

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Perusahaan yang menjadi fokus dalam riset ini merupakan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan telah menjalankan aktivitas *merger* dan akuisisi dalam rentang waktu 2015 hingga 2019. Berdasarkan informasi yang terdapat dalam data sensus Komisi Pengawasan dan Persaingan Usaha (KPPU) sebagai lembaga pengawas kegiatan *merger* dan akuisisi di Indonesia, tercatat terdapat 47 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melaksanakan *merger* dan akuisisi selama periode 2015-2019, rincian dapat ditemukan pada Lampiran. Sementara itu, dalam riset ini akan difokuskan pada 17 perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan oleh penulis. Daftar perusahaan objek analisis dalam riset ini tertera pada Tabel 1.1.

Tabel 1. 1 Objek Penelitian

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Nama Target Perusahaan	Tanggal Pengumuman M&A kepada KPPU
1.	BLTZ	PT Graha Layar Prima	CJ CGV Co. Ltd	02 Februari 2017
2.	SILO	PT Siloam International Hospital Tbk	PT Graha Ultima Medika	02 Maret 2017
3.	AMFG	Asahi Glass Co Ltd	Vinythai Public Company Limited	05 April 2017
4.	ACST	PT Acset Indonusa Tbk	PT Bintai Kindenkeno Engineering Indonesia	05 September 2017
5.	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	PT Tepian Indah Sukses	20 Oktober 2017
6.	MASA	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	PT Penta Artha Impresi	16 Januari 2018
7.	INDY	PT Indika Energy Tbk	PT kideoo Kaya Agung	19 Januari 2018
8.	SRIL	PT Sri Rejeki Isman Tbk	PT Primayudha Mandirijaya	26 Maret 2018

(bersambung)

Tabel 1.1 (*sambungan*)

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Nama Target Perusahaan	Tanggal Pengumuman M&A kepada KPPU
9.	ROTI	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk	PT Prima Top Boga	29 Maret 2018
10.	KBLI	PT KMI Wire and Cable Tbk	PT Langgeng Bajapratama	29 Maret 2018
11.	AGRS	PT Bank Agris Tbk.	PT Bank Mitra Niaga Tbk	15 Januari 2019
12.	MDKA	PT Merdeka Copper Gold Tbk	PT Pani Bersama Jaya	22 Januari 2019
13.	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	PT Pertamina Gas	28 Januari 2019
14.	BTPN	PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	PT Bank Sumitomo Mistui Indonesia	30 Januari 2019
15.	DNAR	PT Bank Dinar Indonesia Tbk	PT Bank Oke Indonesia	15 Juli 2019
16.	AMRT	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk	PT Global Loyalty Indonesia	29 Agustus 2019
17.	IPTV	PT MNC Vision Networks Tbk	PT Digital Vision Nusantara	30 Agustus 2019

Sumber : www.KPPU.go.id (2023)

1.2 Latar Belakang Penelitian

Di tengah persaingan industri yang kian kompetitif, Indonesia sebagai salah satu negara berkembang di Asia Tenggara memegang peranan penting dalam perkembangan perekonomian dan perputaran ekonomi ASEAN. Persaingan dalam sektor industri di wilayah ekonomi Asia semakin menonjol sejak diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) pada tanggal 31 Desember 2015. Kehadiran MEA ini telah berdampak pada berbagai sektor industri. Implementasi MEA membuka peluang sekaligus risiko bagi para pelaku ekonomi, karena sejak penerapan MEA, persaingan di antara sepuluh negara anggota ASEAN semakin meningkat. Globalisasi ekonomi dunia yang terus berkembang juga turut membantu meningkatkan persaingan. Oleh karena itu, baik perusahaan domestik maupun multinasional perlu untuk terus meningkatkan daya saingnya di pasar sasaran baru yaitu dunia.

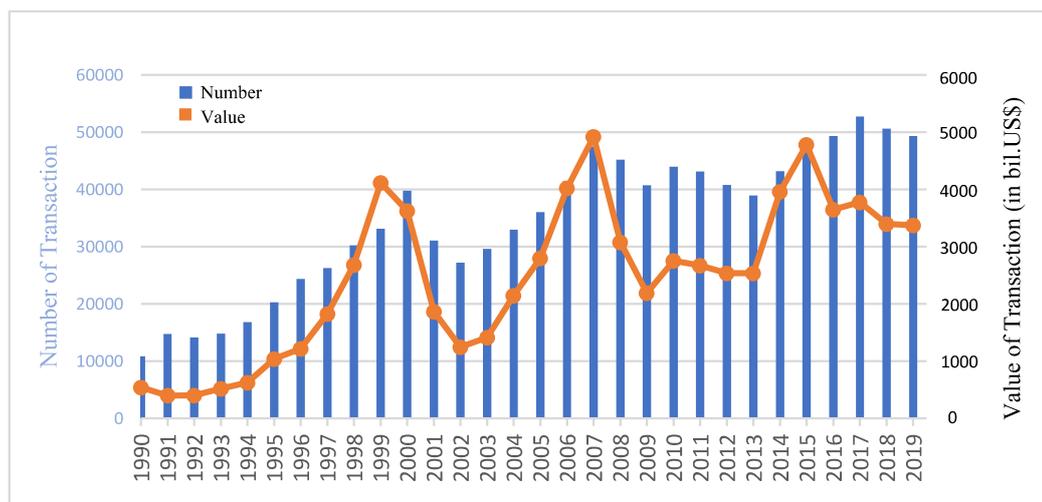
Dalam usaha meningkatkan daya saing, perusahaan perlu mengembangkan strategi yang sesuai guna memperkuat eksistensinya di pasar dan meningkatkan efisiensi operasional agar dapat terus berkembang di tengah persaingan yang makin ketat. Salah satu langkah untuk meningkatkan nilai daya saing adalah dengan melakukan ekspansi. Menurut Husnan & Pudjiastuti (2015), terdapat dua pendekatan dalam menjalankan proses ekspansi bisnis, yakni ekspansi internal dan ekspansi eksternal. Ekspansi internal adalah pengembangan usaha yang terjadi secara alami ketika berbagai departemen di perusahaan tumbuh melalui alokasi anggaran modal. Sementara itu, ekspansi eksternal merujuk pada pengembangan usaha yang melibatkan pihak luar, seperti pesaing dan pemasok, untuk melakukan konsolidasi bisnis melalui *merger* atau akuisisi.

