

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *The Modern Theory Of Corporate Control*

Istilah *Corporate Control* dalam arti yang lebih luas digunakan untuk menggambarkan berbagai kekuatan yang mempengaruhi perilaku korporasi. Hal tersebut terdiri dari strategi perusahaan, kebijakan perusahaan, sistem hukum, peraturan dan persaingan dalam produk pasar hingga faktor kendali mayoritas kursi di dewan direksi perusahaan. *Corporate Control* didefinisikan sebagai hak untuk menentukan pengelolaan sumber daya perusahaan yaitu, hak untuk merekrut, memecat, dan menetapkan kompensasi bagi manajer tingkat atas (Ruback dan Jensen, 1983). Ketika perusahaan mengakuisisi perusahaan target, hak kontrol ke perusahaan target ditransfer ke dewan direktur perusahaan yang mengakuisisi. Sementara dewan perusahaan selalu mempertahankan hak kontrol tingkat atas, mereka biasanya mendelegasikan hak untuk mengelola sumber daya perusahaan kepada manajer internal. Hal ini merupakan cara ini manajemen puncak perusahaan yang mengakuisisi memperoleh hak untuk mengelola sumber daya perusahaan target (Beckermann, 2014)

Teori ini menjelaskan kegiatan perusahaan berupa merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan sebagai strategi bisnisnya. *The Modern Theory Of Corporate Control* pertama kali dikembangkan oleh Jarrell dan Bradley (1980) yang mempelajari kinerja *return* saham perusahaan yang terlibat dalam pengambilalihan atau akuisisi. Temuan tersebut menjelaskan bagaimana motivasi dari perusahaan melakukan akuisisi ketika mereka mengumumkan pengambilalihan perusahaan. Bradley menjelaskan dalam model teorinya bahwa manager perusahaan pengakuisisi akan mengumumkan tender penawaran awal dalam upaya mengontrol aset dan operasi dari target perusahaan yang sedang berjalan. Ketika control selang penawaran dari target yang baru, strategi operasi bernilai tinggi akan diimplementasikan dan perusahaan pengakuisisi akan mendapatkan profit dari pengontrolan target yang

efisien. Sepertinya memang teori ini tidak cukup revolusioner, tetapi implikasinya terhadap keuntungan ekonomi tidak terbatas dan karena hal itu memberikan penjelasan observasi perilaku dalam pasar dengan baik. Menurut Manne (1965), ada beberapa hal mengenai bagaimana *corporate control* memengaruhi perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan itu sendiri. Berikut adalah hal-hal yang menjadi bahan perhatian bagaimana konsep *corporate control* ini bekerja:

1. Seberapa besar keuntungan yang diperoleh pemegang saham dari perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target?
2. Apakah oposisi terhadap tawaran pengambilalihan oleh manajer perusahaan target mengurangi kekayaan pemegang saham?
3. Apakah pengambilalihan menciptakan kekuatan pasar di pasar produk?
4. Apakah oposisi antimonopoli terhadap pengambilalihan membebankan biaya pada perusahaan yang melakukan merger?
5. Apakah kekayaan pemegang saham dipengaruhi oleh beberapa proxy?
6. Apakah hak suara perusahaan berharga?

Menurut (Ideas, 1984) ada beberapa kondisi yang dapat mencerminkan bahwa *corporate control* yang dilakukan perusahaan membawa pengaruh baik bagi perusahaan yaitu, (1) Harga pasar saham perusahaan harus mencerminkan tindakan dan efisiensi operasional para manajer. Harga yang lebih tinggi merupakan indikasi bahwa efisiensi operasional manajer lebih tinggi, artinya ada ketergantungan nyata antara harga saham dan tindakan serta efisiensi operasional manajer.

Pada pemikiran kedua, pihak manajemen perusahaan adalah faktor utama atau bahkan satu-satunya faktor yang menentukan nilai perusahaan, sulit bagi pasar untuk sepenuhnya mengamati tindakan manajer dan mengevaluasinya dengan benar karena kurangnya simetri informasi antara manajer dan pasar. Hal ini menimbulkan ketergantungan antara perilaku manajer dan harga saham jauh berkurang. Selanjutnya, ada banyak alasan mengapa pengambilalihan terjadi, seperti mengejar sinergi, skala ekonomi, akumulasi kekuatan pasar dan membangun perusahaan. Oleh

karena itu, tindakan yang tidak pantas dan ketidakmampuan dari pihak perusahaan sama sekali bukan satu-satunya penyebab pengambilalihan perusahaan. Beberapa mungkin terjadi karena alasan yang sama sekali tidak berhubungan dengan tindakan perusahaan dan ini melemahkan ketergantungan aktivitas pengambilalihan pada tindakan perusahaan.

2.1.1 Corporate Control Pada Wealth Pemegang Saham

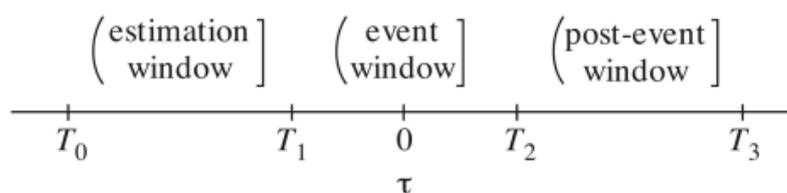
Berdasarkan Manne (1965) metodologi terbaik dalam mengidentifikasi *wealth* pemegang saham adalah *event study*. Sejumlah penelitian memperkirakan dampak pengambilalihan perusahaan terhadap harga saham pengakuisisi pada sekitar terjadinya akuisisi. *Event study* digunakan dalam memperkirakan perubahan harga saham *abnormal* di sekitar tanggal terjadinya akuisisi sebagai ukuran nilai ekonomi dari pengambilalihan tersebut. *Abnormal return* diukur dengan perbedaan antara pengembalian saham aktual dan pengembalian saham yang diharapkan. Pengembalian saham yang diharapkan diukur tergantung pada pengembalian yang direalisasikan pada indeks pasar untuk memperhitungkan pengaruh peristiwa pasar di seluruh pengembalian sekuritas individu. *Event study* pengambilalihan menggunakan tanggal efektif akuisisi (tanggal persetujuan akhir oleh pemegang saham target) sebagai tanggal *event*. Efek harga yang diharapkan akan terjadi pada sebelum pengumuman publik pertama pengambilalihan. *Corporate Control* tampaknya menunjukkan bahwa pengambilalihan perusahaan menghasilkan keuntungan positif, strategi perusahaan dalam melakukan akuisisi ternyata mampu menciptakan *wealth* bagi pemegang saham. Selain itu, keuntungan yang diciptakan oleh pengambilalihan perusahaan tampaknya tidak datang dari penciptaan kekuatan pasar melainkan segala tindakan dari perusahaan. Akhirnya, sulit untuk menemukan tindakan manajerial terkait dengan kontrol perusahaan yang merugikan pemegang saham.

2.2 Studi Peristiwa (*Event Study*)

Event study, diperkenalkan oleh Fama (1997), menghasilkan bukti yang berguna tentang bagaimana harga saham merespons informasi. Dengan kata lain, metodologi *event study* berkontribusi untuk lebih memahami efek dari perilaku dan keputusan perusahaan (John D. Lyon, 1999); Campbell, 1997). Metodologi ini digunakan secara luas untuk mengukur dampak peristiwa tertentu pada harga saham baik pada jangka pendek maupun panjang. Tujuannya adalah untuk menguji apakah pengembalian *abnormalpasca-event* untuk perusahaan secara statistik (Kothari dan Warner, 2008).

Event study adalah upaya untuk mengukur dampak suatu peristiwa dengan memperkirakan apa yang mungkin terjadi jika peristiwa itu tidak terjadi dan kemudian membandingkannya dengan apa yang sebenarnya terjadi. Asumsi utama yang mendasari *event study*, adalah pasar efisien. Ini mengikuti desain sederhana, langsung, yang tidak banyak berubah dari waktu ke waktu (Campbell, Lo dan MacKinlay, 1997); (Kothari dan Warner, 2008); (Siayor dan Berger, 2019). Jendela estimasi dalam *event study* adalah periode dari mana data akan diambil untuk memperkirakan atau memprediksi pengembalian dalam periode peristiwa. Jendela acara mewakili periode waktu di mana pasar diharapkan bereaksi terhadap peristiwa tersebut, dan perubahan nilai perusahaan akan mencerminkan reaksi yang sesuai. Berikut ilustrasi *event window* dalam estimasi pengembalian saham:

Gambar 2.1 Ilustrasi *Event Window*



Sumber: Siayor dan Berger (2019)

Jendela estimasi dapat berjalan hingga hari sebelum jendela acara dimulai, atau mungkin ada jeda antara akhir jendela estimasi dan awal jendela acara. Ini biasanya dapat disebabkan oleh asumsi bahwa ada risiko kebocoran informasi sebelum kejadian. Jika jendela tumpang tindih atau sangat dekat satu sama lain, dan ada kebocoran informasi atau jendela peristiwa salah ditentukan, bias dalam parameter estimasi kemungkinan dapat terjadi. Peristiwa akan dalam kasus itu sudah memiliki efek pada data di jendela estimasi dan karenanya pengembalian normal akan menjadi bias oleh peristiwa tersebut. Reaksi ini dapat diukur dengan melihat jendela estimasi sebelum dan sesudah kejadian tersebut. Dalam reaksi tersebut dapat diukur menggunakan pengembalian sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan pengembalian abnormal. Jika menggunakan abnormal return, dapat dinyatakan bahwa pengumuman memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* pasar.

