

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

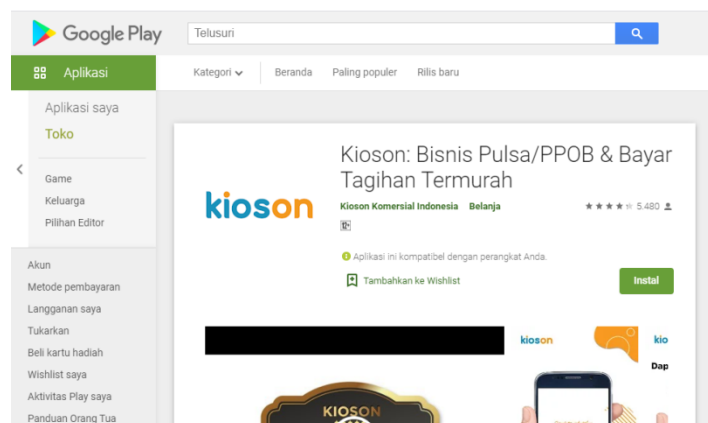
4.1 Deskripsi objek penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah sampel penelitian yang terdiri dari perusahaan *start-up digital* yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan *financial technology (fintech)* pada periode tahun 2017-2019. Berikut deskripsi perusahaan dalam sampel penelitian ini:

4.1.1 PT Kioson Komersial Indonesia, Tbk (KIOS)

PT Kioson Komersial Indonesia, Tbk (KIOS) merupakan perusahaan pengembang *platform* digital pengembangan bisnis untuk usaha *micro*, kecil dan menengah. Pada tanggal 08 Agustus 2015, perusahaan meluncurkan *beta testing* 300 tablet yang telah terinstal aplikasi Kioson untuk menyediakan berbagai layanan yang dapat digunakan oleh para mitra untuk bertransaksi. Fitur dan layanan Kioson tersebut antara lain, loket pembayaran (telepon, listrik, TV kabel, PDAM asuransi, *e-commerce*, dll), penjualan pulsa, paket data, penjualan produk *e-commerce*, penjualan produk asuransi dan jasa layanan keuangan. Berikut adalah aplikasi Kioson yang dapat di unduh di *playstore* :

Gambar 4.1 Aplikasi kioson

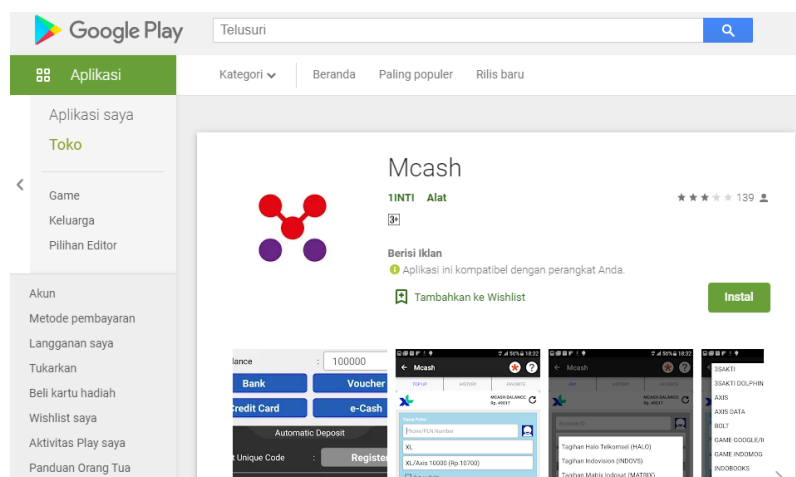


Sumber : *Google play store, 2019*

Pilihan transaksi yang tersedia di aplikasi yang dikembangkan oleh perusahaan, diantaranya, pembelian pulsa, paket data, token listrik, tagihan listrik dan BPJS bulanan, isi Gopay, OVO, Dana, BluePay, TIX ID dan LinkAja, dompet pulsa, bayar transaksi belanja online di Tokopedia, dan melayanipembayaran Zakat, Infaq, Kurban ,Wakaf. Perusahaan *start-up* digital ini melakukan *IPO (Intial Public Offering)* dengan melepas 150 juta lembar saham atau setara 23,07% dari total sahampada tanggal 05 Oktober 2017. Model bisnis yang dikembangkan oleh perusahaan ini berbasiskan kemitraan dan agen perorangan . Oleh karena itu, diperlukan teknologi pendukung dalam layanan pembayaran keuangan yang dapat menjangkau mitra di seluruh Indonesia. Sebagai langkah strategis terkait dengan hal tersebut, pada tanggal 10 Oktober 2017, PT Kioson Komersial Indonesia Tbk menyatakan secara resmi telah mengakuisisi PT Narindo Solusi Komunikasi dengan membeli saham perusahaan sebesar 99,33% atau sebanyak 32.780 lembar saham dengan menggunakan 78,95% dana hasil IPO atau setara Rp. 34.091.200.000,-. PT Narindo Solusi Komunikasi merupakan perusahaan agregator *e-voucher* dan layanan digital keuangan yang punya jangkauan luas terhadap mitra mitra di seluruh Indonesia. Perusahaan *e-aggregator* merupakan salah satu bagian dari teknologi *fintech* yang menggumpulkan dan mengolah data sehingga dapat didistribusikan pada pelanggan untuk membantu pengambilan keputusan berdasarkan minat dan riwayat transaksi pelanggan. Teknologi ini memberikan informasi dalam perbandingan produk, harga dan transaksi.

4.1.2 PT M Cash Integrasi Tbk. (MCAS)

PT M Cash integrasi Tbk, didirikan pada tanggal 01 Juni 2010 di Jakarta. Perusahaan ini merupakan perseroan yang mengembangkan sebuah model usaha distribusi dengan menciptakan sebuah *platform* yang mampu mengintegrasikan O2O (*Online to Offline*), aplikasi dan IoT (*Internet of Things*). *Platform ini* menjangkau masyarakat Indonesia dalam mendapatkan produk digital yang dibutuhkan untuk kegiatan sehari-hari secara lebih mudah. Berikut aplikasi Mcash di *playstore* :

