sudah menyebutkan bahwa *Syirkah* atau perkongsian hukumnya diperbolehkan atau disyari'atkan berdasarkan Al-Qur'an, Al-

Hadits dan *ijma'* (konsensus) kaum muslimin. Dan berikut Allah berfirman dalam

QS. Shaad: 24, sebagai berikut:

وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ
وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ

Dan Sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan.

وَعَنِ السَّائِبِ بْنِ يَزِيدَ الْمُخْزُومِيِّ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ أَنَّ اللَّهَ مَعَهُمَا أَيُّ فِي الْحِفْظِ وَالرَّعَايَةِ وَالْإِمْدَادِ
بِمُعُونَتِهِمَا فِي مَالِهِمَا وَإِنزَالِ الْبَرَكَاتِ فِي تِجَارَتِهِمَا فَإِذَا حَصَلَتِ الْخِيَانَةُ نَزَعَتِ الْبَرَكَاتُ مِنْ مَالِهِمَا وَفِيهِ
حَدَّثَ عَلَى النَّسَائِكِ مَعَ عَدَمِ الْخِيَانَةِ وَتَحذِيرٌ مِنْهُ مَعَهَا. رَوَاهُ أَحْمَدُ وَأَبُو دَاوُدَ وَابْنُ مَاجَةَ

Dari Sa'ib bin Yazid Al-Makhzumi ra, bahwa Allah bersama mereka berdua dalam memelihara, merawat, memberikan pertolongan pada harta mereka, dan menurunkan berkah pada perdagangan mereka. Jika terjadi pengkhianatan, maka keberkahan hartanya akan hilang. Hadis ini memberi dorongan untuk berserikat (bersekutu) dengan tanpa pengkhianatan, juga memberikan pencegahan atas pengkhianatan dalam berserikat. HR. Ahmad, Abu Dawud, dan Ibn Majah.

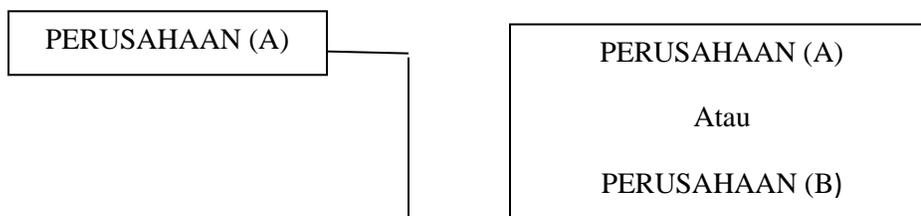
Dari keterangan tentang syirkah di atas, kegiatan merger dan akuisisi adalah tergolong *syirkah inan*, yang mana syirkah antara dua pihak atau lebih yang masing-masing member kontribusi kerja (*'amal*) dan modal (*mâl*). *Syirkah* ini hukumnya boleh berdasarkan dalil As-Sunnah dan *Ijma Sahabat*. Contoh *syirkah inân*: A dan B

insinyur teknik sipil. A dan B sepakat menjalankan bisnis properti dengan membangun dan menjualbelikan rumah. Masing-masing memberikan kontribusi modal sebesar Rp 500 juta dan keduanya sama-sama bekerja dalam *syirkah* tersebut. *Syirkah* demikian adalah sah, meskipun yang mensyaratkan itu baru dalam masalah perniagaan serta lebih banyak. Dalam *syirkah* ini, disyaratkan modalnya harus berupa uang (*nuqud*), sedangkan barang (*'urudh*), misalnya rumah atau mobil, tidak boleh dijadikan modal *syirkah*, kecuali jika barang itu dihitung nilainya (*qimah al-'urudh*) pada saat akad. Keuntungan didasarkan pada kesepakatan, sedangkan kerugian ditanggung oleh masing-masing mitra usaha (*syarik*) berdasarkan porsi modal. (Dumairi, 2007:90)

2.2.1 Pengertian Merger

Merger atau penggabungan kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan (Foster dalam Wibowo dkk, 2001:34). Dalam hal ini salah satu perusahaan akan tetap ada, sedangkan yang satunya lagi menjadi hilang. Merger bisa merupakan suatu langkah yang dilakukan mengikuti tindakan akuisisi 100 persen namun dalam akuisisi 100 persen, kedua belah pihak tetap ada yaitu baik itu perusahaan pengakuisisi (*acquirer*) maupun perusahaan target (Ang, 1997:165)

Gambar 2.1
Skema Merger



PERUSAHAAN (B)

Sumber : Hidayati (1997)

Dari ilustrasi di atas sebagai contoh perusahaan A akan merger dengan perusahaan B, kemudian hanya ada satu perusahaan saja yang akan tetap beroperasi sedangkan yang satu lagi akan hilang, misal hanya perusahaan A atau B saja yang akan ada. Sedangkan menurut Marcel (1992, dalam Hutagalung 2002), merger adalah suatu penggabungan perseroan, dimana sebuah perseroan mengambil-alih satu atau lebih perseroan yang lain, Setelah terjadi pengambil-alihan tersebut, maka perseroan yang diambil-alih dibubarkan atau dilikuidasi. Sehingga eksistensinya sebagai badan hukum lenyap. Dengan demikian kegiatan usahanya dilanjutkan oleh perseroan yang mengambil alih.

Dalam *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 27 Tahun 1988* mendefinisikan merger adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar. Ikatan Akuntan Indonesia memberikan definisi berdasarkan perspektif akuntansi bahwa merger adalah salah satu metode penyatuan usaha (*business combination*). Penyatuan usaha itu sendiri didefinisikan sebagai penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain.

