

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1. Tinjauan Pustaka

2.1.1 Merger dan Akuisisi

2.1.1.1 Definisi Merger

Merger berasal dari kata “merger” (latin) yang artinya adalah (1). bergabung bersama, menyatu dan berkombinasi (2) menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan sesuatu. Pada dasarnya merger adalah penggabungan dua badan (perusahaan) yang kemudian akan hanya ada satu badan usaha yang masih tetap berdiri sebagai satu kesatuan hukum, sementara perusahaan yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar.

Pada aktivitas merger, biasanya perusahaan yang memiliki asset dan kinerja yang lebih baik yang akan dibiarkan tetap berdiri, sedangkan perusahaan dengan asset yang kecil akan dibubarkan. Menurut Moin dalam Nugroho (2014: 17):

“Merger adalah kesepakatan dua atau lebih perusahaan untuk bergabung yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitas atau bubar”.

Menurut Baker, et. al terjemahan Kaharudin. (2015: 8) mengemukakan bahwa:

“Merger merupakan penggabungan usaha dimana aktiva dan kewajiban usaha yang diakuisisi digabungkan dengan aktiva dan kewajiban perusahaan pengakuisisi menimbulkan tambahan komponen organisasi”.

Sedangkan menurut M.E. Hitt terjemahan Tim Salemba Empat (2016: 124),

“Merger adalah suatu strategi bisnis yang diterapkan dengan menggabungkan antara dua atau lebih perusahaan yang setuju menyatukan kegiatan operasionalnya dengan basis yang relatif seimbang karena mereka memiliki sumber daya dan kapabilitas yang secara bersama-sama dapat menciptakan keunggulan kompetitif yang lebih kuat”.

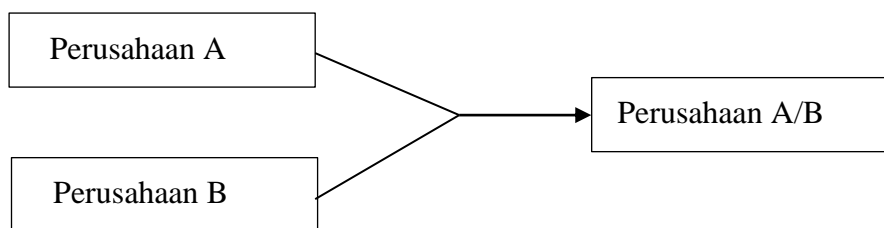
Selanjutnya menurut Floyd A. Beams alih bahasa Amir Abadi Yusuf (2015: 55), pengertian merger adalah:

“proses pengambilalihan yang dilakukan suatu perusahaan terhadap seluruh operasi dari entitas usaha lain dimana entitas yang telah diambil alih tersebut dibubarkan.

Dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 22, diungkapkan bahwa penggabungan usaha dapat mengakibatkan terjadinya legal merger, di mana legal merger itu sendiri merupakan merger dua badan usaha melalui salah satu cara sebagai berikut :

- a. Aktiva dan kewajiban suatu perusahaan dialihkan ke perusahaan lain dan perusahaan yang melakukan pengalihan tersebut dibubarkan,
- b. Aktiva dan kewajiban dari dua atau lebih dialihkan ke perusahaan baru dan kedua perusahaan yang melakukan pengalihan tersebut dibubarkan.

Ilustrasi merger dapat dilihat pada gambar 2.1



Sumber: Baker terjemahan Kaharudin (2015: 9)

Gambar 2.1. Ilustrasi merger

Dari gambar ilustrasi merger tersebut sebagai contoh, misal perusahaan akan A dan B akan merger hanya satu dari perusahaan yang bergabung akan bertahan dan perusahaan lainnya dibubarkan.

2.1.1.2 Tipe Merger

Secara umum menurut Harjito dan Martono (2014: 349) merger dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok:

1. Merger Horisontal, terjadi apabila satu perusahaan menggabungkan diri dengan perusahaan lain dalam jenis bisnis yang sama.
2. Merger Vertikal adalah penggabungan perusahaan yang memiliki keterkaitan misalnya dengan *supplier* atau dengan retailernya. Tujuannya adalah untuk mengamankan posisi perusahaan.
3. *Congeneric Merger* (Merger Kongenerik) yaitu penggabungan dua perusahaan yang bisnisnya masih berhubungan tetapi tidak dalam kategori horizontal maupun vertikal.
4. *Conglomerat Merger* (Merger Konglomerat) adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang bisnisnya tidak berhubungan.

Tipe merger bila ditinjau dari prosesnya menurut Husnan dalam Wiriastari (2016: 25), merger dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

1. *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.
2. *Hostile takeover* Proses ini terjadi jika perusahaan target yang akan di merger 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.

2.1.1.3 Tujuan dan Motivasi Merger

Menurut Michael A.Hitt terjemahan Tim Salemba Empat (2016: 27):

“Merger merupakan suatu cara mengembangkan dan pertumbuhan perusahaan. Merger bukan hanya suatu cara pertumbuhan perusahaan, tetapi merupakan alternative lain untuk melalui investasi modal pertumbuhan secara interal atau organisasi”.

Strategi merger dipandang sebagai salah satu alternative strategi yang dapat memacu pertumbuhan sebuah perusahaan atau kelompok usaha secara signifikan. Alasan yang paling penting dikemukakan adalah bahwa merger dapat memberikan efek sinergi bagi perusahaan pemerger, sinergi adalah hasil lebih

yang akan didapatkan dari penggabungan dua hal dibandingkan dengan hasil individual yang akan masing-masing *unity*. Motivasi lainnya melakukan merger adalah untuk membeli opsi atau prospek pertumbuhan yang akan datang, terutama bagi perusahaan yang akan memperluas usahanya dalam industri yang berbeda dengan industri yang dikembangkannya selama ini. Pada situasi tersebut, perusahaan-perusahaan pengakuisisi memperoleh keuntungan waktu dengan melakukan pergerakan lebih awal dalam menghalangi pesaing dari memperoleh posisi yang sama dalam industri tersebut.

Merger yang dilakukan pada perusahaan lain bukan tanpa tujuan, kegiatan tersebut harus membentuk bagian dari bisnis dan strategi perusahaan tujuan langsung suatu merger adalah (pembuktian diri atas) pertumbuhan dan ekspansi asset perusahaan, penjualan dan pangsa pasar pihak pengakuisisi. Akan tetapi semua itu merupakan tujuan jangka menengah. Tujuan yang lebih mendasar adalah pengembangan kekayaan pemegang saham melalui merger yang ditujukan pada pengaksesan atau pembuktian keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pemerger.

Menurut Hartono dalam Nilam (2017: 30) merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan didasari oleh alasan-alasan berikut:

1. Teori Efisiensi : merger akan melahirkan sinergi(gabungan faktor-faktor yg komplementer akan melahirkan keuntungan yang berlipat ganda)
 - a. Sinergi manajemen, dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan *skill* antar perusahaan.