Brealey et al. (2015:598) menyatakan bahwa *merger* dan akuisisi memiliki arti yang tak sama meskipun memiliki arti yang serupa. *Merger* adalah penggabungan dua usaha dimana satu perusahaan mengambil alih paling tidak 50%, sedangkan perusahaan lainnya berhenti beroperasi. Sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan *asset* perusahaan dimana kedua perusahaan akan tetap beroperasi. Pada penelitian ini, penulis menganggap bahwa aktivitas *merger* dan akuisisi merupakan jenis kegiatan yang sama karena di Indonesia keduanya dianggap sama (Puspita & Yunita, 2022).

Merger dan akuisisi merupakan strategi yang dinilai cukup umum dalam perluasan kekuasaan pasar karena dipandang sebagai jalur tercepat dalam pengembangan bisnis sekaligus meningkatkan daya saing (Dewata, 2017). Namun strategi ini perlu ditinjau kembali akan manfaatnya dalam penambahan nilai perusahaan. Menurut Gaughan (2010), dalam perkembangannya aktivitas *merger* dan akuisisi terbagi menjadi 6 gelombang besar yang sering disebut sebagai gelombang *merger* dunia ; (1) Gelombang pertama dimulai dengan *horizontal merger* yang terjadi antara tahun 1897-1904 dan telah dikenal sebagai *merger for monopoly*, (2) Gelombang kedua terjadi selama periode 1916-1929 yang dikarakteristikan sebagai *vertical merger*. Pada gelombang ini muncullah perusahaan otomotif raksasa dan sektor *public utility*. Berakhirnya gelombang ini dipicu oleh *Great Depression* di tahun 1929, (3) Gelombang ketiga terjadi selama periode 1965-1069 yang dikenal sebagai *merger of conglomerate*. Pada masa ini

perusahaan banyak mengusung konsep diversifikasi dan pengembangan *business line*, (4) Gelombang keempat terjadi pada tahun 1984-1989 yang disebut dengan *disciplinary merger*. Disebut demikian karena sebagian besar *merger* yang terjadi pada masa ini berada pada lingkungan *hostile takeover* yang melibatkan *replacement* dari manajer perusahaan target, (5) Gelombang kelima terjadi pada tahun 1990an yang melibatkan *merger* untuk tujuan memperbesar ukuran perusahaan. Pemicu dari gelombang ini adalah adanya keyakinan bahwa ukuran perusahaan adalah hal yang penting dalam persaingan. Faktor kunci yang memfasilitasi gelombang ini adalah *market deregulation* dan *privilization*, (6) Akhirnya dari tahun 2000an hingga saat ini terjadi peningkatan aktivitas *merger* dan akuisisi di seluruh dunia dan belum ada yang dapat menginterupsi gelombang *merger* ini. Pengamat menyimpulkan alasannya karena pasar *financial* yang menurun justru memberikan sinyal bahwa perusahaan target lebih murah dan merupakan waktu yang tepat untuk mengakuisisi.

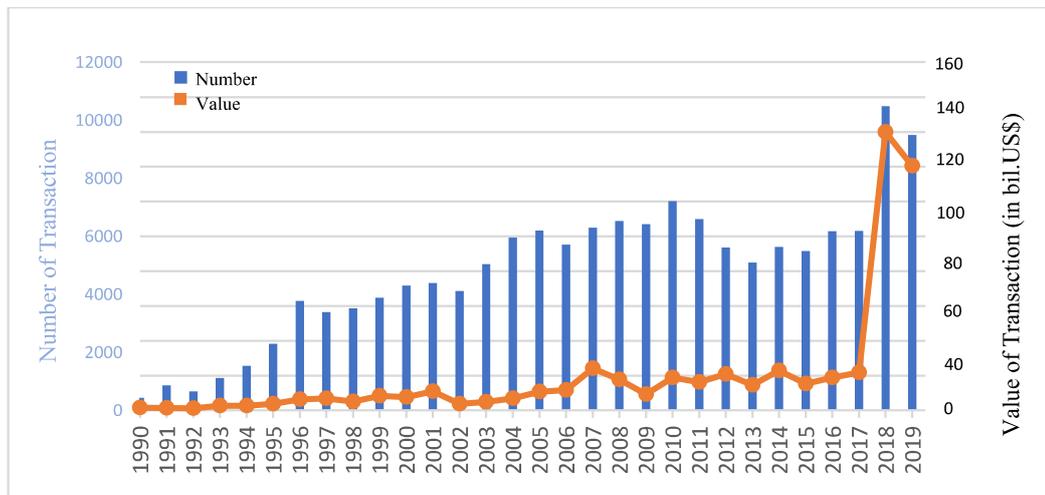
Sejak tahun 2000, telah tercatat lebih dari 790.000 transaksi penggabungan dan akuisisi yang diumumkan di seluruh dunia, dengan nilai yang teridentifikasi mencapai lebih dari 57 triliun dolar AS. (IMAA Institute, 2023). Hal ini membuktikan bahwa *merger* dan akuisisi masih menjadi salah satu strategi yang dianggap sebagai jalur cepat untuk pengembangan bisnis dalam menguasai pasar (Dewata, 2017).