2.2.1 Short-term event study

Event study dalam jangka pendek dapat dihitung dengan *abnormal return*, yang dapat menggambarkan tingkat pengembalian saham sebelum dan sesudah pengumuman. Menurut Jogiyanto (2010), *abnormal return* merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor. Dengan demikian imbal hasil tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara imbal hasil sesungguhnya yang terjadi dengan imbal hasil ekspektasi. Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2005) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*. Berikut model perhitungannya:

a) Mean-adjusted Model

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) ini menganggap bahwa return ekspektasi yang bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*) :

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_j^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan :

$E [R_{i,t}]$ = return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

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

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event windows*). Panjang dari periode jendela ini bervariasi. Lama dari periode jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan. Lamanya periode jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang dinilai ekonomis (seperti pengumuman *right issue*, pengumuman laba, dan pengumuman pembagian dividen) dapat ditentukan dengan mudah oleh investor, periode jendela dapat pendek, disebabkan karena investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit diprediksi (misalnya merger dan akuisisi), investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi.

b) *Market Model*

Perhitungan return ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahapan, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan :

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

Keterangan :

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

α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_1 = *koefisien slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{m,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

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

c) *Market-Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*Market-Adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, kita tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. *Return* indeks pasar dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$E[R_{it}] = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$E[R_{m,t}]$ = *Return* Pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Pasar pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Pasar pada periode sebelumnya

Return ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang digunakan untuk mengambil keputusan investasi. *Return* ini penting bila dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investor yang akan dilakukan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* realisasi dan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi sesudah informasi resmi diterbitkan. *Abnormal return* dapat diklasifikasikan menjadi 4 kelompok yaitu:

1) *Abnormal return (AR)*

Abnormal return terjadi setiap hari pada setiap jenis saham, yaitu selisih antara *return* aktual dan *return* ekspektasi yang dihitung secara harian. AR dihitung secara harian dalam suatu *window period* sehingga dapat diketahui *abnormal return* tertinggi atau terendah, dan dapat juga diketahui pada hari ke-berapa reaksi paling kuat terjadi pada masing- masing jenis saham. *Abnormal Return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan :

AR_{it} = *Abnormal Return* untuk sekuritas ke -i pada peristiwa ke-t

R_{it} = *Actual Return* untuk sekuritas ke -i pada peristiwa ke-t

$E(R_{it})$ = *Expected Return* untuk sekuritas ke -i pada peristiwa ke-t

2) *Average abnormal return (AAR)*

Average abnormal return merupakan rata- rata *abnormal return* dari semua jenis saham yang sedang dianalisis secara harian. AAR dapat menunjuk reaksi paling kuat, baik positif maupun negatif, dari keseluruhan jenis saham pada hari-hari tertentu selama *window period*.

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{it}$$

3) *Cummulative abnormal return (CAR)*

Cummulative abnormal return merupakan kumulatif harian AR dari hari pertama sampai dengan hari- hari berikutnya setiap jenis saham. CAR selama periode sebelum peristiwa terjadi akan dibandingkan dengan CAR selama periode setelah peristiwa terjadi.

$$CAR = \sum_{t=-T}^T AR_t$$

4) *Cummulative Average abnormal return (CAAR)*

Cummulative average abnormal return merupakan kumulatif hari AAR mulai dari hari pertama sampai dengan hari- hari berikutnya.

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=-T}^T CAR_t$$

2.2.2 *Long-term event study*

Sebuah studi peristiwa dianggap memiliki cakrawala yang panjang jika berfokus pada mencari tahu bagaimana pengembaliannya berevolusi selama periode yang panjang (Campbell, 1997; Kothari dan Warner, 2008). Namun demikian, karena merger dan akuisisi sering didasarkan pada keputusan strategis, masuk akal untuk berasumsi bahwa ada keuntungan jangka panjang. Dengan demikian, juga penting untuk menganalisis efek jangka panjang dari peristiwa pada kinerja harga sekuritas. Aplikasi umum dari studi peristiwa jangka panjang meliputi penyelidikan kinerja saham setelah transaksi *M&A* atau penawaran umum ekuitas. Ada dua pendekatan terkait untuk analisis tersebut: (1) Pendekatan *buy-and-hold abnormal return*, dan (2) *Calendar-time portfolio approach (CTIME)/Jensen's alpha approach*, juga disebut sebagai pendekatan *alfa Jensen*. Penelitian ini menggunakan *buy-and-hold abnormal return* dalam menganalisis *long-run abnormal return*.

2.3 Pendekatan *buy-and-hold abnormal return (BHAR)*

Buy-and-hold abnormal return adalah strategi investasi di mana investor membeli saham dan menyimpannya untuk waktu yang lama. BHAR didasarkan pada prinsip ini dan mengkalkulasi pengembalian *abnormal* dengan mengurangi *Abnormal Return* yang normal dari realisasi pembelian dan tahan yang direalisasikan. *Buy-and-hold abnormal return*, juga disebut *position trading* adalah strategi investasi di mana investor membeli saham dan menyimpannya untuk waktu yang lama, dengan tujuan bahwa nilai saham secara bertahap akan meningkat dalam jangka waktu yang lama. Ini didasarkan pada pandangan bahwa dalam jangka panjang pasar keuangan

memberikan tingkat pengembalian yang baik bahkan dengan mempertimbangkan tingkat volatilitas. *Buy-and-hold* mengatakan bahwa investor tidak akan pernah melihat pengembalian seperti itu jika mereka memberikan *bailout* setelah penurunan. Sudut pandang ini menyatakan bahwa penentuan waktu pasar yaitu, konsep bahwa seseorang dapat memasuki pasar pada posisi terendah dan menjual pada posisi tertinggi, hal ini mencoba penentuan waktu memberikan hasil negatif, setidaknya untuk investor kecil atau tidak canggih, jadi lebih baik bagi mereka untuk membeli dan menahan.

Salah satu argumen untuk strategi ini adalah *Efficient Market Hypothesis* (EMH): Jika setiap sekuritas dinilai secara adil setiap saat, maka tidak ada gunanya berdagang. Beberapa mengambil strategi *buy-and-hold* sampai ekstrem, menganjurkan agar investor tidak boleh menjual sekuritas kecuali investor membutuhkan uang. *Buy-and-hold abnormal returns* telah menjadi metode standar untuk mengukur jangka panjang *abnormal return* (John D. Lyon, 1999). *Buy-and-hold abnormal returns* mengukur pengembalian rata-rata *multi-years* dari strategi investasi perusahaan yang menyelesaikan *event* dan penjualan saham pada akhir periode *holding* yang ditentukan sebelumnya, dengan membandingkan metode perusahaan *non-event* yang serupa.

John D. Lyon, (1999) berpendapat bahwa BHAR secara tepat mengukur pengalaman investor. Ukuran kinerja BHAR meningkatkan *holding period* yang menggambarkan kinerja *abnormal return*. Metode BHAR dihitung setelah *event* selama periode tertentu. Untuk menyelidiki kinerja jangka panjang, banyak penelitian menyarankan untuk menggunakan pendekatan BHAR (John D. Lyon, 1999; Mitchell *et al.*, 2014). Adapun untuk menghitung BHAR sebagai berikut :

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E[R_{it}])$$

- a) Untuk estimasi *Mean Adjusted model* menggunakan rata-rata setiap saham perusahaan dapat menggunakan pengembalian rata-rata sebagai miliknya hasil yang diharapkan (Brown dan Warner, 1985).

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=T_1}^{t_2-1} R_{it}}{N}$$

- b) *Market model* didefinisikan dengan : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$

R_{it} = Return Ekspektasi

α_i = *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = *Koefisien slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke -i

R_{mt} = *Return* Indeks pasar pada periode estimasi ke -t

ϵ_{it} = error term

- c) Parameter menghitung *expected return* : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$

- d) *Market Adjusted Model* diasumsikan dengan $\alpha_i = 0$, $\beta_i = 1$, dan ini hanya digunakan ketika terjadi *gap* pada data harga saham.

