

PENGARUH MERGER DAN AKUISISI TERHADAP REAKSI PASAR
(Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun
2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI)

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat
Untuk Menyelesaikan Program S1 Akuntansi*



oleh

LOLA YULI ASMARA
TM/NIM. 2011/1103189

PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2015

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

PENGARUH MERGER DAN AKUISISI TERHADAP REAKSI PASAR
(Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun 2010
sampai 2014 yang Terdaftar di BEI)

NAMA : LOLA YULI ASMARA
BP/NIM : 2011/1103189
PROGRAM STUDI : AKUNTANSI
KEAHLIAN : KEUANGAN
FAKULTAS : EKONOMI
UNIVERSITAS : NEGERI PADANG

Padang, Agustus 2015

Disetujui oleh:

Pembimbing I

Nurzi Sebrina, SE., M.Sc, Ak
NIP. 19720910 199802 2 003

Pembimbing II

Salma Tagwa, SE., M.Si
NIP. 19740706 199903 2 001

Mengetahui,
Ketua Program Studi Akuntansi

Fefri Indra Arza, SE., M.Sc, Ak
NIP : 19730213 199003 1 003

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

*Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi
Program Akuntansi Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang*

Judul : PENGARUH MERGER DAN AKUISISI TERHADAP REAKSI
PASAR (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi
Bisnis antara Tahun 2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI)

Nama : Lola Yuli Asmara

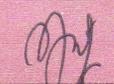
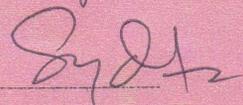
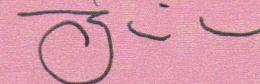
TM/NIM : 2011/1103189

Program Studi : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Padang, Agustus 2015

Tim Penguji

No.	Jabatan	Nama	Tanda Tangan
1.	Ketua	: Nurzi Sebrina, SE., M.Sc, Ak	1. 
2.	Sekretaris	: Salma Taqwa, SE., M.Si	2. 
3.	Anggota	: Sany Dwita, SE., M.Si, Ak, Ph.D	3. 
4.	Anggota	: Dr. H. Efrizal Syofyan, SE., M.Si, Ak	4. 

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Lola Yuli Asmara
NIM/ Th. Masuk : 1103189/2011
Tempat/TanggalLahir : Sungai Pinang/09 Juli 1993
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Jl. Tempua Raya No 15 Air Tawar Barat, Padang.
No. Hp/Telepone : 081278243733
JudulSkripsi : Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Reaksi Pasar (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun 2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI)

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Karya tulis/skripsi ini adalah hasil dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (sarjana) baik di UNP maupun perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis/skripsi ini murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan tim pembimbing.
3. Pada karya tulis/skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain kecuali tertulis dengan jelas dicantumkan pada daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi ini **Sah** apabila telah ditandatangani **Asli** oleh tim pembimbing, tim penguji dan ketua program studi.

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran di dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima **sanksi akademik** berupa pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh karena karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Padang, Juli 2015

Yang membuat pernyataan.



Lola Yuli Asmara

NIM : 1103189/2011

ABSTRAK

Lola Yuli Asmara, 1103189/2011.PENGARUH MERGER DAN AKUISISI TERHADAP REAKSI PASAR (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun 2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI)

**Pembimbing : 1. Nurzi Sebrina, SE, M.Sc, Ak
2. Salma Taqwa, SE, M.Si**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan *return* saham, *abnormal* return, dan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi terhadap reaksi pasar. Penelitian ini tergolong penelitian *event study*. Objek penelitian serta populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan kombinasi bisnis yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014.

Sampel penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 29 perusahaan sampel. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari *www.idx.co.id* dan *www.yahoofinance.co.id*. Jenis data dokumenter dan sumber data adalah data sekunder serta teknik pengumpulan data adalah observasi dokumentasi. Metode analisis yang digunakan adalah *paired sample t-test* dengan menggunakan SPSS versi 16.0.

Keterbatasan dalam penelitian ini hanya memfokuskan pada reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, sebaiknya penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan periode pengamatan yang lebih panjang. Penelitian ini memiliki *return* nol, berarti terdapat beberapa saham yang kurang aktif diperdagangkan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) *return* saham tidak berbeda sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi terhadap reaksi pasar, (2) *abnormal return* tidak berbeda sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi terhadap reaksi pasar, (3) volume perdagangan tidak berbeda sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi terhadap reaksi pasar.

Kata Kunci: Merger, Akuisisi, *Return* Saham, *Event Study*, *Abnormal Return*, Volume Perdagangan, Reaksi Pasar.

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya yang telah memberikan kemudahan pada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **PENGARUH MERGER DAN AKUISISI TERHADAP REAKSI PASAR** (Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun 2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI). Skripsi ini merupakan salah satu syarat guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam proses penyelesaian skripsi ini, penulis dibimbing dan dibantu oleh berbagai pihak yang senantiasa memberikan dukungan dan motivasi. Oleh karena itu, perkenankan penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Nurzi Sebrina SE, M.Sc, Ak selaku pembimbing I dan Ibu Salma Taqwa, SE, M.Si selaku pembimbing II yang telah banyak memberikan bimbingan dan transfer ilmu kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.
2. Ibu Sany Dwita SE, M.Si, Ak, Ph.D dan Bapak Dr. H. Efrizal Syofyan, SE, M.Si, Ak selaku penguji I dan penguji II yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun dalam penyelesaian skripsi ini.
3. Bapak Prof. Dr. Yunia Wardi, Drs, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
4. Bapak Fefri Indra Arza, S.E, M.Sc, Ak dan Bapak Henri Agustin SE, M.Sc, Ak selaku ketua dan sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi

Universitas Negeri Padang. Serta Kakak Syamsariani selaku tenaga administrasi program studi Akuntansi.

5. Bapak Dr. H. Efrizal Syofyan, SE, M.Si, Ak selaku pembimbing akademik.
6. Staf dosen serta karyawan/karyawati Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
7. Pegawai perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
8. Kedua orang tua tercinta, Bapak Asrul dan Ibu Derni Yanti, serta kakak dan adik-adik Oskar Putra dan Asrori, Andre Asro Saputra, Andri Govano, dan Jimmy Ashari yang tiada henti-hentinya berdoa, memotivasi, dan memberi semangat untuk selalu bangkit serta mencurahkan segala perhatiannya bagi penulis.
9. Sahabat tersayang di Prodi Akuntansi angkatan 2011 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yaitu Daryanti Anggun Kusuma, Rizki Lusiana, Seri Kemala, dan Novita Sri Wahyuni yang tiada henti-hentinya berdoa, memberikan semangat dan bantuan baik moral maupun materi untuk selalu bangkit, serta mencurahkan perhatiannya bagi penulis.
10. Semua sahabat seperjuangan di kos tercinta Tempua 15 atas yang sama-sama berjuang memotivasi, saran, dukungan, serta bimbingan konseling karena mereka mayoritas Fakultas Ilmu Pendidikan yang sangat berguna dalam penulisan ini.
11. Semua sahabat seperjuangan di Prodi Akuntansi angkatan 2011 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang serta rekan-rekan Prodi Ekonomi

Pembangunan, Manajemen, Pendidikan Ekonomi, dan Diploma 3 yang sama-sama berjuang atas motivasi, saran, serta dukungan yang sangat berguna dalam penulisan ini.

12. Serta semua pihak yang telah membantu dalam proses perkuliahan yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Semoga bantuan, bimbingan dan petunjuk yang bapak/ibu dan rekan - rekan berikan menjadi amal ibadah dan mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah SWT.

Penulis telah melakukan yang terbaik dalam proses penyusunan skripsi ini, namun kritik dan saran tetap sangat penulis harapkan demi perbaikan kearah yang lebih baik. Semoga karya ini dapat memberikan manfaat bagi kita semua.