Gambar 1. 1 Pertumbuhan Merger & Akuisisi di Dunia

Sumber : www.imaainstitute.org (2023)

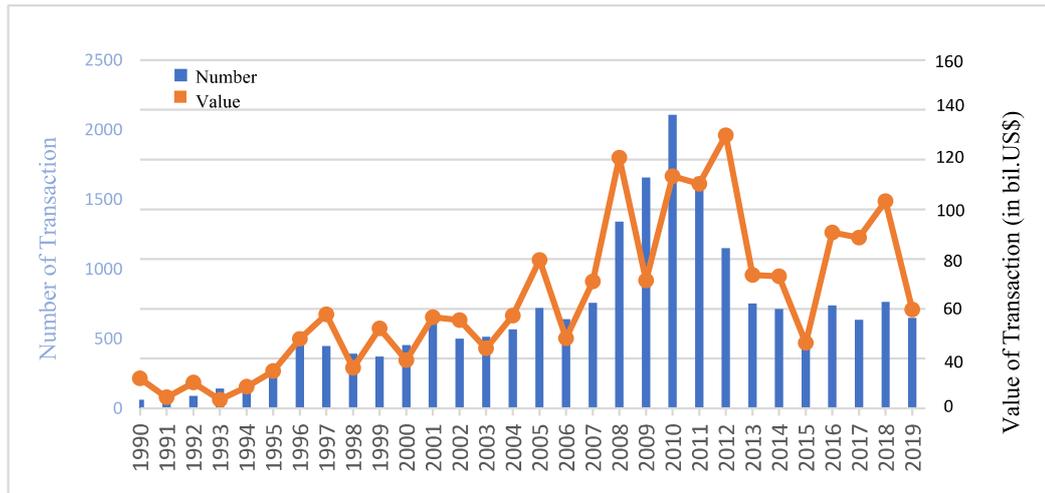
Gambar 1.1 menunjukkan jumlah aktivitas serta *value merger* dan akuisisi di dunia yang mengalami perkembangan ke arah yang positif. Meski penurunan sempat terjadi pada tahun 2001 yang bertepatan dengan krisis ekonomi Amerika Serikat, namun hingga tahun 2018 *merger* dan akuisisi di dunia terus mengalami kenaikan dari segi *value* atau nilai penggabungan. Seperti pada tahun 2018, jumlah transaksi *merger* dan akuisisi mengalami penurunan sebesar 8% menjadi 49.000 transaksi namun nilai transaksi *merger* dan akuisisi di tahun tersebut meningkat sebesar 4% menjadi 3,8 triliun USD.



Gambar 1. 2 Pertumbuhan Merger & Akuisisi di Asia Tenggara

Sumber : www.imaa-institute.org (2023)

Gambar 1.2 menunjukkan jumlah dan nilai transaksi dari aktivitas *merger* dan akuisisi di Asia Tenggara pada tahun 1990 hingga 2019. Terlihat secara keseluruhan, aktivitas *merger* dan akuisisi mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan. Pertumbuhan tertinggi terjadi dari tahun 2015 sampai 2018 yang meningkat hingga 90,7% dari 2.292 aktivitas *merger* dan akuisisi menjadi 4.372 aktivitas. Nilai transaksi *merger* dan akuisisi di tahun 2015 sampai 2018 juga menunjukkan pergerakan yang positif dengan *value* tertinggi sebesar USD 959,09 bil. Pertumbuhan signifikan pada jumlah dan nilai transaksi aktivitas *merger* dan akuisisi ini diindikasikan sebagai akibat peningkatan persaingan industri sejak berlakunya MEA pada 31 Desember 2015.



Gambar 1.3 Pertumbuhan Merger & Akuisisi di Indonesia

Sumber : www.imaa-institute.org (2023)

Gambar 1.3 menunjukkan perkembangan jumlah dan nilai dari aktivitas *merger* dan akuisisi di Indonesia pada tahun 1990 hingga 2019. Terlihat secara keseluruhan bahwa pergerakan *merger* dan akuisisi di Indonesia lebih berfluktuatif dari pertumbuhan *merger* Dunia dan Asia Tenggara. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan pada iklim pasar Indonesia. Dari gambar di atas diketahui bahwa jumlah aktivitas *merger* dan akuisisi tertinggi berada di tahun 2010 dengan 590 aktivitas. Sedangkan *value* aktivitas *merger* dan akuisisi tertinggi berada di tahun 2012 dengan USD 19,6 bil. Terlihat pula bahwa pada tahun 2015 sampai 2019 terdapat fenomena dimana terjadi peningkatan *value* aktivitas *merger* dan akuisisi melampaui jauh jumlah aktivitas *merger* dan akuisisi pada periode tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode tersebut, aktivitas *merger* dan akuisisi yang terjadi memiliki nilai transaksi yang besar.

Di Indonesia, fenomena *merger* dan akuisisi telah ada sejak diberlakukannya Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (UU 1/1995). Namun, dalam konteks sektor tertentu, aktivitas ini telah dikenal jauh sebelum UU No. 1 Tahun 1995 berlaku. Istilah *merger* di Indonesia menjadi lebih dikenal setelah terjadi restrukturisasi empat bank pemerintah, yang kemudian membentuk PT Bank Mandiri Tbk. Restrukturisasi ini menggabungkan Bank Bumi Daya, Bank Exim, Bank Dagang Negara, dan Bapindo, dan hal ini semakin meramalkan penggunaan istilah *merger*. (Faoziyah & Norita, 2016).

Di Indonesia, aktivitas *merger* dan akuisisi tercatat oleh Komisi Pengawasan dan Persaingan Usaha (KPPU) selaku badan pengawasan kegiatan. Pengawasan yang dilakukan guna menjaga kesehatan iklim persaingan Indonesia. Baru-baru ini KPPU menetapkan Peraturan KPPU Nomor 3 Tahun 2023 tentang Penilaian terhadap Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan Saham dan/atau Aset yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat pada tanggal 30 Maret 2023 dan diundangkan pada tanggal 31 Maret 2023. Peraturan ini merupakan upaya digitalisasi proses notifikasi dan konsultasi layanan M&A.

Abdul Moin (2010:48) menegaskan bahwa secara prinsip terdapat dua alasan utama yang mendorong perusahaan untuk terlibat dalam penggabungan, yaitu Motif Ekonomi dan Motif Non-Ekonomi. Motif ekonomi cenderung berkaitan dengan upaya perusahaan untuk meningkatkan nilai total. Sebaliknya, motif non-ekonomi lebih mengacu pada keinginan pribadi dari pemilik atau manajemen perusahaan. Perspektif lain menurut DePamphilis (2021) menyebutkan bahwa salah satu alasan yang umum mendasari *merger* dan akuisisi adalah sinergi. Konsep sinergi merujuk pada situasi di mana nilai yang dihasilkan dari penggabungan perusahaan lebih besar daripada nilai masing-masing perusahaan yang terpisah. Sinergi terjadi ketika penggabungan memiliki potensi untuk menciptakan skala ekonomi baru. (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Motif sinergi menurut Manurung (2011) terbagi menjadi Sinergi Operasi (*Operating Synergy*) dan Sinergi Keuangan (*Financial Synergy*).