- b. Sinergi operasi, terjadi ketika perusahaan yang telah bergabung berhasil mencapai efisiensi biaya
 - c. Sinergi keuangan, dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian hingga sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun.
2. Meningkatkan penguasaan pangsa pasar (*market share*)
- Penggabungan dua atau lebih perusahaan yang bersaing menjual produk yang sama, secara teoritis akan meningkatkan penguasaan pangsa pasar secara berlipat ganda.
3. Penghematan Pajak
- Dengan adanya penggabungan usaha dimana perusahaan yang satu adalah perusahaan kecil yang tidak mempunyai laba dengan perusahaan besar yang profitable dapat mengecilkan pajak yang akan dibayarkan.
4. Teori Diversifikasi
- Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing.
5. Teori *Prestige*
- Kadang-kadang terjadinya merger dan akuisisi tidak karena motivasi ekonomi, tetapi karena motivasi ingin meningkatkan *prestige*. Dengan melakukan penggabungan usaha perusahaan akan makin besar, dalam hal ini akan meningkatkan *prestige* Direksi perusahaan tersebut.

6. Penilaian harta yang lebih rendah dari harga sebenarnya

Dengan diadakan penggabungan usaha perusahaan penerima penggabungan akan memperoleh keuntungan dari selisih harga harta milik perusahaan yang digabungkan, yang disebabkan oleh beberapa hal:

- a. Kinerja perusahaan rendah mengakibatkan harga saham menjadi rendah
- b. Bidang usaha perusahaan tersebut kurang diminati oleh investor
- c. Perusahaan tersebut menerapkan kebijaksanaan pembayaran deviden yang terbatas, sehingga tidak diminati investor, dan akibatnya harga saham menjadi turun.

2.1.1.4 Langkah-langkah Merger

Langkah-langkah yang sebaiknya dilakukan agar merger sukses menurut Hanafi (2015: 674) :

1. Langkah pre-akuisisi

Memperjelas visi bagaimana meningkatkan nilai. Tiga jalan:

- a. Memperkuat *core business* dengan memperoleh akses ke konsumen baru atau produk/jasa yang komplemen.
- b. Memanfaatkan *economic of scale* (distribusi atau manufaktur).
- c. Memanfaatkan transfer teknologi

2. Mengidentifikasi kandidat

Harus lebih aktif, jangan menunggu tawaran dari bank. Bisa membuat semacam database, baik perusahaan yang public atau private, target yang

ideal bisa diidentifikasi: bisnis yang berkaitan, bisa diintegrasikan dengan lebih mudah, bisa dijangkau harganya, dan bisa dibeli.

3. Menilai kandidat lebih mendalam

Nilai yang akan dibandingkan dengan harga yang akan dibayar. Sinergi bisa dikelompokkan ke dalam:

- a. *Universal*: bisa dimanfaatkan pengakuisisi
- b. *Endemic*: bisa dimanfaatkan hanya oleh beberapa pengakuisisi, misal yang sama dalam industri
- c. *Unique*: hanya bisa dimanfaatkan oleh pihak tertentu saja

Pada waktu menganalisis, pertimbangkan kemungkinan restrukturisasi dan *financial engineering*. Pajak bisa menjadi faktor penting, karena itu kerja sama dengan spesialis pajak penting dilakukan.

4. Melakukan kontak, negosiasi

Melakukan kontak untuk kandidat yang utama. Sekaligus negosiasi dan mempelajari situasi target. Negosiasi lebih merupakan seni dibandingkan ilmu.

2.1.1.5 Definisi Akuisisi

Akuisisi merupakan cara mengembangkan perusahaan yang sudah ada atau menyelamatkan perusahaan yang sedang mengalami kekurangan atau kesulitan modal. Dalam arti lain, akuisisi merupakan transaksi dimana sebuah perusahaan membeli pengendalian atau 100 persen kepemilikan perusahaan lain agar bisa lebih efektif menggunakan kompetensi intinya dengan menjadikan

perusahaan yang diakuisisi sebagai perusahaan yang mendukung portofolio bisnisnya.

Menurut Sudana (2016: 89) akuisisi adalah penggabungan dua perusahaan yang mana perusahaan akuisitor membeli sebagian saham perusahaan yang diakuisisi, sehingga pengendalian manajemen perusahaan yang diakuisisi berpindah kepada perusahaan akuisitor, sementara kedua perusahaan masing-masing tetap beroperasi sebagai suatu badan hukum yang berdiri sendiri. Akuisisi dalam bahasa Inggris dikenal dengan istilah *acquisition* atau *take over* yang berarti sebuah perusahaan mengambil alih kontrol modal (saham) atas perusahaan lain (*one company taking over controlling interest in another company*). Kata *acquisition* berasal dari *acquire* yang berarti mendapatkan sesuatu atau keuntungan atas usaha sendiri (*to get or gain by one*). Dalam dunia hukum dalam bisnis, yang dimaksud dengan akuisisi adalah setiap perbuatan hukum untuk mengambil alih seluruh atau sebagian besar saham dan atau aset dari perusahaan lain.

Pengambilalihan perusahaan (akuisisi), sesuai Pasal 1 angka 3 PP 57/2010, adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh pelaku usaha untuk mengambil alih saham badan usaha yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas badan usaha tersebut. Pelaku usaha, sesuai dengan Pasal angka 1 angka 88 PP 57/2010, adalah setiap orang perorangan atau badan usaha baik yang berbentuk badan hukum maupun bukan badan hukum yang didirikan yang berkedudukan atau melakukan kegiatan dalam wilayah hukum negara Republik Indonesia, baik

sendiri maupun bersama-sama melalui perjanjian menyelenggarakan berbagai kegiatan usaha dalam bidang ekonomi.(Hariyani, 2017: 98)

Menurut Hariyani (2017: 98), sebelum melakukan akuisisi, pihak akuisisi perlu melakukan penelitian dari aspek hukum atau *legal due-diligence*. Hal ini diperlukan sebagai upaya untuk mendapatkan data-data objektif berkaitan dengan suatu rencana transaksi. Menurut Soebagjo (2018: 56), dalam transaksi terkait pengambilalihan saham legal due-diligence dilakukan dengan menganalisis aspek-aspek berikut:

- a. Hambatan dan batasan yang ada atau yang mungkin timbul terhadap rencana pengambilalihan saham dilihat dari peraturan perundang-undangan yang berlaku, AD, Perizinan, Perjanjian, dan perkara yang dihadapi.
- b. Akibat hukum dari pengambilalihan saham terhadap pihak-pihak yang bertransaksi.
- c. Struktur permodalan dan struktur pemegang saham sebelum dan sesudah pengambilalihan saham dari perusahaan yang diambilalih yang menunjukkan siapa yang menjadi pihak pengendali.
- d. Aktiva dan Passiva dari perusahaan yang diambilalih.
- e. Tindakan korporasi dan persetujuan-persetujuan yang diperlukan untuk melaksanakan transaksi pengambilalihan saham.
- f. Keabsahan pemilikan saham oleh penjual dan pembebanan atas saham (bila ada).