Padang, April 2015

Penulis

DAFTAR ISI

ABSTRAK.....	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI.....	v
DAFTAR TABEL.....	vii
DAFTAR GAMBAR.....	viii
DAFTAR LAMPIRAN.....	ix
BAB I PENDAHULUAN	1
A.Latar Belakang Masalah	1
B.Rumumsan Masalah.....	8
C.Tujuan Penelitian	8
D.Manfaat Penelitian.....	8
BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS.....	11
A.Kajian Teori	11
1.Teori Pasar Efisien	11
2.Studi Peristiwa	16
3.Merger dan Akuisisi	17
4. <i>Return</i> Saham.....	25
5. <i>Abnormal Return</i>	28
6.Volume Perdagangan	30
B.Evaluasi Penelitian Terdahulu	31
C.Hubungan Antar Variabel	35
D.Kerangka Konseptual.....	40
E.Hipotesis	42
BAB III METODE PENELITIAN	44
A.Jenis Penelitian	44
B.Objek Penelitian	44
C.Populasi dan Sampel.....	44
D.Jenis Data dan Sumber Data	48
E.Teknik Pengumpulan Data	48

F.Variabel Penelitian dan Pengukuran	49
G.Teknik Analisis Data	52
H.Uji Statistik	53
I.Definisi Opeasional.....	55
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	57
A.Gambaran Umum Perusahaan BEI.....	57
B.Deskriptif Variabel Penelitian	71
C.Uji Hipotesis.....	95
D.Pembahasan.....	100
BAB V PENUTUP.....	106
A.Kesimpulan	106
B.Keterbatasan Penelitian.....	107
C.Saran	107
DAFTAR PUSTAKA.....	109
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 1 Kriteria Pengambilan Sampel	45
Tabel 2 Daftar Sampel Perusahaan	46
Tabel 3 Daftar Hasil Perhitungan <i>Return</i> Saham Perusahaan Sampel Tahun 2010-2014	76
Tabel 4 Daftar Hasil Perhitungan <i>Abnormal Return</i> Perusahaan Sampel Tahun 2010-2014	83
Tabel 5 Daftar Hasil Perhitungan Volume Perdagangan Perusahaan Sampel Tahun 2010-2014	88
Tabel 6 Pergerakan Nilai <i>Return</i> Saham, <i>Abnormal Return</i> , dan Volume Perdagangan.....	91
Tabel 7 <i>Descriptive Statistics</i>	96
Tabel 8 <i>Paired Samples T-Test Return</i> Saham	97
Tabel 9 <i>Paired Samples T- Test Abnormal Return</i>	98
Tabel 10 <i>Paired Samples T- Test Volume</i> Perdagangan.....	99

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1 Kerangka Konseptual.....	42
Gambar 2 Struktur Pasar Modal Indonesia	60
Gambar 3 Pergerakan Nilai <i>Return</i> Saham Perusahaan tahun 2010-2014.....	92
Gambar 4 Pergerakan Nilai <i>Abnormal Return</i> Perusahaan tahun 2010-2014..	92
Gambar 5 Pergerakan Nilai Volume PerdaganganPerusahaan tahun 2010-2014.....	93

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Pemilihan Perusahaan Sampel	112
Lampiran 2 Total Perusahaan	114

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua yang tersedia baik informasi dimasa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga misalnya, jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik (Tandelilin, 2010).

Pasar modal menjadi salah satu pilihan bagi investor dalam menyalurkan dana yang mereka miliki. Dalam hal ini informasi merupakan sesuatu hal yang sangat penting, karena seorang investor sebelum menginvestasikan dananya di pasar modal dengan cara membeli saham yang diperdagangkan dia harus memahami dan mempercayai bahwa semua informasi tersedia dan mekanisme perdagangan dapat dipercaya, sehingga tidak ada manipulasi informasi.

Dari teori diatas dapat disimpulkan pasar yang efisien akan tercermin dari informasi yang beredar di pasar. Ketika ada kejadian dan informasi maka harga saham akan berubah karena harga bergerak sesuai peristiwa. Pasar efisien adalah semua peristiwa yang terjadi di perusahaan dan harga perusahaan akan menyesuaikan dengan keadaan pasar. Apabila pasar dapat diprediksi maka pasar

tersebut tidak efisien karena adanya pola pasar. Jadi pasar efisien tercermin dari kejadian dan informasi yang beredar di pasar.

Studi peristiwa (*event study*) merupakan perioda terjadinya peristiwa dan pengaruh. Studi peristiwa menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). Suatu peristiwa yang sedang terjadi dan efek dari peristiwa dapat diamati lewat jendela yang ada.

Periode jendela mempunyai konsekuensi, apabila perioda jendela yang terlalu pendek kemungkinan tidak akan dapat menangkap peristiwa secara utuh dan perioda terlalu panjang juga tidak baik, karena peristiwa lainnya akan mengganggu pengaruh sampel yang seharusnya tidak diteliti. Jadi untuk menghindari peristiwa pengganggu, panjang dari jendela digunakan 14 hari yaitu 7 hari sebelum peristiwa merger dan akuisisi dan 7 hari setelah peristiwa merger dan akuisisi. Perioda jendela ini dapat melihat peristiwa yang terjadi dan efeknya dapat ditangkap di dalam jendela (Jogiyanto, 2010).

Alasan digunakan 14 hari panjang dari jendela karena keuntungan yang diperoleh yaitu peristiwa merger dan akuisisi masih dalam jendela, sehingga mampu menangkap efek peristiwa yang lebih signifikan. Apabila digunakan panjang jendela terlalu panjang maka akan mengakibatkan munculnya peristiwa-peristiwa pengganggu seperti peristiwa yang tidak diteliti.

Menurut PSAK No. 22 revisi 2010 mendefinisikan kombinasi bisnis sebagai bentuk pernyataan suatu transaksi atau peristiwa lain yang pihak pengakuisisi memperoleh pengendalian atas satu atau lebih perusahaan. Transaksi

yang pengendaliannya dilakukan oleh satu atau lebih perusahaan disebut sebagai penggabungan sesungguhnya (*true merger*) atau penggabungan setara (*merger of equals*) juga merupakan kombinasi bisnis.

Kombinasi bisnis yang melibatkan entitas atau bisnis pengendali adalah kombinasi bisnis yang semua entitas atau bisnis yang bergabung, pada akhirnya dikendalikan oleh pihak yang sama dan pengendaliannya tidak bersifat sementara. Suatu kombinasi bisnis dirancang dengan berbagai cara untuk alasan hukum, perpajakan atau alasan lainnya.

Menurut penelitian Harijono (2009), pengumuman merger dan akuisisi merupakan salah satu jenis informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten. Pengumuman merger dan akuisisi tersebut merupakan salah satu jenis pengumuman yang dapat digunakan untuk melihat reaksi suatu pasar. Suatu pasar akan bereaksi apabila didalam pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi. Reaksi pasar tersebut dapat dipengaruhi oleh tingkat keuntungan yang diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau menggunakan *abnormal return* dan tingkat likuiditas saham yaitu volume perdagangan (*Trading volume activity/TVA*).

Selain itu penelitian Anton (2010) juga mengemukakan bahwa peristiwa merger dan akuisisi merupakan korelasi antara reaksi pasar terhadap pengumuman merger, akuisisi dan keadaan pasar itu sendiri. Reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi bergantung pada seberapa bagus kandungan informasi yang ada, dan pasar akan bereaksi terhadap informasi tersebut. Publikasi merger dan akuisisi dapat merupakan peristiwa yang mempunyai atau

tidak mempunyai nilai ekonomis. Publikasi merger dan akuisisi dikatakan mempunyai nilai ekonomis jika hasil dari merger dan akuisisi itu menimbulkan sinergi sehingga investor akan bereaksi terhadap peristiwa tersebut.

Penelitian Bild et al (2002) dalam Nida (2013) menjelaskan bahwa sebuah pengumuman merger adalah sumber informasi yang tercermin dalam harga saham dari perusahaan yang mengakuisisi. Tingkat pengembalian yang berasal dari harga saham perusahaan sebelum dan setelah pengumuman merger dan akuisisi yaitu *abnormal return* menggambarkan bagian dari pengembalian yang tidak diprediksi oleh indeks pasar. Oleh karena itu, perkiraan volume perdagangan disesuaikan dengan tingkat saham yang beredar. Apabila peredaran saham meningkat di pasar saham maka volume perdagangan juga akan meningkat dengan sendirinya.

Jadi ketika harga saham mengalami kenaikan (*overvalued*), dan perusahaan cenderung menerbitkan saham baru, adapun alasan perusahaan untuk menerbitkan saham baru yaitu untuk mendapatkan keuntungan dari saham yang diterbitkan berupa *abnormal return*. Hal ini akan menjadi daya tarik sendiri bagi perusahaan lain untuk melakukan merger dan akuisisi. Menurut penelitian Stein (1996) dan Loughran dan Vijh (1997) dalam Fahlevi (2011) yang mengungkapkan manager cenderung menjual saham ketika *overvalued*, dan akan membeli saham ketika *undervalued*. Ketika harga saham perusahaan mengalami peningkatan, hal tersebut akan menjadikan investor tertarik dalam menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut, karena akan dianggap investor akan mendapat pengembalian (*return*) atas investasi tersebut.

Dari penelitian yang sudah dilakukan menunjukkan bahwa *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi justru negatif, sedangkan sebelum pengumuman merger dan akuisisi *abnormal return* positif. Hal ini dilihat dari penelitian Intan (2008) mengemukakan bahwa nilai rata-rata (*mean*) dari *return* saham dan volume perdagangan saham sesudah merger dan akuisisi mengalami peningkatan atau penurunan sebelum merger dan akuisisi. Jika *return* saham dan volume perdagangan saham sesudah kombinasi bisnis mengalami peningkatan maka tujuan utama kombinasi bisnis tercapai dengan terciptanya sinergi antara kedua perusahaan baik dari segi peningkatan *profit* perusahaan, perluasan pangsa pasar, dan memperkokoh struktur permodalan perusahaan.