Sinergi operasi dapat dibagi lagi menjadi *Revenue-Enhancing Synergy* dan *Cost-Reducing Synergy*. *Revenue-Enhancing Synergy* dapat berasal dari peluang baru sebagai hasil restrukturisasi dua perusahaan *merger* (Clement & Greenspan, 1998). *Revenue-Enhancing Synergy* ini juga disebut dapat meningkatkan potensi sumber pendapatan dengan cara memperluas target pemasaran perusahaan (Gaughan, 2017). Sedangkan *Cost-Reducing Synergy* cenderung mencari sinergi dalam pengurangan biaya sebagai sumber utama sinergi operasional.

Dalam penelitian ini akan digunakan variabel *Sales Growth* dan *Earning per Share (EPS)* dalam mengukur terjadinya sinergi operasi. *Sales growth* digunakan dalam mengukur peningkatan jumlah penjualan (*revenue-enhancing*

operating synergy) setelah perusahaan *merger* (Damodaran, 2005). Sedangkan *Earning per Share (EPS)* menggambarkan jumlah keuntungan bersih perusahaan yang tersedia untuk setiap saham yang beredar (*revenue-enhancing synergy*) (Brigham & Houston, 2016). EPS dapat memberikan gambaran tentang seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan laba yang dibagikan kepada pemegang saham (Damodaran, 2012).

Sinergi Keuangan (*Financial Synergy*) dapat tercapai jika perusahaan hasil *merger* memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber dana eksternal dengan lebih mudah dan murah (Faoziyah & Norita, 2016). Menurut Roller *et.al* (2006) sinergi keuangan tidak menghasilkan penghematan biaya yang sebenarnya (biaya produksi), sinergi keuangan diperoleh dengan penghematan pada suku bunga biaya pendanaan (*cost of capital*). Pendanaan atas suatu usaha merupakan syarat utama untuk memastikan jalannya strategi bisnis di semua aspek fungsional. Pendanaan dalam dunia usaha tergolong ke dalam 2 jenis yaitu pendanaan internal dan eksternal. Pendanaan internal didapatkan menggunakan saldo laba (*retained earnings*) hasil operasi perusahaan. Sedangkan pendanaan eksternal didapat dari penerbitan surat hutang (*debt*) dan penerbitan saham (*equity*). Oleh karena itu, penelitian ini akan menggunakan *Debt Equity Ratio (DER)* untuk mengukur sinergi keuangan. Hal ini karena DER dapat mengukur proporsi *relative* hutang dan ekuitas yang digunakan sebagai fokus penguatan struktur modal *pasca-merger* (Mardiyanto, 2006).

Selanjutnya, dalam mengukur Kinerja Keuangan dapat dilakukan dengan mengukur indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas (Jumingan, 2006). Kinerja keuangan menggambarkan kondisi keuangan perusahaan pada periode tertentu yang menyangkut aspek : penghimpunan dana dan penyaluran dana. Rasio yang dapat digunakan adalah *Return on Equity (ROE)* (Mardiyanto, 2009). ROE digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan menghasilkan laba yang tersedia atas modal yang diinvestasikan. Ketersediaan modal tersebut berkaitan dengan pertambahan modal akibat penggabungan *merger* dan akuisisi (Faoziyah & Norita, 2016). Subramanyam (2008) menyatakan bahwa *merger* dan akuisisi memiliki efek sinergi yang menciptakan *magic force* efisiensi keuangan

pada perusahaan. Prabath (2014) menjelaskan bahwa selain informasi akuntansi, rasio keuangan berperan signifikan dalam penentuan harga saham.

Sedangkan untuk mengukur Kinerja Saham dapat dilakukan dengan menggunakan metode valuasi relatif *Actual Return (R)*. Kinerja saham berkaitan erat dengan harga saham perusahaan. Harga saham perusahaan akan ditentukan oleh kekuatan pembeli dan penjual sesuai dengan kekuatan tarik-menarik pasar. Selain itu, harga saham juga dipengaruhi oleh faktor lain seperti kinerja perusahaan, kinerja industri, ekonomi makro dan sentimen pasar. Sebuah peristiwa seperti pengumuman *merger* dan akuisisi, dapat mempengaruhi sentimen pasar yang akan berdampak pada harga saham hingga akhirnya turut mempengaruhi *actual return* saham perusahaan tersebut (Hartono, 2017).

Beberapa perusahaan melakukan M&A dengan beberapa alasan yang berbeda. Dari 17 perusahaan objek penelitian, 23.5% perusahaan melakukan M&A dengan alasan Ekspansi, 29.4% dengan alasan Keuangan, 23.4% dengan alasan Operasional, dan 23.5% dengan alasan lain-lain seperti *pooling of interest*. Sebagai contoh, akuisisi yang dilakukan PT KMI Wire and Cable Tbk (KBLI) kepada PT Langgeng Bajapratama dilakukan dalam rangka memperkuat fondasi dan karakteristik yang kuat untuk memperoleh peluang bisnis dan mempertahankan pertumbuhan perusahaan. Contoh lain, akuisisi yang dilakukan PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT) dan PT Global Loyalty Indonesia guna memperkuat sinergi program poin *member* Bersama yang dikembangkan GLI dengan program aplikasi promosi Alfamart sebagai bentuk integrasi bisnis. Serupa dengan pola integrasi bisnis, PT MNC Studios International Tbk (MSIN) mengambil alih saham 2 anak usaha PT Media Nusantara Citra Tbk (MNCN) dan anak usaha PT MNC Vision Networks Tbk (IPTV) dalam rangka konsolidasi bisnis digital.