2.2.2. Pengertian Akuisisi

Akuisisi merupakan salah satu bentuk pengambil-alihan (Husnan, 2002:78). Akuisisi dapat dibedakan menjadi akuisisi saham dan akuisisi aset. Akuisisi saham merupakan pengambil-alihan atau pembelian saham suatu perusahaan dengan menggunakan kas, saham atau sekuritas lain. Akuisisi saham biasanya melalui tahap penawaran (*tender offer*) oleh perusahaan penawar (*bidder firm*) kepada para pemegang saham perusahaan target. Akuisisi ini tidak membutuhkan persetujuan pihak manajemen dan dapat dilakukan meskipun pihak manajemen tidak menyetujui pembelian saham perusahaan. Oleh karena itu akuisisi ini disebut bentuk pengambil-alihan yang tidak bersahabat (*hostile takeover*). Sedangkan akuisisi aset dilakukan dengan cara membekukan sebagian aset perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi. Akuisisi jenis ini membutuhkan suara pemegang saham perusahaan target untuk menyetujui pengambil-alihan perusahaan tersebut (Rachmawati dan Tanderlilin, 2000).

Perubahan-perubahan yang terjadi setelah perusahaan melakukan akuisisi biasanya akan tampak pada kinerja perusahaan dan penampilan finansial perusahaan yang praktis membesar dan meningkat pada laporan konsolidasi pasca akuisisi kondisi dan posisi keuangan perusahaan mengalami perubahan dan hal ini tercermin dalam laporan keuangan perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Seperti diuraikan di atas perusahaan melakukan akuisisi perusahaan didasari pada motivasi mencapai sinergi. Dimana manfaat ekstra sinergi ini tidak bisa diperoleh seandainya perusahaan tersebut bekerja secara terpisah, dan untuk ekspansi bisnis dimana

nantinya diharapkan akan mampu menaikkan nilai perusahaan terutama bagi perusahaan yang listed di Bursa Saham.

Secara umum hukum ekonomi syari'ah tidak menghalangi atau mengharamkan pelaksanaan akuisisi (Dumairi, 2007). Akan tetapi, pelaksanaan akuisisi itu tidak boleh keluar dari etika bisnis syariah dan hukum kontrak syariah (*al'uqud*). Pelaksanaan akuisisi kadang menyebabkan terjadinya praktek monopoli dan persaingan usaha tidak sehat di tangan STT. Sementara Islam mengharamkan adanya monopoli. Rasulullah Muhammad SAW, bersabda لا يحتكر artinya dilarang monopoli (Hadits Riwayat Muslim). Mengapa Rasulullah begitu keras menentang praktek monopoli? Karena Rasulullah mengerti betul, sepanjang sejarah, praktek monopoli selalu merugikan kepentingan orang banyak. Allah sendiri telah berfirman dalam QS Al-Baqarah 188

وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ
أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ

Dan janganlah sebahagian kamu memakan harta sebahagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang bathil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat memakan sebahagian daripada harta benda orang lain itu dengan (jalan berbuat) dosa, padahal kamu Mengetahui. (QS Al-Baqarah 188)

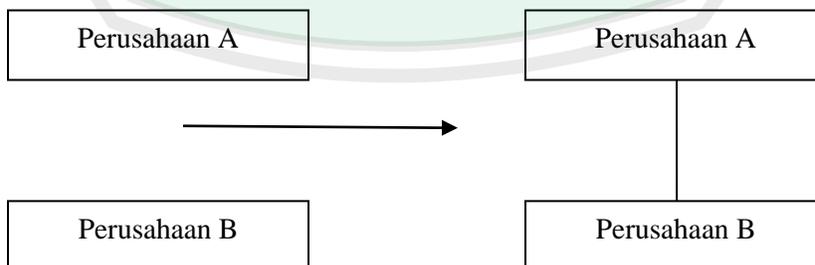
Dan firmanNya yang lain dalam QS An-nisa ayat 29

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَن
تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ۚ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا

Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu. (QS An-Nisa 29)

Lebih lanjut, dalam melakukan transaksi perkongsian menurut syari'ah terdapat apa yang disebut sebagai hak syuf 'ah, yaitu menawarkan barang dan atau jasa kepada rekan kongsi atau orang yang paling dekat. Rasulullah menetapkan syuf'ah-syuf'ah semua perseroan yang belum dibagi, baik berbentuk rumah atau kebun, tidak halal dijual sebelum meminta izin partner. Jika ia menghendaki, ia membelinya. Dan jika tidak, ia meninggalkannya. Apabila penjualan berlangsung tanpa izinnya (*partnernya*) maka dialah yang paling berhak membelinya. (Basyir:2000)

Gambar 2.2
Skema Akuisisi



Sumber : Hidayati (1997)

Dari gambar ilustrasi akuisisi tersebut sebagai contoh, misal perusahaan A akan mengakuisisi perusahaan B dengan menggunakan pembelian saham atau asset perusahaan. Kemudian kedua perusahaan akan tetap ada yang mana perusahaan A akan mengambilalih perusahaan B atau dijadikan anak perusahaan oleh perusahaan A.

Pengertian lain akuisisi menurut Ang (1997:78) merupakan tindakan pembelian saham suatu perusahaan yang melebihi 50 persen dari modal ditempatkan dan disetor penuh perusahaan target. Tindakan pembelian saham yang melebihi 5 persen tentunya berasal dari divestasi pemegang saham lama perusahaan target.