Pengaruh pengumuman merger dan akuisisi *return* pemegang saham di BEJ yang dilakukan oleh Suardewi (1999) dalam Intan (2008) menunjukkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi memiliki *abnormal return* positif cukup lama yaitu 52 hari menjelang pengumuman merger dan akuisisi. Pemegang saham memperoleh *abnormal return* positif hingga 23 hari setelah pengumuman ini merupakan berita baik bagi pemegang saham.

Perdagangan saham yang aktif dapat meningkatkan volume perdagangan dan menunjukkan bahwa saham sangat digemari oleh investor. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, maka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid. Apabila aktivitas-aktivitas volume perdagangan sudah beredar merata di pasar maka ekspektasi para investor menjadi sama (Harijono, 2009).

Reaksi positif dan negatif terhadap kejadian merger dan akuisisi tergantung dari ketersediaan informasi bagi investor pada waktu pengumuman

merger dan akuisisi serta persepsi pasar terhadap keputusan merger dan akuisisi. *Return* digunakan untuk menunjukkan reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi yang mempengaruhi harga saham baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Perubahan harga saham tersebut mengindikasikan tingkat kemakmuran pemegang saham. Sementara itu, tingkat kemakmuran pemegang saham bisa diukur dari besarnya *abnormal return* yang diperoleh perusahaan target.

Beberapa penelitian sebelumnya yaitu penelitian Putri (2014) tentang pengaruh merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target di seputar hari pengumuman merger dan akuisisi menghasilkan perolehan *return* yang berbeda antara perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target. Hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa dalam jangka pendek pemegang saham perusahaan target memperoleh *return* yang signifikan positif dari peristiwa merger dan akuisisi. *Return* yang diterima antara perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target akan berbeda, *abnormal return* yang diterima perusahaan target lebih tinggi dibandingkan *abnormal return* yang diterima perusahaan pengakuisisi.

Penelitian Intan (2008) menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham dan volume perdagangan sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi. Selain itu penelitian Kurniawati (2009) menunjukkan bahwa dari keseluruhan rata-rata *abnormal return* tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Berdasarkan penelitian diatas maka dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara teori yang berlaku dengan penelitian Intan (2008) dan Kurniwati (2009) yang telah dilakukan. Dalam teori dinyatakan adalah salah satu motivasi dalam melakukan kombinasi bisnis adalah untuk mendapatkan *return* saham positif, namun yang terjadi di beberapa perusahaan yang melakukan kombinasi bisnis malah sebaliknya. Terdapatnya perubahan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, namun *abnormal return* negatif yang diperoleh pemegang saham setelah pengumuman merger dan akuisisi. Sedangkan volume perdagangan akan bergerak apabila investor dapat menerima informasi yang beredar di pasar. Apabila investor tidak terlalu tertarik terhadap informasi yang beredar di pasar maka reaksi pasar akan menurun terhadap volume perdagangan.

Permasalahan ini perlu diteliti karena seharusnya pasar bereaksi terhadap informasi pengumuman merger dan akuisisi. Dalam pasar saham, reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atas sekuritas perusahaan (Tandelilin, 2010). Berdasarkan hal ini peneliti tertarik untuk meneliti masalah ini dengan harapan penelitian ini nantinya akan membantu pihak-pihak yang berkepentingan dalam mengambil keputusan melakukan merger dan akuisisi dengan tolak ukur bahwa tujuan seseorang melakukan investasi adalah untuk memperoleh *return* atas harta yang diinvestasikan.

Penelitian ini berfokus pada perusahaan yang melakukan merger dan pengakuisisian perusahaan emiten sehingga diberi judul dengan **“Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Reaksi Pasar”** (Studi Empiris pada Perusahaan

yang Melakukan Kombinasi Bisnis antara Tahun 2010 sampai 2014 yang Terdaftar di BEI”.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas maka rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan *return* saham antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?
2. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?
3. Apakah terdapat perbedaan volume perdagangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menghitung dan menentukan:

1. Perbedaan *return* saham antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?
2. Perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?
3. Perbedaan volume perdagangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi?

D. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi Penulis

Menambah dan mengembangkan pengetahuan tentang reaksi pasar serta kaitannya terhadap perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Dengan melakukan penelitian ini penulis dapat membuktikan kebenaran teori yang berlaku sebelumnya dengan penelitian yang terkini, serta dapat melengkapi jenis-jenis penelitian serupa yang juga bertujuan untuk membuktikan kebenaran teori.

2. Bagi Praktisi

Menjadi pedoman bagi perusahaan dalam melakukan kombinasi bisnis. Manajemen atau pengelola perusahaan dapat menjadikan penelitian ini sebagai bahan pertimbangan untuk memutuskan melakukan kombinasi bisnis sesuai dengan tujuan perusahaan. Untuk pengguna laporan keuangan penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi untuk menilai kualitas perusahaan dan ketersediaan informasi dalam pengambilan keputusan sebelum melakukan merger dan akuisisi.

3. Bagi Pemerintah, Masyarakat dan Pihak-pihak terkait

Dapat di jadikan referensi tambahan dalam pengambilan keputusan yang tepat bagi pemerintah. Selain itu masyarakat sebagai pengguna laporan keuangan dapat menilai tingkat reaksi pasar terhadap pengumuman informasi merger dan akuisisi di perusahaan yang ditelitinya. Sehingga dapat menyajikan informasi yang berguna untuk menentukan keputusan, baik keputusan investasi maupun keputusan melakukan kombinasi bisnis.

4. Bagi Dunia Pendidikan dan Penelitian Selanjutnya

Menjadi bahan bacaan untuk dibahas dalam perkuliahan sehingga *civitas* akademika dapat memahami reaksi pasar yang *real* terjadi di perusahaan, serta dapat dijadikan referensi untuk penelitian selanjutnya sehingga dapat menemukan ide baru dalam meneliti.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Teori Pasar Efisien

Menurut Tandelilin (2010) pasar efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hasil ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua yang tersedia baik informasi dimasa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (misal, jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik).

Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Meskipun proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tersebut tidak bias. Dengan demikian, pada waktu tertentu pasar bisa *overadjusted* atau *underadjusted* ketika bereaksi terhadap informasi baru, sehingga harga baru yang terbentuk tersebut bisa jadi bukan merupakan harga yang mencerminkan nilai instrinsik dari sekuritas tersebut. Jadi hal yang penting dari mekanisme pasar efisien adalah harga yang terbentuk tidak bias dengan

estimasi harga keseimbangan. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah sepenuhnya menilai dampak informasi tersebut.

Dari teori diatas dapat disimpulkan bahwa dapat dikatakan pasar yang efisien akan tercermin dari informasi yang beredar di pasar. Ketika ada kejadian dan informasi maka harga saham akan berubah karena harga bergerak sesuai peristiwa. Pasar efisien adalah semua peristiwa yang terjadi di perusahaan dan harga perusahaan akan menyesuaikan dengan keadaan pasar. Apabila pasar dapat diprediksi maka pasar tersebut tidak efisien karena adanya pola pasar. Jadi pasar efisien tercermin dari kejadian dan informasi yang beredar di pasar.

Ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien berikut ini (Husnan, 2005).

- 1) Adanya banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu mereka juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.
- 2) Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
- 3) Informasi yang terjadi bersifat random.
- 4) Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Jika kondisi-kondisi diatas dapat terpenuhi maka akan terbentuk suatu pasar yang para investornya dengan cepat melakukan penyesuaian harga sekuritas ketika terdapat informasi baru di pasar, informasi ini terjadi secara random sehingga harga-harga sekuritas di pasar tersebut akan secara cepat dan secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia. Karena informasi yang mempengaruhi harga sekuritas terjadi secara random maka perubahan harga yang terjadi bersifat independen satu dengan yang lainnya dan bergerak secara random pula. Artinya, perubahan harga yang terjadi hari ini tidak tergantung kepada perubahan harga yang terjadi di waktu yang lalu karena harga baru berdasarkan pada reaksi investor terhadap informasi baru yang terjadi secara random.

Menurut Husnan (2005) ada tiga bentuk untuk menyatakan efisiensi pasar modal. Pertama adalah keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi lemah (*weak form efficiency*). Penelitian tentang *random walk* menunjukkan bahwa sebagian besar pasar modal paling tidak efisien dalam bentuk ini.