Kasus lain oleh aktivitas akuisisi PT Nippon Indosari Corpindo (ROTI) dan PT Prima Top Boga (29 Maret 2018) yang dilakukan atas dasar kinerja keuangan ROTI yang mengalami penurunan pencatatan penjualan sebesar -0,54% dari Rp 1,84 triliun menjadi Rp 1,83 triliun per September 2017. Sementara laba bruto dan laba usaha per September 2017 juga masing-masing turun menjadi Rp 943,97 miliar dan Rp 178,59 miliar dari periode tahun lalu masing-masing sebesar Rp 950,2 miliar dan Rp 323,8 miliar (CNN, 2017).

Banyaknya perusahaan yang melakukan *merger* menunjukkan adanya pandangan bahwa tindakan tersebut dianggap sebagai strategi mengembangkan bisnis dan meningkatkan daya saing tanpa harus mengulang dari awal (Dewata, 2017). Namun strategi ini perlu dikaji lebih lanjut terkait manfaat nilai tambah yang akan diperoleh, beberapa kasus menunjukkan bahwa aktivitas *merger* dan akuisisi membawa aspek ketidakpastiannya sendiri (Gaughan, 2017:126).

Penelitian yang dilakukan Puspita & Yunita (2022) terhadap reaksi pasar dan kinerja saham perusahaan terdaftar Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *merger* dan akuisisi menunjukkan bahwa 66.67% perusahaan sampel memiliki *gain score Abnormal Return* (AR) yang rendah, artinya tidak aktivitas *merger* dan akuisisi tidak berpengaruh pada reaksi pasar dan kinerja saham perusahaan. Sedangkan 22.2% memiliki nilai *gain score* yang tinggi, dan 11,1% nilai *gain score* yang rendah. Metode *gain score* digunakan untuk mengukur perubahan atau peningkatan variabel tertentu antara dua waktu pengukuran.

Tabel 1. 2 Gain Score Abnormal Return (AR) Perusahaan Terdaftar BEI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi Periode 2015-2019

Emiten	AR Sebelum	AR Sesudah	Gain Score	
BCAP	-0,001305	-0,006210	-0,49%	Rendah
BWTP	-0,005288	-0,000906	0,44%	Sedang
KBLV	0,000715	-0,001617	-0,23%	Rendah
BBKP	0,001884	0,001941	0,01%	Rendah
SMCB	-0,001023	0,010992	1,20%	Tinggi
JSMR	-0,001240	-0,002601	-0,14%	Rendah
LSIP	0,006212	-0,000575	-0,68%	Rendah
PLIN	0,014850	0,007822	-0,70%	Rendah
JPFA	-0,009720	0,012164	2,19%	Tinggi
AMAG	0,101346	-0,002324	-10,37%	Rendah
BLTZ	-0,001507	-0,004898	-0,34%	Rendah
SILO	-0,004217	0,004671	0,89%	Tinggi
AMFG	-0,003670	0,000790	0,45%	Sedang
ACST	0,003101	0,000048	-0,31%	Rendah
ITMG	-0,809972	0,002532	81,25%	Tinggi
MASA	0,000433	-0,001407	-0,18%	Rendah

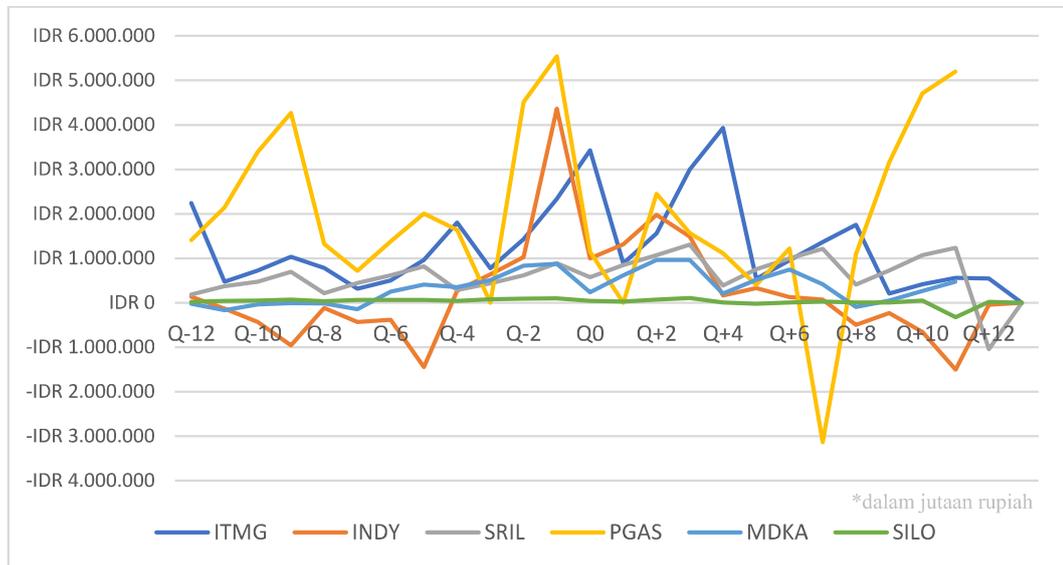
INDY	0,025748	0,004060	-2,17%	Rendah
SRIL	0,004251	-0,000840	-0,51%	Rendah
ROTI	0,000237	0,001987	0,18%	Rendah
KBLI	0,000715	-0,001617	-0,23%	Rendah
AGRS	0,024644	0,036594	1,20%	Tinggi
MDKA	-0,000223	0,005918	0,61%	Sedang
PGAS	0,003318	0,005283	0,20%	Rendah
BTPN	0,002336	0,000781	-0,16%	Rendah
DNAR	0,006986	0,002981	-0,40%	Rendah
AMRT	-0,001301	-0,000814	0,05%	Rendah
IPTV	0,006506	0,063168	5,67%	Tinggi

Sumber : Puspita & Yunita (2022)

Tabel 1.2 menunjukkan nilai *gain score Abnormal Return (AR)* perusahaan terdaftar BEI sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi periode 2015-2019. Diketahui bahwa masing-masing perusahaan memiliki reaksi pasar yang berbeda yang dapat dilihat dari pengukuran *gain score abnormal return*. *Gain Score* terhitung rendah apabila memiliki nilai kurang dari ($<$) 0,3. Beberapa perusahaan yang memiliki perubahan AR yang rendah antara lain PT MNC Kapital Indonesia Tbk (BCAP) yang mengalami penurunan -0.49% dari rata rata AR -0,0013 pada 10 hari sebelum M&A menjadi -0,0062 pada 10 hari setelah M&A. Begitu pula dengan PT Indika Energy Tbk (INDY) yang mengalami penurunan -2.17% dari rata-rata AR 0,2574 pada 10 hari sebelum M&A menjadi 0,0040 pada 10 hari setelah M&A. Rendahnya *gain score Abnormal Return (AR)* ini menunjukkan bahwa aktivitas M&A tidak cukup berhasil mempengaruhi reaksi pasar terhadap nilai saham perusahaan.