Gambar 4.2 Aplikasi Mcash di *playstore*

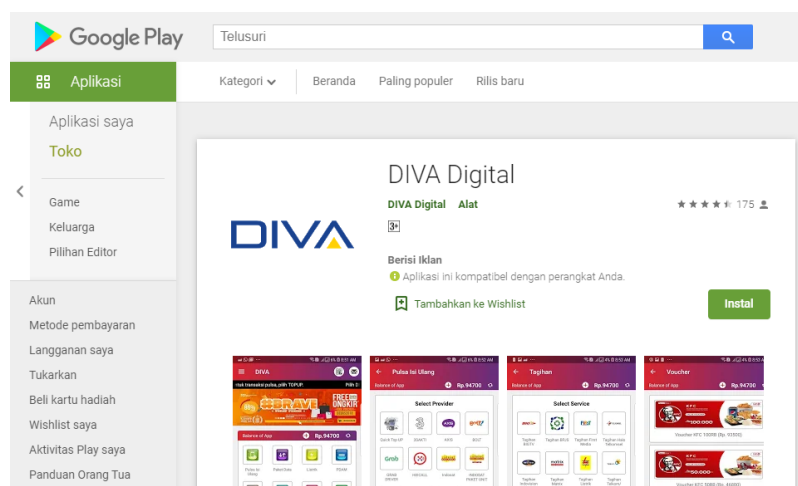
Sumber: *Google playstore*

Platform ini merupakan aplikasi pengembangan distribusi digital *wholesale*, kasir, kios digital, dan aplikasi/*chatbots*. Produk layanan digital yang didistribusikan perusahaan diantaranya mencakup pembayaran tagihan rutin dan cicilan, pembelian paket data internet, pembelian dan *top-up e-money*, *e-vouchers/tickets/restaurants*, dan lain sebagainya dalam satu aplikasi. Fitur *e-wallet* yang dimiliki perusahaan masih dalam tahap pengembangan dan memerlukan teknologi pendukung. Oleh karena itu, PT Mcash Integrasi melakukan akuisisi terhadap PT Matchmove Indonesia pada 20 November 2017 sebesar Rp13.470.000.000 dan setara meningkatkan investasi sahamnya dari Rp1.796.000.000 menjadi sebesar Rp1.995.555.600 dengan persentase kepemilikan sebesar 14,81%. MatchMove merupakan penyedia teknologi untuk dompet elektronik perseroan dengan *co-branding* untuk berbagai fitur seperti *P2P transfer*, *top-up* dari banyak channel, pilihan pembayaran terbuka atau tertutup, *reward*, dan promosi. MatchMove menyediakan produk *on demand bank account*, *on boarding* dan *e-KYC* dari kios, deposit dan *collect cash*, *top-up* dan pembayaran tagihan

4.1.3 PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA)

PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA) merupakan *platform digital business converter* dan *accelerator*. Saat ini kegiatan usaha DIVA adalah sebagai *dealer* produk telekomunikasi. DIVA menyediakan 2 produk untuk UKM DIVA *Smart Outlet* (SO) dan *DIVA Intelligent Instant Messaging* (IM). *DIVA Smart Outlet* adalah sebuah *platform* penjualan dalam bentuk *PoS (Point of Sales)* yang terintegrasi dengan sistem pembayaran dari perbankan atau gerbang pembayaran (*payment gateway*) yang memfasilitasi UMKM untuk melakukan penjualan berbagai barang dan jasa (baik digital maupun *non-digital*). Berikut adalah aplikasi Diva di *playstore* :

Gambar 4.3 Aplikasi Diva di *playstore*



Sumber : *Google playstore*

DIVA Smart Outlet dapat diperlakukan sebagai sistem inventori, kasir dan alat penjualan (*sales tools*) yang terintegrasi dalam satu mesin yang ringkas, ekonomis, aman, dan mudah untuk dibawa. *DIVA Intelligent Instant Messaging* (IM) adalah sebuah *platform* penjualan *via instant messaging* terintegrasi dan memiliki kemampuan untuk organisasi keagenan yang berjenjang. *DIVA Intelligent IM* dapat berjalan di *platform instant messaging* populer di Indonesia yaitu *WhatsApp*, *Facebook Messenger*, *Telegram*, dan *Line*. Berbasis teknologi teranyar *chatbot*

yang didukung oleh algoritma kecerdasan buatan (*Artificial Intelligence*), DIVA *Intelligent IM* memiliki kemampuan untuk membantu UMKM dalam menentukan produk yang dijual, strategi harga, dan prediksi penjualan berdasarkan parameter data historis, kebiasaan (profil belanja) pelanggan, dan parameter lainnya. Sementara itu, PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk (DIVA) melakukan *initial public offering* (IPO) pada 27 November 2018 dengan merilis lebih dari 214 juta saham baru atau setara dengan 30% dari saham. Diva terlibat dalam konverter dan akselerator bisnis digital dengan model bisnis *B2B2C*.

DIVA mengumumkan pembelian 30% saham *startup* penyedia sistem kasir pada tanggal 30 Juli 2019 yaitu, Pawoon. Pawoon merupakan aplikasi *Point of Sales* (POS) berbasis *cloud* terdepan di Indonesia. Pawoon telah berkembang signifikan dalam bisnisnya dengan memperkenalkan *merchants* untuk menggunakan berbagai produk software lengkap dan solusi pembayaran digital seperti *e-money*. PT Distribusi Voucher Nusantara Tbk. (DIVA) mengucurkan sekitar Rp13,95 miliar atau sekitar US\$1 juta untuk mengakuisisi 30% saham PT Alphanovation Digital Teknindo. Alphanovation Digital Teknindo merupakan perusahaan pengembang layanan *point-of-sale* (PoS) dengan merek Pawoon.

Point of Sale adalah suatu sistem yang digunakan oleh berbagai macam usaha ritel untuk menyelesaikan transaksi jual beli. *Point of Sale* kini sudah banyak digunakan oleh banyak jenis usaha, seperti restoran, *coffee shop* (kedai kopi), *barbershop* atau *laundry*. *Point of Sale* terdiri dari seperangkat mesin kasir, lengkap dengan *cash drawer* untuk menyimpan uang dan printer untuk mencetak struk. Tetapi kini dengan berkembangnya teknologi, penggunaan mesin kasir konvensional sudah mulai digantikan oleh *Point of Sale* dengan sistem dan perangkat pendukung yang lebih *modern*. Untuk perangkatnya saja, kini sudah banyak POS yang menggunakan tablet pintar berbasis Android atau iOS, ada juga yang menggunakan perangkat khusus POS yang biasa disebut terminal.

4.1.4 PT NFC Indonesia Tbk (NFCX)

PT NFC Indonesia Tbk (NFCX) merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang usaha jasa teknologi informasi, digital dan telekomunikasi. NFC Indonesia Tbk memiliki beberapa jenis lini usaha yang berbasis teknologi untuk penjualan barang dan jasa. Bisnis NFCX mencakup tiga lini, yaitu *digital product exchange* atau agregator, *digital cloud advertising*, dan *digital media and entertainment*. NFCX juga akan mengumpulkan data dari *e-commerce* yang terkoneksi dengan layanan teknologi NFCX. Selain itu, perusahaan mengembangkan teknologi berbasis pemindaian *bar-code* untuk membantu transaksi bisnis di masyarakat Indonesia. Beberapa produk yang dimiliki NFC adalah *portal aggregator pulsa digital nfcxc.com*, *portal e-commerce selaluada.com* dan *portal e-commerce barang bekas tawarin.com*. Pada tanggal 29 Juni 2018, NFCX memperoleh pernyataan efektif dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham NFCX (IPO) kepada masyarakat sebanyak 166.667.500 saham dengan nilai nominal Rp100,- per saham dengan harga penawaran Rp1.850,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 12 Juli 2018.