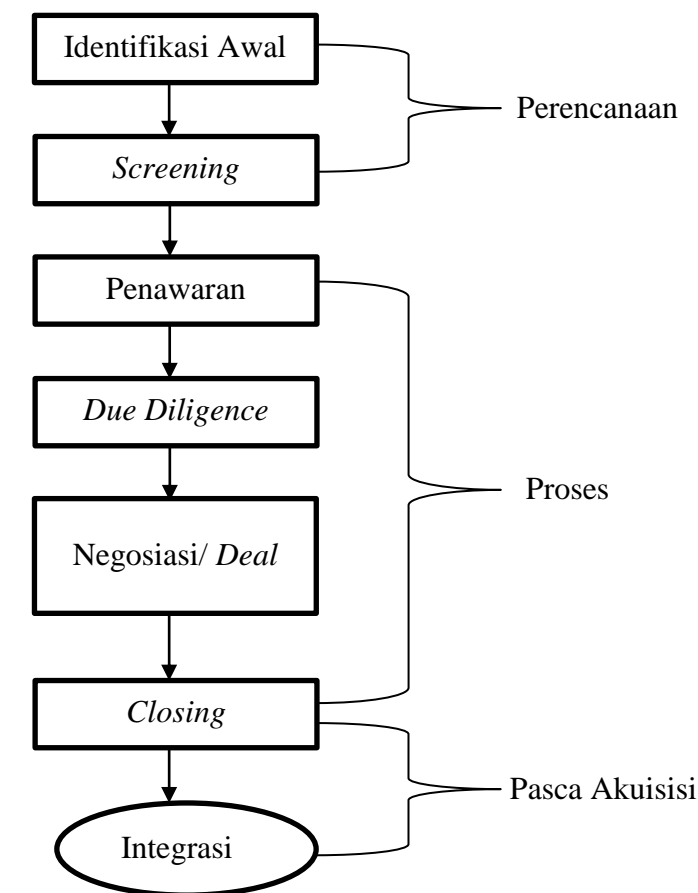
2.1.1.6 Jenis Akuisisi

Menurut Hariyani (2017: 101) Akuisisi dapat dibedakan dalam tiga kelompok besar, yaitu sebagai berikut:

- a. Akuisisi horizontal, yaitu akuisisi yang dilakukan oleh suatu badan usaha yang masih berkecimpung dalam bidang bisnis yang sama.
- b. Akuisisi vertikal, yaitu akuisisi yang dilakukan oleh suatu badan usaha yang bergerak dibidang industri hilir dengan hulu atau sebaliknya.
- c. Akuisisi konglomerat, yaitu akuisisi badan usaha yang tidak memiliki bidang bisnis yang sama atau tidak saling berkaitan. Akuisisi jenis ini lebih didorong oleh motivasi memperbesar kerajaan bisnis konglomerat.

2.1.1.7 Tahap-tahap Proses Akuisisi

Setelah Perusahaan menemukan jawaban bahwa tidak ada masalah pada tahap perencanaan diatas maka perusahaan menuju pada proses akuisisi. Pentahapan-pentahapan dalam proses akuisisi bisa jadi berbeda, tergantung dari karakteristik atau kriteria akuisisi serta kompleksitas permasalahan yang akan dihadapi.



Sumber: Haryani (2017: 102)

Gambar 2.2
Proses Tahapan Akuisisi

Penjelasan dari proses tahapan akuisisi tersebut menurut Haryani (2017: 102) adalah:

1. Identifikasi Awal

Pada tahapan paling awal ini perusahaan mencari dan mengumpulkan informasi sebanyak mungkin perusahaan-perusahaan yang potensial untuk diakuisisi. Pada tahap identifikasi awal ini berbagai informasi dikumpulkan untuk melihat karakteristik perusahaan target, dimana perusahaan harus mengidentifikasi elemen-elemen apa saja yang memerlukan prioritas untuk mendapatkan informasi yang paling lengkap dan mendalam.

2. *Screening*

Screening adalah proses menyaring sekaligus memilih mana diantara calon target tersebut yang paling layak untuk diakuisisi. Proses *screening* ini tidak dilakukan apabila perusahaan hanya mengidentifikasi satu calon perusahaan target.

3. *Due Diligence*

Terdapat dua pihak pada perusahaan target yang harus memberikan persetujuan agar proses akuisisi berjalan normal yaitu manajemen dan pemegang saham. Ketika kedua pihak ini setuju dengan syarat-syarat yang disepakati antara pengakuisisi dengan target, selanjutnya mereka menandatangani nota kesepakatan (*memorandum of understanding*) sebagai kelanjutan dari negosiasi merek.

4. *Negosiasi /Deal Uewaran*

Terdapat dua pihak pada perusahaan target yang harus memberikan persetujuan agar proses akuisisi berjalan normal yaitu manajemen dan pemegang saham. Ketika kedua pihak ini setuju dengan syarat-syarat yang disepakati antara pengakuisisi dengan target, selanjutnya mereka menandatangani nota kesepakatan (*memorandum of understanding*) sebagai kelanjutan dari negosiasi merek

5. *Closing*

Jika negosiasi mencapai deal berarti persetujuan formal akuisisi telah terlaksana dan selanjutnya dilakukan *closing*. *Closing* adalah penutupan transaksi akuisisi. Pada kasus akuisisi, *closing* berarti berakhirnya

diserahkannya pembayaran oleh pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan yang diakuisisi.

6. Integrasi

Integrasi berarti tahap dimulainya “kehidupan baru” setelah perusahaan melakukan penggabungan bisnis sebagai satu kesatuan entitas ekonomi. Perusahaan hasil akuisisi mulai melaksanakan perencanaan *strategic* yang telah disusun sebelumnya.

2.1.1.8 Tata Cara Pelaksanaan Akuisisi

Peraturan pemerintah No. 27 tahun 1998 dalam (Moin, 2007) mengatur tata cara akuisisi sebagai berikut:

1. Usulan rencana pengambilalihan masing-masing wajib mendapat persetujuan Komisaris perseroan yang akan diambil alih dan yang mengambil alih atau lembaga serupa dari pihak yang akan mengambil alih, dengan memuat sekurang-kurangnya:
 - a. Nama dan tempat kedudukan perseroan serta badan hukum lain, atau identitas orang perseorangan yang melakukan pengambilalihan.
 - b. Alasan serta penjelasan masing-masing Direksi perseroan, pengurus badan hukum.
 - c. Atau orang perseorangan yang melakukan pengambilalihan.
 - d. Laporan tahunan terutama perhitungan tahunan tahun buku terakhir dari perseroan dan badan hukum lain yang melakukan pengambilalihan.

- e. Tata cara konversi saham dari masing-masing perseroan yang akan melakukan pengambilalihan apabila pembayaran pengambilalihan dilakukan dengan saham.
 - f. Rancangan perubahan anggaran dasar perseroan hasil pengambilalihan. Rancangan perubahan anggaran dasar dalam hal ini hanya diwajibkan sebagai bagian dari usulan apabila pengambilalihan tersebut menyebabkan adanya perubahan anggaran dasar. Jumlah saham yang akan diambil alih.
 - g. Kesiapan pendanaan.
 - h. Neraca gabungan proforma perseroan setelah pengambilalihan yang disusun sesuai dengan standar akuntansi keuangan, serta perkiraan mengenai hal-hal yang berkaitan dengan keuntungan dan kerugian serta masa depan perseroan tersebut berdasarkan hasil penilaian ahli yang independen.
 - i. Cara penyelesaian hak-hak pemegang saham yang tidak setuju terhadap pengambilalihan perusahaan.
 - j. Cara penyelesaian status karyawan dari perseroan yang akan diambil alih.
 - k. Perkiraan jangka waktu pelaksanaan pengambilalihan.
2. Ringkasan rancangan pengambilalihan sebagaimana disebutkan diatas wajib diumumkan oleh Direksi dalam 2 (dua) surat kabar harian serta diberitahukan secara tertulis kepada karyawan perseroan yang melakukan pengambilalihan paling lambat 14 (empat belas) hari sebelum pemanggilan

RUPS masing-masing perseroan. Rancangan Pengambilalihan wajib mendapat persetujuan RUPS perseroan yang akan diambil alih dan yang akan mengambil alih atau lembaga serupa dari pihak yang akan mengambil alih. Lembaga serupa dari badan hukum bukan perseroan dalam ketentuan ini misalnya: Rapat Anggota dalam Koperasi. Rancangan pengambilalihan yang telah disetujui RUPS dituangkan dalam Akta Pengambilalihan yang dibuat di hadapan notaris dalam bahasa Indonesia.