Di dalam proses akuisisi, secara jangka pendek dapat menguntungkan pihak yang diakuisisi (perusahaan target). Tindakan akuisisi ini mempunyai penyelamatan perusahaan target yang bersifat jangka pendek, ada yang memperkuat bisnis inti *acquirer* atau semata-mata sebagai diversifikasi usaha yang nilainya menguntungkan. Bila akuisisi dilakukan diantara perusahaan dalam naungan satu grup sendiri, maka disebut akuisisi internal (*intenal acquisition*).

Merger dan akuisisi umumnya berdampak pada kinerja perusahaan, baik kinerja operasional berupa profitabilitas, maupun kinerja saham yang dapat berupa *return*. Dampak merger dan akuisisi terhadap kedua jenis kinerja tersebut mungkin saja negatif maupun positif, mungkin dalam jangka pendek atau jangka panjang. Di dalam jangka pendek, dampak merger dan akuisisi terhadap perusahaan yang terlibat dalam transaksi merger dan akuisisi, maupun yang tidak terlibat dalam transaksi

tersebut berlangsung tidak hanya disekitar pengumuman, tetapi juga disekitar penyelesaian merger dan akuisisi tersebut.

2.2.3 Jenis-jenis Merger dan Akuisisi

2.2.3.1 Jenis Merger

Perusahaan dapat memilih beberapa alternatif dari tipe-tipe merger yang ada yaitu merger horizontal, merger vertikal, merger kongenerik maupun merger konglomerat (Hitt, 2002).

1. Merger horizontal, terjadi saat dua perusahaan atau lebih yang memiliki lini basis yang sama kemudian bergabung menjadi satu. Adapun tujuan dari merger horizontal adalah meningkatkan *asset*, meningkatkan pangsa pasar (*market synergy*) dan menekan biaya. Contoh merger ini, yaitu perusahaan TV melakukan merger dengan perusahaan TV lainnya.
2. Merger vertikal, merupakan gabungan dari perusahaan-perusahaan dimana perusahaan yang satu bertindak selaku suplier perusahaan lainnya. Contohnya: yaitu perusahaan Du Point yang merger dengan perusahaan minyak Conoco karena Du Point menggunakan minyak dalam proses kimianya.
3. Merger Kongenerik, terjadi jika gabungan perusahaan dilakukan oleh dua perusahaan yang terkait tetapi tidak terkait secara vertikal atau horizontal. Misalnya, sebuah perusahaan komputer membeli sebuah *software*.

4. Merger Konglomerat, merupakan gabungan dari perusahaan-perusahaan yang tidak mempunyai keterkaitan operasi. Misalnya, perusahaan otomotif membeli perusahaan kosmetik.
5. Merger dengan Likuiditas, adalah merger diantara dua atau lebih perusahaan dimana perusahaan yang lenyap kemudian dilikuiditas, untuk kemudian dibersihkan.
6. Merger tanpa Likuiditas, adalah merger diantara dua atau lebih perusahaan yang lenyap kemudian dilikuiditas, tapi hak, kewajiban, dan kontrak dan lain-lain beralih secara langsung kepada perusahaan yang eksisi merger.
7. Merger Sederhana, adalah bentuk proto tipe dari merger, yakni merupakan merger diantara dua atau lebih perusahaan yang hak dan kewajibannya dialihkan langsung perusahaan yang eksis setelah merger, jadi tanpa likuiditas.
8. Merger Praktis, adalah merger diantara dua perusahaan atau lebih perusahaan dimana dalam deal merger tersebut tidak dilakukan pembayaran tunai terhadap harga saham perusahaan target tetapi ditukar dengan saham perusahaan pemerger.
9. Merger Segitiga, adalah merger diantara dua atau lebih perusahaan dimana perusahaan target merger dileburkan ke dalam anak perusahaan dari perusahaan pemerger.

10. Merger Segitiga terbalik, adalah merger di antara dua atau lebih perusahaan dimana perusahaan target merger dileburkan ke dalam perusahaan target merger.

Tipe merger bila ditinjau dari prosesnya menurut Husnan (2002:98), merger dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

a. *Friendly merger*

Proses ini disepakati oleh dua belah pihak dengan cara sebagai berikut: Pertama, mengidentifikasi perusahaan yang akan menjadi target merger dan akuisisi. Kedua, menentukan harga beli yang bersedia dibayarkan pada perusahaan target. Ketiga, manajer perusahaan yang akan membeli menghubungi perusahaan target untuk melakukan negosiasi. Jika pemegang saham perusahaan target menyetujui, maka penggabungan tersebut dapat dilaksanakan dengan baik melalui pembayaran tunai atau pembayaran dengan saham perusahaan.

b. *Hostile takeover*

Proses ini terjadi jika perusahaan target yang akan dimerges tersebut berkeberatan dengan alasan harga yang ditetapkan terlalu rendah (*undervalue*) atau karena manajer takut kehilangan jabatannya, sehingga terkadang pihak manajer melakukan berbagai cara untuk menggagalkan kegiatan merger ini.