Tingkat efisiensi kedua adalah keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*). Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*. Penelitian

mengenai penerbitan saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan tentang laba perusahaan, perubahan praktik-praktik akuntansi, merger, dan pemecahan saham, umumnya menunjukkan bahwa informasi tersebut dengan cepat dan tepat dicerminkan dalam harga saham.

Bentuk ketiga adalah bentuk efisiensi yang kuat (*strong forms*) dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang juga bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dalam keadaan seperti ini maka pasar modal akan ideal karena harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. Kebanyakan pengujian bentuk ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional.

Menurut Jogiyanto (2010) bentuk-bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) dan pasar efisiensi yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

1) Efisiensi Pasar Secara Informasi

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Pertanyaannya informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar yang efisien, apakah informasi yang lama, informasi yang sedang dipublikasikan atau semua informasi termasuk informasi

privat. Fama (1970) dalam Tandelilin (2010) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar sebagai berikut:

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) adalah pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Berarti investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*) adalah pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) adalah pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Tujuan Fama (1970) dalam Tandelilin (2010) membedakan tiga bentuk pasar efisien adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

2) Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Pembagian efisiensi pasar oleh Fama ini didasarkan pada ketersediaan informasi, sehingga efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi. Efisiensi pasar secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah, jika efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) hanya mempertimbangkan satu faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, maka efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) mempertimbangkan dua faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar setengah kuat yang lebih tinggi dibandingkan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi.

2. Studi Peristiwa

Studi peristiwa (*event study*) merupakan periode di mana reaksi harga saham terhadap peristiwa pengumuman akan diukur selama 14 hari, yaitu 7 hari sebelum pengumuman dan 7 hari setelah pengumuman (Jogiyanto, 2010). Secara spesifik studi peristiwa menyelidiki respon pasar terhadap kandungan informasi dari suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu. Kandungan informasi dapat berupa berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*). Hipotesis pasar efisien memprediksikan bahwa pasar akan memberi respon pasar positif untuk berita baik, dan respon negatif untuk berita buruk. Respon pasar tersebut

tercermin dari *return* tak normal positif (berita baik) dan *return* tak normal negatif (berita buruk) (Jogiyanto,2010).

3. Merger dan Akuisisi

Kombinasi bisnis (*business combination*) terjadi ketika dua atau lebih perusahaan bergabung dalam satu *control* yang sama. Konsep *control* atau pengendalian berhubungan dengan kemampuan untuk mengarahkan kebijakan dan manajemen (Baker 2010). Merger adalah proses difusi atau penggabungan dua perseroan dengan salah satu diantaranya tetap berdiri dengan nama perseroannya sementara yang lain lenyap dengan segala nama dan kekayaannya dimasukkan dalam perseroan yang tetap berdiri tersebut.

PSAK No. 22 revisi 2010 akuisisi adalah suatu kombinasi bisnis dari dua entitas atau lebih yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi dengan memberikan aktiva tertentu, mengakuisisi suatu kewajiban, atau dengan mengeluarkan saham. Dalam suatu kombinasi bisnis yang utamanya disebabkan oleh pengalihan kas atau aset lainnya atau timbulnya liabilitas, pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang mengalihkan kas atau aset lainnya atau menimbulkan liabilitas.

Menurut PSAK No. 22 revisi 2010 dalam suatu kombinasi bisnis yang terutama disebabkan oleh pertukaran kepentingan ekuitas, pihak pengakuisisi biasanya adalah entitas yang menerbitkan kepentingan ekuitas tersebut. Namun demikian, dalam beberapa kombinasi bisnis, yang biasanya disebut *reverse acquisitions*, entitas yang menerbitkan ekuitas tersebut merupakan pihak yang diakuisisi.

Kondisi dan fakta lain yang terkait juga dipertimbangkan dalam mengidentifikasi pihak pengakuisisi dalam kombinasi bisnis yang disebabkan oleh pertukaran kepentingan ekuitas menurut (Husnan, 2005), termasuk:

- a) Bagian hak suara dalam entitas hasil penggabungan setelah kombinasi bisnis. Pihak pengakuisisi biasanya entitas yang bergabung yang pemiliknya adalah suatu kelompok usaha yang mempertahankan atau memperoleh porsi terbesar atas hak suara pada entitas hasil penggabungan. Dalam menentukan kelompok pemilik mana yang mempertahankan atau memperoleh porsi terbesar atas hak suara, entitas mempertimbangkan adanya pengaturan hak suara khusus atau tidak biasa serta opsi, waran atau efek yang dapat dikonversi.
- b) Keberadaan kepentingan suara minoritas yang besar dalam entitas hasil penggabungan jika tidak ada pemilik lain atau kelompok pemilik terorganisasi lain yang mempunyai kepentingan suara signifikan. Pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang bergabung yang pemilik tunggal atau kelompok pemilik terorganisasi dari entitas tersebut memiliki kepentingan suara minoritas terbesar dalam entitas hasil penggabungan.
- c) Komposisi organ pengatur entitas hasil penggabungan. Pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang bergabung yang pemiliknya mempunyai kemampuan untuk memilih atau menunjuk atau mengganti mayoritas anggota organ pengatur entitas hasil penggabungan.

- d) Komposisi manajemen senior entitas hasil penggabungan. Pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang bergabung yang manajemen (sebelumnya) mendominasi manajemen entitas hasil penggabungan.
- e) Ketentuan pertukaran kepentingan ekuitas. Pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang bergabung yang membayar premium di atas nilai wajar prakombinasi bisnis dari kepentingan ekuitas entitas yang bergabung lainnya.

Pihak pengakuisisi biasanya merupakan entitas yang bergabung yang ukuran relatifnya (diukur dengan, misalnya, aset, pendapatan atau laba) secara signifikan lebih besar dari ukuran entitas yang bergabung lainnya. Dalam suatu kombinasi bisnis yang melibatkan lebih dari dua entitas, penentuan pihak pengakuisisi mempertimbangkan, antara lain, entitas yang bergabung yang berinisiatif untuk melakukan kombinasi, serta ukuran relatif dari entitas yang bergabung.

Entitas baru yang terbentuk dalam rangka kombinasi bisnis tidak selalu merupakan pihak pengakuisisi. Jika entitas baru dibentuk untuk menerbitkan kepentingan ekuitas dalam rangka kombinasi bisnis, maka salah satu entitas yang bergabung yang telah ada sebelum kombinasi bisnis diidentifikasi sebagai pihak pengakuisisi. Sebaliknya, entitas baru yang mengalihkan kas atau aset lainnya atau menimbulkan liabilitas sebagai imbalan mungkin merupakan pihak pengakuisisi.

Menurut Baker (2010) terdapat berbagai alasan yang dapat memotivasi suatu perusahaan menciptakan anak perusahaan atau entitas baru. Suatu perusahaan mungkin membentuk anak perusahaan atau entitas lainnya bukan untuk tujuan perluasan, namun untuk menghapus sebagian operasional usaha yang ada melalui penjualan langsung atau dengan memindahkan kepemilikan kepada pemegang saham atau pihak lainnya. Dalam pendekatan lain perusahaan membentuk anak perusahaan dengan tujuan menghapus segmen operasi yang tidak lagi sesuai dengan misi keseluruhan perusahaan dan untuk melepaskan segmen yang tidak menguntungkan atau untuk mendapatkan persetujuan hukum atau pemegang saham dari merger yang diajukan dengan perusahaan lain.

Pengendalian atas suatu perusahaan diperoleh melalui kepemilikan mayoritas atas saham biasa atau sebaliknya. Kombinasi bisnis semakin beragam seiring dengan semakin banyaknya perusahaan yang terlibat. Perusahaan membuat berbagai perjanjian formal dan informal, berikut karakteristik kombinasi bisnis menurut Baker (2010) yaitu:

1. Perjanjian Informal

Bentuk perjanjian informal merupakan suatu perjanjian yang sederhana secara personal kadang dibutuhkan untuk membangun sebuah hubungan baik jangka panjang dalam suatu usaha bersama. Informalitas dan kebebasan dalam membuat perjanjian informal menjadi faktor kuat dalam proses penggabungan laporan keuangan dan membuatnya seolah-olah menjadi bagian dari satu perusahaan tunggal. Faktor lain dalam perjanjian informal adalah kontinuitas pemisahan kepemilikan dan kemudahan untuk mengakhiri perjanjian informal.

2. Perjanjian Formal

Kombinasi bisnis secara formal biasanya disertai dengan perjanjian tertulis. Perjanjian ini menjelaskan persyaratan kombinasi bisnis, termasuk bentuk perusahaan yang bergabung, pertukaran, disposisi efek yang beredar, dan hak serta kewajiban partisipan. Pelaksanaan perjanjian tersebut mengharuskan adanya pengakuan pada pembukuan salah satu atau lebih perusahaan yang bergabung.