2.1.1.9 Definisi Merger dan Akuisisi

Penggabungan usaha dapat dilakukan melalui merger dan akuisisi. Merger menurut Foster dalam Usadha dan Yasa (2019) adalah penggabungan dari dua perusahaan atau lebih, tetapi salah satu nama perusahaan masih tetap digunakan, sedangkan yang lain melebur menjadi satu kesatuan hukum. Sedangkan akuisisi menurut Foster dalam Helga dan Salamun (2016) adalah pembelian seluruh atau sebagian besar kepemilikan baik dalam bentuk saham ataupun aktiva oleh perusahaan lain. Akuisisi saham dilakukan dengan cara mengambil alih atau membeli seluruh atau sebagian besar saham yang telah dikeluarkan oleh perusahaan yang diakuisisi dengan menggunakan kas, saham atau sekuritas lain. Menurut Payamta dan Setiawan (2016: 56) dengan akuisisi mengakibatkan beralihnya pengendalian kepada perusahaan lainnya.

Motif utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi menurut Brigham dan Houston (2014: 162) adalah sinergi, pertimbangan pajak, pembelian aktiva dibawah penggantian, diversifikasi, insentif pribadi manajer, nilai residual. Selain dari beberapa motif diatas Sinuraya, (2016: 45) juga mengemukakan

alasan-alasan dilakukannya merger. Alasan-alasan tersebut mungkin tidak *mutually exclusive* tetapi dipertimbangkan bersama-sama yaitu untuk bisa beroperasi dengan lebih ekonomis, memperoleh manajemen yang lebih baik, penghematan pajak yang belum dimanfaatkan, untuk memanfaatkan dana yang menganggur.

Gie dalam Payamta dan Setiawan (2016: 57) mencatat beberapa manfaat merger dan akuisisi yaitu komplementaris, pooling kekuatan, mengurangi persaingan, menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan beberapa kondisi kadang dinyatakan bahwa penggabungan usaha tidak lain adalah pengambilalihan salah satu perusahaan bermaksud membeli perusahaan lain dan kerap kali berada diluar kemauan perusahaan atau kelompok-kelompok pemegang saham. Merger dan akuisisi (M&A) merupakan suatu kegiatan penggabungan usaha yang banyak dilakukan oleh perusahaan dalam negeri maupun luar negeri.

2.1.1.10 Motif Merger dan Akuisisi

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 meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Disisi lain, motif non ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan, tetapi didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan (Moin, 2015: 98).

1. Motif Ekonomi Merger dan akuisisi memiliki motif ekonomi yang tujuan jangka panjangnya adalah untuk mencapai peningkatan nilai tersebut. Oleh

sebab itu seluruh aktivitas dan pengambilan keputusan harus diarahkan untuk mencapai tujuan tersebut. Esensi dari tujuan perusahaan, jika ditinjau dari perspektif manajemen keuangan, adalah seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan dan bagi pemegang saham. Merger dan akuisisi memiliki motif ekonomi yang tujuan jangka panjangnya adalah mencapai peningkatan nilai tersebut. Oleh karena itu seluruh aktivitas dan keputusan yang diambil oleh perusahaan harus diarahkan mencapai tujuan ini.

Implementasi program yang dilakukan oleh perusahaan harus melalui langkah-langkah konkret misalnya melalui efisiensi produksi, peningkatan penjualan, pemberdayaan dan peningkatan produktivitas sumber daya manusia. Disamping itu dalam motif ekonomi merger dan akuisisi yang lain meliputi (Moin, 2015: 98):

- a. Mengurangi waktu, biaya dan resiko kegagalan memasuki pasar baru.
- b. Mengakses reputasi teknologi, produk dan merek dagang.
- c. Memperoleh individu-individu sumber daya manusia yang profesional.
- d. Membangun kekuatan pasar.
- e. Memperluas pangsa pasar.
- f. Mengurangi persaingan.
- g. Mendiversifikasi lini produk.
- h. Mempercepat pertumbuhan.
- i. Menstabilkan *cash flow* dan keuntungan.

2. Motif Sinergi Salah satu motivasi atau alasan utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah menciptakan sinergi. Sinergi merupakan nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi yang lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Sinergi dihasilkan melalui kombinasi aktivitas secara simultan dari kekuatan atau lebih elemen-elemen perusahaan yang bergabung.

Pengaruh sinergi dapat timbul dari empat sumber, yaitu: (1) Penghematan operasi, yang dihasilkan dari skala ekonomis dalam manajemen, pemasaran, produksi atau distribusi; (2) Penghematan keuangan, yang meliputi biaya transaksi yang lebih rendah dan evaluasi yang lebih baik oleh para analisis sekuritas; (3) Perbedaan efisiensi, yang berarti bahwa manajemen salah satu perusahaan, lebih efisien dan aktiva perusahaan yang lemah akan lebih produktif setelah merger dan (4) Peningkatan penguasaan pasar akibat berkurangnya persaingan (Brigham dan Houston, 2014: 165). Bentuk-bentuk sinergi disajikan sebagai berikut:

a. Sinergi Operasi

Sinergi operasi (*operating synergy*) terjadi ketika perusahaan hasil kombinasi mencapai efisiensi biaya. Efisiensi ini dicapai dengan cara pemanfaatan secara optimal sumber daya-sumber daya perusahaan. Sehingga dengan adanya merger ataupun akuisisi yang dilakukan perusahaan maka diharapkan perusahaan dapat memasarkan produknya hingga kapasitas penuh, dimana yang sebelumnya masih *idle* akan dapat dioptimalkan untuk mendukung permintaan pasar. Disini terjadi

efisiensi karena pemanfaatan kapasitas produksi yang semula masih menganggur.

b. Sinergi Financial

Sinergi finansial (*Financial synergy*) dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun. Struktur permodalan yang kuat akan menjamin berlangsungnya aktivitas operasi perusahaan tanpa menghadapi kesulitan likuiditas. Akses yang semakin mudah terhadap sumber-sumber dana dimungkinkan ketika perusahaan memiliki ukuran yang semakin besar. Perusahaan memiliki struktur permodalan yang kuat dan *size* yang besar akan diberi kepercayaan dan kepercayaan yang positif oleh publik. Kondisi seperti ini akan memberikan dampak positif bagi perusahaan karena makin meningkatnya kepercayaan pihak lain seperti lembaga-lembaga keuangan sehingga mereka bersedia meminjamkan dana. Perusahaan yang memiliki kepercayaan dari publik seperti itu memiliki risiko kebangkrutan yang lebih kecil daripada yang tidak memiliki kepercayaan publik.

c. Sinergi Manajerial

Sinergi manajerial (*managerial synergy*) dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan skill dari perusahaan yang satu ke perusahaan lain atau ketika secara bersama-sama mampu

memanfaatkan kapasitas *know-how* yang mereka miliki. Manajemen yang seperti ini mampu bersinergi dalam mengambil keputusan-keputusan strategik. Transfer kapabilitas terutama sekali terjadi ketika sebuah perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang lebih baik merger dengan perusahaan lain yang memiliki kinerja manajerial yang kurang bagus. Perusahaan yang superior dalam suatu industry seringkali memiliki sumber daya manajemen yang lebih bagus dibanding perusahaan yang lain di industri yang sama. Perusahaan yang belum memiliki manajerial yang bagus perlu pembelajaran internal (*internal learning*) melalui merger dengan perusahaan lain apabila ingin memiliki keunggulan manajerial.

d. Sinergi Teknologi

Sinergi teknologi bisa dicapai dengan memadukan keunggulan teknik sehingga saling memetik manfaat. Sinergi teknologi dapat terjadi misalnya pada departemen riset dan pengembangan, departemen desain dan *engineering*, proses *manufacturing*, dan teknologi informasi.

e. Sinergi Pemasaran

Perusahaan yang melakukan merger akan memperoleh manfaat dari semakin luas dan terbukanya produk, bertambahnya lini produk yang dipasarkan, dan semakin banyak konsumen yang bisa dijangkau.