2.1.3.2 Jenis Akuisisi

Menurut Marcel Go (dalam Hutagalung 2002) Akuisisi sebagai salah satu bentuk kombinasi bisnis dapat dibedakan dalam 5 tipe, yaitu :

a. Akuisisi Finansial (*Financial Acquisition*)

Akuisisi finansial merupakan suatu tindakan akuisisi terhadap satu atau beberapa perusahaan tertentu yang dilaksanakan dengan tujuan untuk mencapai keuntungan finansial. Kecenderungannya adalah usaha membeli perusahaan target dengan harga semurah mungkin, untuk menjual kembali dengan harga jual yang lebih tinggi. Namun demikian apabila transaksi tersebut dilaksanakan antar perusahaan yang berada dalam satu grup bisnis atau kepemilikan yang sama, maka harga belinya dapat menjadi lebih mahal ataupun lebih murah, tergantung pada kepentingan dan keuntungan yang akan diperoleh pemilik mayoritas perusahaan yang bersangkutan.

b. Akuisisi Strategis (*strategic acquisition*)

Akuisisi strategis merupakan suatu akuisisi yang dilaksanakan dengan tujuan untuk menciptakan sinergi dengan didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan jangka panjang. Sinergi ini tidak hanya terbatas pada sinergi keuangan, tetapi juga mencakup sinergi produksi, sinergi distribusi, sinergi pengembangan teknologi atau gabungan dari sinergi-sinergi tersebut.

c. Akuisisi Saham

Adalah akuisisi yang terjadi diantara dua atau lebih perusahaan dimana yang diakuisisi adalah sebagian besar atau seluruh saham dari

perusahaan target, baik saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan maupun pembelian saham langsung dari pemegang saham.

d. Akuisisi Asset

Adalah akuisisi yang terjadi di antara dua atau lebih perusahaan dimana yang diakuisisi sebagian besar atau seluruh asset dari perusahaan target.

e. Akuisisi Kegiatan Usaha

Adalah akuisisi yang terjadi diantara dua atau lebih perusahaan dimana yang diakuisisi dari perusahaan target adalah hanya kegiatan usahanya, termasuk jaringan bisnis, alat produksi, hak milik intelektual, dan lain-lain.

2.2.4 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi

Menurut Drebin (1993:90) penggabungan badan usaha di antaranya dimaksudkan agar perusahaan memperoleh daerah pemasaran lebih luas dan volume penjualan lebih besar; maupun pengembangan organisasi yang lebih kuat dan produksi yang lebih baik serta manajemen

yang baik atau berbakat; penurunan biaya melalui penghematan dan efisiensi pada skala produksi yang lebih besar, peningkatan pengendalian pasar dan posisi bersaing, diversifikasi lini-lini produk, perbaikan posisi dalam kaitannya dengan

sumber pengadaan bahan baku, dan peningkatan yang menitikberatkan pada modal untuk pertumbuhan sebagai biaya yang rendah atas pinjaman.

Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi yaitu motif ekonomi dan motif non ekonomi. motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Termasuk motif ekonomi adalah motif untuk mencapai sinergi dan motif untuk mencapai posisi strategi. Motif strategi dimaksudkan untuk membangun keunggulan kompetitif jangka panjang perusahaan yang pada akhirnya bermuara kepada peningkatan nilai perusahaan atau peningkatan kemakmuran pemegang saham. Di sisi lain motif non ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan tersebut, tetapi didasarkan pada keinginan subjektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan. Hanya alasan yang bersifat ekonomis dan rasional yang bisa diterima sehingga aktivitas merger dan akuisisi bisa di pertanggung jawabkan. Dasar logika dari pengukuran berdasar akuntansi adalah bahwa jika "size" bertambah besar ditambah dengan sinergi yang dihasilkan dari gabungan aktivitas-aktivitas yang simultan, maka laba perusahaan juga semakin meningkat. Oleh karena itu kinerja perusahaan pasca merger seharusnya semakin baik dibandingkan dengan sebelum merger dan akuisisi.

Alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah untuk memperoleh sinergi, strategic opportunities, meningkatkan efektifitas dan mengeksploitasi *mispicing* di pasar modal (Ang, 1997). Pada umumnya tujuan dilakukannya merger dan

akuisisi adalah mendapatkan sinergi atau nilai tambah. Keputusan untuk merger dan akuisisi bukan sekedar menjadikan dua ditambah dua menjadi empat tetapi merger dan akuisisi harus menjadikan dua ditambah dua menjadi lima dan seterusnya. Berkaitan dengan hal ini, Allah berfirman dalam Al-Qur'an QS As-Syuura 20:

مَنْ كَانَتْ يُرِيدُ حَرْثَ الْآخِرَةِ نَزَدَ لَهُ فِي حَرْثِهِ ^ط وَمَنْ كَانَتْ يُرِيدُ حَرْثَ
الدُّنْيَا نُؤْتِهِ مِنْهَا وَمَا لَهُ فِي الْآخِرَةِ مِنْ نَصِيبٍ

Barang siapa yang menghendaki keuntungan di akhirat akan kami tambah keuntungan itu baginya dan barang siapa yang menghendaki keuntungan di dunia kami berikan kepadanya sebagian dari keuntungan dunia dan tidak ada baginya suatu bahagianpun di akhirat.

Dari ayat di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa setiap usaha yang dilakukan adalah untuk mendapatkan suatu keuntungan, islam pun tidak melarang untuk mendapatkan keuntungan asal itu semua masih dalam konteks sesuai syariat islam dan bukan usaha barang atau jasa yang tidak diperbolehkan syariat.