Dari dua perjanjian yang terdapat dalam kombinasi bisnis yaitu penggabungan informal dan formal. Perjanjian ini akan berguna bagi perusahaan dalam jangka waktu panjang. Menurut Ross (2009), akuisisi satu perusahaan oleh perusahaan lain adalah investasi yang dibuat dalam ketidakpastian, dan merupakan prinsip dasar valuasi. Satu perusahaan sebaiknya mengambil alih perusahaan lain, hanya jika dengan melakukannya menghasilkan nilai sekarang bersih (*net present value*) positif bagi pemegang saham perusahaan pengambil alih. Terdapat tiga bentuk hukum dasar yang digunakan perusahaan untuk mengambil alih perusahaan lain:

1. Merger

Merger adalah penyerapan sempurna dari suatu perusahaan oleh perusahaan yang lain. Perusahaan yang mengambil alih mempertahankan nama dan identitasnya, dan perusahaan mendapatkan aset dan kewajiban dari perusahaan yang diambil alih. Setelah merger, perusahaan yang diambil alih tidak memperlihatkan diri sebagai bagian bisnis terpisah. Terdapat manfaat utama adalah merger secara hukum mudah dan biaya yang murah. Alasannya karena perusahaan dapat dengan mudah setuju untuk menggabungkan kegiatan

operasional secara keseluruhan. Jadi tidak diperlukan adanya transfer nama dari aset individu perusahaan diambil alih kepada perusahaan yang mengambil alih.

2. Akuisisi Saham

Cara kedua untuk melakukan kombinasi bisnis perusahaan lain adalah dengan membeli hak suara saham dari perusahaan yang akan diambil alih, dan digantikan dengan uang, saham, atau sekuritas lain. Prosesnya dimulai dengan penawaran pribadi dari manajemen suatu perusahaan kepada manajemen perusahaan lain. Berikut ini beberapa faktor yang terlibat dalam memilih akuisisi dengan menggunakan saham atau merger:

- a. Akuisisi dengan menggunakan saham, tidak diperlukan pertemuan pemegang saham dan tidak diperlukan pengambilan suara.
- b. Akuisisi dengan menggunakan saham, perusahaan penawar dapat bertransaksi langsung dengan pemegang saham dari perusahaan target menggunakan penawaran target, dan penawaran tender. Manajemen dan dewan direksi dari perusahaan target dapat diabaikan.

3. Akuisisi Aset

Sebuah perusahaan dapat secara efektif melakukan kombinasi bisnis perusahaan lain dengan membeli sebagian besar atau semua asetnya. Cara ini memberikan hasil yang sama seperti membeli suatu perusahaan. Namun, dalam hal ini perusahaan target tidak perlu hilang keberadaannya, perusahaan hanya menjual semua asetnya. Jenis akuisisi ini memerlukan pengambilan suara formal dari para pemegang saham perusahaan penjual.

Akuisisi merupakan salah satu bentuk kombinasi bisnis (Husnan, 2000). Akuisisi dapat dibedakan menjadi akuisisi saham dan akuisisi aset. Akuisisi saham merupakan kombinasi bisnis 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 kombinasi bisnis yang tidak bersahabat (*hostile takeover*). Sedangkan akuisisi aset dilakukan dengan cara membekukan sebagian aset perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi. Suatu perusahaan yang melakukan kombinasi bisnis mempunyai alasan-alasan tertentu yang dapat memberikan manfaat kepada perusahaannya sendiri. Adapun alasan-alasan kombinasi bisnis menurut Beams (2009) sebagai berikut:

1. Keunggulan Biaya

Sering kali lebih mudah bagi perusahaan untuk memperoleh fasilitas yang dibutuhkan melalui kombinasi bisnis dibandingkan melalui pengembangan.

Hal ini berlaku pada periode inflasi.

2. Risiko yang Lebih Rendah

Membeli lini produk dan pasar yang telah ada biasanya kurang berisiko dibandingkan mengembangkan produk dan pasar baru. Risiko akan rendah apabila tujuannya diversifikasi. Para ilmuwan mungkin menemukan bahwa produk tertentu akan membahayakan lingkungan dan kesehatan. Perusahaan

yang hanya membuat satu produk yang tidak terdiversifikasi mungkin saja mengalami kebangkrutan jika hal-hal tersebut ditemukan, sementara perusahaan dengan multiproduk yang terdiversifikasi dapat bertahan.

3. Memperkecil Keterlambatan Operasi

Fasilitas-fasilitas pabrik yang diperoleh melalui kombinasi bisnis dapat diharapkan segera beroperasi dan memenuhi peraturan yang berhubungan dengan lingkungan dan peraturan pemerintah lainnya. Dalam membangun fasilitas perusahaan yang baru mungkin saja terjadi penundaan dalam pembangunannya karena diperlukan persetujuan pemerintah untuk memulai operasi. Studi mengenai dampak lingkungan itu sendiri dapat memakan waktu bulanan atau bahkan tahunan.

4. Menghindari Pengambilalihan (*Avoidance of takeovers*)

Banyak perusahaan melakukan kombinasi bisnis untuk menghindari pengambilalihan diantara perusahaan. Perusahaan yang lebih kecil cenderung lebih rentan untuk diambil alih, karena itu banyak diantaranya memakai strategi pembeli yang agresif sebagai pertahanan terbaik terhadap usaha pengambilalihan oleh perusahaan lain.

5. Akuisisi Aset Tidak Berwujud

Kombinasi bisnis melibatkan kombinasi sumber daya tidak berwujud maupun berwujud. Jadi, akuisisi hak atas paten, hak penambangan mineral, riset *database* pelanggan, atau keahlian manajemen mungkin menjadi faktor utama yang memotivasi suatu kombinasi bisnis.

6. Alasan-alasan Lain

Selain untuk perluasan, perusahaan dapat memilih kombinasi bisnis untuk memperoleh keuntungan pajak seperti *tax-loss carryforward* atas pendapatan pribadi dan keuntungan pajak *real estat*, serta alasan-alasan pribadi lainnya.

3. Return Saham

Pada dasarnya investor dalam melakukan suatu kegiatan investasi mempunyai tujuan untuk memperoleh *feedback* atas investasi yang ditanamkan pada suatu perusahaan. *Return* total merupakan *return* keseluruhan yang diterima atas kegiatan investasi yang dilakukan oleh investor. *Return* total terdiri dari dua komponen menurut Tandelilin (2010), yaitu :

1. Yield

Merupakan penerimaan kas terhadap harga investasi tertentu dari suatu kegiatan investasi pada periode waktu tertentu.

2. Capital gain

Merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga pada periode yang lalu. Jika harga investasi sekarang lebih tinggi dari harga investasi pada periode yang lalu ($I_t > I_{t-1}$) maka terjadi keuntungan modal (capital gain), dan jika sebaliknya terjadi kerugian modal (capital loss).

Sumber dana untuk berinvestasi bisa berasal dari aset-aset yang dimiliki saat ini, pinjaman dari pihak lain, ataupun dari tabungan. Dana yang berasal dari tabungan jika diinvestasikan akan memberikan harapan peningkatan kemampuan konsumsi investor di masa datang, yang diperoleh dari peningkatan kesejahteraan

investor. Ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain sebagai berikut:

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.
- b. Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam kepemilikan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindari diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.
- c. Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* harapan, tingkat risiko serta hubungan antara *return* dan risiko. Tandelilin (2010) menjelaskan alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investasi disebut sebagai *return*. Suatu hal yang sangat wajar jika investor menuntut tingkat *return* tertentu atas dana yang telah diinvestasikannya. *Return* harapan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi.

Dalam konteks manajemen investasi, perlu dibedakan antara *return* harapan (*expected return*) dan *return* aktual atau yang terjadi (*realizes return*). *Return* harapan merupakan tingkat *return* yang diantisipasi investor di masa datang. Sedangkan *return* yang terjadi atau *return* aktual merupakan tingkat *return* yang telah diperoleh investor pada masa lalu. Ketika investor menginvestasikan dananya, dia akan mensyaratkan tingkat *return* tertentu dan jika periode investasi telah berlalu, investor tersebut akan dihadapkan pada tingkat *return* yang sesungguhnya dia terima. Antara tingkat *return* harapan dan tingkat *return* aktual yang diperoleh investor dari investasi yang dilakukan mungkin saja berbeda. Perbedaan antara *return* harapan dengan *return* yang benar-benar diterima (*return* aktual) merupakan risiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses investasi sehingga dalam berinvestasi disamping memperhatikan tingkat *return*, investor harus selalu mempertimbangkan tingkat risiko suatu investasi.