3. Motif Diversifikasi

Diversifikasi adalah strategi perkembangan bisnis yang dapat dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung

aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing. Akan tetapi jika melakukan diversifikasi yang semakin jauh dari bisnis semula, maka perusahaan tidak lagi berada pada koridor yang mendukung kompetensi inti (*core competence*).

4. Motif Non-Ekonomi

Aktivitas merger dan akuisisi terkadang dilakukan bukan untuk kepentingan ekonomi saja tetapi juga untuk kepentingan yang bersifat non-ekonomi, seperti prestise dan ambisi. Motif non-ekonomi dapat berasal dari manajemen perusahaan atau pemilik perusahaan.

- a. *Hubris Hypothesis* menyatakan bahwa merger dan akuisisi semata mata didorong oleh motif ketamakan dan kepentingan pribadi para eksekutif perusahaan.
- b. Ambisi pemilik untuk menguasai berbagai sektor industri. Perusahaan-perusahaan tersebut akan membentuk konglomerasi dibawah kendali perusahaan induk.

Menurut Brigham dan Houston (2014: 168) beberapa alasan merger dan akuisisi yang sering dimunculkan adalah sinergi, pertimbangan pajak, membeli asset di bawah biaya penggantian, diversifikasi, insentif bagi manajer dan *break up value*. Dari keenam alasan tersebut yang paling dominan adalah alasan sinergi.

2.1.1.11 Tahapan Merger dan Akuisisi

Pelaksanaan merger dan akuisisi diharapkan memberi dampak positif pada kinerja keuangan perusahaan. Nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi akan lebih besar dari penjumlahan nilai masing-masing perusahaan

sebelum merger dan akuisisi. Selain itu merger dan akuisisi dapat memberikan banyak keuntungan bagi perusahaan, antara lain efisiensi berupa penurunan biaya produksi, peningkatan keterampilan manajerial, serta peningkatan kemampuan dalam pemasaran.

Dalam pelaksanaan merger dan akuisisi biasanya akan melewati beberapa proses. Secara umum tahapan-tahapan merger dan akuisisi, pertama perusahaan besar akan menentukan perusahaan target yang akan mereka beli. Lalu dilanjutkan dengan sebuah negosiasi yang mana bila negosiasi berjalan dengan lancar akan diikuti dengan pembelian perusahaan target dengan nilai yang telah dikehendaki bersama. Sangat jarang sebuah perusahaan menawarkan untuk diambil alih oleh perusahaan lain, kecuali dalam kasus ketika perusahaan tersebut memiliki masalah atau kesulitan keuangan.

Menurut Agus Sartono (2016: 67) tahapan pertama merger dan akuisisi adalah perusahaan yang akan melakukan pengambilalihan akan mengidentifikasi perusahaan target. Kemudian dilanjutkan dengan penentuan harga beli yang bersedia dibayarkan. Dalam tahapan selanjutnya manajemen perusahaan pengambilalih akan menghubungi manajemen perusahaan target untuk dilakukan sebuah negosiasi. Bila kedua perusahaan sepakat maka manajemen perusahaan target akan melakukan pendekatan kepada para pemegang saham untuk meyakinkan mereka bahwa penggabungan perusahaan ini akan membawa keuntungan kepada kedua perusahaan, setelah para pemegang saham setuju penggabungan dapat dilaksanakan baik dalam bentuk pembayaran tunai maupun dalam bentuk pembayaran dengan saham perusahaan.

Sedangkan menurut Estanol dan Jo (2015: 55) dalam merger terdapat tiga tahapan yaitu:

1. Pre-Merger

Tahap ini merupakan keadaan sebelum merger dimana dalam tahap ini, tugas dari seluruh jajaran direksi maupun manajemen kedua atau lebih perusahaan adalah mengumpulkan informasi yang kompeten dan signifikan untuk kepentingan proses merger perusahaan-perusahaan tersebut sehingga dapat terjadi sinergi dari merger yang akan dilakukan.

2. Merger

Ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan merger, hal yang harus dilakukan untuk pertama kalinya dalam tahap ini adalah penyesuaian diri dan saling mengintegrasikan diri dengan partner mereka agar dapat terjadi sinergi.

3. Post-Merger

Pada tahapan ini, terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan. Langkah pertama (1) yang akan dilakukan oleh perusahaan adalah dengan melakukan restrukturisasi, dimana dalam merger, sering terjadi adanya dualisme kepemimpinan yang akan membawa pengaruh buruk dalam organisasi. Langkah kedua (2) yang diambil adalah dengan membangun suatu kultur baru dimana kultur atau budaya ini dapat merupakan gabungan dari keunggulan kedua budaya perusahaan atau dapat juga merupakan budaya yang sama sekali baru bagi perusahaan. Langkah ketiga (3) yang diambil adalah dengan cara melancarkan transisi,

dimana yang harus dilakukan dalam hal ini adalah dengan membangun suatu kerjasama, dapat berupa tim gabungan ataupun kerjasama mutual.

2.1.1.12 Alasan Melakukan Merger dan Akuisisi

Alasan perusahaan memilih merger dan akuisisi sebagai strateginya adalah karena merger dan akuisisi dianggap jalan cepat untuk mewujudkan tujuan perusahaan dimana perusahaan tidak perlu memulai dari awal suatu bisnis baru. Merger dan akuisisi juga dianggap dapat menciptakan sinergi yaitu nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi yang lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Selain itu keuntungan lebih banyak diberikan melalui merger dan akuisisi kepada perusahaan antara lain peningkatan kemampuan dalam pemasaran, riset, skill manajerial, transfer teknologi, dan efisiensi berupa penurunan biaya produksi.

Merger dan akuisisi adalah keputusan strategis para manajer dari suatu perusahaan, yang mana juga merupakan produk dari salah satu aspek mendasar dalam strategi korporasi, memiliki beragam alasan, motif dan tujuan. Menurut Simanjuntak (dikutip dari Prasana Chandra, 2017: 914) menyatakan bahwa alasan ekonomi yang utama dari merger adalah nilai (*value*) perusahaan hasil merger diharapkan lebih besar dari jumlah nilai mandiri (*independent values*) dari perusahaan-perusahaan yang bergabung (merger). Sedangkan Brigham (2014: 168) menyatakan bahwa sinergi merupakan alasan utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Pengaruh sinergi sendiri bisa timbul dari empat sumber, yaitu

1. Penghematan operasi, yang dihasilkan dari skala ekonomis dalam manajemen, pemasaran, produksi atau distribusi;

2. Penghematan keuangan, yang meliputi biaya transaksi yang lebih rendah dan evaluasi yang lebih baik oleh para analisis sekuritas;
3. Perbedaan efisiensi, yang berarti bahwa manajemen salah satu perusahaan, lebih efisien dan aktiva perusahaan yang lemah akan lebih produktif setelah merger.
4. Peningkatan penguasaan pasar akibat berkurangnya persaingan.