Namun, hal yang berbeda terlihat pada PT MNC Vision Networks Tbk (IPTV) yang justru mengalami peningkatan sebesar 5,67% dari rata-rata 0,0065 pada 10 hari sebelum M&A menjadi 0,0631 pada 10 hari setelah M&A. PT Bank

Agris Tbk (AGRS) juga mengalami peningkatan rata-rata AR sebesar 1,20% dari 0,0246 pada 10 hari sebelum M&A menjadi 0,0365 pada 10 hari setelah M&A.



Gambar 1. 4 Pergerakan Laba Bersih Perusahaan pada Sebelum dan Sesudah Merger & Akuisisi Periode 2015-2019

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan

Gambar 1.4 menunjukkan pergerakan laba bersih perusahaan terdaftar BEI sebelum dan sesudah merger dan akuisisi periode 2015-2019 yang diwakilkan oleh PT. Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG), PT. Indika Energy Tbk (INDY), PT Sri Rezeki Isman Tbk (SRIL), PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS), PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA), dan PT Siloam International Hospital Tbk (SILO). Keenam perusahaan tersebut dipilih atas dasar perusahaan yang pernah dan/atau tercatat di LQ45 Indonesia *Stock Exchange* pada periode 2015-2019. LQ45 merupakan representasi harga saham dari 45 emiten yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas tertinggi dan kapitalisasi pasar terbesar dengan kriteria-kriteria lain yang sudah ditentukan (BEI, 2023).

Terlihat pada gambar bahwa beberapa perusahaan seperti PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) dan PT Siloam International Hospital Tbk (SILO) tidak menunjukkan perubahan laba bersih yang signifikan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Diketahui pada periode merger Q1 2017, PT Siloam International Hospital Tbk (SILO) mencatatkan pendapatan sebesar Rp 1,4 triliun yang

mengalami peningkatan 12,6% dibandingkan Q1 2016. Namun pendapatan tersebut langsung mengalami penurunan pada kuartal selanjutnya Q2 2017 dengan pencatatan sebesar Rp 1,31 triliun atau mengalami penurunan sebesar 4,66%. Lebih lanjut, rata-rata pertumbuhan laba bersih perusahaan juga mengalami penurunan dari 6% sebelum M&A menjadi 2,61% setelah M&A. Sama halnya dengan PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) tidak menunjukkan perubahan laba bersih yang signifikan dimana rata-rata pertumbuhan laba bersih perusahaan berada pada 17,99% sebelum M&A menjadi 14,02% setelah M&A.

Berbeda dengan PT Merdeka Copper Gold Tbk (MDKA) dan PT Siloam International Hospital Tbk (SILO), PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS) menunjukkan pergerakan yang berfluktuatif secara agresif pada sebelum dan sesudah M&A pada 28 Januari 2019. Laba bersih PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS) sepanjang tahun 2019 mengalami penurunan 77,84% ke posisi USD 67,58 juta atau setara dengan Rp 1,08 triliun (asumsi kurs Rp 18.000/USD) dibandingkan dengan periode tahun sebelumnya sebesar USD 304,99 juta atau Rp 4,88 triliun (CNBC, 2019). Kenaikan beban pokok perseroan tercatat sebesar USD 2,62 miliar dari tahun sebelumnya USD 2,56 miliar. Pos lain yang juga mengalami kenaikan adalah beban keuangan yang meningkat menjadi USD 172,52 juta dari USD 153 juta yang diindikasikan dari penggabungan *merger* dan akuisisi persero di awal tahun 2019.

Menunjukkan hasil yang berbeda, produsen batu bara PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) berhasil membukukan laba bersih USD 261,95 juta sepanjang tahun 2018 yang mengalami kenaikan 3,69% pasca *merger* di Oktober 2017. Meskipun terjadi kenaikan beban pokok pendapatan emiten sebesar 20,24% dari USD 1,18 miliar menjadi USD 1,42 miliar, namun PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) berhasil mengantongi laba bruto sebesar USD 583,95 juta yang tumbuh 15,53% dari tahun sebelumnya (CNBC, 2019)

Perbedaan reaksi atas peristiwa *merger* dan akuisisi ini menunjukkan adanya perbedaan daya serap sinergi dan integrasi pada perusahaan serta asimetri informasi yang menyebabkan reaksi pada pasar. Berdasarkan studi yang dilakukan Hu *et al.* (2020) beberapa hal penting yang ditemukan dalam kasus *mega merger* di Amerika Serikat yaitu : (i) *Merger*, sebagai langkah strategis, memainkan peran

penting dalam pengembangan perusahaan yang juga dapat membentuk kembali industri dan bahkan mampu mempengaruhi perekonomian secara keseluruhan; (ii) beberapa perusahaan hasil *merger* mengalami kegagalan akibat penurunan pendapatan yang drastis selama proses konsolidasi, hal ini diindikasikan akibat perilaku manajemen perusahaan yang di-*merger* menimbulkan kenaikan biaya; (iii) sinergi pendapatan terwujud walaupun tidak ada efisiensi biaya yang terjadi.

Penelitian lain juga telah menganalisis mengenai perbedaan sinergi dan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi, namun terdapat inkonsistensi dari hasil penelitian tersebut. Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Yadong et al. (2019) pada 434 aktivitas M&A di perusahaan yang terdaftar di China, menunjukkan bahwa rata-rata kinerja perusahaan lebih baik setelah aktivitas M&A. Penelitian menunjukkan bahwa M&A horizontal dan M&A konglomerasi berhubungan positif pada kinerja perusahaan dengan mendapatkan manfaat melalui skala ekonomi. Penelitian lain oleh Zhang & Liu (2019) menyimpulkan bahwa *merger* dapat meningkatkan sinergi operasional dan sinergi keuangan pada perusahaan, terutama pada perusahaan yang memiliki keterkaitan bisnis yang kuat sebelum melakukan penggabungan.

