
Dampak Merger Terhadap Harga Saham BRIS

Muchlis

STIE Indonesia Banking School

muchlis@ibs.ac.id

Abstract

This study aims to reveal whether the stock market reacted appropriately to information on the merger that occurred, where BRIS accepted the entry of BSM and BNIS that had not yet gone public. The market reaction is observed through stock price movements and changes in the trading volume of BRIS shares on the Indonesia Stock Exchange. The results of this research, namely an increase in the volume of trading shares may reflect a disagreement between investors about the intrinsic value of BRIS shares after the merger. The BRIS merger can increase the volatility of its share price, although not significantly. The increase in BRIS assets after merging BSM and BNIS actually increased the value of BRIS shares. A year after the merger, BRIS's stock price was between the upper limit of PER x EPS and the lower limit of PBV x BVS, indicating investors' expectations of good prospects for profit growth after the merger

Keywords: trading volume, disagreement investors, stock price.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan mengungkapkan apakah pasar saham bereaksi secara tepat atas informasi merger yang terjadi, dimana BRIS menerima masuknya BSM dan BNIS yang belum go-publik. Reaksi pasar diamati melalui pergerakan harga saham dan perubahan volume perdagangan saham BRIS di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini yaitu peningkatan volume perdagangan saham dapat mencerminkan adanya *disagreement* investor tentang nilai intrinsik saham BRIS pasca merger. Merger BRIS dapat meningkatkan volatilitas harga sahamnya, meskipun tidak signifikan. Membesarnya asset BRIS setelah menggabungkan BSM dan BNIS ternyata meningkatkan nilai β saham BRIS. Setahun pasca merger, harga saham BRIS berada di antara batas atas PER x EPS dan batas bawah PBV x BVS, yang menunjukkan ekspektasi para investor akan adanya prospek pertumbuhan laba yang baik pasca merger.

Kata Kunci: volume perdagangan, *disagreement* investor, harga saham.

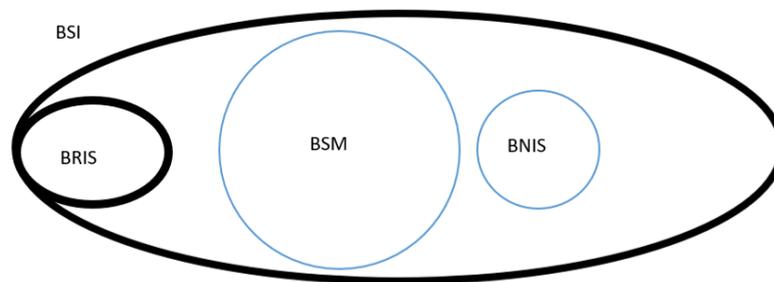
1. Pendahuluan

Pada tanggal 1 Februari 2021, terjadi penggabungan tiga bank syariah, yaitu BRIS (BRI Syariah Tbk), BNIS (PT Bank BNI Syariah) dan BSM (PT Bank Mandiri Syariah) menjadi Bank Syariah Indonesia (BSI). Dari ketiga bank itu, hanya BRIS yang sudah *go-public*, sedangkan BNIS dan BSM hampir 100% sahamnya masing-masing dimiliki oleh Bank BNI dan Bank Mandiri. Sejak tanggal 1 Februari itu, entitas BNIS dan BSM dibubarkan, dan seluruh asset dan liabilitasnya dipindahkan ke BRIS yang kemudian diganti namanya menjadi Bank Syariah Indonesia (BSI).

Pada tanggal 13 Oktober 2020, terjadi lonjakan harga saham BRIS sebesar 25,00%, yang merupakan lonjakan pertama sejak informasi tentang rencana merger mulai diserap oleh para investor di pasar saham. Kenaikan harga saham secara fundamental lebih diyakini telah terjadi bila disertai dengan kenaikan volume perdagangan saham.

Kinerja keuangan BSM jauh lebih tinggi dibandingkan kinerja BRIS dan total asset BSM hampir dua kali total asset BRIS. BRIS sebagai *surviving bank* dalam merger ini mendapat suntikan asset BSM sebesar dua kali nilai asetnya sendiri, dengan kinerja profitabilitas yang lebih tinggi, maka harga saham BRIS tentunya akan naik cukup signifikan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengungkapkan apakah pasar saham bereaksi secara tepat atas informasi merger yang terjadi, dimana BRIS menerima masuknya BSM dan BNIS yang belum go-publik. Reaksi pasar akan diamati melalui gerakan harga saham dan perubahan volume perdagangan saham BRIS di Bursa Efek Indonesia. Ketepatan reaksi tersebut akan dievaluasi dengan membandingkan harga saham BRIS setelah merger dengan nilai intrinsiknya berdasarkan aspek-aspek fundamental BRIS setelah merger dengan BSM dan BNIS.



Gambar 1. Jumlah Bank Merger

2. Tinjauan Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Pasar saham dikatakan efisien bila para investornya bereaksi secara cepat dan tepat atas informasi tentang perusahaan penerbit saham-saham yang diperdagangkan di pasar itu. Dalam pasar yang efisien, harga-harga saham akan sepenuhnya merefleksikan pengetahuan kolektif para pelaku di pasar dan kecermatan mereka dalam memproses informasi yang tersedia bagi mereka. (Scott, 2015). Hasil pengolahan informasi oleh para pelaku pasar, tercermin pada perubahan harga pasar saham. Penelitian klasik oleh Ball dan Brown (1968) mengungkapkan adanya reaksi harga pasar saham atas laba yang dilaporkan perusahaan penerbit saham. Sedangkan Beaver (1968) mengungkapkan adanya reaksi pelaku pasar dengan mengukur perubahan volume perdagangan saham di sekitar tanggal pengumuman laba.