Ada beberapa alasan perusahaan melakukan penggabungan baik melalui merger maupun akuisisi, yaitu:

1. Pertumbuhan atau diversifikasi,
2. Sinergi,
3. Meningkatkan dana,
4. Menambah keterampilan manajemen atau teknologi,
5. Pertimbangan pajak,
6. Meningkatkan likuiditas pemilik,
7. Melindungi diri dari pengambilalihan.

Alasan perusahaan melakukan Merger dan Akuisisi adalah untuk memperoleh sinergi atau nilai tambah, *strategies opportunities*, meningkatkan efektivitas dan mengeksploitasi mispricing di pasar modal (Foster, dalam Annas, 2017: 67). Selain itu, alasan lain dilakukan merger yaitu perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan dan mensejahterakan pemilik saham.

Sedangkan menurut Agus Sartono (2016: 77) alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah sebagai berikut:

1. *Economies of Scale* dengan merger dan akuisisi perusahaan dapat mencapai skala operasi yang ekonomis. Skala ekonomis disini adalah skala operasi dengan biaya rata-rata terendah. Dengan melakukan merger dan akuisisi duplikasi fasilitas operasi dapat dihilangkan, serta dapat memberikan pemasaran yang lebih efisien. Dengan merger dan akuisisi dapat diperoleh adanya sinergi dimana nilai keseluruhan lebih besar dari penjumlahan nilai setiap bagiannya. Skala ekonomi terjadi tidak hanya dalam artian proses produksi saja, melainkan dalam bidang pemasaran, personalia, keuangan dan juga bidang administrasi. Secara luas cakupan skala ekonomi yang ingin dicapai adalah dalam seluruh penggunaan sumber daya yang ada. Skala ekonomi dapat dicapai dengan berbagai bentuk merger dan akuisisi, seperti *merger horizontal* yang akan menghilangkan duplikasi fasilitas operasi karena memiliki produk yang sama. Secara *vertical* akan memperpanjang jaringan usaha. *Merger vertical* dapat dari depan ke belakang untuk menjamin *supply* bahan baku ataupun dari belakang ke depan untuk menjangkau konsumen lebih banyak lagi.
2. Memperbaiki manajemen akibat dari pengelolaan perusahaan yang tidak efisien maka profitabilitas perusahaan akan menjadi rendah. Kurangnya motivasi untuk mencapai profit yang tinggi, kurangnya keberanian untuk mengambil resiko merupakan bagian dari kegagalan perusahaan dalam menghadapi persaingan yang semakin ketat. Dengan merger dan akuisisi perusahaan dapat mempertahankan karyawan yang memang benar-benar

membawa keuntungan bagi perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat ditingkatkan selain itu efisiensi dan produktivitas karyawan dapat ditingkatkan.

3. Penghematan pajak perusahaan sering mendapatkan potensi untuk menghemat pajak, tetapi karena perusahaan tidak memperoleh laba maka perusahaan tidak dapat memanfaatkannya. Maka perusahaan memutuskan untuk menggabungkan usaha dengan perusahaan lain yang memperoleh laba, dengan ini pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan menjadi lebih kecil.
4. Diversifikasi atau *Risk Reduction* diversifikasi menjadi mudah dengan merger dan akuisisi dimana perusahaan tidak perlu memulai lagi dari awal untuk mempunyai lini usaha baru Dengan diversifikasi perusahaan juga dapat memperkecil pengaruh siklus laba perusahaan yang diperoleh. Dengan diversifikasi maka risiko yang dihadapi atas suatu saham dapat dikompensasikan oleh saham lain dengan demikian risiko secara keseluruhan menjadi lebih kecil. Hal ini dapat terjadi dengan asumsi bahwa investor bersifat risk averse dan investor dapat melakukan diversifikasi dengan efisien.
5. Meningkatkan *Corporate Growth Rate* melalui merger dan akuisisi perusahaan dapat meningkatkan pertumbuhannya. Hal ini sangat dimungkinkan dengan adanya penguasaan jaringan pemasaran yang lebih luas, manajemen yang lebih baik dan efisien. Sebagai contoh pembelian saham PT. Semen Gresik oleh Cemex dari Mexico dapat meningkatkan

kapasitas produksi serta pertumbuhan perusahaan. Dengan kata lain alternatif ini dapat memudahkan perusahaan untuk melakukan penetrasi pasar yang lebih luas, terutama pasar asing.

2.1.2 Return Saham

2.1.2.1 Pengertian Return Saham

Salah satu tujuan investor berinvestasi adalah untuk mendapatkan *return*. Tanpa adanya tingkat keuntungan yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor tidak akan melakukan investasi. Jadi semua investasi mempunyai tujuan utama mendapatkan *return*.

Menurut Jogiyanto (2014: 199), "*return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi".

Menurut Samsul (2014: 291), *return* adalah "Pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham ini merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham, dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss*".

Menurut Brigham dan Houston Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto (2014: 215) "*return* atau tingkat pengembalian adalah selisih antara jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan, dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan".

Dari beberapa definisi di atas dapat disimpulkan bahwa *return* saham merupakan tingkat pengembalian berupa imbalan yang diperoleh dari hasil jual beli saham.

Menurut Tandelilin (2014: 105), *Return* saham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko atas berinvestasi yang dilakukannya. *Return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu:

- 1) *Yield*, komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. *Yield* hanya berupa angka nol (0) dan positif (+).
- 2) *Capital gain/loss*, komponen *return* yang merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu keuntungan (kerugian) bagi investor. *Capital gain* berupa angka minus (-), nol (0) dan positif (+).

Secara sistematika *return* suatu investasi dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Return total} = \text{yield} + \text{capital gain (lost)}$$

Sedangkan Jogiyanto (2014: 96), *Return* saham terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain/loss*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Investasi dalam saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang kita peroleh. Sedangkan, *capital gain/loss* sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan harga suatu surat berharga (saham atau obligasi), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.

Berdasarkan pengertian *return*, bahwa *Return* total, merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang terdiri dari *capital gain/loss* dan *yield*, (Jogiyanto, 2014: 96):

$$\text{Return saham} = \frac{(P_t - P_{(t-1)})}{P_{(t-1)}} + \text{Yield} \dots \dots \dots 9)$$

Dimana:

P_t = harga penutupan saham ke t

$p_{(t-1)}$ = harga penutupan saham ke t-1

Informasi yang tersedia di pasar modal memiliki peranan yang penting untuk mempengaruhi segala macam bentuk transaksi perdagangan di pasar modal tersebut. Hal ini disebabkan karena para pelaku di pasar modal akan melakukan analisis lebih lanjut terhadap setiap pengumuman atau informasi yang masuk ke bursa efek tersebut. Informasi atau pengumuman-pengumuman yang diterbitkan oleh emiten akan mempengaruhi para (calon) investor dalam mengambil keputusan untuk memilih portofolio investasi yang efisien.