Selanjutnya, pada tanggal 19 Maret 2019 melakukan akuisisi terhadap PT Abdi Anugerah Persada (AAP) dengan menguasai 50% saham perusahaan tersebut. Akuisisi ini terafiliasi pada pemegang saham dan pengurus dan menunjang kegiatan usaha utama perusahaan. AAP merupakan perusahaan yang ditunjuk NFCX sebagai *digital top-ups* agregator Telkomsel diseluruh Alfamart dengan melayani semua transaksi *digital top-up* Telkomsel di lebih dari 13.000 toko Alfamart di Indonesia. Akuisisi ini dilakukan untuk memperkuat pondasi sebagai perusahaan *digital exchange/aggregator* dan mempercepat pertumbuhan *digital distribution points*.

4.2 Hasil Analisis Data

4.2.1 Perhitungan Data CAR (*Cummulative Abnormal Return*)

Data yang digunakan dalam penelitian perhitungan *cummulative abnormal return* adalah *actual return*, *expected return*, dan *abnormal return* sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa akuisisi. Perhitungan dilakukan menggunakan *microsoft office* 2010 untuk mencari *abnormal return harian* pada perusahaan *start-up* digital. Untuk menemukan *cummulative abnormal return* (CAR), sebelumnya perlu diketahui *actual return*, *expected return* dan *abnormal return*. Masing-masing data tersebut dapat dilihat sebagai berikut:

4.2.1.1 Actual Return

Perhitungan *actual return* dilakukan terhadap 4 emiten pada saham harian sebelum dan sesudah peristiwa sebagai berikut:

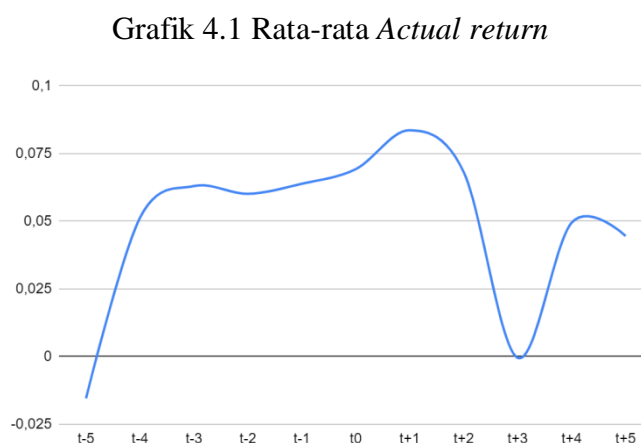
Tabel 4.1 Hasil Data *Actual Return*.

	<i>Actual return sebelum</i>					<i>Actual return sesudah</i>				
	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t-5
KIOS	0,000	0,244	0,250	0,250	0,246	0,250	0,247	0,000	0,250	0,249
MCAS	-0,036	-0,033	0,000	0,000	0,000	0,013	-0,004	-0,004	-0,029	-0,060
DIVA	0,006	-0,006	-0,018	-0,009	-0,006	0,028	-0,012	-0,012	-0,016	-0,003
NFCX	-0,032	0,000	0,020	0,000	0,016	0,044	0,042	0,015	-0,007	-0,007
Rata-rata	-0,015	0,051	0,063	0,060	0,064	0,084	0,068	0,000	0,049	0,045

Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan tabel 4.1 perhitungan *actual return* di atas dengan periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah terjadinya akuisisi, dapat diketahui bahwa saham MCAS dan DIVA mengalami kenaikan *actual return* sesudah terjadinya akuisisi, sedangkan KIOS mengalami penurunan *actual return* sesudah terjadinya akuisisi. Dapat disimpulkan bahwa setelah terjadinya akuisisi, 2 perusahaan mengalami kenaikan *actual return* sedangkan 2 perusahaan mengalami penurunan *actual return*.

Perhitungan *actual return* yang tinggi mencerminkan semakin tinggi pula investor mendapat *capital gain*. Dapat dilihat bahwa sebelum terjadinya akuisisi, rata-rata *actual return* cenderung meningkat stabil, hal ini dikarenakan kenaikan harga saham yang terjadi setiap hari dan menunjukkan bahwa rata-rata investor memperoleh *capital gain* sebagai dampak peningkatan harga saham. Selanjutnya, sampai hari ke-2 sesudah terjadinya akuisisi *return* saham mengalami peningkatan, sedangkan pada hari ke-3 *return* saham mengalami penurunan yang tajam. Namun meningkat kembali pada hari ke-4. Perhitungan rata-rata *actual return* pada tabel diatas digambarkan dalam bentuk grafik sebagai berikut :



Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan Grafik 4.1 diatas, rata-rata *actual return* sebelum terjadinya akuisisi cenderung stabil meningkat, sedangkan rata-rata *actual return* sesudah terjadinya akuisisi mengalami penurunan yang sangat drastis pada hari ke-3. Jika dilihat dari rata-rata *actual return* diatas masih menghasilkan nilai positif maka dapat disimpulkan bahwa rata-rata investor memperoleh *capital gain* sebagai dampak peningkatan harga saham.

4.2.1.2 *Expected Return*

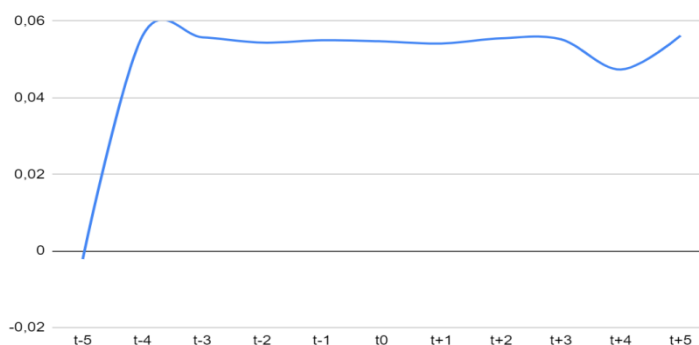
Perhitungan *expected return* dilakukan terhadap 4 emiten pada saham harian sebelum dan sesudah terjadinya akuisisi sebagai berikut :

Tabel 4.2 Hasil Data *Expected Return*.