Buy-and-hold abnormal return merupakan strategi investasi pasif yang mendasarkan pada asumsi bahwa : (a) pasar modal tidak melakukan *mispicing*; dan (b) meskipun terjadi *mispicing*, para pemodal berpendapat mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkannya. Dengan kata lain, penganut strategi ini tidak bermaksud untuk mengalahkan (*outperform*) pasar tetapi lebih kepada bertindak sebaik yang terjadi di pasar, mereka bertindak seolah-olah pasar efisien dan menerima perkiraan konsensus mengenai *return* dan risiko, melihat harga saham saat ini sebagai sarana peramalan terbaik terhadap nilai sebuah sekuritas (Jones, Danbolt, dan Hirst, 2004).

Pengadopsi strategi pasif bertujuan untuk menyusun portofolio yang sesuai dengan preferensi risiko atau pola arus kas yang mereka inginkan. Misalnya, Jika investor menginginkan risiko yang kecil, maka mereka akan membentuk portofolio yang terdiri atas saham-saham yang mempunyai beta rendah. Investor yang ingin mendapat arus kas tertentu, mungkin memilih saham-saham yang membagikan dividen secara teratur. Investor yang mempunyai tarif pajak tinggi cenderung membentuk portofolio yang tidak membagikan dividen yang terlalu tinggi. Dengan

strategi pasif maka biaya transaksi akan diminimumkan. Para Investor dapat menganut strategi *buy and hold*, atau melakukan investasi pada portofolio yang disusun sesuai indeks pasar.

Strategi *buy and hold*, menyangkut keputusan untuk membeli saham-saham dan menahannya sampai waktu yang cukup lama untuk memenuhi tujuan tertentu. Tujuan utamanya adalah untuk menghindari tingginya biaya transaksi, biaya pencarian informasi, dan sebagainya. Investor percaya bahwa strategi semacam ini, dalam jangka waktu yang cukup lama, akan menghasilkan hasil yang sama baiknya apabila dibandingkan dengan manajemen investasi yang aktif (artinya aktif melakukan jual beli, aktif mencari informasi yang dipandang relevan, dan sebagainya). Portofolio yang dimiliki pemodal mungkin cukup besar ataupun cukup kecil. Pemodal perlu melakukan strategi reinvestasi dari dividen yang diperoleh dari portofolio investasinya dan portofolio yang dimiliki mungkin didominasi oleh saham-saham tertentu. Meskipun demikian, perubahan portofolio dimungkinkan apabila dirasa risiko portofolio sudah tidak sesuai dengan preferensi risiko pemodal.

2.4 Akuisisi

Akuisisi berasal dari kata *acquisitio* (Latin) dan *acquisition* (Inggris), secara harfiah akuisisi mempunyai makna membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Dalam terminologi bisnis, akuisisi dapat diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain (Nugroho dan Sofian, 2010)). Pengertian akuisisi yaitu mengambil alih kepemilikan pihak lain (Manurung, 2011) dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 22 (revisi 2010) pihak pengakuisisi adalah entitas yang memperoleh pengendalian atas pihak yang diakuisisi. Pihak pengakuisisi mungkin memperoleh pengendalian atas pihak yang diakuisisi dengan beberapa cara, misalnya:

- a) Dengan mengalihkan kas, setara kas atau aset lainnya (termasuk *asset netyang* merupakan suatu bisnis);

- b) Dengan menimbulkan liabilitas;
- c) Dengan menerbitkan kepentingan ekuitas;
- d) Dengan memberikan lebih dari satu jenis imbalan; atau
- e) Tanpa mengalihkan imbalan, termasuk yang hanya berdasarkan kontrak.

Terdapat berbagai jenis akuisisi yang dapat dilakukan melalui:

- a. Akuisisi Saham: pengambilalihan dengan pembelian saham perusahaan target. Menurut (Clara *et al.*, 2016), akuisisi saham yaitu pembelian voting stock di perusahaan target melalui pembayaran dengan kas, saham atau sekuritas lainnya;
- b. Akuisisi Aset: pengambilalihan aset perusahaan target, contohnya pabrik, gedung dan lain sebagainya (Manurung, 2011);
- c. Akuisisi Bisnis: pengambilalihan bisnis perusahaan target, yaitu bisnis yang dimaksud adalah unit bisnis beserta jaringannya, konsumen, mesin, karyawan dalam unit bisnis tersebut dan lain sebagainya (Manurung, 2011).

Menurut Vazirani dan Nitin(2018)menyatakan bahwa pada proses akuisisi, tantangan dalam mengintegrasikan dua perusahaan secara efektif adalah dapat terjadinya bentrokan dalam hal budaya, strategi, dan operasional perusahaan. Pertama-tama, tantangan dalam akuisisi yaitu mengenai kelangsungan hidup perusahaan, kemudian bagaimana keberhasilan dalam pencapaian tujuan dari akuisisi seperti yang telah dianalisa sebelumnya (yang mendasari keputusan untuk melakukan akuisisi). Beberapa poin untuk menguji akuisisi akan dapat menghasilkan nilai bagi pemegang saham, yaitu akuisisi perusahaan target yang berada di industri yang menarik, nilai dari transaksi akuisisi harus terjangkau, dan perusahaan target harus dapat berkinerja dengan lebih baik setelah diakuisisi dan bergabung dibandingkan ketika terpisah.

Terdapat berbagai faktor yang menjadi motivasi bagi perusahaan dalam melakukan akuisisi. Menurut Doytch dan Cakan(2011)terdapat berbagai faktor yang mendorong perusahaan melakukan akuisisi, diantaranya yaitu terjadinya berbagai perubahan teknologi dan sistem informasi, upaya mengefisiensikan operasional dengan *economies of scale*, *economies of scope* dan menggabungkan berbagai aktivitas yang

saling komplementer, perkembangan dalam aspek komunikasi dan transportasi, terjadinya kondisi globalisasi dan perdagangan bebas, serta sebagai upaya menyesuaikan dengan regulasi dan kondisi perekonomian.

Motivasi perusahaan dalam melakukan akuisisi juga dapat dilihat dari model *corporate control* dengan fokus pada kinerja, yaitu jika manajemen yang berkinerja buruk dapat digantikan dengan tim yang lebih baik maka perusahaan yang mengakuisisi akan dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham (Allred, 2005). Bagi perusahaan yang baru melakukan penerbitan saham perdana dan baru saja berubah menjadi perusahaan publik, pada periode tertentu tersebut terjadi penilaian yang tinggi atas saham perusahaan tersebut sehingga menjadi salah satu faktor yang mendorong perusahaan untuk melakukan akuisisi (Gleason dan Wiggenhorn, 2007).

Menurut Chahine(2004), faktor utama yang menghasilkan kesuksesan dalam akuisisi adalah kemampuan mengidentifikasi dan mengeksploitasi *inefisiensi* pasar. Pada pasar yang tidak efisien, nilai potensial dari perusahaan target tidak diketahui secara luas oleh berbagai pihak. Hal tersebut yang merepresentasikan kurangnya informasi menciptakan kondisi yaitu hanya sedikitnya perusahaan *bidder* yang tertarik pada perusahaan target sehingga, sedikitnya tekanan kompetisi menjadikan perusahaan *bidder* memiliki lebih banyak waktu, dapat menjalankan proses *due diligence* yang lebih baik, serta umumnya melibatkan premium yang lebih rendah dibandingkan pasar akuisisi dengan banyak perusahaan *bidder*. Selain itu, terkait dengan inefisiensi pasar, hal-hal yang dapat dilakukan agar menghasilkan kesuksesan dalam akuisisi, sebagai berikut:

1. Pertahankan proses akuisisi yang *low profile*;
2. Memilih perusahaan target yang berada dalam pasar yang sedang dalam periode transisi;
3. Memilih perusahaan yang kecil atau privat sebagai perusahaan target.

Berdasarkan uraian di atas, akuisisi memiliki berbagai tantangan dalam penerapannya, serta dapat berujung pada kesuksesan maupun kegagalan dalam proses akuisisinya. Hal lain, perusahaan tetap melakukan akuisisi sebagai sarana yang dominan dalam upaya pertumbuhan perusahaan (Ragozzino dan Reuer, 2011). Akuisisi dinilai sebagai sarana yang strategis dan penting bagi manajemen (Sutrisno dan Sumarsih, 2004). Selanjutnya, faktor utama yang mendorong perusahaan melakukan akuisisi yaitu untuk mencapai sinergi dan menghasilkan (*extract*) nilai dari dilakukannya akuisisi (Ragozzino dan Reuer, 2011).