Menurut Gaughan (1991) ada beberapa alasan yang menyebabkan perusahaan untuk melakukan transaksi akuisisi yaitu : sinergi, diversifikasi, dan motif ekonomi.

a. Sinergi

Gaughan mengemukakan bahwa sinergi dapat terjadi dalam dua hal, yaitu sinergi operasional dan sinergi keuangan. Sinergi operasional terjadi apabila perusahaan yang di akuisisi mempunyai proses produksi yang hampir sama, sehingga mesin-mesin ataupun peralatan pendukung lain bisa digunakan secara bersama- sama. Dengan demikian hal utama yang menjadi sumber dari terjadinya sinergi operasional ini adalah penurunan biaya yang terjadi sebagai akibat dari

kombinasi dua perusahaan tersebut, selanjutnya akan terjadi efisiensi, yaitu penurunan biaya per unit sebagai akibat kenaikan dalam jumlah atau skala operasi perusahaan.

b. Diversifikasi

Satu hal yang menjadi alasan mengapa manajemen melakukan akuisisi dengan motif diversifikasi karena manajemen ingin mengembangkan usahanya dari industri dimana perusahaan awalnya berada dan beralih pada industri lain dimana perusahaan yang diakuisisi berada, sebab industri tersebut dianggap lebih dapat memberikan keuntungan (*profitable*). Hal ini biasanya terjadi apabila perusahaan pengakuisisi telah berada pada tahap kedewasaan (*mature stage*) atau sedang menghadapi tekanan persaingan yang tidak memungkinkan bagi perusahaan untuk meningkatkan harga jualnya untuk memperoleh tambahan keuntungan.

c. Motif Ekonomi

Ada dua motif ekonomi yang mendorong perusahaan melakukan transaksi akuisisi, yaitu: pertama, peningkatan pangsa pasar (*market share*) dan kekuatan pasar (*market power*) sebagai akibat integrasi horizontal. Kedua, berbagai keuntungan lain sebagai akibat dari integrasi vertikal. Jika perusahaan melakukan akuisisi dengan integrasi horizontal, berarti perusahaan mengakuisisi perusahaan lain yang berada pada industri yang sama atau sejenis. Dengan demikian industri yang dilayani akan lebih terkonsentrasi sehingga pangsa pasar dan kekuatan pasar dapat lebih ditingkatkan.

d. Motif Politis

Terjadi dimana penggabungan perusahaan dilaksanakan karena adanya muatan politis di dalamnya, baik politis perusahaan maupun politis negara. Politis perusahaan misalnya akuisitor melakukan akuisisi dengan perusahaan target untuk mendapatkan legalitas.

e. Motif Prestis

Yaitu bila perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan perusahaan target semata-mata hanya berdasarkan prestis yang dapat menunjukkan pada siapa saja bahwa akuisitor memang bonafit dan dapat dipercaya. tujuan akhirnya adalah untuk mengakses kebutuhan dana dari pihak luar, bila sewaktu-waktu diperlukan.

Ada beberapa alasan kenapa perusahaan melakukan merger dan akuisisi,

Ravenscraft dan Scherer (1998) menyatakan beberapa alasannya, diantaranya:

- 1) Mengganti manager yang tidak efisien
- 2) Untuk mencapai skala ekonomis dalam produksi
- 3) Untuk menarik kekuatan monopoli
- 4) Untuk memanfaatkan kesempatan pengurangan pajak
- 5) Untuk membangun kerajaan bisnis

2.2.5 Kelebihan dan kekurangan Merger dan Akuisisi

2.2.5.1. Kelebihan dan Kekurangan Merger

a. Kelebihan Merger

Pengambilalihan melalui merger lebih sederhana dan lebih murah dibandingkan pengambilalihan yang lain.

b. Kekurangan Merger

Dibandingkan akuisisi, merger memiliki beberapa kekurangan. Yaitu harus ada persetujuan para pemegang saham dari masing-masing perusahaan, sedangkan persetujuan tersebut diperlukan waktu yang lama.

2.1.5.2 Kelebihan dan Kekurangan Akuisisi

a. Kelebihan Akuisisi

- 1) Akuisisi saham tidak memerlukan rapat pemegang saham dan suara pemegang saham sehingga jika pemegang saham tidak menyukai tawaran *bidding firm*, mereka dapat menahan sahamnya dan tidak menjual kepada pihak *bidding firm*.
- 2) Perusahaan yang mengakuisisi dapat berurusan langsung dengan pemegang saham perusahaan yang diakuisisi dengan melakukan *tender offer*, sehingga tidak diperlukan persetujuan manajemen perusahaan.
- 3) Karena tidak memerlukan persetujuan manajemen dan komisaris perusahaan maka akuisisi saham dapat digunakan untuk pengambilalihan perusahaan yang tidak bersahabat. (*hostile takeover*)
- 4) Akuisisi aset memerlukan suara pemegang saham tetapi tidak memerlukan mayoritas suara pemegang saham. Seperti pada akuisisi saham sehingga tidak

ada halangan bagi pemegang saham minoritas, jika mereka tidak menyetujui akuisisi.

b. Kekurangan Akuisisi

1. Jika para pemegang saham minoritas yang tidak setuju terhadap pengambil-alihan cukup banyak, maka akuisisi akan batal. Pada umumnya anggaran dasar perusahaan menentukan paling sedikit dua pertiga (67%) suara setuju pada akuisisi agar akuisisi terjadi.
2. Bila perusahaan pengakuisisi mengambi-lalih seluruh saham yang di beli maka terjadi merger.
3. Pada dasarnya pembelian setiap aset dalam akuisisi aset harus secara hukum dibalik nama sehingga menimbulkan biaya legal yang tinggi.