	<i>Expected Return</i> sebelum					<i>Expected Return</i> sesudah				
	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t-5
KIOS	0,000	0,224	0,225	0,221	0,219	0,223	0,228	0,223	0,220	0,220
MCAS	-0,008	-0,006	-0,007	-0,012	-0,009	-0,007	-0,010	-0,008	-0,008	-0,008
DIVA	-0,002	-0,002	-0,006	-0,005	-0,003	-0,004	-0,003	-0,003	-0,005	-0,002
NFCX	0,002	0,009	0,011	0,013	0,013	0,005	0,008	0,009	-0,017	0,015
Rata-rata	-0,002	0,056	0,056	0,054	0,055	0,054	0,056	0,055	0,047	0,056

Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Expected return adalah profit saham yang diharapkan oleh investor. Model *expected return* yang peneliti gunakan adalah *market model*, model ini menggunakan beta saham dari *actual return* saham dan *return market* yang diregresikan. Berdasarkan tabel 4.2 perhitungan *expected return* di atas dengan periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah terjadinya akuisisi, KIOS mengalami peningkatan rata-rata *expected return* sesudah terjadinya peristiwa akuisisi. Sementara, MCAS, DIVA dan NFCX tidak mengalami peningkatan rata-rata *expected return*. Berdasarkan tabel perhitungan rata-rata *expected return* diatas dengan periode 5 hari sebelum terjadinya akuisisi dan periode 5 hari sesudah terjadinya akuisisi dari 5 perusahaan sampel, dapat dilihat bahwa sebelum akuisisi saham rata-rata *expected return* cenderung menurun stabil. Perhitungan rata-rata *expected return* pada tabel diatas digambarkan dalam bentuk grafik sebagai berikut :

Grafik 4.2 Rata-rata *Expected return*

Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan grafik 4.2 perhitungan rata-rata *expected return* diatas,menunjukkan hasil yang positif. Hal ini berarti informasi tentang berita akuisisi tersebut merupakan kabar baik (*good news*) yang membuat investor memiliki harapan baik pada kinerja perusahaan setelah akuisisi.

4.2.1.3 *Cummulative Abnormal Return*

Perhitungan *cummulative abnormal return* dilakukan terhadap 4 emiten pada saham harian sebelum dan sesudah peristiwa sebagai berikut :

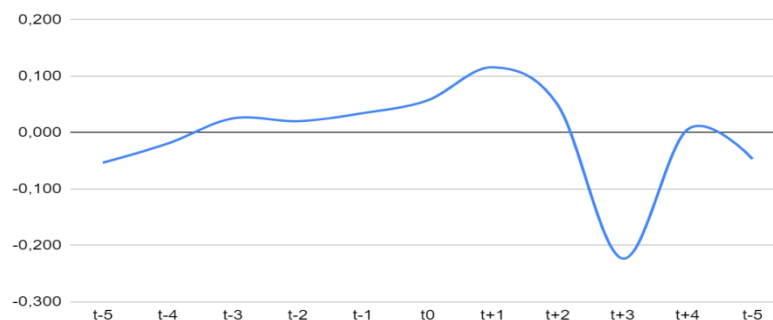
Tabel 4.3 Hasil Data *Cummulative Abnormal Return*

	<i>Abnormal Return</i> Sebelum					<i>Abnormal Return</i> Sesudah				
	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t-5
KIOS	0,000	0,021	0,025	0,029	0,027	0,027	0,019	-0,223	0,030	0,029
MCAS	-0,028	-0,027	0,007	0,012	0,009	0,019	0,006	0,003	-0,021	-0,053
DIVA	0,008	-0,004	-0,012	-0,004	-0,003	0,032	-0,009	-0,010	-0,010	-0,001
NFCX	-0,034	-0,009	0,010	-0,013	0,003	0,039	0,034	0,006	0,010	-0,023
CAR	-0,053	-0,019	0,029	0,023	0,035	0,118	0,051	-0,223	0,009	-0,047

Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Abnormal return adalah kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Sedangkan, *cummulative abnormal return* adalah kumpulan dari abnormal return selama periode estimasi pengamatan. Penelitian ini menggunakan perhitungan *Cummulative Abnormal Return (CAR)* dengan *event window* 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah terjadinya akuisisi *fintech* yang dilakukan oleh perusahaan *start-up*. Berikut adalah pergerakan CAR pada peristiwa terjadinya akuisisi tersebut:

Grafik 4.3 Hasil perhitungan CAR



Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan pada grafik 4.3 diatas, terlihat pergerakan CAR pada periode sekitar terjadinya akuisisi secara umum berfluktuasi. Hal ini terlihat pada pergerakan CAR 5 hari sebelum terjadinya akuisisi bergerak meningkat sampai hari ke-2 sesudah terjadinya akuisisi. CAR pada hari ke-4 sebelum terjadinya akuisisi mencapai angka -0,019 dan meningkat sebesar 0,029 pada hari ke-3 sebelum terjadinya akuisisi. Pada hari ke-2 sebelum terjadinya akuisisi memperlihatkan CAR sebesar 0,023 dan pada hari ke-1 sebelum terjadinya akuisisi mencapai 0,035. Dapat disimpulkan, selama 4 hari sebelum akuisisi CAR tergambar berfluktuasi meningkat secara positif.

Selain itu, CAR terus mengalami peningkatan sampai hari ke-2 sesudah akuisisi terjadi yaitu sebesar 0,058 pada hari ke-0, pada hari ke-1 mencapai 0,118 dan hari ke-2 sesudah terjadinya akuisisi sebesar 0,051. Namun, pada hari ke-3 terjadi penurunan sebesar -0,223 dan meningkat kembali pada hari ke-4 sesudah terjadinya akuisisi sebesar 0,009. Peristiwa terjadinya akuisisi tersebut mempengaruhi reaksi pasar yang dapat ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang berarti bahwa suatu peristiwa mengandung informasi. *Abnormal return* yang positif berarti menunjukkan bahwa suatu peristiwa memberikan berita baik (*good news*) bagi pelaku pasar (investor), sebaliknya *abnormal return* yang negatif menunjukkan bahwa suatu peristiwa mengindikasikan berita buruk (*bad news*) bagi pelaku pasar (investor). Dapat dilihat pada grafik 4.3 menunjukkan CAR berfluktuasi meningkat sampai hari ke-2 setelah akuisisi terjadi, hal ini mengindikasikan bahwa kinerja yang

baik pada *returns* saham namun, pada hari ke-3 setelah akuisisi terjadi mengalami penurunan drastis yang menunjukkan kinerja yang buruk pada *retrun* saham.

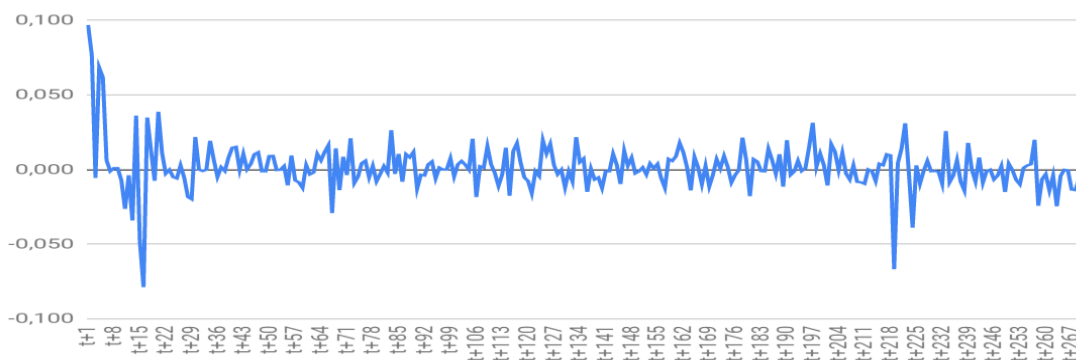
4.2.2 Perhitungan Data BHAR (*Buy-and-hold Abnormal Return*)