2.5 *Start-up*

Menurut Graham (2014), mendefinisikan “*a start-up is a company designed to grow fast. The only essential thing is growth. Everything else we associate with start-ups follows from growth*”. Sebuah *start-up* adalah perusahaan yang dirancang untuk tumbuh dengan cepat. Satu-satunya hal yang esensial adalah pertumbuhan. Semua hal lain yang kami kaitkan dengan para pemula mengikuti pertumbuhan. *start-up* juga diambil dari bahasa Inggris yang memiliki arti tindakan atau proses memulai sebuah organisasi baru. Sedangkan bisnis *start-up* sendiri menurut Google adalah ‘sebuah usaha kewirausahaan atau bisnis inovatif dalam bentuk perusahaan. Sederhannya, *start-up* adalah sebuah bisnis rintisan. Istilah ini mulai dikenal setelah era internet. Faktornya ini adalah karena banyak perusahaan yang dimulai dari nol oleh satu atau beberapa orang saja kemudian menjadi besar.

Istilah *start-up* menggambarkan perusahaan pada tahap awal siklus hidup bisnis dengan inovasi tingkat tinggi yang mencari sumber daya modal. Perbedaannya dengan perusahaan lain pada tahap awal adalah tingkat inovasi dan potensi pertumbuhan yang luar biasa (Achleitner, 2016). Selain ide yang inovatif, para pemula harus mengembangkan model bisnis yang dapat diskalakan dan rencana bisnis dan bergantung pada modal yang cukup untuk merealisasikan ide bisnis mereka. Selain itu, tim pendiri pada prinsipnya sangat kecil dan berpusat pada hubungan pribadi untuk membangun jaringan padat untuk transfer pengetahuan

dalam cluster Hahn dan Naumann (2014), secara umum, *start-up* dapat dicirikan oleh tiga atribut utama.

Sebuah *start-up* biasanya memiliki model bisnis *biner*. Lebih tepatnya, ini merupakan fakta bahwa model bisnis belum terbukti, dan kelanjutan yang sukses dari usaha bisnis tidak dapat diprediksi dengan pasti. Inovasi radikal dalam produk fitur, proses produksi atau target pelanggan hanya sedikit dari banyak cara tentang cara memicu penemuan kembali. Oleh karena itu, tingkat inovasi dan kecepatan perubahan internal perusahaan umumnya sangat tinggi (Kühnapfel, 2015) dalam Heikki (2017). Kedua, perusahaan baru masih dalam fase Arus Kas Bebas negatif atau kerugian. Jelas, pasar sasaran usaha baru biasanya sangat dinamis dalam hal pertumbuhan, gangguan dan hanya loyalitas pelanggan yang terbatas. Akibatnya, risiko kegagalan secara signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan mapan (Damodaran dalam Heikki, 2017). Berdasarkan rekam jejak yang belum terbukti, perusahaan yang baru mulai umumnya sepenuhnya dibiayai ekuitas.

Pengembangan bisnis diproyeksikan berdasarkan perkiraan, perkiraan, dan asumsi karena pengalaman dan data kehidupan nyata belum tersedia. Oleh karena itu, para pemula perlu membangun hubungan dengan investor *Seed-or start-up* dan pemodal ventura untuk mendapatkan modal yang cukup untuk kelangsungan hidup mereka (Miloud, Aspelund, dan Cabrol, 2012). *Start-up* adalah sebuah langkah dalam menghasilkan sesuatu yang baru. Menurut Li (2019) dalam artikelnya menyebutkan, “Bisnis *start-up* adalah suatu bisnis yang baru berkembang. Namun, bisnis *start-up* ini lebih identik bisnis yang berbau teknologi, *web*, internet dan yang berhubungan dengan ranah tersebut”. Sedangkan menurut Hernady (2017) dalam Jurnalnya menyebutkan bahwa *start-up* adalah sebuah institusi yang diciptakan untuk membuat produk atau layanan baru dan inovatif dalam sebuah kondisi ketidakpastian yang tinggi. Dari penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa *start-up* adalah sebuah upaya pembentukan organisasi berbentuk perusahaan baru dalam bidang bisnis berbasis teknologi jaringan atau web dengan menghasilkan suatu produk yang inovatif. *start-up* merupakan wadah dari *e-commerce*, *online media*, *online travel*,

ride-haling dan *fintech*. Bisnis *start-up* adalah suatu bisnis yang baru berkembang. Namun, bisnis *start-up* ini lebih identik bisnis yang berbau teknologi, *web*, internet dan yang berhubungan dengan ranah tersebut. Beberapa karakteristik perusahaan *start-up* berikut ini:

1. Usia perusahaan dari 3-9 tahun
2. Masih dalam tahap berkembang
3. Umumnya beroperasi dalam bidang teknologi
4. Produk yang dibuat berupa aplikasi dalam bentuk digital
5. Biasanya beroperasi melalui *website* & Aplikasi Smartphone
6. Kebanyakan beberapa karakteristik bisnis *start-up* ini dan pelakunya lebih condong bergerak dibidang teknologi, *website* dan hal yang berbaur internet.

Start-up merupakan salah satu perusahaan digital yang mengutamakan kecepatan dan ketepatan dalam berbisnis, tetapi *start-up* dirancang untuk menciptakan produk dan jasa ditengah ketidakpastian yang ekstrim (Passaro, Rippa, dan Quinto, 2016). *Start-up* dirancang untuk menemukan model bisnis yang tepat dapat berulang dan berskala dengan berbagai sistem teknologi yang tertanam didalamnya (Nugraha, 2019). Berikut adalah daftar teknologi dalam menjalankan model bisnis *start-up* :

Tabel 2.1 Teknologi pendukung *start-up*

No	Terminologi <i>start-up</i>	Keterangan
1.	<i>AI(Artificial Intelligence)</i>	diterjemahkan menjadi kecerdasan buatan, ialah mekanisme untuk membuat sistem komputer bekerja cerdas seperti manusia. Sistem diprogram agar mampu membuat keputusan secara mandiri dengan mempelajari pola aktivitas dan data yang terekam sebelumnya. Contoh cara kerjanya seperti ini, misalnya AI yang diterapkan pada fitur rekomendasi di aplikasi <i>e-commerce</i> . Program AI akan mengamati tingkah laku pengguna dalam periode tertentu, mencatat perilaku dominan dari pengguna – misalnya pengguna X lebih suka barang bermerek alih-alih mementingkan harga, sehingga ketika nantinya pengguna kembali menggunakan aplikasi dan mencari sesuatu, sistem akan merekomendasikan barang-barang terkait didasarkan pada popularitas merek, sehingga lebih sesuai dan membuat pengguna merasa terbantu. Istilah “ <i>automation</i> ” juga sering disematkan dalam produk digital, pada dasarnya itu merupakan proses dan mekanisme kerja yang dihasilkan AI.

Lanjutan tabel 2.1

No	Terminologi <i>start-up</i>	Keterangan
2.	<i>AR(Augmented Reality)</i> <i>dan VR(Virtual Reality)</i>	istilah ini mengacu pada konten <i>virtual</i> , keduanya memiliki cara kerja yang berbeda. AR adalah konten virtual yang dikombinasikan dengan realitas memanfaatkan perangkat penangkap gambar (kamera). Contohnya aplikasi desain interior yang banyak beredar di Playstore atau App Store, melalui ponsel pengguna bisa menyimulasikan penempatan perabotan di rumah – perabotnya adalah objek 3D virtual, sementara tempatnya merupakan gambaran nyata dan real-time dari tangkapan kamera. Aplikasi Pokemon-Go yang sempat populer juga menggunakan pendekatan ini. Sementara VR merupakan konten yang sepenuhnya realitas virtual yang disuguhkan kepada pengguna untuk menyuguhkan sesuatu. Misalnya untuk membuat pengguna merasakan pengalaman berada di dunia permainan – sehingga membutuhkan perangkat tambahan.
3.	<i>Big data</i>	yakni pemrosesan data dalam jumlah yang besar, biasanya dihimpun dari pemrosesan terus menerus tanpa henti, misalnya dari aktivitas pengguna di media sosial; di dalamnya termasuk kegiatan pengambilan, pemilahan, pembelajaran, penerjemahan, hingga visualisasi data. Salah satu terminologi turunan yang juga populer adalah data analytics (kegiatan analisis dari hasil pemrosesan data, biasanya setelah divisualisasikan) dan data science (ilmu yang khusus mempelajari pengelolaan data).
4.	<i>Blockchain</i>	yakni sebuah sistem revolusioner yang menghubungkan antarjaringan komputer secara terdesentralisasi dan terdistribusi. Maksudnya seperti ini, dengan mekanisme <i>blockchain</i> transaksi data dapat dilakukan secara langsung – sederhana si A dapat langsung mengirimkan sesuatu ke si B tanpa perantara. Dikatakan revolusioner karena sejauh ini memang kebanyakan sistem masih tersentralisasi. Sebagai contoh saat mengirimkan pesan melalui aplikasi, dalam proses yang lebih detail, pesan itu tidak langsung sampai ke penerima, namun harus melewati server aplikasi lalu disampaikan ke penerima, sehingga pada dasarnya pesan tersebut jadi ada beberapa salinan – di perangkat pengirim, di server aplikasi, dan di perangkat penerima. <i>Blockchain</i> berusaha mengubah semua itu, tidak ada lagi penerima dan tidak ada lagi duplikasi, pesan yang dikirimkan benar-benar berpindah dari pengirim ke penerima – layaknya saat orang memberikan benda fisik kepada orang lain, benda tersebut sepenuhnya berpindah.
5.	<i>Chatbot</i>	sering disebut juga sebagai asisten virtual, yakni salah satu produk kecerdasan buatan yang diterapkan pada aplikasi pesan, memungkinkan komputer untuk memahami dan menjawab setiap pesan yang dikirimkan. Biasanya diintegrasikan dengan aplikasi bisnis yang dimiliki perusahaan pengembang, agar dapat melakukan aksi secara otomatis.
6.	<i>IoT (Internet of Things)</i>	<i>IoT</i> merupakan konsep konektivitas antar perangkat melalui sambungan internet. Contoh penerapannya seperti yang dilakukan dalam produk <i>eFishery</i> , mereka mengembangkan perangkat pakan ikan yang dilengkapi dengan sensor. Sensor tersebut bertugas melakukan transmisi data dan mengoperasikan perangkat. Terhubung melalui konektivitas internet, pengguna dapat memantau dan mengontrol kinerjanya melalui aplikasi khusus.
7.	<i>Machine Learning</i>	<i>Machine Learning</i> merupakan salah satu komponen terpenting AI, yakni algoritma komputer untuk mempelajari data, mengenali pola, dan membuat model berdasarkan data historis.