Penelitian Faoziyah & Norita (2016) menyatakan kesimpulan : (i) Pada periode pengamatan sebelum *merger*, perkembangan *Sales Growth*, *Return on Equity*, dan *Return Saham* cenderung menurun tajam. Sedangkan *Debt Equity Ratio* cenderung mengalami peningkatan walaupun tidak begitu tajam; (ii) Pada periode pengamatan setelah *merger* perkembangan *Debt Equity Ratio* cenderung menurun walaupun tidak setajam seperti sebelum *merger* dilakukan. Sedangkan *Sales Growth*, *Return on Equity*, dan *Return Saham* cenderung mengalami peningkatan walaupun tidak begitu tajam; (iii) Secara keseluruhan, aktivitas *merger* dan akuisisi tidak berpengaruh secara signifikan pada *Operating Synergy*, *Financial Synergy*, Kinerja Keuangan, dan *Return Saham* Perusahaan. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Borodin et al. (2020) yang menyimpulkan tidak terdapat perbedaan pada *financial performance* sebelum dan sesudah *merger*. Natanegara (2016) juga menyimpulkan pada penelitiannya bahwa tidak ditemukan perbedaan signifikan pada sinergi operasional perusahaan telekomunikasi Indonesia sebelum dan sesudah *merger*.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian yang dilakukan oleh Ahmed & Ahmed (2014) menunjukkan adanya efek pada sinergi keuangan perusahaan yang mengalami perbedaan signifikan pada DER dan EPS sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi di perusahaan manufaktur di Pakistan. Penelitian lain oleh Rani et al. (2016) menunjukkan terdapat perbedaan pada rasio profitabilitas (ROCE, ROE, dan NPM) perusahaan sebelum dan sesudah *merger*. Almurni & Azhar (2019) juga mendukung hal yang sama yakni *merger* dan akuisisi menyebabkan perbedaan yang signifikan pada DER, ROI, ROE, dan NPM perusahaan. Sedangkan Gupta et al. (2021) menyimpulkan bahwa sektor industri tertentu mendukung hipotesis sinergi yang menyatakan bahwa M&A dapat meningkatkan sinergi karena konsolidasi sumber daya perusahaan yang menggabungkan diri.

Perbedaan hasil penelitian tersebut mendorong penulis untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai peristiwa *merger* dan akuisisi serta dampaknya pada sinergi operasi, sinergi keuangan, kinerja keuangan, dan kinerja saham perusahaan. Penelitian ini akan dilakukan kepada 17 perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *merger* dan akuisisi selama tahun 2015-2019. Penelitian ini menggunakan uji beda dengan periode jendela 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah peristiwa yang dipecah menjadi 12 kuartal sebelum terjadinya peristiwa (Q-12), periode terjadinya peristiwa (Q0), dan 12 kuartal setelah terjadinya peristiwa (Q+12). Periode jendela tersebut dipilih dengan pertimbangan untuk mendapatkan gambaran mengenai kinerja operasi dan keuangan perusahaan pada pasca terjadinya *merger* dan akuisisi hingga mencapai titik pertumbuhan yang cukup (Bastomi, 2015). Serta, untuk meminimalisir *confounding effect* yang berlebih yaitu dampak tercampurnya suatu peristiwa yang diamati dengan peristiwa lain. *Event date* (Q0) ditetapkan berdasarkan tanggal pengumuman aktivitas *merger* dan akuisisi masing-masing perusahaan yang tercatat dalam laporan Komisi Pengawasan dan Persaingan Usaha (KPPU).

Pada penelitian ini, uji beda akan dilakukan pada dua kriteria objek yang berbeda. Objek penelitian terbagi menjadi dua kelompok ; (1) Kelompok pertama adalah perusahaan yang melakukan M&A pada periode 2015-2016 dimana tidak terkontaminasi dengan fenomena pandemi Covid-19 pada pencatatan laporan

keuangan 3 tahun sebelum dan sesudah, (2) Kelompok kedua adalah perusahaan yang melakukan M&A pada periode 2017-2019 yang terkontaminasi dengan pandemi Covid-19 pada pencatatan laporan keuangan 3 tahun sebelum dan sesudah. Pemisahan objek penelitian ini untuk mengetahui pengaruh nyata dari M&A pada kondisi pasar umum dan kondisi pasar yang mengalami peristiwa tertentu (Covid-19).

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah disampaikan, penulis tertarik untuk melakukan penelitian berjudul “**Merger dan Akuisisi : Efek Sinergitas, Kinerja Keuangan, dan Kinerja Saham Perusahaan Terdaftar Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus pada Aktivitas *Merger* dan Akuisisi periode 2015-2019)**”. Merujuk pada penelitian Faoziyah & Norita (2016) dan Kharisma & Triyonowati (2021), penelitian ini akan menggunakan *Sales Growth* dan *Earning per Share (EPS)* untuk menganalisis sinergi operasi. *Debt Equity Ratio (DER)* untuk menganalisis sinergi keuangan, *Return On Equity (ROE)* untuk menganalisis kinerja keuangan, serta *Actual Return (R)* untuk menganalisis kinerja saham perusahaan atas pengumuman *merger* dan akuisisi.

1.3 Perumusan Masalah

Berlakunya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) pada Desember 2015 memicu meningkatnya tingkat persaingan antar industri. Menanggapi kondisi ini, beberapa strategi yang dianggap sebagai jalur cepat menghadapi persaingan pasar adalah penggabungan usaha *merger* dan akuisisi (Dewata, 2017). Salah satu motif utama yang mendorong perusahaan dalam melakukan aktivitas *merger* dan akuisisi yaitu motif sinergi (Moin, 2010:48). Sinergi mengartikan bahwa nilai gabungan dari perusahaan yang melakukan M&A lebih besar dari nilai dua perusahaan yang terpisah bila dijumlahkan (Husnan & Pudjiastuti, 2015).