Long-run abnormal return yang dihitung dengan metode *buy-and-hold abnormal return* yang dikembangkan oleh John D. Lyon (1999). *Buy-and-hold abnormal returns* telah menjadi metode standar untuk mengukur jangka panjang *abnormal return* yang dikembangkan oleh (Fama, 1970; John D. Lyon, 1999). Data yang digunakan dalam penelitian perhitungan *buy-and-hold abnormal return* adalah *actual return*, *expected return*, dan mengkalikan seluruh *abnormal return* sesudah pengumuman akuisisi selama periode estimasi. Perhitungan dilakukan menggunakan *microsoft office 2010* untuk mencari *abnormal return harian* pada perusahaan start-up digital. Masing-masing data tersebut dapat dilihat sebagai berikut:

4.2.2.1 Actual Return

Perhitungan *actual return* dilakukan terhadap 4 emiten pada saham harian selama 270 hari pengamatan sebagai berikut:

Grafik 4.4 Hasil Perhitungan Rata-Rata *Actual Return*



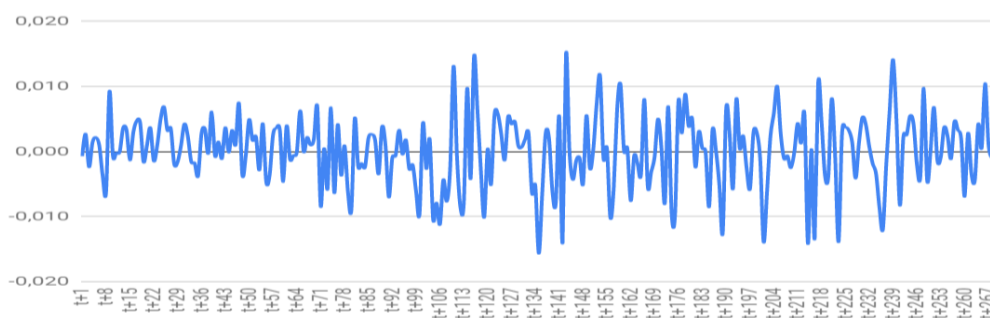
Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan grafik 4.4 di atas dengan periode pengamatan 270 hari setelah terjadinya akuisisi akuisisi, seluruh emiten mengalami perubahan rata-rata *actual return* naik ataupun turun. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan mengalami penurunan *actual return* pada hari ke 15 setelah terjadinya akuisisi dan berfluktuasi stabil pada hari ke-22 sampai hari ke 211. Namun, pada hari ke-218 *actual return* mengalami penurunan dan meningkat kembali dengan stabil sampai hari ke-270 setelah terjadinya akuisisi. Berdasarkan hal tersebut, perhitungan *actual return* yang tinggi mencerminkan semakin tinggi pula investor mendapat *capital gain*.

4.2.2.2 *Expected Return*

Perhitungan *expected return* dilakukan terhadap 4 emiten pada saham harian selama 270 hari periode pengamatan sebagai berikut :

Grafik 4.5 Hasil Data *Expected Return*



Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Expected return adalah profit saham yang diharapkan oleh investor. Sementara, model *expected return* yang peneliti gunakan adalah *market adjusted model*. *Market adjusted model* ini dihitung dengan menghitung *return* pasar selama 270 hari periode pengamatan. Berdasarkan grafik 4.2 menunjukkan bahwa hasil rata-rata *expected return* selama 270 hari periode pengamatan menggambarkan hasil yang berfluktuasi. Hal ini berarti *return* yang diharapkan sangat beragam. Hal ini memiliki arti bahwa peristiwa terjadinya akuisisi tidak memiliki kandungan informasi yang menyebabkan

investor untuk menurunkan harapannya terhadap prospek perusahaan masa depan (Lestari *et al.*, 2015).

4.2.2.3 Perhitungan *Buy-And-Hold Abnormal Return (BHAR)*

Untuk menghitung kinerja *return* saham jangka panjang sebuah *event* akuisisi, penelitian ini menggunakan *buy-and-hold abnormal return* dalam mengidentifikasi *wealth* pemegang saham dengan *event window* [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270]. Berikut hasil data perhitungan BHAR selama periode [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270] :

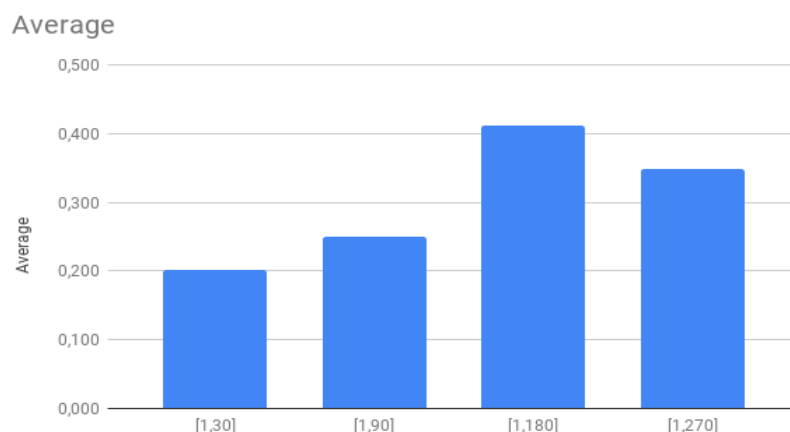
Tabel 4.4 Hasil BHAR

	[1,30]	[1,90]	[1,180]	[1,270]
KIOS	1,109	1,085	0,857	1,144
MCAS	-0,241	0,137	0,402	0,224
DIVA	-0,164	-0,148	0,116	-0,175
NFCX	0,102	-0,076	0,270	0,200
Average	0,202	0,250	0,411	0,348

Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan tabel diatas didapatkan hasil rata-rata BHAR selama satu bulan pertama [1,30] yaitu sebesar 0,202; lalu pada kuartal pertama setelah terjadinya akuisisi akuisisi terjadi [1,90] menghasilkan rata-rata BHAR sebesar 0,250; pada kuartal kedua [1,180] rata-rata BHAR terhitung sebesar 0,411 dan pada periode [1,270] menghasilkan rata-rata sebesar 0,348. Data perhitungan BHAR selama periode [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270] dapat dilihat pada grafik dibawah ini:

Grafik 4.6 Hasil BHAR



Sumber: *Yahoo Finance*, data diolah (2020).