Lanjutan tabel 2.1

No	Terminologi <i>start-up</i>	Keterangan
8.	<i>NLP (Natural Language Processing)</i>	<i>NLP</i> merupakan salah satu produk AI, bekerja dengan <i>machinelearning</i> untuk membantu komputer untuk menganalisis, memahami, dan memperoleh makna dari bahasa manusia. Layanan <i>chatbot</i> memanfaatkan <i>NLP</i> dalam kinerjanya.
9.	<i>SaaS, PaaS, dan ... as a Services lainnya</i>	yakni jenis aplikasi atau platform berbasis internet yang dapat digunakan secara cepat dengan konfigurasi sederhana. Misalnya <i>Software as a Services (SaaS)</i> untuk aplikasi kasir, memungkinkan pengguna memiliki sistem manajemen toko tanpa harus mengembangkan sendiri, menginstal di perangkat secara manual, dan menyediakan server untuk penyimpanan data. Atau <i>Infrastructure as a Services</i> untuk sistem server, memungkinkan pengembang membuat dan mengelola server tanpa harus membeli perangkat komputer dan memasang sistem operasi secara manual. Biaya berlangganannya juga fleksibel, bergantung intensitas penggunaan.

Sumber : *dailysocial.co.id*

Star-tup yang masih dalam tahap awal, penting untuk mempertimbangkan berbagai aspek dalam memilih teknologi yang akan menyangga produk dalam memberikan solusi yang dikembangkan.

2.6 *Financial Technology (Fintech)*

Fintech merupakan singkatan dari kata *Financial Technology*, yang dapat diartikan dalam bahasa Indonesia menjadi teknologi keuangan. Secara sederhana, *Fintech* dapat diartikan sebagai pemanfaatan perkembangan teknologi informasi untuk meningkatkan layanan di industri keuangan. Definisi lainnya adalah variasi model bisnis dan perkembangan teknologi yang memiliki potensi untuk meningkatkan industri layanan keuangan. Dalam sejumlah literatur ditemukan beragam definisi tentang *Fintech*. Secara umum dan dalam arti luas, *FinTech* menunjuk pada penggunaan teknologi untuk memberikan solusi-solusi keuangan (Arner, Barberis, dan Buckley, 2015). Secara spesifik, *Fintech* didefinisikan sebagai aplikasi teknologi digital untuk masalah-masalah intermediasi keuangan (Aaron, Rivadeneyra dan Sohal, 2017). Dalam pengertian yang lebih luas, *Fintech* didefinisikan sebagai industri yang terdiri dari perusahaan-perusahaan yang menggunakan teknologi agar sistem keuangan dan penyampaian layanan keuangan lebih efisien. *Fintech* juga didefinisikan sebagai inovasi teknologi dalam layanan keuangan yang dapat menghasilkan model-model bisnis, aplikasi, proses atau produk-produk dengan efek

material yang terkait dengan penyediaan layanan keuangan (Board, 2017). Aktivitas-aktivitas *Fintech* dalam layanan jasa keuangan dapat diklasifikasikan ke dalam beberapakategori, yaitu pembayaran, transfer, kliring, dan penyelesaian (*payment, clearing and settlement*).

Aktivitas ini terkait erat dengan pembayaran *mobile* (baik oleh bank atau lembaga keuangan non-bank), dompet elektronik (*digital wallet*), mata uang digital (*digital currencies*) dan penggunaan teknologi kasbuk/ buku besar terdistribusi (*distributed ledger technology, DLT*) untuk infrastruktur pembayaran (Griffoli, 2017). Model-model ini bertujuan untuk meningkatkan inklusi keuangan (*financial inclusion*) dan memastikan akses konsumen yang lebih besar pada layanan jasa pembayaran serta memastikan berfungsinya sistem pembayaran dengan baik (*smooth*). Model ini juga dapat berkontribusi pada pengelolaan sejumlah besar transaksi serta transfer dan *settlements* besar antar lembaga keuangan. Deposito, pinjaman dan penambahan modal (*deposits, lending and capital raising*).

Inovasi *fintech* yang paling umum di bidang ini adalah *crowdfunding* dan platform pinjaman P2P (*peer-to-peer*) secara *online*, mata uang digital (*digital currencies*) dan DLT. Bagian teknologi *fintech* dapat menyediakan proses yang lebih sederhana atau lebih efisien, seperti *e-aggregators, big data, verifikasi ID* secara digital, penyimpanan data dan pemrosesan (*cloud computing*), atau pelaksanaan perintah melalui kontrak pintar (*smart contracts*). Akses dan kontestabilitas informasi merupakan isu penting dalam manajemen investasi (*investment management*). Dimensi ini mencakup *platform e-trading* yang memungkinkan konsumen untuk berinvestasi secara langsung melalui komputer pada semua jenis aset, dan inovasi *fintech* yang menawarkan saran otomatis (*roboadvice*) mengenai layanan keuangan (penasehat keuangan), termasuk manajemen investasi dan portofolio. Menurut Pribadiono, Hukum, Esa, dan Barat (2016), *Financial Technology (Fintech)* merupakan perpaduan antara teknologi dan fitur keuangan atau dapat juga diartikan inovasi pada sektor finansial dengan sentuhan teknologi moderen. Berdasarkan World Bank, Teknologi Keuangan juga disebut sebagai *fintech*, merupakan model layanan

keuangan baru yang dikembangkan melalui inovasi teknologi informasi. *Fintech* telah berevolusi dalam 3 (tiga) periode, seperti yang dapat diilustrasikan melalui tabel berikut:

Tabel 2.2 Periode Perkembangan *Fintech*

<i>Date</i>	<i>1866-1967</i>	<i>1967-2008</i>	<i>2008-Current</i>	
<i>Era</i>	<i>Fintech 1.0</i>	<i>Fintech 2.0</i>	<i>Fintech 3.0</i>	<i>Fintech 3.5</i>
<i>Geography</i>	<i>Global/ Developed</i>	<i>Global/ Developed</i>	<i>Developed</i>	<i>Emerging/ Developing</i>
<i>Key Elements</i>	<i>Infrastructure/ Computerisation</i>	<i>Traditional/ Internet</i>	<i>Mobile/ Start-ups/ New Entrants</i>	
<i>Shift Origin</i>	<i>Linkages</i>	<i>Digitalization</i>	<i>2008 financial crisis/ smartphone</i>	<i>Last mover advantage</i>

Sumber : Departemen Perlindungan Konsumen OJK, 2017

Periode pertama terjadi pada kurun waktu 1866-1967, dimana di dalam periode ini sektor keuangan dan teknologi pertama kalinya dikombinasikan dalam rangka memperluas jangkauan jasa keuangan. Dalam periode ini, untuk pertama kalinya dibangun infrastruktur keuangan dan teknologi yang dapat mempermudah layanan keuangan untuk dilakukan, seperti pembangunan infrastruktur *Transatlantic Cable* (kabel komunikasi bawah laut), *telex* (jaringan teleprinter yang mirip dengan jaringan telepon dan dapat digunakan untuk mengirim surat) dan *Fedwire (Real Time Gross Settlement System/RTGS bank sentral yang digunakan di Amerika)*.