Beberapa studi penelitian menganalisis perbedaan sinergi dan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi, namun terdapat inkonsistensi dari hasil penelitian tersebut. Penelitian yang dilakukan Ahmed & Ahmed (2014) menunjukkan adanya efek pada sinergi keuangan perusahaan yang mengalami perbedaan signifikan pada DER dan EPS sebelum dan sesudah M&A di perusahaan manufaktur di Pakistan. Penelitian lain yang dilakukan Yadong *et.al* (2019) pada 434 aktivitas M&A di perusahaan terdaftar bursa efek China menunjukkan bahwa

rata-rata kinerja perusahaan yang melakukan M&A horizontal dan konglomerasi berhubungan positif dengan kinerja perusahaan dengan mendapatkan manfaat melalui skala ekonomi.

Berbeda dengan hasil penelitian tersebut, penelitian yang dilakukan Natanegara (2016) justru menyimpulkan tidak adanya perbedaan signifikan pada sinergi operasional perusahaan telekomunikasi Indonesia sebelum dan sesudah M&A. Begitupula dengan Borodin *et.al* (2020) yang menyimpulkan tidak adanya perbedaan pada *financial performance* perusahaan sebelum dan sesudah M&A. Faoziah & Norita (2016) juga menyatakan kesimpulan bahwa aktivitas M&A tidak berpengaruh signifikan pada *operating synergy*, *financial synergy*, kinerja keuangan, dan *return* saham perusahaan.

Perbedaan hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa aktivitas M&A membawa aspek ketidakpastiannya sendiri (Gaughan, 2017). Hal inilah yang mendorong penulis untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai peristiwa *merger* dan akuisisi serta dampaknya pada sinergi operasi, sinergi keuangan, kinerja keuangan, dan kinerja saham perusahaan. Penelitian ini akan menggunakan *Sales Growth* dan *Earning per Share (EPS)* untuk menganalisis Sinergi Operasi, *Debt Equity Ratio (DER)* untuk menganalisis Sinergi Keuangan, *Return On Equity (ROE)* untuk menganalisis Kinerja Keuangan, serta *Actual Return (R)* untuk menganalisis Kinerja Saham perusahaan atas pengumuman *merger* dan akuisisi (M&A).

Berdasarkan uraian latar belakang dan identifikasi masalah tersebut, dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagaimana perkembangan *Sales Growth*, *Earning per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Actual Return (R)* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada *Sales Growth*, *Earning per Share (EPS)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Actual Return (R)* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi?
3. Bagaimana tingkat sinergitas operasi dan sinergitas keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai melalui penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui perkembangan *Sales Growth*, *Earning per Share* (EPS), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Equity* (ROE), dan *Actual Return (R)* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi.
2. Untuk menganalisis perbedaan pada *Sales Growth*, *Earning per Share* (EPS), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Equity* (ROE), dan *Actual Return (R)* perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi.
3. Untuk mengetahui tingkat sinergitas operasi dan sinergitas keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman *merger* dan akuisisi.

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi pada literatur mengenai kinerja perusahaan dalam sinergi operasi, sinergi keuangan, kinerja keuangan, dan kinerja saham perusahaan terhadap informasi perusahaan terkhusus yang berkaitan dengan peristiwa *merger* dan akuisi, sehingga nantinya mampu memberikan ilmu dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai aktivitas *merger* dan akuisisi sebagai langkah strategis perusahaan sebagai upaya meningkatkan daya saing dan memperoleh nilai tambah.

Disamping itu, beberapa temuan dari penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai masukan atau referensi bagi peneliti selanjutnya yang melakukan penelitian serupa ataupun penelitian yang lebih luas terkait strategi *merger* dan akuisisi perusahaan.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan informasi tambahan mengenai keputusan investasi di pasar modal terkait pengumuman *merger* dan akuisisi suatu entitas.

- b. Bagi Perusahaan Emiten

Penelitian ini diharapkan bermanfaat untuk menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan ekspansi *merger* dan akuisi dari segi sinergi perusahaan, kinerja keuangan, dan kinerja saham yang terjadi terkait pengumuman *merger* dan akuisi yang dipublikasi.

1.6 Sistematika Penulisan Tugas Akhir

Dalam penulisan tugas akhir ini penulis mencantumkan sistematika penulisan beserta penjelasan yang dapat memberikan gambaran langsung mengenai isi setiap bab yang ada dalam penelitian ini, secara singkat dapat diuraikan sebagai berikut :

a. BAB I PENDAHULUAN

Bab ini merupakan penjelasan secara umum, ringkas, dan padat yang menggambarkan dengan tepat isi penelitian. Isi bab ini meliputi : Gambaran Umum Objek Penelitian, Latar Belakang Penelitian, Perumusan Masalah, Tujuan Penelitian, Manfaat Penelitian, dan Sistematika Penulisan Tugas Akhir.

b. BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi teori dari umum sampai ke khusus, disertai penelitian terdahulu dan dilanjutkan dengan kerangka pemikiran penelitian yang diakhiri dengan hipotesis jika diperlukan.

c. BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menegaskan pendekatan, metode, dan teknik yang digunakan untuk mengumpulkan dan menganalisis temuan yang dapat menjawab masalah penelitian. Bab ini meliputi: Jenis Penelitian, Operasionalisasi Variabel, Populasi dan Sampel, Pengumpulan Data, Uji Validitas dan Reabilitas, serta Teknik Analisis Data.

d. BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian dan pembahasan diuraikan secara sistematis sesuai dengan perumusan masalah serta tujuan penelitian dan disajikan dalam sub judul tersendiri. Bab ini berisi dua bagian : bagian pertama menyajikan hasil penelitian dan bagian kedua menyajikan pembahasan atau analisis data, kemudian diinterpretasikan dan selanjutnya diikuti oleh penarikan kesimpulan.

e. BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan merupakan jawaban dari pertanyaan penelitian, kemudian menjadi saran yang berkaitan dengan manfaat penelitian.

Halaman ini sengaja dikosongkan