Berdasarkan grafik 4.6 diatas dapat dilihat bahwa rata-rata *buy-and-hold abnormal return* mengalami peningkatan pada periode pengamatan [1,30] sampai [1,180] dan mengalami penurunan pada periode [1,270]. Rata-rata *buy-and-hold abnormal return* tertinggi terjadi pada periode [1,180] yaitu sebesar 0,411. Hal ini menunjukkan bahwa terjadinya akuisisi dapat menciptakan kinerja *retrun* yang tinggi pada periode [1,180].

4.3 Hasil Uji Prasyarat Analisis

4.3.1 Statistika Deskriptif untuk CAR

Analisis statistik deskriptif merupakan suatu metode yang digunakan untuk meringkas perbandingan variabel ke dalam satu tabel. Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran secara umum terhadap variabel penelitian yang berasal dari sampel penelitian dalam bentuk nilai minimum, maksimum, *mean* atau rata-rata, standar deviasi. Hasil statistika CAR sebelum dan sesudah dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5 Hasil Statistika Deskriptif CAR

<i>Variable</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>StDev</i>	<i>Minimum</i>	<i>Median</i>	<i>Maximum</i>
CAR Sebelum	5	0,002	0,037	-0,053	0,020	0,035
CAR Sesudah	5	-0,020	0,129	-0,223	0,006	0,116

Sumber: *Minitab 18version*, data diolah peneliti (2020)

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada tabel 4.5 dapat diketahui bahwa diperoleh rata-rata CAR sebelum terjadinya akuisisi sebesar 0,002. Nilai median sebesar 0,020 tidak berbeda jauh dengan nilai rata-rata, mengindikasikan tingkat *skewness* yang kecil. *Skewness* adalah derajat ketidak simetrisan suatu distribusi. Jadi distribusi data CAR sebelum terjadinya akuisisi dikatakan simetris. Standar deviasi adalah nilai statistik yang digunakan untuk menentukan bagaimana sebaran data dalam sampel, dan seberapa dekat titik data individu ke mean atau rata-rata nilai sampel. Sementara, diketahui bahwa nilai *standar deviasi* CAR sebelum terjadinya akuisisi sebesar 0,037 dengan nilai rata-rata sebesar 0,002. Hal tersebut mengindikasikan bahwa sebaran data dalam sampel tidak begitu jauh dari titik data individu. Nilai *maximum* CAR sebelum terjadinya akuisisi sebesar 0,035 yang mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai CAR tertinggi pada periode pengamatan 5 hari sebelum terjadinya akuisisi. Nilai *minimum* CAR sebesar -0,053 yang mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai CAR terendah pada periode pengamatan 5 hari sebelum terjadinya akuisisi.

Selanjutnya, berdasarkan hasil analisis deskriptif pada tabel 4.5 dapat diketahui bahwa diperoleh rata-rata CAR 4 hari sesudah terjadinya akuisisi sebesar -0,020. Nilai median sebesar 0,006 berbeda jauh dengan nilai rata-rata, mengindikasikan tingkat *skewness* yang besar. *Skewness* adalah derajat ketidak simetrisan suatu distribusi. Jadi distribusi data tersebut tidak terlalu simetris. Nilai *maximum* CAR 5 hari sesudah terjadinya akuisisi sebesar 0,116 yang mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai CAR tertinggi pada periode pengamatan 5 hari sesudah terjadinya akuisisi. Nilai *minimum* CAR 5 hari sesudah terjadinya akuisisi sebesar -0,223 yang mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai CAR terendah pada periode

pengamatan 5 hari sesudah terjadinya akuisisi. Sementara, diketahui bahwa nilai *standar deviasi* pada CAR 5 hari sesudah terjadinya akuisisi sebesar 0,129 dengan nilai rata-rata sebesar -0,020. Hal tersebut mengindikasikan bahwa sebaran data dalam sampel tidak begitu jauh dari titik data individu.

4.3.2 Statistika Deskriptif untuk BHAR

Analisis deskriptif diperlukan untuk mengetahui gambaran data *buy-and-hold abnormal return* perusahaan *start-up* pada periode pengamatan selama 270 hari setelah terjadinya akuisisi akuisisi *fintech*. Untuk dapat mengetahuinya yaitu dengan menghitung nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, dan nilai maksimum, serta standar deviasi data. Berikut adalah statistika deskriptif untuk rata-rata BHAR yang dihasilkan selama periode estimasi:

Tabel 4.6 *Descriptive Statistics* BHAR

<i>Variable</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>StDev</i>	<i>Minimum</i>	<i>Median</i>	<i>Maximum</i>
BHAR	18	0,296	0,461	-0,241	0,169	1,144

Sumber: *Minitab 18version*, data diolah peneliti (2020)

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada tabel 4.6 dapat diketahui bahwa diperoleh rata-rata BHAR padaterjadinya akuisisi sebesar 0,296. Nilai median sebesar 0,169 tidak berbeda jauh dengan nilai rata-rata, mengindikasikan tingkat *skewness* yang kecil. *Skewness* adalah derajat ketidak simetrisan suatu distribusi. Jadi distribusi data BHAR pada terjadinya akuisisi dapat dikatakan simetris. Standar deviasi adalah nilai statistik yang digunakan untuk menentukan bagaimana sebaran data dalam sampel, dan seberapa dekat titik data individu ke *mean* atau rata-rata nilai sampel. Sementara, diketahui bahwa nilai *standar deviasi* BHAR sebesar 0,461 dengan nilai rata-rata sebesar 0,296. Hal tersebut mengindikasikan bahwa sebaran data dalam sampel tidak begitu jauh dari titik data individu. Nilai *maximum* BHAR sebesar 1,144 yang mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai BHAR tertinggi yang dihasilkan selama terjadinya akuisisi. Nilai *minimum* BHAR sebesar -0,241 yang

mengindikasikan bahwa nilai ini merupakan nilai BHAR terendah selama terjadinya akuisisi.

4.3.3 Hasil Uji Normalitas untuk CAR

Uji normalitas dimaksudkan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandardisasikan pada model regresi berdistribusi normal atau tidak (Sugiyono, 2017). Berikut adalah hasil uji normalitas *one-sample kolmogorov-smirnov test* terhadap CAR pada *event window* 4 hari sebelum terjadinya akuisisi dan 4 hari setelah terjadinya akuisisi yang ditampilkan dalam tabel dibawah ini:

Tabel 4.7 Uji Normalitas *one-sample kolmogorov-smirnov test* CAR

	Mean	StDev	N	K-smirnov	p-value
CAR Sebelum	0,0016	0,0367	5	0,292	0,150
CAR Sesudah	-0,0196	0,1285	5	0,216	0,150

Sumber: *Minitab 18 version*, data diolah peneliti (2020)