2.2.6 Return Saham

Return saham merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya. Jogiyanto (1998: 109) membedakan *return* saham menjadi dua jenis yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* ini merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya secara relatif. *Return* realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai penentuan *return* dan resiko di masa mendatang dan bersifat tidak pasti. *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *return* dan resiko dimasa mendatang. *Return*

ekspektasi merupakan return yang diharapkan di masa mendatang dan masih bersifat tidak pasti. Dalam melakukan investasi investor dihadapkan pada ketidakpastian (*uncertainty*) antara *return* yang akan diperoleh dengan risiko yang akan dihadapinya. Semakin besar return yang diharapkan akan diperoleh dari investasi, semakin besar pula risikonya, sehingga dikatakan bahwa return ekspektasi memiliki hubungan positif dengan risiko. Risiko yang lebih tinggi biasanya dikorelasikan dengan peluang untuk mendapatkan return yang lebih tinggi pula (*high risk high return, low risk low return*). Tetapi return yang tinggi tidak selalu harus disertai dengan investasi yang berisiko. Hal ini bisa saja terjadi pada pasar yang tidak rasional.

Saham adalah surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum (*go public*) dalam nominal dan persentase tertentu. Sementara itu, saham adalah jumlah satuan dari modal kooperatif yang sama jumlahnya bisa diputar dengan berbagai cara berdagang, dan harganya bisa berubah sewaktu-waktu tergantung keuntungan dan kerugian atau kinerja perusahaan tersebut. (Yuliana, 2010:59)

Dari beberapa definisi diatas maka dapat disimpulkan bahwa saham menunjukkan kepemilikan atas suatu perusahaan dan memberikan hak kepada pemilikinya. Kepemilikan tersebut memberikan kontribusi kepada pemegangnya berupa *return* yang dapat diperolehnya, yaitu keuntungan modal (*capital gain*) atas saham yang memiliki harga jual lebih tinggi dari pada harga belinya, atau *dividen* atas saham tersebut. Di samping hak lainnya *non-finansial-benefit* berupa hak suara dalam RUPS. Peluang untuk mendapatkan *return* dari *capital*

gain ini memotifasi para *investor* untuk meelakukan perdagangan saham di BEI. Tentang saham ini, diatur dalam pasal 40, 41, 42, 43 KUHD.

Jual-beli saham dalam islam pada dasarnya adalah merupakan bentuk *syirkah mudharabah* diantara para pengusaha dan pemilik modal bersama berusaha yang nantinya hasilnya bisa dibagi bersama. *Mudharabah*, merupakan teknik pendanaan dimana pemilik modal menyediakan dana untuk digunakan oleh unit defisit dalam kegiatan produktif dengan dasar *loss and profit shearing*.

Dalil Naqli tentang saham (*mudharabah*), firman Allah SWT dalam Q.S. Al-Muzammil: 20)

عَلِمَ أَنَّ سَيَكُونُ مِنْكُمْ مَّرْضَىٰ ۖ وَءَاخِرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ
فَضْلِ اللَّهِ

Dia mengetahui bahwa akan ada di antara kamu orang-orang yang sakit dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah.

Kata *al-darbh* disebut juga *qiradh* yang berasal dari kata *qardh*, berarti *al-qath'u* (potongan) karena pemilik memotong sebagian dari hartanya untuk diperdagangkan dan memperoleh keuntungan. Menurut para *fuqhaha*, *mudharabah* adalah akad antara dua pihak yang saling menanggung, salah satu pihak menyerahkan hartanya kepada pihak lain untuk diperdagangkan dengan bagian yang telah ditentukan dari keuntungan.

Dalam kumpulan fatwa DSN Saudi Arabia yang diketuai Oleh Syaih Abdul Aziz Ibnu Abdillah Ibnu Baz tentang hukum jual beli saham dinyatakan sebagai berikut:

“Jika saham yang diperjualbelikan tidak serupa dengan uang secara utuh apa adanya, akan tetapi hanya representasi dari aset seperti tanah, mobil pabrik dan lain sejenisnya. Dan hal tersebut merupakan hal yang telah diketahui oleh penjual dan pembeli, maka dibolehkan hukumnya untuk diperjual-belikan dengan tunai maupun tangguh, yang dibayar secara kontan ataupun beberapa kali pembayaran, berdasarkan keumuman dalil tentang dibolehkannya jual-beli”. (Yuliana, 2010:80)

Dengan demikian, jual beli saham dengan niat dan tujuan memperoleh penambahan modal dan mendapatkan *return*, memperoleh aset likuid maupun pengharapan deviden, dengan memilikinya sampai jatuh tempo, dapat difungsikan sewaktu-waktu, dapat diperjual-belikan untuk mendapatkan keuntungan *capital gain*, hukumnya adalah boleh selama usahanya dalam hal yang *halal*, tidak melanggar syariat, dan tidak dijadikan sebagai alat spekulasi. Hal ini dilakukan dalam rangka menghidupkan investasi yang akan mengembangkan kinerja perusahaan, namun jika praktik jual beli saham tersebut disalahgunakan menjadi alat spekulasi mengejar keuntungan di atas kerugian pihak lain, maka hukumnya haram karena berubah menjadi perjudian saham. (Yuliana, 2010: 81)

Return yang diterima oleh investor di pasar modal dibedakan menjadi dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain atau capital loss* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang didapat melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti deviden. Keuntungan ini biasanya diterima dalam bentuk kas atau setara kas sehingga dapat diuangkan secara cepat. Misalnya deviden saham yaitu dibayarkan dalam bentuk saham yang bisa dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya, sedangkan *capital gain (loss)*

merupakan selisih laba (rugi) yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham sekarang relatif lebih tinggi (rendah) dibandingkan harga saham sebelumnya. Jika harga saham sekarang (Pt) lebih tinggi dari harga saham periode sebelumnya (Pt-1) maka pemegang saham mengalami *capital gain*. Jika yang terjadi sebaliknya maka pemegang saham akan mengalami *capital loss*. Dalam penelitian ini return saham yang digunakan adalah *capital gain (loss)*. *capital gain (loss)* merupakan selisih laba (rugi) yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham sekarang relatif lebih tinggi (rendah) dibandingkan harga saham sebelumnya. Menurut Ang (1997), menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi tentunya investor tidak mau berinvestasi jika pada akhirnya tidak ada hasil. Lebih lanjut setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan untuk mendapatkan keuntungan.