Periode 1967-2008 merupakan periode kedua yang disebut sebagai era *Fintech 2.0*. Tahun ini merupakan tahun transisi perubahan dari era teknologi analog ke digital. Periode ini merupakan inovasi keuangan yang paling penting dimana terdapat peningkatan penggunaan produk dan jasa keuangan yang dikombinasikan dengan penggunaan teknologi yang mendukungnya. Inovasi keuangan yang dibangun di era ini sedikit banyak mempengaruhi perilaku konsumen keuangan, terutama dengan mengurangi aktivitas konsumen keuangan untuk berkunjung ke lembaga jasa keuangan. Beberapa inovasi keuangan yang terdapat di dalam periode ini adalah *Automatic Teller Machine (ATM)*, *SWIFT* (untuk mempermudah transfer luar negeri), telepon seluler, dan penggunaan *internet banking* seiring dengan meningkatnya penetrasi internet secara global di periode ini. Perkembangan dan

peningkatan penggunaan layanan keuangan dengan inovasi teknologi di era ini didominasi oleh lembaga jasa keuangan tradisional. Dari tahun 2008 hingga saat ini, merupakan periode ketiga dari perkembangan *Fintech*.

Berdasarkan Douglas W. Arner, periode ini terbagi ke dalam dua era *fintech*, yaitu 3.0 dan 3.5. Peningkatan penggunaan jasa keuangan di dalam era ini meningkat sangat tajam dikarenakan adanya peningkatan jumlah penggunaan *smartphone* dan didukung dengan inovasi produk dan jasa keuangan yang semakin mempermudah konsumen keuangan untuk menggunakan produk dan/atau jasa keuangan. Di dalam era ini, ketergantungan konsumen terhadap teknologi digital sangatlah tinggi. Oleh karena itu, di dalam periode ini, terdapat lonjakan jumlah perusahaan *startup* di sektor jasa keuangan yang memanfaatkan teknologi digital untuk memberikan layanan dengan lebih cepat, praktis dan mudah bagi para konsumen. Terdapat pula beberapa *start-up* di seluruh dunia yang beroperasi dengan sebelumnya bekerjasama dengan para lembaga jasa keuangan tradisional, seperti bank konvensional. Peningkatan penggunaan *Fintech* di masa ini dapat terlihat dari semakin banyaknya perusahaan *start-up* dan lembaga jasa keuangan tradisional yang saling berlomba dalam mengembangkan aplikasi *mobile* dan *website* yang dapat mengakomodir kebutuhan konsumen keuangan tanpa mengharuskan konsumen untuk bepergian hanya untuk menggunakan atau membeli produk dan jasa keuangan.

2.6.1 Jenis-Jenis *Fintech*

Seiring dengan berkembangnya teknologi, jenis-jenis *Fintech* pun semakin beragam, diantaranya seperti inovasi teknologi finansial terkait pembayaran dan transfer, lembaga jasa keuangan, dan perusahaan *start-up fintech* yang menggunakan teknologi baru untuk memberikan layanan yang lebih cepat, murah, dan nyaman. Perusahaan di sektor pembiayaan dan investasi pun berkompetisi dengan menggunakan inovasi teknologi dalam menjual produk dan jasa keuangannya. Jenis-jenis *Fintech* di sektor ini diantaranya seperti *Peer-to-Peer (P2P) Lending*, *Crowdfunding*, *Supply Chain Finance*, dan lain-lain. *Fintech* jenis lainnya yang

berkembang di dunia diantaranya, *Robo advisor*, *Blockchain*, *Information* and *Feeder Site*, dan lain-lain. Seluruh *Fintech* tersebut memberikan kemudahan bagi konsumen keuangan untuk membeli dan menggunakan produk dan jasa keuangan pada saat ini. Jenis-jenis *fintech* diilustrasikan pada tabel berikut:

Tabel 2.3 Jenis-jenis *fintech*

<i>Kategori</i>	<i>Jenis-Jenis Fintech</i>				
<i>Payment and Transfer</i>	<i>E-Commerce Payments</i>	<i>Mobile Banking</i>	<i>Mobile and Online Wallet</i>	<i>P2P payments and transfer</i>	<i>Digital / Virtual Currencies</i>
<i>Alternative Lending and Financing</i>	<i>Crowdfunding (Reward Based, Equity Based, Donation Based, Hybrid Based)</i>	<i>Alternative Lending (Online Balance Sheet Lending, P2P Lending, Lender Agonistic Marketplace)</i>	<i>Emerging/ Developing</i>	<i>Invoice and Supply Chain Finance (Invoice Financing, Supply Chain Finance)</i>	
<i>Lainnya Account Aggregator Online Trading/ Capital Market</i>	<i>Robo Adviser</i>	<i>Blockchain</i>	<i>Insurance</i>	<i>Information and feeder Site</i>	

Sumber : Departemen Perlindungan Konsumen OJK, 2017

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengklasifikasikan *fintech* di Indonesia ke dalam dua kategori. *Fintech 2.0* untuk layanan keuangan digital yang operasikan lembaga keuangan. *Fintech 3.0* untuk *startup* teknologi yang punya produk dan jasa inovasi keuangan. Badan internasional pemantau dan pemberi rekomendasi kebijakan mengenai sistem keuangan global, *Financial Stability Board* (FSB) membagi *fintech* dalam empat kategori berdasarkan jenis inovasi. Pertama, *payment*, *clearing* dan *settlement*. Ini adalah *fintech* yang memberikan layanan sistem pembayaran baik yang diselenggarakan oleh industri perbankan maupun yang dilakukan Bank Indonesia seperti *Bank Indonesia Real Time Gross Settlement* (BI-RTGS), Sistem Kliring Nasional BI (SKNBI) hingga *BI scripless Securities Settlement System* (BI-SSSS). Contohnya, Kartuku, Doku, iPaymu, Finnet dan Xendit.

Kedua, *e-aggregator*. *Fintech* ini menggumpulkan dan mengolah data yang bisa dimanfaatkan konsumen untuk membantu pengambilan keputusan. *Startup* ini memberikan perbandingan produk mulai dari harga, fitur hingga manfaat. Contohnya, Cekaja, Cermati, KreditGogo dan Tunaiku. Ketiga, manajemen resiko

dan investasi. *Fintech* ini memberikan layanan seperti *robo advisor* (perangkat lunak yang memberikan layanan perencanaan keuangan, *platform e-trading* dan *e-insurance*. Contohnya, Bareksa, Cekpremi dan Rajapremi. Keempat, *peer to peer lending* (P2P). *Fintech* ini mempertemukan antara pemberi pinjaman (investor) dengan para pencari pinjaman dalam satu *platform*. Nantinya para investor akan mendapatkan bunga dari dana yang dipinjamkan. Contohnya, Modalku, Investree, Amarnya dan KoinWorks.

2.7 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.4 Ringkasan Penelitian Terdahulu

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL	HASIL
1.	<i>The Impact of Fintech MandA on Stock Returns</i>	Yury Dranev, Ksenia Frolova, Elena Ochirova (2018)	Market Book Value -Size of Firm (lnTA) -Dealsize M&A -R&D -Tax -Industry -CAR -BHAR	Efek positif signifikan terjadi jika perusahaan yang mengakuisisi milik sektor keuangan ada pengembalian <i>abnormal</i> positif untuk saham perusahaan yang mengakuisisi perusahaan <i>fintech</i> dalam jangka pendek. <i>Market Book Value</i> berpengaruh negatif pada CAR jangka pendek. <i>Size firm</i> Berpengaruh negatif pada CAR jangka pendek. Dalam jangka panjang, <i>M&A fintech</i> tidak menciptakan nilai tambahan untuk akuisisi perusahaan yang mungkin menunjukkan reaksi investor awal yang berlebihan atas pengumuman <i>M&A fintech</i> . BHAR menghasilkan negatif <i>return</i> dalam jangka panjang
2.	<i>Are abnormal buy and holding returns in mergers subject to value investing variables?</i>	Joeri Moerman (2014)	-BHAR -DealSize -profit margin -net debt to total assets-ratio -Return on equity (ROE) -Net profit margin (PM) -CAR	CAR berpengaruh negatif pada pengumuman <i>M&A</i> jangka pendek. BHAR berpengaruh negatif pada pengumuman <i>M&A</i> dalam kinerja tingkat <i>return</i> jangka panjang. <i>Return on equity (ROE)</i> berpengaruh negatif pada BHAR, dan <i>Profit margin (PM)</i> berpengaruh positif pada kinerja return jangka panjang. <i>Net debt divided by assets</i> berpengaruh negatif pada kinerja return jangka panjang (BHAR)
3.	<i>A robust and powerful test of abnormal stock returns in long-horizon event studies</i>	Anupam Dutta a, Johan Knif b, James W. Kolari c, Seppo Pynnonen	-BHAR -CAR -Calendar time returns -firm size -size/book-to-market matched	BHAR cenderung bekinerja buruk dan CCAR pada <i>post-event</i> terdapat <i>Abnormal return</i> yang negatif, berbeda dengan dengan CCAR pada <i>pre-event</i> menunjukkan abnormal yang positif, untuk <i>Testing for long-horizon IPO and SEO returns</i> cenderung mengungguli rata-rata benchmark saham di