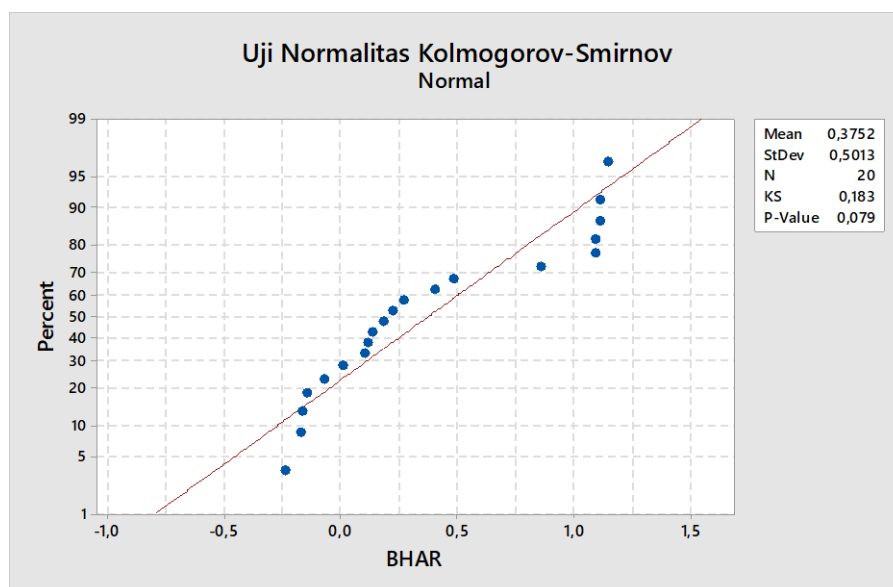
Berdasarkan tabel 4.7 diatas menunjukkan CAR sebelum menghasilkan nilai *kolmogorov-smirnov* sebesar 0,292 dengan nilai *p-value* sebesar 0,150 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari nilai signifikansi 0,050 sehingga dapat dikatakan bahwa data berdistribusi normal. Selain itu, CAR sesudah menunjukkan bahwa nilai *p-value* untuk CAR selama periode perhitungan menunjukkan nilai *kolmogorov-smirnov* sebesar 0,216 dengan *p-value* sebesar 0,150 yang lebih besar dari nilai signifikansi sebesar 0,05 yang berarti bahwa data berdistribusi normal. Jadi, dapat disimpulkan bahwa seluruh nilai *p-value* lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 yang menunjukkan seluruh data berdistribusi normal, baik CAR sebelum maupun CAR sesudah.

4.3.4 Hasil Uji Normalitas untuk BHAR

Uji normalitas dimaksudkan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandardisasikan pada data berdistribusi normal atau tidak (Sugiyono, 2017).

Berikut adalah hasil uji normalitas *one-sample kolmogorov-smirnov test* terhadap BHAR sesudah terjadinya akuisisi yang ditampilkan dalam grafik dibawah ini:

Grafik 4.7 Uji Normalitas *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* BHAR



Sumber: *Minitab 18version*, data diolah peneliti (2020)

Berdasarkan data dari grafik diatas, dapat diketahui bahwa hasil nilai *p-value* pada uji normalitas *kolmogorov-smirnov* sebesar 0,079. Nilai tersebut menunjukkan bahwa nilai *p-value* untuk BHAR lebih besar dari nilai α sebesar 5% (0,05) yang berarti bahwa data terdistribusi normal. Selanjutnya, pengujian hipotesis dapat dilakukan setelah uji normalitas.

4.4 Hasil Pengujian Hipotesis

Berikut adalah hipotesis pertama:

H₀: Tidak terdapat abnormal return positif signifikan sebelum dan sesudah terjadinya akuisisi perusahaan fintech oleh perusahaan start-up.

H_a: Terdapat abnormal return positif signifikan sebelum dan sesudah terjadinya akuisisi perusahaan fintech oleh perusahaan start-up.

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji *one sample t-test* yang dilakukan untuk membuktikan dugaan bahwa terdapat *abnormal return* pada periode pengamatan. Berikut adalah hasil dari pengujian tersebut:

Tabel 4.8 Hasil Uji *One Sample t-test*

<i>Sample</i>	<i>N</i>	<i>t-value</i>	<i>p-value</i>
CAR Sebelum	5	0,10	0,927
CAR Sesudah	5	-0,34	0,750

Sumber: *Minitab 18version*, data diolah peneliti (2020)

Berdasarkan tabel 4.8 diperoleh hasil pengujian *one sample t-test* dengan hasil *p-value* sebesar 0,927 untuk CAR sebelum dan 0,750 untuk CAR Sesudah terjadinya akuisisi. Nilai *p-value* pada CAR Sebelum lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 dan nilai *p-value* pada CAR Sesudah lebih besar dari nilai signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* positif signifikan sebelum dan sesudah terjadinya akuisisi perusahaan *fintech* oleh perusahaan *start-up*.

Selanjutnya hipotesis yang kedua, sebagai berikut :

H0: Akuisisi fintech tidak menghasilkan buy-and-hold abnormal return positif signifikan bagi pemegang saham perusahaan start-up dalam jangka panjang.

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

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji satu sampel (*one sampel t-test*) yang digunakan untuk membandingkan satu variabel bebas. *One sample t test* merupakan teknik analisis untuk membandingkan satu variabel bebas. Teknik ini digunakan untuk menguji apakah nilai tertentu berbeda secara signifikan atau tidak dengan rata-rata sebuah sampel. Berikut adalah hasil dari pengujian *one sampel t-test buy-and-*

hold abnormal return yang signifikan selama periode [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270]:

Tabel 4.9 Hasil Pengujian *one sample t-test*

<i>Sample</i>	<i>N</i>	<i>t-value</i>	<i>p-value</i>
[1,30]	4	0,65	0,564
[1,90]	4	0,88	0,446
[1,180]	4	2,58	0,082
[1,270]	4	1,24	0,303

Sumber: *Minitab 18version*, data diolah peneliti (2020)

Berdasarkan tabel 4.9 mengenai hasil uji *one sample t-test* BHAR menunjukkan bahwa pada periode [1,30] menghasilkan *p-value* sebesar 0,564. Sedangkan pada periode [1,90] menunjukkan *p-value* sebesar 0,446 sementara pada periode [1,180] nilai *p-value* menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,082 dan pada periode [1,270] menunjukkan *p-value* sebesar 0,303. Tabel 4.9 diatas menunjukkan bahwa semua periode pengamatan menghasilkan *p-value* diatas 0,05 yang berarti bahwa tidak ada BHAR yang signifikan. Namun, untuk nilai rata-rata BHAR yang dihasilkan, menunjukkan hasil yang positif. Hal ini dapat disimpulkan bahwa seluruh perhitungan pada periode [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270] menghasilkan nilai BHAR yang positif akan tetapi tidak signifikan secara statistik.