Komposisi perhitungan *return* saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan deviden. *Capital gain (loss)* merupakan selisih laba atau rugi yang dialami oleh investor pemegang saham, karena harga saham relatif lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan harga sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen. Para investor membeli saham berarti membeli saham perusahaan. Bila prospek perusahaan membaik maka harga saham tersebut akan meningkat. Dengan naiknya harga saham tersebut maka diharapkan return saham juga akan mengalami kenaikan karena *return* saham merupakan selisih harga antara harga saham sekarang dikurangi dengan harga saham sebelumnya (Husnan, 1998).

Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return* total, relatif *return*, kumulatif *return*, *return* realisasi individual dan *return* yang disesuaikan. Sedangkan rata-rata dari *return* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika atau rata-rata geometrik. *Return* saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* total.

Besarnya *return* total dapat dihitung dengan formula sebagai berikut (Jogiyanto, 2000:135):

$$\text{Return Saham} = \frac{P - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Dimana:

D_t = Deviden pada periode t

P_t = Harga saham i pada periode t

P_{t-1} = Harga saham i pada periode $t-1$

Pemodal selalu menyukai informasi yang diharapkan memberikan tingkat keuntungan (*return*) yang sama, tetapi mempunyai resiko yang lebih kecil atau dengan resiko yang sama tetapi diharapkan memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar. Para investor bersedia melakukan investasi bila obyek investasi tersebut mampu menghasilkan keuntungan yang lebih besar dibandingkan obyek investasi lainnya (Indriyanto:1989). Kebanyakan investor mengharapakan diperolehnya hasil dari pembelian saham terhadap 2 hal yaitu :

- 1) Kenaikan modal. Para investor mengharapakan kenaikan modal dalam bentuk kenaikan harga saham yang telah dibeli (*capital gain*)

2) Deviden, disamping itu para investor sampai tahun tertentu akan mengharapkan adanya pembagian laba yang diperoleh dalam bentuk deviden.

Dalam kajian islam istilah Return Saham sama halnya dengan istilah *nisbah bagi hasil* yang mana para investor yang sedang melakukan kegiatan perserikatan tersebut mengharapkan adanya pembagian *return* yang diperoleh dalam bentuk deviden. Secara hukum dan prinsip syariat Islam, tidak mengapa jika mendapatkan deviden dari saham yang sudah diinvestasikan. Yang demikian itu dikarenakan perserikatan dagang dalam Islam dibangun di atas asas kesamaan hak dan kewajiban, dan hal ini benar-benar terwujud pada saham jenis ini. Karenanya, tidak ada keraguan bahwa menerbitkan dan memperjual-belikan saham jenis ini adalah halal. (Iqbal, 123)

2.2.7 Abnormal Return

Abnormal return umumnya menjadi fokus dalam study yang mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dikurangi *return* yang diharapkan atau *return* ekspektasi (Jogiyanto,2000:335). Dengan kata lain *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan investor). *Return* yang sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke- t yang merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya. Sedangkan *return* yang diharapkan merupakan *return* yang harus di estimasi.

Abnormal return sering digunakan sebagai dasar pengujian efisiensi pasar. Pasar dikatakan efisien jika tidak satu pun pelaku pasar yang menikmati *abnormal return* dalam jangka waktu yang cukup lama. Akan tetapi, abnormal return dapat digunakan untuk melakukan penilaian kinerja surat berharga. Pada dasarnya ada beberapa model untuk menghitung abnormal return, di antaranya *market model* atau *single index model* dan *capital asset pricing model*. Kedua model tersebut sulit dilakukan karena harus melakukan estimasi untuk beta, tingkat bunga bebas risiko dan return pasar. Dalam keuangan, abnormal return merupakan perbedaan antara pengembalian yang diharapkan keamanan dan kembali aktual. *Abnormal return* kadang-kadang dipicu oleh peristiwa. Misalnya mencakup merger, pengumuman dividen, pengumuman perusahaan produktif, meningkatkan suku bunga, tuntutan hukum, semua yang dapat berkontribusi ke *abnormal return*. Kegiatan di bidang keuangan biasanya dapat diklasifikasikan sebagai kejadian atau informasi harga yang belum atau sesudahnya ada di pasar keuangan .

Abnormal return kumulatif, atau CAR (*Cumulative Abnormal Return*), merupakan jumlah dari semua pengembalian yang abnormal. Pengembalian kumulatif *abnormal* biasanya dihitung atas jendela kecil, sering hanya beberapa hari. Hal ini karena terbukti dan telah menunjukkan bahwa *compounding* kembali normal setelah memberikan hasil yang jelas. *Abnormal return* dapat terjadi karena adanya kejadian-kejadian tertentu, misalnya hari libur nasional, awal bulan, awal tahun, suasana politik yang tidak menentu, kejadian-kejadian yang luar biasa, *stock split*, penawaran perdana saham, dan lain-lain. *Return* sebenarnya merupakan *return* yang terjadi pada

waktu t (tanggal transaksi) yang merupakan selisih harga sekarang dengan harga sebelumnya secara relatif, sedangkan *return* yang diharapkan harus diesrimasikan. *Abnormal return* akan terjadi apabila pengumuman merger dan akuisisi mempunyai kandungan informasi dalam pasar modal yang efisien, harga saham dan tingkat pengembalian bereaksi dengan adanya pengumuman merger dan akuisisi sehingga dengan memanfaatkan informasi publik (*public information*), maka Perusahaan dapat memperoleh keuntungan diatas normal. Jogiyanto (1998:336) menjelaskan untuk mengestimasi return yang diharapkan digunakan tiga model, Yaitu :

1. *Mean Adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*) ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan dan sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi *return* yang diharapkan dihitung dengan cara membagi *return* realisasi suatu perusahaan pada periode estimasi dengan lamanya periode estimasi.