Lanjutan Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL	HASIL
		(2018)	<i>reference stocks</i>	bulan pertama setelah penerbitan tetapi secara konsisten berkinerja buruk di bulan-bulan berikutnya selama beberapa tahun
4.	<i>Hit or miss? - Do acquisitions create value for the acquiring company's shareholders? A long-term event study on acquisitions performed by Swedish IT companies.</i>	Nicole Malpezzi, Eriika Martimo (2017)	<i>mergers and acquisitions, long-term performance, event study, buy-and-hold abnormal returns.</i>	Dalam studi ini, peneliti menguji, apakah perusahaan yang mengakuisisi beroperasi di sektor IT Swedia menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham. <i>Market adjusted model</i> dan <i>market model</i> menghasilkan positif BHAR, yang secara statistik tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena industri pasar uang belum sebesar UK dan Amerika.
5	<i>European cross-border acquisitions: Long-run stock returns and firm characteristics</i>	Mathias Jensen-Vinstrup, Danske Bank, Damiana Rigamonti, Jesper Wulff (2018)	<i>BHAR, Firm Size, Book-to-market</i>	Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap BHAR pada peristiwa akuisisi dan significant dan <i>book to market</i> memiliki hubungan yang positif dengan BHAR dan <i>significant</i> .
6	<i>Excess offer premium and acquirers' performance</i>	Won-Seok Woo, Suhyun Cho, Kyung-Hee Park, Jinho Byun, (2018)	<i>Takeovers, Mergers and acquisitions, Behavioral bias, Cumulative abnormal returns, Long-term performance</i>	Pertama, pengembalian pengakuisisi pada hari pengumuman negatif ketika pengakuisisi membayar kelebihan premi. Peneliti percaya bahwa pasar memandang premi akuisisi di luar jumlah yang tepat yang diharapkan pasar dan menganggapnya sebagai pembayaran berlebihan yang merusak nilai pengakuisisi. Oleh karena itu, peneliti menyarankan bahwa premi perolehan bukan proksi untuk potensi sinergi tetapi indikator kelebihan pembayaran oleh pengakuisisi.

Lanjutan Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu

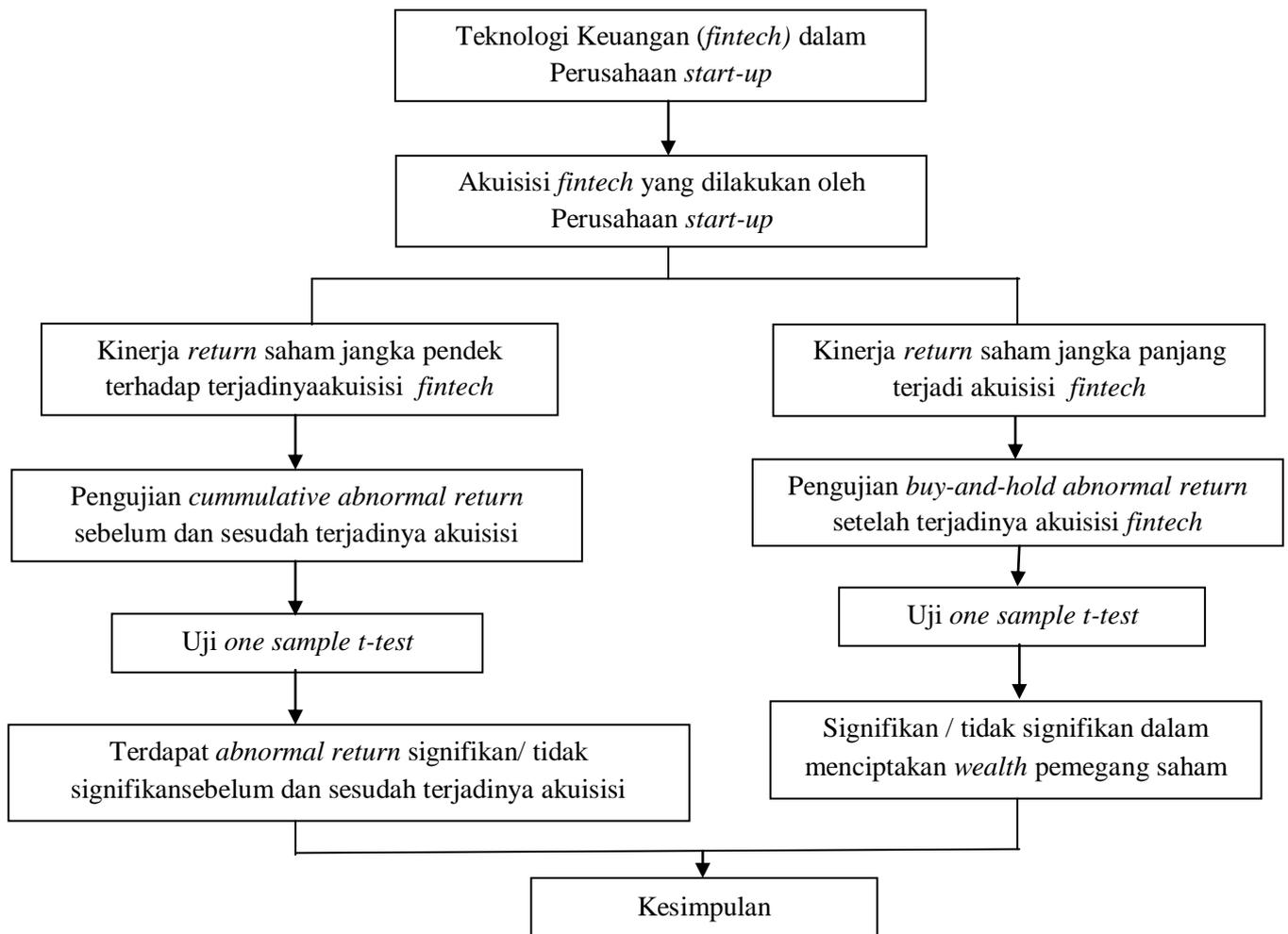
NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL	HASIL
				<p>Kedua, seperti pengembalian pengumuman, pengembalian saham jangka panjang pengakuisisi rendah ketika membayar kelebihan premi untuk target. Ini mungkin menyiratkan bahwa membayar kelebihan premi untuk target tidak dapat menghasilkan pengembalian jangka pendek atau laba jangka panjang untuk pemegang saham yang mengakuisisi.</p> <p>Hubungan negatif antara kelebihan premi dan kinerja jangka panjang dari pihak pengakuisisi melemah seiring berjalannya waktu. Karena menjadi lebih jangka panjang, variabel manajerial lainnya dan faktor lingkungan eksternal akan mempengaruhi kinerja harga saham perusahaan pengakuisisi</p>
7.	<p><i>The Short-And-Long Run Performance Of Mergers And Acquisitions: Evidence From Tadawul</i></p>	<p><i>Nadisah Zakaria, Kamilah Kamaludin (2018)</i></p>	<p><i>Mergers, Acquisitions, Short-and-Long Run Performance, Saudi Arabia, Buy-and-Hold Abnormal return, Market Adjusted Return.</i></p>	<p>Peningkatan nilai (<i>wealth</i>) bagi perusahaan pengakuisisi mungkin tidak menunjukkan reaksi jangka pendek karena dalam jangka panjang, selama 36 bulan berikutnya, saham perusahaan pengakuisisi terus mengungguli benchmark pasar. Penelitian ini memberikan bukti bahwa investor dapat memperoleh BHAR <i>market adjusted model</i> secara positif dan signifikan untuk saham yang dimiliki setelah bulan-bulan penyelesaian acara M&A.</p> <p>Hasilnya mengungkapkan pola yang sama ketika kami beralih ke indeks bobot nilai. Hal ini membuktikan semakin lama investor memegang portofolio, semakin tinggi pengembalian abnormal yang dapat mereka peroleh dari berinvestasi di perusahaan pengakuisisi. Temuan kami selaras dengan pemahaman teoritis bahwa M&A</p>