2.1.2.2 Jenis – Jenis *Return* Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Menurut Jogiyanto (2014: 203), *return* dapat berupa *return* yang sudah terjadi (*realisasian*) atau (*return ekspektasian*) yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang.

1. *Return* Realisasi (*realized return*)

Return realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan dapat digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko di masa yang akan datang. *Return* ini dibedakan menjadi 4 (Jogiyanto, 2014: 205) yaitu:

- a. *Return* total, merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang terdiri dari *capital gain/loss* dan *yield*.

$$\text{Return saham} = \frac{(p_t - P_{(t-1)})}{P_{(t-1)}} + \text{Yield} \dots \dots \dots 1)$$

Dimana:

P_t = harga penutupan saham ke t

$p_{(t-1)}$ = harga penutupan saham ke t-1

- b. *Relatif return*, dapat bernilai negatif atau positif yang dapat digunakan dengan menambahkan nilai 1 terhadap nilai return total.

$$\text{Relatif return} = (\text{return total} + 1) \dots \dots \dots 2)$$

$$\text{Relatif return} = \frac{(p_t - P_{(t-1)}) + D}{P_{(t-1)}} + 1 \dots \dots \dots 3)$$

- c. *Kumulatif Return*, menunjukkan total terakhir yang diperoleh dalam suatu periode tertentu.

$$\text{Kumulatif return} = R_1 + R_2 + R_3 + R_n \dots \dots \dots 4)$$

- d. *Return* disesuaikan, merupakan *return* nominal yang perlu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada.

$$R_{IA} = \frac{(1+R)}{(1+IF)} - 1 \dots \dots \dots 5)$$

Dimana :

R_{IA} = *return* disesuaikan dengan inflasi

R = *return* nominal

IF = tingkat inflasi

2. Return ekspektasi (*expected return*)

Merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang, berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi masih bersifat tidak pasti. Pengembalian yang

diharapkan adalah laba yang diterima oleh pemodal atas investasinya pada perusahaan emiten dalam waktu yang akan datang dan tingkat keuntungan ini sangat dipengaruhi oleh prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Seorang investor mengharapkan *return* tertentu di masa mendatang tetapi jika investasi yang dilakukannya telah selesai maka investor akan mendapat *return* realisasi yang dilakukan.

Menurut Jogiyanto (2014: 206) *return* ekspektasi dapat dihitung berdasarkan beberapa cara sebagai berikut:

1. Berdasarkan nilai ekspektasi masa depan
2. Berdasarkan nilai-nilai *return* historis
3. Berdasarkan model *return* ekspektasi yang ada

2.1.2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Return* Saham

Informasi yang tersedia di pasar modal memiliki peranan yang penting untuk mempengaruhi segala macam bentuk transaksi perdagangan di pasar modal tersebut. Hal ini disebabkan karena para pelaku di pasar modal akan melakukan analisis lebih lanjut terhadap setiap pengumuman atau informasi yang masuk ke bursa efek tersebut. Informasi atau pengumuman-pengumuman yang diterbitkan oleh emiten akan mempengaruhi para (calon) investor dalam mengambil keputusan untuk memilih portofolio investasi yang efisien.

Menurut Jogiyanto (2014: 351), “Para pelaku pasar modal akan mengevaluasi setiap pengumuman yang diterbitkan oleh emiten, sehingga hal tersebut akan menyebabkan beberapa perubahan pada transaksi perdagangan

saham, misalnya adanya perubahan pada volume perdagangan saham, perubahan pada harga saham, proporsi kepemilikan, dan lain-lain”.

Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman yang masuk ke pasar memiliki kandungan informasi, sehingga direaksi oleh para pelaku di pasar modal. Suatu pengumuman memiliki kandungan informasi jika pada saat transaksi perdagangan terjadi, terdapat perubahan terutama perubahan harga saham. Berubahnya harga saham akan mempengaruhi *return* saham yaitu semakin tinggi harga saham berarti semakin meningkat *return* yang diperoleh investor.

Menurut Alwi (2013: 87) bahwa “pergerakan naik-turun harga saham dari suatu perusahaan *go public* menjadi fenomena umum yang sering dilihat di lantai bursa efek yang tidak banyak orang yang mengerti atau banyak yang masih bingung mengapa harga saham suatu perusahaan bisa berfluktuasi secara drastis pada periode tertentu”.

Sebagai salah satu instrumen ekonomi ada faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di suatu bursa efek, baik harga saham individual maupun harga saham gabungan misalnya IHSG dan indeks LQ45, yaitu faktor internal (lingkungan mikro) dan eksternal (lingkungan makro).

Lingkungan mikro yang mempengaruhi harga saham antara lain (Alwi, 2013: 79):

- a. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk dan laporan penjualan.

- b. Pengumuman pendanaan (*financing announcements*), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan hutang, sekuritas yang *hybrid*, *leasing*, kesepakatan kredit, pemecahan saham, penggabungan saham, pembelian saham, *joint venture* dan lainnya.
- c. Pengumuman badan direksi manajemen (*management board of director announcements*), seperti perubahan dan penggantian direksi, manajemen dan struktur organisasi.
- d. Pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan *merger*, investasi ekuitas, laporan *take over* oleh pengakuisisi dan diakuisisi, laporan divestasi dan lainnya.
- e. Pengumuman investasi (*investment announcements*), seperti melakukan ekspansi pabrik, pengembangan riset dan pengembangan, penutupan usaha dan lainnya.
- f. Pengumuman ketenagakerjaan (*labour announcements*), seperti negosiasi baru, kontrak baru, pemogokan dan lainnya.
- g. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun dan setelah akhir tahun fiskal, *earning per share*, *price earning ratio*, *net profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, dan lain-lain.

Sedangkan lingkungan makro yang mempengaruhi harga saham antara lain

(Alwi, 2013: 88):

1. Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi, serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan pemerintah.
2. Pengumuman hukum (*legal announcements*), seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya dan tuntutan perusahaan terhadap manajernya.
3. Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, *insider trading*, volume/harga saham perdagangan, pembatasan/penundaan *trading*.
4. Gejolak sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya volatilitas harga saham di bursa efek suatu negara.
5. Berbagai *issue*, baik dari dalam dan luar negeri, seperti *issue* lingkungan hidup, hak asasi manusia, kerusuhan massal, yang berpengaruh terhadap perilaku investor.

2.1.2.4 Analisis Saham

Penilaian atas saham merupakan suatu mekanisme untuk merubah serangkaian variabel ekonomi atau variabel perusahaan yang diamati menjadi perkiraan tentang harga saham. Variabel-variabel ekonomi tersebut misalnya laba perusahaan, dividen yang dibagikan, aset perusahaan, variabilitas laba dan sebagainya.

Secara umum ada dua analisis yang sering digunakan dalam melakukan analisis saham, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental Tandelilin (2014:393).

1) Analisis Teknikal

Analisis teknikal mengasumsikan bahwa harga saham mencerminkan informasi yang ditunjukkan oleh perubahan harga di waktu lalu sehingga perubahan harga saham mempunyai pola tertentu dan pola tersebut akan berulang. Analisis teknikal biasanya menggunakan data yang dianalisis dengan menggunakan grafik atau program komputer. Dengan mengamati grafik tersebut dapat diketahui bagaimana kecenderungan harga, memperkirakan kemungkinan waktu dan jarak kecenderungan, serta memilih saat yang paling menguntungkan untuk masuk dan keluar pasar.