Risiko sudah sewajarnya jika investor mengharapkan *return* yang setinggi-tingginya dari investasi yang dilakukannya. Tetapi, ada hal penting yang harus selalu dipertimbangkan, yaitu berapa besar risiko yang harus ditanggung dari investasi tersebut. Umumnya semakin besar risiko, maka semakin besar pula tingkat *return* harapan. Penelitian terhadap *return* saham dan obligasi di Amerika yang dilakukan oleh Siegel (1992) dalam Tandelilin (2010) yang menemukan bahwa dalam periode 1802-1990, *return* saham jauh melebihi *return* obligasi. Kelebihan *return* saham atas *return* obligasi tersebut disebut juga sebagai *equity*

premium. Salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya fenomena *equity premium* adalah adanya fakta bahwa risiko saham lebih tinggi dari risiko obligasi.

Risiko bisa diartikan sebagai kemungkinan *return* aktual yang berbeda dengan *return* harapan. Secara spesifik, mengacu pada kemungkinan realisasi *return* aktual lebih rendah dari *return* minimum yang diharapkan. *Return* minimum yang diharapkan disebut juga sebagai *return* yang disyaratkan (*required of return*). Dalam ilmu ekonomi pada umumnya dan ilmu investasi pada khususnya terdapat asumsi bahwa investor adalah makhluk yang rasional. Investor yang rasional tentunya tidak akan menyukai ketidakpastian atau risiko. Investor mempunyai sikap enggan terhadap risiko disebut *risk-averse investors*. Investor seperti ini akan mau mengambil risiko suatu investasi jika investasi tersebut tidak memberikan harapan *return* yang layak sebagai kompensasi terhadap risiko yang harus ditanggung investor tersebut.

Sikap investor terhadap risiko akan sangat tergantung kepada preferensi investor terhadap risiko. Investor yang lebih berani akan memilih risiko investasi yang lebih tinggi, yang diikuti oleh harapan tingkat *return* yang lebih tinggi pula. Demikian sebaliknya, investor yang tidak mau menanggung risiko yang terlalu tinggi, tentunya tidak akan bisa mengharapkan tingkat *return* yang terlalu tinggi.

4. *Abnormal Return*

Abnormal return umumnya menjadi fokus dalam studi 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). Dengan kata lain *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal.

Menurut Tandelilin (2010), dalam pelaksanaan investasi, sering kali terjadi *return* yang terjadi tidak sesuai dengan *return* yang diharapkan. Selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi disebut *abnormal return*. Dalam pasar saham, reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atas sekuritas perusahaan. Reaksi yang terjadi atas sekuritas tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* yang terjadi dapat diukur dengan membandingkan tingkat keuntungan yang terjadi (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*return* pasar), apabila *actual return* lebih tinggi dari tingkat keuntungan yang diharapkan maka dapat dikatakan terjadi *abnormal return*.

Dalam keuangan, *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang di harapkan oleh investor). Perusahaan dalam kegiatannya akan berusaha meningkatkan *return* yang akan diterima oleh investor maupun oleh perusahaan itu sendiri. Dengan melakukan merger dan akuisisi yang baik diharapkan akan mampu memaksimalkan *return* yang akan diterima.

Ketika para investor membeli saham yang berisiko tinggi, dalam jangka panjang investor mengharapkan untuk menerima *return* yang lebih tinggi dibanding saham-saham berisiko lebih rendah. Akan tetapi dalam jangka pendek, sekuritas yang lebih berisiko mungkin memberikan *return* yang lebih rendah

dibandingkan aset-aset lainnya. Hal ini terjadi karena volatilitas harga mengandung kenaikan dan penurunan dalam harga.

Dalam pasar efisien, harga sekuritas seharusnya merefleksikan informasi mengenai risiko dan harapan mengenai *return* masa datangnya. *Return* yang sepadan dengan risiko saham disebut *return* normal. Jika pasar tidak efisien maka sekuritas-sekuritas akan menghasilkan *return* yang lebih besar dibanding normalnya, yang disebut *return* tak normal (*excess return*). Dengan demikian, pengujian efesien pasar pada dasarnya adalah pengujian *return* tak normal.

5. Volume Perdagangan

Likuiditas saham dapat diukur dengan volume perdagangan. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, maka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid. Foster (1986) menyatakan volume perdagangan saham dapat dilihat dengan menggunakan indikator aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity/TVA*) dengan cara membagi antara saham perusahaan yang diperdagangkan dengan saham perusahaan yang beredar.

Dalam pasar modal terdapat banyak sekali informasi-informasi yang dapat memperngaruhi situasi didalamnya, salah satunya adalah informasi perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi, reaksi pasar modal terhadap informasi ini dapat dilihat dengan menggunakan suatu pendekatan yaitu pendekat *Trading Volume Activity* (TVA).

TVA merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter perubahan volume perdagangan saham. Volume perdagangan saham merupakan salah satu indikator

dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman. *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume perdagangan saham. Apabila volume perdagangan yang meningkat karena peningkatan permintaan, maka peristiwa tersebut merupakan berita baik, sedangkan jika peningkatan volume perdagangan karena peningkatan penjualan, maka dapat diartikan bahwa peristiwa tersebut merupakan kabar buruk bagi para pelaku pasar.

B. Evaluasi Penelitian Terdahulu

Menurut Intan (2008), menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi. Hasil penelitian ini memberikan indikasi bahwa tujuan ekonomis dilakukannya merger dan akuisisi tidak tercapai. Hal ini mungkin disebabkan karena alasan non ekonomis yang lebih banyak dipertimbangkan, atau mungkin keputusan merger dan akuisisi yang dilakukan dengan maksud untuk menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan, yang memang kondisinya terpuruk, seperti yang banyak terjadi pada masa krisis dewasa ini.

Menurut Kurniawati (2009), menunjukkan bahwa dari keseluruhan rata-rata *abnormal return* tidak ditemukan *abnormal return* yang signifikan. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* perusahaan akuisitor mengenai informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor. Apabila terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan. Maka *abnormal return* yang

signifikan ini menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi dengan adanya transfer informasi antar perusahaan.

Menurut Harijono (2009), menemukan penurunan *return* saham sesudah pengumuman merger dan akuisisi kemungkinan lebih disebabkan informasi merger dan akuisisi direspon oleh investor sebagai informasi yang tidak dapat memberikan keuntungan atau kemungkinan merupakan berita buruk (*bad news*) sehingga ketertarikan investor terhadap saham menurun, dengan tidak adanya ketertarikan terhadap saham tersebut harga saham berangsur-angsur menjadi turun dan berdampak pada menurunnya *return* saham tersebut.

Menurut Wiriastari (2010), mengemukakan kecilnya pengaruh yang signifikan dari hasil pengujian ini adalah karena faktor pengumuman merger yang dilakukan oleh emiten bukanlah merupakan sebuah kabar yang mengejutkan karena pada umumnya sebelum informasi mengenai merger atau akuisisi dilakukan, informasi mengenai hal tersebut pada umumnya sudah keluar ke publik atau adanya kebocoran informasi terlebih dahulu sebelum dilakukan pengumuman, karena umumnya sudah dimasukkan dalam agenda rapat umum pemegang saham (RUPS). Hal tersebut dapat ditunjukkan adanya signifikansi *abnormal return* yang ditunjukkan sebelum pengumuman terjadi. Hal lainnya adalah bahwa periode pengamatan juga pendek sehingga bisa mempengaruhi signifikansi *abnormal return*.

Menurut Hidayat (2013), dari hasil analisis yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil

menunjukkan bahwa peristiwa merger dan akuisisi belum mempengaruhi perubahan nilai *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, begitu juga dengan *trading volume activity* tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil menunjukkan bahwa peristiwa merger dan akuisisi belum mempengaruhi perubahan nilai volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Penelitian Astria (2013) menemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham pada sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi. Sehingga dapat dikatakan bahwa pengumuman merger dan akuisisi memberikan pengaruh yang kuat untuk membuat para pelaku pasar memutuskan berinvestasi saham agar memperoleh *return* yang tinggi. Jadi dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* perusahaan.

Menurut Putri (2014) menemukan perubahan harga saham disebabkan oleh beberapa keadaan termasuk ketidakpastian yang menurunkan harga. Ini berarti bahwa target saham akan cenderung turun secara signifikan. Hal ini menjelaskan ketika perusahaan percaya bahwa ada kemungkinan penawar lain yang akan menawarkan harga lebih tinggi dari perusahaannya. Situasi ini tidak biasa tapi akan terjadi dari waktu ke waktu, apabila penawar lain mendapatkan kesempatan keunggulan kompetitif yang signifikan.

Merger dan akuisisi memberi dampak terhadap perubahan harga saham perusahaan. Dampak dari merger dan akuisisi itu sendiri adalah peningkatan dalam perubahan harga saham, akuisisi berbeda setiap perusahaan berdasarkan

perubahan harga saham. Kebanyakan perusahaan mengharapkan nilai harga saham yang meningkatnya pada saat merger dan akuisisi untuk mendapatkan respon yang baik dari pasar. Perusahaan lain menghadapi penurunan harga saham pada saat itu dari merger dan akuisisi. Keadaan ini meramalkan bahwa merger dan akuisisi belum berhasil mempengaruhi perubahan harga saham.