4.10 Pembahasan

4.10.1 Pembahasan Kinerja *Return Saham Jangka Pendek Akuisisi Fintech*

Berdasarkan perhitungan *one sample t-test* pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* saham positif signifikan pada peristiwa terjadinya akuisisifintech. Hal ini terlihat dari hasil uji statistik yang menampilkan seluruh nilai *p-value* lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 yang berarti tidak terdapat *abnormal return* yang tercipta pada terjadinya akuisisi tersebut. Hasil ini mencerminkan bahwa terjadinya akuisisifintech yang dilakukan perusahaan *start-up* di Bursa Efek Indonesia tidak berpengaruh pada reaksi investor. Maka dapat disimpulkan bahwa

hipotesis dalam penelitian ini tidak terdukung yaitu “*Terdapat abnormal return positif signifikan pada terjadinya akuisisi perusahaan fintech oleh perusahaan start-up dalam jangka pendek*”.

Secara perhitungan, CAR menunjukkan nilai rata-rata yang positif yang berarti bahwa kinerja *return* saham menciptakan *wealth* bagi pemegang saham dalam jangka pendek. CAR yang positif menunjukkan kinerja *return* saham yang berhasil atas akuisisi yang dilakukan perusahaan. Hal ini sejalan dengan 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).

Namun perlu diingat bahwa hasil ini tidak signifikan secara statistik. Hal ini dikarenakan lama periode jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang dinilai ekonomis seperti, pengumuman *right issue*, pengumuman laba, dan pengumuman pembagian dividen dapat diprediksi dengan mudah oleh investor, periode jendela dapat diestimasi dalam jangka pendek. Hal ini disebabkan investor dapat bereaksi dengan cepat. Sebaliknya, untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit diprediksi seperti merger dan akuisisi, investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi. Hal ini terkait dengan proses akuisisi yang membutuhkan waktu untuk menghasilkan efek sinergi yang tidak bisa dihitung dalam jangka pendek. Terlebih akuisisi dalam penelitian ini menargetkan pada perusahaan yang memiliki basis teknologi keuangan, dimana untuk memasukan teknologi baru kedalam teknologi yang ada di perusahaan pengakuisisi membutuhkan waktu penyesuaian dan masa transisi teknologi.

Bedasarkan penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Kamaludin (2018) menyatakan bahwa peningkatan nilai bagi pemegang saham perusahaan

pengakuisisi tidak menunjukkan hasil pada jangka pendek. Hal itu berbeda dalam jangka panjang, saham perusahaan pengakuisisi terus unggul dalam pergerakannya. Strategi *buy-and-hold* merupakan hal tepat yang memungkinkan investor untuk menahan lebih lama saham yang dimiliki selama periode tertentu dengan melihat kinerja jangka panjang perusahaan setelah akuisisi (Campbell, Lo dan MacKinlay, 1997; Haven *et al.*, 1985; Jogiyanto, 2000; Siayor dan Berger, 2019). Hal tersebut menggambarkan bahwa semakin lama investor memegang portofolio, semakin tinggi pengembalian *abnormal return* yang dapat diperoleh dari investasi di perusahaan pengakuisisi. Selain itu, penelitian ini tidak membuktikan penelitian Dranev, Frolova, dan Ochirova (2019) yang menyatakan bahwa terjadinya akuisisi *fintech* berpengaruh pada *abnormal return* dalam jangka pendek. Penelitian tersebut dilakukan di Rusia dimana industri teknologi di negara tersebut sudah jauh lebih berkembang dibandingkan Indonesia. Sementara, industri teknologi keuangan dan perusahaan *start-up* di Indonesia masih dalam tahap pengembangan.

4.10.2 Pembahasan Kinerja Return Saham Jangka Panjang Akuisisi *Fintech*

Buy-and-hold abnormal return berkaitan dengan *strategic passive management* yang dapat diterapkan dengan baik di pasar yang efisien. Artinya, investor sudah memperoleh semua informasi yang diperlukan sehingga harga saham yang terbentuk sudah mencerminkan informasi yang tersedia untuk publik sehingga pada tahap ini investor tidak perlu lagi melakukan riset. Di pasar modal efisien, investor dapat memilih saham secara acak, karena harganya sudah mencerminkan informasi yang ada (Pranyoto, 2018). Teori pasar efisien mengatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi dan kenyataan yang terjadi di perusahaan. Efisiensi pasar berbanding terbalik dengan *abnormal return*. Dengan kata lain, semakin efisien suatu pasar, maka semakin kecil kemungkinan investor untuk memperoleh return lebih dari pasar (*abnormal return*) (Fama, 1970).

Berdasarkan perhitungan *one sample t-test* pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa terdapat rata-rata *buy-and-hold abnormal return* yang positif yang dihasilkan pada

seluruh periode pengamatan [1,30], [1,90], [1,180] dan [1,270]. Hasil tersebut menggambarkan bahwa akuisisi tersebut mampu untuk menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham (*wealth*) atas akuisisi *fintech* yang dilakukan perusahaan *start-up*. Sejalan dengan pandangan 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). Menurut Azwat dan Rikumahu (2016), menyatakan bahwa pada prinsipnya motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan akuisisi yaitu motif ekonomi yang berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*wealth*) dalam jangka panjang (*long-run*).

Namun, perlu diperhatikan hasil ini tidak signifikan secara statistik, hasil uji statistik menampilkan seluruh nilai *p-value* lebih besar dari nilai signifikasi 0,05. Hal ini berarti akuisisi *fintech* tidak menciptakan *wealth* bagi pemegang saham secara signifikan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa akuisisi tidak menciptakan sinergi atau perusahaan yang diakuisisi gagal memperoleh keuntungan dari sinergi. Perusahaan-perusahaan yang mengakuisisi bahkan mungkin membayar harga terlalu tinggi untuk efek sinergis dan akhirnya menghancurkan nilai *wealth* daripada menciptakan nilai bagi pemegang saham (*wealth*) perusahaan pengakuisisi.

Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan Malpezzi dan Martimo (2017) yang menyebutkan bahwa akuisisi dalam jangka panjang menghasilkan *buy-and-hold abnormal return* yang positif tidak signifikan. Hasil tersebut tampaknya menunjukkan bahwa akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang beroperasi di sektor *IT* dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham (*wealth*) perusahaan pengakuisisi. Hasil penelitian tersebut juga secara statistik tidak signifikan.

Penelitian tersebut terjadi pada pasar uang di Swedia dimana pasar uang di negara tersebut belum terlalu besar dibanding negara-negara maju lainnya. Hal ini mungkin 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*). Selain itu, beberapa peneliti menyatakan (Chuang, 2016; Dickinson, 2010; Owen & Yawson, 2010) perusahaan *start-up* merupakan perusahaan rintisan yang baru berkembang dan dikategorikan sebagai perusahaan muda dengan siklus hidup (*life cycle*) perusahaan tahap awal, yang diyakini beberapa peneliti bahwa perusahaan di awal siklus hidup perusahaan dinilai belum mampu meluncurkan akuisisi dimana kondisi keuangan yang cenderung belum stabil. Selain itu, dalam mengintegrasikan teknologi dua perusahaan pada proses akuisisi, memungkinkan mengakibatkan munculnya berbagai *IT troubleshooting* dan akan menimbulkan terganggunya kinerja perusahaan itu sendiri.