2) Analisis fundamental

Analisis fundamental merupakan alat analisis yang sangat berhubungan dengan kondisi keuangan perusahaan.

Widoatmodjo (2012:263) menyatakan bahwa:

“analisis fundamental sebenarnya merupakan metode analisis saham dengan melakukan penilaian atas laporan keuangan.”

Sedangkan menurut Tjiptono dan Darmadji (2014: 189):

“Analisis fundamental merupakan salah satu cara melakukan penilaian saham dengan mempelajari atau mengamati berbagai indikator terkait kondisi makro ekonomi dan kondisi industri suatu perusahaan”.

Demikian analisis fundamental merupakan analisis yang berbasis pada data riil untuk mengevaluasi atau memproyeksikan nilai suatu saham.

2.1.3 Hubungan Pengumuman Merger dan Akuisisi dengan *Return Saham*

Tujuan merger dan akuisisi adalah untuk membangun keunggulan kompetitif perusahaan jangka panjang yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Peranan informasi dalam pasar modal cukup penting, bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan akan mempengaruhi reaksi pasar, melalui *signalling theory*, *efficient market hypothesis*, dan *information content* aktivitas merger dan akuisisi akan memiliki nilai informatif bagi para investor sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi dalam bentuk perubahan harga saham atau *return* saham.

Return saham 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 *return* saham positif. Begitu juga sebaliknya jika reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi tersebut negatif maka akan menghasilkan *return* saham negatif, hal ini sesuai dengan dengan penelitian terdahulu Wiriastari (2016) yang berjudul “Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap *Return Saham* Perusahaan Akuisitor”. Dimana hasil penelitian menunjukkan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi, *return* saham pada beberapa

perusahaan menunjukkan reaksi positif dengan ditunjukkan adanya kenaikan, tetapi juga terdapat reaksi negatif yang ditunjukkan adanya penurunan *actual return* pada beberapa perusahaan.

2.2 Kerangka Pemikiran

Strategi merger dan akuisisi dipandang sebagai salah satu alternatif strategi yang dapat memacu pertumbuhan sebuah perusahaan atau kelompok usaha secara signifikan. Cara ini dipilih oleh manajemen untuk merealisasikan kemampuan perusahaan. Merger menurut Foster dalam Usadha dan Yasa (2019) adalah penggabungan dari dua perusahaan atau lebih, tetapi salah satu nama perusahaan masih tetap digunakan, sedangkan yang lain melebur menjadi satu kesatuan hukum. Sedangkan akuisisi menurut Foster dalam Helga dan Salamun (2016) adalah pembelian seluruh atau sebagian besar kepemilikan baik dalam bentuk saham ataupun aktiva oleh perusahaan lain.

Menurut 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 meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Disisi lain, motif non ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan, tetapi didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan (Moin, 2015: 98). Peristiwa pengumuman merger dan akuisisi akan mengakibatkan pasar bereaksi. Reaksi pasar yang dimaksud adalah perubahan yang mempengaruhi sekuritas saham

karena interpretasi dari para pelaku saham. Reaksi pasar terhadap peristiwa publikasi merger dan akuisisi dijelaskan melalui *signalling theory*.

Teori sinyal atau *signaling theory* mengatakan bahwa suatu kebijakan yang diambil oleh emiten, pemerintah, atau investor pada prinsipnya memberikan sinyal atau pertanda kepada pasar tentang kecenderungan atau tren di masa yang akan datang. *Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto (2014: 215), "*return* atau tingkat pengembalian adalah selisih antara jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan, dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan".

Return saham akan terjadi apabila pengumuman merger dan akuisisi mempunyai kandungan informasi (*information content*) 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 di atas normal.

Pernyataan yang relevan tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham diungkapkan oleh Kunjono dalam Nilam (2017: 56) mengemukakan bahwa, pengumuman merger dan akuisisi dapat berpengaruh pada harga saham, Perubahan harga saham tersebut, mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak

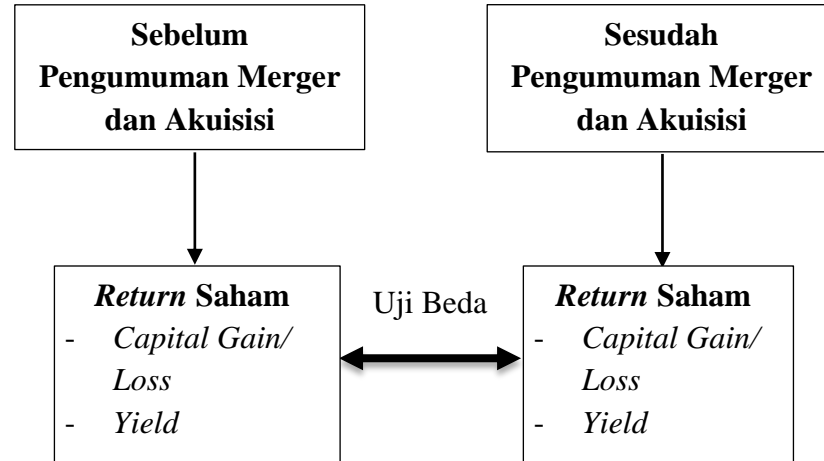
pengumuman merger dan akuisisi. Pernyataan tersebut diperkuat oleh Jogiyanto (2014) yang mengemukakan bahwa, pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mempengaruhi reaksi pasar. Menurut Jogiyanto (2014: 96), *Return* saham terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain/loss*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Investasi dalam saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang kita peroleh. Sedangkan, *capital gain/loss* sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan harga suatu surat berharga (saham atau obligasi), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.

Reaksi pasar bisa positif maupun negatif terhadap suatu pengumuman dalam hal ini pengumuman merger dan akuisisi. Jika pasar bereaksi positif terhadap pengumuman merger dan akuisisi, maka akan menghasilkan *return* saham positif, hal ini dibuktikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nusobakah (2019) tentang “Perbedaan *Actual Return* Dan *Abnormal Return* Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Merger Periode 2018”. Hasil analisis deskriptif *return* menunjukkan pasar bereaksi secara positif sebelum dan sesudah pengumuman merger. Demikian pula dengan penelitian yang dilakukan Aritonang (2019) yang meneliti tentang “Analisis *Return*, *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan Saham Atas Pengumuman Merger Dan Akuisisi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEJ”. Hasilnya menunjukkan *return* yang positif.

Begitu juga sebaliknya jika reaksi pasar terhadap pengumuman merger dan akuisisi tersebut negatif maka akan menghasilkan *return* negatif, hal ini sesuai

dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiriastari (2016) yang meneliti tentang “Analisis Dampak Pengumuman Merger Dan Akuisisi Terhadap *Return* Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Perusahaan Akuisitor”. Menunjukkan bahwa belum sepenuhnya menunjukkan hasil sebagaimana diharapkan, tidak diperoleh adanya perbedaan reaksi investor yang signifikan berkaitan dengan pengumuman merger dan akuisisi.

Dapat disimpulkan bahwa apabila pasar bereaksi positif terhadap suatu pengumuman merger dan akuisisi maka akan menghasilkan *return* saham positif, dan sebaliknya jika pasar bereaksi negatif maka akan menghasilkan *return* saham yang negatif. Berdasarkan pembahasan dapat digambarkan dalam gambar paradigma penelitian sebagai berikut:



Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah diuraikan sebelumnya, maka penulis merumuskan beberapa penelitian sebagai berikut: “Terdapat perbedaan signifikan antara *Return Saham* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi”.