Hasil ini mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi yang tersebar di pasar sudah merata (simetris informasi), hal ini terjadi karena adanya prediksi yang sama dari para investor tentang motivasi dari perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi sehingga sebaran informasi yang ada di pasar modal sudah merata, yang pada akhirnya tidak ada investor yang mempunyai informasi lebih untuk mendapatkan *return* diatas normal. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi dalam jangka pendek tidak dapat memberikan sinyal yang positif kepada para investor di pasar modal. Adanya penurunan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham pada saat pengumuman dan sesudah pengumuman.

Kesimpulannya menunjukkan bahwa penurunan tersebut lebih disebabkan karena informasi yang beredar sudah merata sehingga menimbulkan ekspektasi yang sama diantara para investor. Dengan adanya ekspektasi yang sama diantara para investor, hal ini mengakibatkan para investor tidak dapat menciptakan sepekulatif sehingga investor sudah tidak tertarik untuk mendapatkan saham tersebut. Dengan tidak tertariknya para investor tersebut berdampak pada menurunnya aktivitas perdagangan saham sehingga saham yang diperdagangkan menjadi tidak likuid.

C. Hubungan Antar Variabel

1. Hubungan informasi merger dan akuisisi terhadap *return* saham

Dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* harapan, tingkat risiko serta hubungan antara *return* dan risiko. Tandelilin (2010) menjelaskan alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investasi disebut sebagai *return*. Suatu hal yang sangat wajar jika investor menuntut tingkat *return* tertentu atas dana yang telah diinvestasikannya. *Return* harapan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi.

Penelitian De Bondt dan Thaler (1985) dalam Rahmiati dan Suryani (2005) menyatakan bahwa saham-saham yang sebelumnya berkinerja buruk (*loser*) selanjutnya membaik sebaliknya saham-saham yang berkinerja baik (*winner*) selanjutnya memburuk sekitar 36 bulan kemudian. Harga saham yang tidak normal ini sebagai bukti bahwa reaksi pasar yang berlebihan dalam merespon suatu informasi. Hal ini terjadi karena lebih banyak para investor yang berperilaku *irrational* dari pada berperilaku rasional. Sehingga informasi yang muncul lebih banyak informasi buruk (*bad news*) terhadap harga saham.

Menurut Fama (1997) dalam Rahmiati dan Suryani (2005) berpendapat bahwa terdapat dua bias informasi yang mempengaruhi harga saham. Pertama yaitu bias *overconfidence* yaitu pasar terlalu percaya diri, dan hal ini menyebabkan para investor terlalu berlebihan menilai saham. Kedua

yaitu *self attribution* yang menyebabkan para investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, sehingga penilaian antara para investor dengan penilai publik berbeda.

Apabila informasi mengenai pengumuman merger dan akuisisi bagi investor merupakan informasi yang memberikan penurunan nilai saham berarti informasi tersebut tidak diinginkan investor (*bad news*). Hal ini dibuktikan oleh penelitian Harijono (2009) dan Vonny (2014), menemukan perubahan harga saham disebabkan oleh beberapa keadaan termasuk ketidakpastian yang menurunkan harga dan ketidakpastian informasi pengumuman merger dan akuisisi.

Penelitian yang dilakukan oleh Yvette dan Edward (2007) dalam Anton (2010) yang menguji apakah terdapat peningkatan harga saham perusahaan pengakuisisi disekitar waktu pengumuman akuisisi bank di Amerika. Penelitian ini menggunakan periode waktu dari tahun 1980-1996, sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 153 bank pengakuisisi dengan kejadian merger sebanyak 148 kali. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat *abnormal return* saham yang diperoleh pemegang saham perusahaan *bidder* akibat pengumuman merger atau akuisisi. Jadi pengumuman merger dan akuisisi mengakibatkan *abnormal return* yang negatif.

Jadi dapat disimpulkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh para investor sehingga reaksi pasar terhadap harga saham menjadi normal dan biasa terjadi. Apabila para investor terlalu berlebihan terhadap informasi saham maka *return* yang akan muncul akan *over return*. Namun sebaliknya jika

investor tidak tertarik terhadap informasi harga saham maka para investor tidak mendapatkan *return*. Hal ini sesuai dengan teori yang menjelaskan bahwa para investor akan mendapatkan *return* sesuai dengan pengorbanan yang telah dilakukan dan risiko yang didapatkan.

2. Hubungan informasi merger dan akuisisi terhadap *abnormal return*

Abnormal return merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dikurangi *return* yang diharapkan atau *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2000). Dalam pelaksanaan investasi, sering kali terjadi *return* yang terjadi tidak seseuai dengan *return* yang diharapkan. Selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi disebut *abnormal return*. Dalam pasar saham, reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atas sekuritas perusahaan (Tandelilin, 2010).

Perkembangan harga saham di pasar modal merupakan suatu indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar, yaitu para investor dalam upaya menentukan apakah investor akan melakukan transaksi di pasar modal biasanya mereka akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi. Informasi tersebut akan memiliki makna atau nilai bagi investor jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan melakukan transaksi di pasar modal, yang akan tercermin dalam perubahan harga saham dan tingkat perdagangan yang dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham.

Menurut Kurniawati (2009), mengemukakan apabila terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan.

Maka *abnormal return* yang signifikan ini menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi dengan adanya transfer informasi antar perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian Wiriastari (2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Pamungkas (2006) dalam Anton (2010) yang menganalisis Kandungan Informasi Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return* Saham di Bursa Efek Jakarta dengan periode dari tahun 2000 sampai dengan 2006. Penelitian ini menggunakan model pasar (*market model*) dengan periode jendela 41 hari dan periode estimasi 100 hari. Sampel yang diperoleh adalah sebanyak 31 perusahaan pengakuisisi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* saham positif di sekitar pengumuman merger atau akuisisi.

Penelitian Pamungkas (2006) juga dibuktikan oleh penelitian Saiful (2003) dalam Anton (2010) yang menganalisis *Abnormal Return* perusahaan target dan industri sejenis disekitar pengumuman merger dan akuisisi, dengan periode penelitian dari tahun 1991 sampai 1997. Penelitian ini menggunakan model pasar (*market model*) dengan periode jendela 11 hari (5 hari sebelum sampai 5 hari setelah tanggal pengumuman merger dan akuisisi). Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan maka diperoleh sampel sebanyak 30 perusahaan target dan 241 perusahaan non-target dalam industri sejenis. Hasil penelitian menunjukkan secara kumulatif *abnormal return* perusahaan untuk periode pengamatan 11 hari adalah positif dengan tingkat signifikansi 10%.

Penelitian Anton (2010) mengemukakan hasil penelitian yang menunjukkan adanya *abnormal return* positif menandakan pasar menangkap

informasi merger dan akuisisi sebagai kabar baik sehingga pasar melakukan keputusan investasi yang tercermin pada perubahan harga saham. Pasar menangkap informasi merger dan akuisisi sebagai kabar baik (*good news*) karena pada dasarnya tindakan merger dan akuisisi dilakukan adalah dengan harapan akan tercipta sinergi bagi perusahaan.

Dengan adanya sinergi, maka perusahaan memiliki kinerja dan prospek yang lebih baik di masa depan. Oleh karena itu, pengumuman merger dan akuisisi dapat mempengaruhi reaksi pasar terhadap harga saham yang selanjutnya akan mempengaruhi *abnormal return* saham. Jadi apabila pasar dapat bereaksi terhadap pengumuman merger dan akuisisi maka perusahaan akan dapat meningkatkan *return* saham yang akan diperoleh oleh perusahaan dan para investor.

3. Hubungan informasi merger dan akuisisi terhadap volume perdagangan

Foster (1986) menyatakan volume perdagangan saham dapat dilihat dengan menggunakan indikator aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity/TVA*) dengan cara membagi antara saham perusahaan yang diperdagangkan dengan saham perusahaan yang beredar. Volume perdagangan akan bergerak apabila terjadi reaksi terhadap pasar modal, saham bergerak apabila para investor melakukan aktivitas pembelian saham.

Penelitian Hidayat (2013) mengemukakan bahwa volume perdagangan yang diperdagangkan di pasar modal, merupakan cerminan umum dari pertemuan harapan investor dan emiten. Harapan investor dalam hal ini berkaitan dengan keputusan investasinya, sedangkan harapan emiten adalah

memberikan informasi terbaik kepada investor sehingga investor tertarik membeli sahamnya. Harapan akan masa depan yang positif dari investor akan meningkatkan harga-harga saham yang sudah ada. Sebaliknya apabila harapan tersebut tidak tercapai maka volume perdagangan akan menurun. Rata-rata perdagangan relatif dihitung setelah aktivitas volume perdagangan masing-masing saham diketahui, dengan demikian rata-rata perdagangan relatif.