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{ij}}{T}$$

Dimana:

$E(R_{i,t})$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-1 pada periode peristiwa ket

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

T = Lamanya periode estimasi, yaitu $t1$ sampai dengan $t2$.

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*).

2. *Market Model*

Dalam model pasar, *return* yang diharapkan dihitung melalui 2 tahap: pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. Sebelumnya ditentukan dulu *event period*nya. Model ekspektasi ini dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) untuk memperoleh parameter α (*alfa*) dan β (*beta*). *Beta* dihitung berdasarkan data historis dari sekuritas dan return pasar selama periode estimasi. Setelah model-model estimasi dari tiap sekuritas diperoleh selanjutnya adalah menghitung return estimasi untuk hari-hari periode jendela. *Return* ekspektasi untuk sekuritas *i* pada hari ke- *t* dapat diestimasi dengan memasukkan nilai return indeks pasar untuk hari ke-*t* ke dalam model ekspektasinya. Langkah selanjutnya adalah menghitung abnormal return. *Abnormal return* dihitung dari selisih antara *return* sesungguhnya pada periode jendela dengan *return* ekspektasi pada periode jendela yang telah didapat sebelumnya. *Beta* menunjukkan kemiringan (*slope*) garis regresi. *Alfa* menunjukkan intercept dengan sumbu Rit.

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar dilakukan dengan dua tahap, yaitu: membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi

return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

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

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

$R_{m,j}$ = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j ($R_{m,j} = \text{IHSG}_j - \text{IHSG}_{j-1} / \text{IHSG}_{j-1}$).

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

3. *Market Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*market Adjusted model*) menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return saham yang di estimasi adalah indeks pasar. Persamaan yang digunakan untuk menghitung *abnormal return* dengan model ini 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} = Actual return saham i pada hari ke- t

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

Efisien pasar diuji dengan melihat return tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati return yang tidak normal dalam dalam jangka waktu yang cukup lama. Saat menganalisis return tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas terjadi disekitar pengumuman suatu peristiwa. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. *Return* normal merupakan *return ekspektasi* (return yang diharapkan investor).

2.2.8 Efisiensi Pasar

Konsep efisiensi pasar membahas bagaimana pasar merespons informasi-informasi yang masuk dan bagaimana informasi tersebut bisa mempengaruhi pergerakan harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru. Secara umum, efisiensi pasar (market efficiency) didefinisikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. (Jogiyanto, 1998:309)

Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan

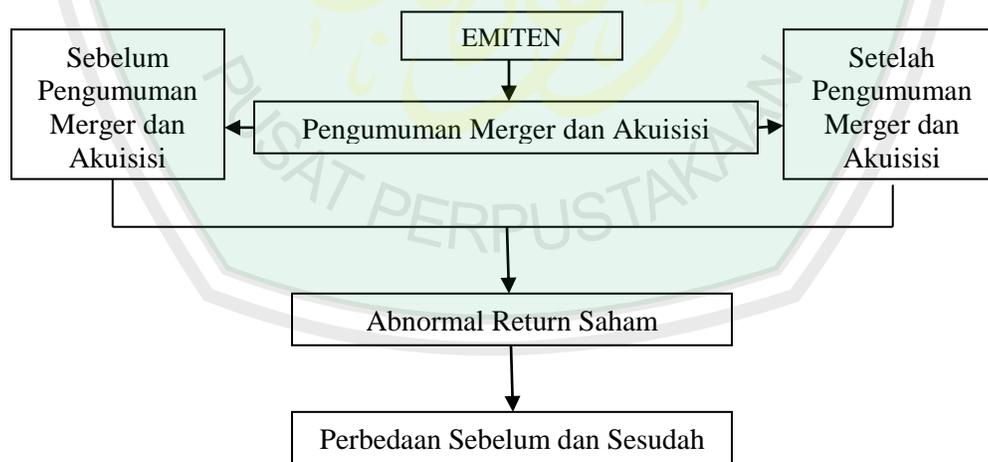
ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat berikut ini

1. Efisiensi pasar bentuk lemah. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh dari informasi masa lalu.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut ini:
 - a. Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Contohnya seperti pengumuman laba, pengumuman pembagian dividen, pengumuman pengembangan produk baru, dll.
 - b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contohnya seperti regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank.
 - c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Contohnya ialah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

2.3 Kerangka Berfikir

Gambar 2.3
Skema Kerangka Berfikir



Dari gambar di atas bisa dilihat bahwa proses pengamatan atau penelitian *abnormal return* perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi itu dilihat dari

sebelum dan sesudah peristiwa merger dan akuisisi. Dilihat apakah ada perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

2.4 Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan pustaka, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran maka disusun hipotesis kerja sebagai berikut :

- 1) H_0 : terdapat perbedaan *abnormal return* 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah merger dan akuisisi.
- 2) H_1 : tidak terdapat perbedaan *abnormal return* 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah merger dan akuisisi.