Lanjutan Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL	HASIL
				menciptakan nilai bagi pemegang saham, terutama di pasar yang sedang tumbuh seperti Arab Saudi meskipun perusahaan lebih muda dan beroperasi di pasar yang berkembang pesat dan kurang matang.
8.	<i>Studying market reactions to Fintech companies - Acquisitions and initial public offerings in OECD Countries</i>	Heikki Sahi (2017)	AR, CAR, AAR	Terdapat pengembalian abnormal positif dilaporkan satu hari setelah pengumuman M&A . Hasil ini mengkonfirmasi temuan sebelumnya dan memperluas temuan ke industri <i>Fintech</i>
9.	<i>Long-Term Impacts Of Startup Accelerators</i>	Joonas Wallenius (2018)	-CAR	1. Perusahaan yang telah berpartisipasi dalam program akselerator startup memperoleh signifikansi lebih muda, rata-rata pada usia 3,1 tahun dan berpengaruh negatif pada CAR 2. Pengumuman perusahaan yang didukung akselerator startup menghasilkan abnormalitas yang lebih tinggi secara signifikan jika dibandingkan dengan pengumuman akuisisi perusahaan modal ventura reguler yang didukung perusahaan.
10.	Dampak Merger Dan Akuisisi Terhadap <i>Abnormal Return Saham Perusahaan Di Indonesia</i> Periode 2016-2018	Chaerani Nisa, Muji Astuti, Christy Dwita Mariana (2019)	- <i>Cumulative Average Return (CAR)</i> , <i>Cumulative Market Adjusted Return (CMAR) dan Difference (Dif)</i> .	1. Terdapat tren peningkatan <i>abnormal return</i> perusahaan sebelum pengumuman M&A. 2. Terdapat ada perbedaan yang signifikan antara return saham sebelum pengumuman dan return saham setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan adanya pengumuman M&A mempengaruhi return saham walaupun tidak seluruhnya berpengaruh positif.

2.8 Kerangka Pikir

Bedasarkan uraian latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan pustaka, dan penelitian terdahulu, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran dari penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka konseptual *long-run abnormal return*.

2.9 Pengembangan Hipotesis

Bedasarkan uraian latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan pustaka, dan penelitian terdahulu yang meneliti peristiwa akuisisi dan *long-run abnormal return* maka terdapat beberapa hipotesis sebagai berikut :

2.9.1 Kinerja *return* saham jangka pendek terhadap terjadinya akuisisi *fintech*

Teori *corporate control* mengatakan bahwa akuisisi seharusnya dapat menghasilkan keuntungan perusahaan dengan memprediksi peningkatan kinerja operasi melalui beberapa macam efisiensi dan menciptakan nilai tambah bagi *wealth* pemegang saham (Sharma dan Ho, 2002). Dampak akuisisi merupakan hasil sinergi yang akan terlihat pada jangka waktu tertentu setelah peristiwa akuisisi. Pemanfaatan sinergi akan dinilai oleh pasar dan akan mempengaruhi harga saham perusahaan (Sutrisno dan Sumarsih, 2004). *Wealth effects* dari suatu *event* yang terjadi dapat direpresentasikan oleh proxy yaitu *abnormal return* (Deepak K. Datta, 1992). Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa akuisisi *fintech* menciptakan pengembalian *abnormal* positif dalam jangka pendek untuk perusahaan karena manfaat teknologi yang dapat diberikannya (Dranev *et al.*, 2019). Berdasarkan hal ini, investor bereaksi positif terhadap niat perusahaan untuk meningkatkan perkembangan teknologi perusahaan. Selanjutnya, berdasarkan peneliti Heikki (2017) menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* positif terhadap pengumuman akuisisi *fintech*. Hasil tersebut membuktikan pengembalian *abnormal* positif yang diterangkan setelah akuisisi terjadi.

Berdasarkan penelitian Ma dan Liu (2017) menyatakan secara teoritis dan empiris bahwa kesepakatan akuisisi itu secara fundamental terkait dengan kualitas dasar dari *start-up*. Akuisisi dalam hal efisiensi membantu menghilangkan ketidakpastian dan keunggulan pasar sumber daya keuangan yang akan dialokasikan untuk teknologi yang lebih baik. Hal ini ditunjukkan untuk *start-up* berkualitas baik, perusahaan seharusnya tidak mencoba untuk memperbesar dan meningkatkan kinerja keuangan

untuk mengesankan investor. Alasannya adalah bahwa investor rasional akan mempertimbangkan pengeluaran dan mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan yang didorong oleh tingkat investasi yang tinggi daripada teknologi yang mendasarinya. Banyak perusahaan keuangan mengakuisisi perusahaan sektor teknologi karena berpotensi menurunkan biaya perusahaan, meningkatkan proses bisnis, menyelesaikan masalah IT yang kompleks, dan mengurangi risiko keamanan Cyber. Berdasarkan hal tersebut, transaksi akuisisi terhadap perusahaan berbasis teknologi (yang ditujukan untuk akuisisi pada *fintech*) dapat menimbulkan reaksi positif dari investor. Motif untuk akuisisi *fintech*, pada dasarnya berbeda dengan akuisisi yang diarahkan untuk *start-up*. Motif dari akuisisi *fintech* adalah untuk mendapatkan akses ke teknologi baru lebih cepat atau dengan biaya lebih rendah daripada yang dibutuhkan untuk membangun *R&D*. Banyak perusahaan berinvestasi besar-besaran ke industri *fintech* dalam upaya untuk tetap di atas revolusi jasa keuangan (Heikki, 2017). Oleh karena itu, berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang pertama adalah sebagai berikut:

H1: Terdapat abnormal return positif signifikan pada terjadinya akuisisi perusahaan fintech oleh perusahaan start-up dalam jangka pendek

2.9.2 Kinerja *return* saham jangka panjang terhadap terjadinya akuisisi *fintech*

Berdasarkan penelitian Malpezzi dan Martimo (2017) menemukan bahwa metode *buy-and-hold abnormal return* adalah metode yang paling tepat untuk diterapkan dalam mengidentifikasi penambahan nilai bagi pemegang saham dalam jangka panjang. Metode ini digunakan untuk mensimulasikan pengalaman investasi aktual dalam hasil *abnormal* dari pemegang saham seakurat mungkin dalam jangka panjang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Kamaludin (2018) yang menyatakan bahwa peningkatan nilai bagi pemegang saham mungkin tidak menunjukkan hasil pada jangka pendek. Hal itu berbeda dalam jangka panjang, saham perusahaan pengakuisisi terus unggul dalam pergerakannya. Penelitian tersebut memberikan bukti bahwa investor dapat memperoleh BHAR secara positif

dan signifikan untuk saham yang dimiliki setelah penyelesaian akuisisi dan tidak ada perbedaan rata-rata hasil BHAR per-periode waktu. Hasil tersebut mengungkapkan semakin lama investor memegang portofolio, semakin tinggi pengembalian *abnormalreturn* yang dapat diperoleh dari investasi di perusahaan pengakuisisi. Selain itu, menurut riset yang dilakukan oleh *dailySocial.id,start-up* yang sukses menggaet investor adalah perusahaan yang punya basis teknologi keuangan (*Fintech*). *Fintech* merupakan bagian dari *start-up* yang menggunakan teknologi sistem keuangan dan distribusi layanan keuangan lebih efisien. Selaras dengan pemahaman teoritis bahwa akuisisi dapat menciptakan *wealth* bagi pemegang saham secara positif. Teori efisiensi memprediksi penciptaan nilai dengan menghasilkan pengembalian positif untuk pengakuisisi dan target (Kariri, 2013).

Selanjutnya, berdasarkan pada penelitian Woo *et al.*, (2018) pada temuannya, menunjukkan BHAR pengakuisisi selama 24 bulan pertama setelah pengumuman akuisisi bahwa ada *return* positif yang signifikan untuk periode 12 bulan dan periode 24 bulan. Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan Malpezzi dan Martimo (2017) akuisisi dalam jangka panjang menghasilkan *buy-and-hold abnormal return* yang positif. Hasil ini tampaknya menunjukkan bahwa akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan Swedia yang beroperasi di sektor *IT* dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham (*wealth*) perusahaan pengakuisisi. Namun, hasil tersebut secara statistik tidak signifikan. Hal itu menggambarkan bahwa pasar uang di Swedia belum terlalu besar dibanding negara-negara maju lainnya. Hal ini mungkin akan berlaku pada penelitian ini karena industri *start-up* belum begitu besar di Bursa Efek Indonesia dan pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*). Berdasarkan uraian tersebut, peneliti menduga bahwa akuisisi *fintech* menimbulkan kepercayaan investor bahwa akuisisi tersebut dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham (*wealth*). Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H2 : Akuisisi fintech menghasilkan buy-and-hold abnormal return positif signifikan bagi pemegang saham perusahaan start-up dalam jangka panjang.