Menurut penelitian Wijaya (2012) volume perdagangan saham antara periode sebelum akuisisi dan merger tidak berbeda secara signifikan dengan periode sesudah akuisisi dan merger. Hal ini mungkin dikarenakan para investor lebih suka melakukan perdagangan dengan harga yang peningkatan biasa saja dan tidak melakukan transaksi secara besar-besaran atau mungkin para investor sengaja untuk tidak melakukan perdagangan dengan anggapan bahwa harga saham perusahaan yang melakukan merger ini akan naik secara terus menerus.

Jadi volume perdagangan akan bergerak apabila investor menerima informasi saham yang beredar di pasar. Apabila para investor tidak menggunakan informasi yang telah ada mungkin investor tidak terlalu tertarik terhadap informasi tersebut. Hal ini akan mengakibatkan volume perdagangan tidak mencerminkan keadaan pasar yang sebenarnya, karena volume perdagangan berpengaruh positif terhadap perilaku investor.

D. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dalam penelitian ini adalah mengenai pengaruh merger dan akuisisi pada perusahaan yang melakukan kombinasi bisnis antara

tahun 2010 sampai 2014 yang terdaftar di BEI. Perusahaan yang telah melakukan pengumuman merger dan akuisisi akan mempengaruhi reaksi pasar. Penelitian ini bertujuan untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, untuk kemudian diuji kandungan informasinya. Reaksi pasar diantaranya adalah *return* saham, *abnormal return*, dan volume perdagangan.

Hipotesis reaksi berlebihan memiliki hubungan yang kontradiktif dengan hipotesis efisiensi pasar. Pada efisiensi bentuk lemah sekalipun, harga saham di masa depan tidak dapat diprediksi karena pergerakan harga mengikuti pola acak (*random walk*), sedangkan kehadiran fenomena reaksi berlebihan mengindikasikan bahwa perubahan harga di masa depan dapat diprediksi. Saham-saham yang semula memberikan *return* positif, dimasa depan akan memberikan *return* negatif. Sebaliknya saham yang semula memberikan *return* negatif, dimasa depan akan memberikan *return* positif.

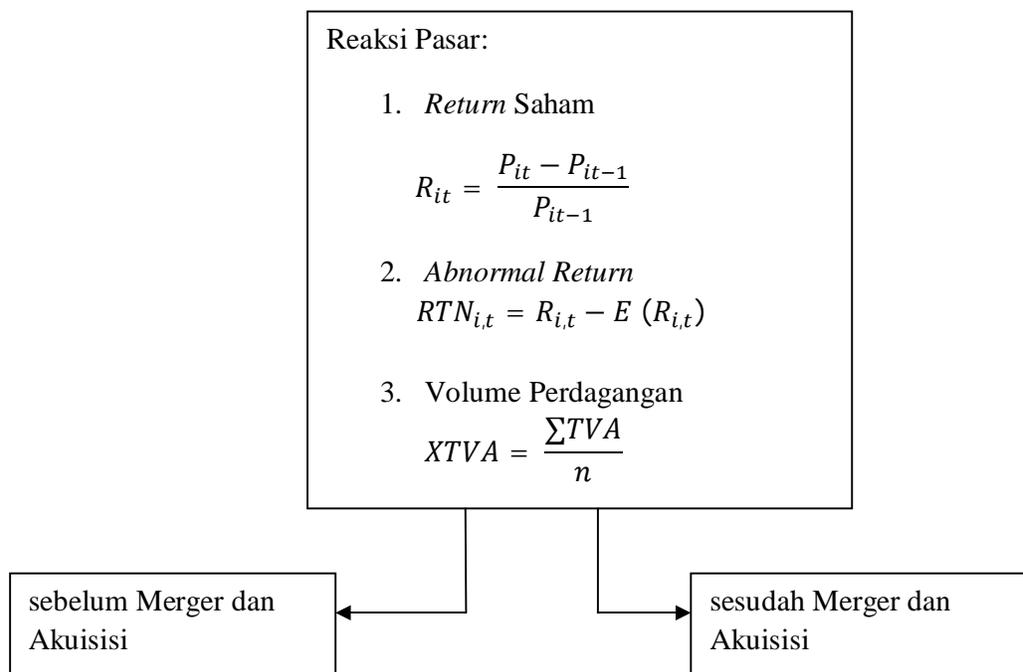
Abnormal return terjadi karena naik turunnya saham karena reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi. Jika pasar bereaksi positif terhadap pengumuman merger dan akuisisi tersebut maka akan menghasilkan *abnormal return* positif. Begitu juga sebaliknya jika reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi tersebut negatif maka akan menghasilkan *abnormal return* negatif.

Hipotesis reaksi berlebihan dapat didefinisikan bahwa pasar bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi tertentu. Pelaku pasar, memberi bobot tinggi terhadap informasi terbaru dan bobot yang rendah terhadap informasi awal. Para pelaku pasar memiliki ekspektasi yang tinggi terhadap *return* atas saham yang

sekarang dipegangnya, namun demikian ternyata di masa depan memberikan *return* tidak sesuai yang diharapkan.

Pasar bereaksi terhadap volume perdagangan sesuai dengan saham yang beredar. Volume perdagangan berpengaruh terhadap perilaku para investor, jika para investor menerima informasi saham yang beredar di pasar maka volume perdagangan akan bergerak sesuai perlakuan para investor. Melalui gambaran kerangka konseptual berikut, diharapkan variabel independen yang terdiri atas reaksi pasar berpengaruh positif terhadap merger dan akuisisi.

Di bawah ini digambarkan hubungan masing-masing variabel:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

E. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah dan teori yang dikemukakan di atas, maka penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Terdapat perbedaan antara *return* saham sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

H2 : Terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

H3 : Terdapat perbedaan antara volume perdagangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan

Penelitian ini pada dasarnya ingin melihat pengaruh merger dan akuisisi terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang melakukan kombinasi bisnis antara tahun 2010 sampai 2014 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang dilakukan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa:

1. Tidak terdapat perbedaan antara *return* saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa rata-rata *return* saham sesudah pengumuman merger dan akuisisi lebih rendah dari rata-rata *return* saham sebelum pengumuman merger dan akuisisi .
2. Tidak terdapat perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi lebih kecil dari rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman merger dan akuisisi.
3. Tidak terdapat perbedaan antara volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa rata-rata volume perdagangan sesudah pengumuman merger dan akuisisi lebih rendah dari rata-rata volume perdagangan sebelum pengumuman merger dan akuisisi.

Secara keseluruhan hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa dengan pengamatan 14 hari diseperti pengumuman, ternyata pengumuman merger dan akuisisi belum dapat memberikan sinyal yang positif hal ini dibuktikan dengan menurunnya *return* saham dan *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Sehingga tidak dapat memberikan perubahan terhadap aktivitas volume perdagangan saham, hal ini kemungkinan informasi yang tersebar tidak merata.

B. Keterbatasan Penelitian

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu direvisi bagi peneliti selanjutnya antara lain:

1. Penelitian ini hanya memfokuskan pada reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi, sebaiknya penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan periode pengamatan yang lebih panjang.
2. Penelitian ini memiliki *return* nol, berarti terdapat beberapa saham yang kurang aktif diperdagangkan.
3. Penelitian ini belum menggunakan semua alat ukur *abnormal return*, sehingga tidak terlihat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

C. Saran

Dari kesimpulan yang telah diperoleh dari hasil penelitian ini, maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi pemegang saham atau investor

Dari hasil analisis penelitian ini diketahui bahwa pengumuman merger dan akuisisi belum dapat memberikan kandungan informasi untuk dipertimbangkan dalam berinvestasi di pasar modal. Hal tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para investor dalam menyikapi informasi yang beredar di pasar modal.

2. Bagi emiten

Dari hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai pertimbangan manajemen dalam melakukan kebijakan merger dan akuisisi, dimana pengumuman tersebut pada periode pengamatan tidak cukup mempunyai kandungan informasi untuk dapat mempengaruhi preferensi investor.

3. Peneliti selanjutnya dapat melakukan penambahan variabel lain sehubungan dengan pengumuman merger dan akuisisi ini seperti menggunakan CAR untuk mencari *Cumulative Abnormal Return*.

4. Penelitian ini menggunakan sampel tahun pengamatan hingga tahun 2014, jadi disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk menggunakan tahun terbaru yakni 2015 sehingga dapat selalu dipantau apakah terdapat peningkatan reaksi pasar yaitu *return* saham, *abnormal return*, dan volume perdagangan terhadap pengumuman merger dan akuisisi.