Merger antara dua atau lebih perusahaan bisa meningkatkan kinerja ekonomi, karena timbulnya sinergi diantara perusahaan-perusahaan yang bergabung. Timbulnya sinergi bisa diakibatkan oleh terjadinya peningkatan kemampuan menaikkan pendapatan (*revenue enhancement*) dan peningkatan efisiensi operasional yang mengakibatkan penurunan biaya (*cost reduction*). (Ross., Stephen A, 2022). *Revenue enhancement* bisa timbul karena perluasan wilayah pemasaran karena digabungkannya wilayah pemasaran perusahaan-perusahaan yang bergabung, bisa juga karena kekuatan yang lebih monopolistik, karena perusahaan-perusahaan yang tadinya bersaing menjadi tidak bersaing lagi, sehingga meningkatkan *bargaining power* terhadap konsumen. *Cost reduction* didapatkan dengan terjadinya peningkatan *economies of scale*, terjadinya integrasi vertikal, transfer teknologi atau kemampuan manajerial, penghematan penggunaan sumber daya, dan eliminasi duplikasi operasional atau fungsi-fungsi manajerial di antara perusahaan-perusahaan yang bergabung.

Sinergi yang timbul akibat proses merger, akan terlihat dampaknya pada indikator-indikator finansial. *Revenue enhancement* dan *cost reduction* akan tercermin pada meningkatnya pertumbuhan laba (*earnings growth*). Selain itu, perluasan wilayah pemasaran, jenis-jenis produk dan segmen-segmen pasar akan mengakibatkan terjadinya diversifikasi

usaha yang kemungkinan akan menurunkan risiko bisnis.

Secara akuntansi, transaksi merger harus dilakukan dengan metode akuisisi. (Christensen, et. al., 2019). Dengan metode ini, setiap terjadi merger maka harus ditentukan perusahaan mana yang membeli (*acquiring*) dan perusahaan mana yang dibeli (*acquired*). Bila yang membeli membayar dengan harga yang lebih tinggi dari nilai wajar aset bersih perusahaan yang dibeli, maka *acquiring company* akan mengakui adanya *goodwill*. Adanya *goodwill* ini menunjukkan bahwa *acquiring company* telah membayar mahal atas perusahaan yang dibelinya. Meskipun demikian, bila akuisisi itu membawa manfaat berupa sinergi berupa *revenue enhancement* dan *cost reduction*, maka akuisisi yang dilakukannya tetap akan meningkatkan nilai perusahaan yang mengakuisisi (*acquiring company* atau *surviving company*).

Harga saham adalah nilai sekarang dari aliran kas yang akan diterima oleh investor yang membeli saham itu. Setiap investor selalu berpikir antisipatif dalam menentukan harga yang wajar untuk setiap lembar saham yang akan dibelinya. Karena itu, gerakan harga saham bisa dijadikan *leading indicator*, untuk memprediksi kondisi perusahaan di masa yang akan datang, karena harga saham adalah hasil konsensus para investor yang memperdagangkan suatu saham. Berdasarkan hipotesis pasar saham yang efisien (Bodie, et. al., 2020), harga saham akan merefleksikan seluruh ekspektasi para investor akan masa depan kinerja perusahaan penerbit saham. Secara akuntansi, merger tiga bank syariah merupakan transaksi akuisisi, yaitu BRIS membeli *net-asset* BSM dan BNIS. Penggabungan ketiga bank itu, bisa dilihat pada Gambar 1.

Karena BRIS adalah satu-satunya bank yang sudah go-publik, maka dalam mekanisme merger BRIS dijadikan *surviving bank* atau *acquiring bank*. Dalam Gambar 1 tampak BRIS membesar menjadi BSI sambil “menelan” BSM dan BNIS. Padahal, dari segi asset, laba, Dana Pihak Ketiga (DPK), dan rasio-rasio keuangan lainnya, BRIS bukanlah yang terbesar atau terbaik, seperti terlihat pada Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1, tampak bahwa sebelum merger, aset, pendapatan, dan laba BSM besarnya dua kali BRIS. BNIS memiliki asset dan pendapa-

Tabel 1. Kinerja BRIS, BSM, BNIS, Pra-Merger (September 2020)

Bank	Pendapatan	Aset	Laba	ROA	PM	ROE	BTK/Pend
BNIS	2.994.423	52.391.698	374.408	0,71%	13,00%	10,21%	30,28%
BRIS	3.031.409	56.096.769	190.583	0,34%	6,00%	7,43%	19,43%
BSM	6.966.550	119.427.355	1.069.918	0,90%	15,00%	10,44%	18,88%

Tabel 2. Proporsi kepemilikan pemilik BRIS, BSM, dan BNIS dalam BSI

BANK	VALUASI PERUSAHAAN	PROSENTASE KEPEMILIKAN
BRIS	7.591.102.314.852	23,79%
BSM	16.333.014.186.166	51,19%
BNIS	7.989.053.320.771	25,02%
BSI	31.913.169.821.790	100,00%

tan yang lebih kecil dari pada BRIS, tapi menghasilkan laba yang lebih besar dari BRIS. Berdasarkan rasio-rasio ROA, PM (Profit margin) dan ROE, BSM juga memiliki kinerja yang jauh lebih baik dari pada BRIS. Untuk ketiga rasio itu, BNIS juga lebih baik dari pada BRIS, kecuali untuk produktivitas tenaga kerja (BTK/Pend).

Produktivitas tenaga kerja yang diukur dengan Biaya Tenaga Kerja/Pendapatan (BTK/Pend), BSM lebih produktif dibanding BRIS dan BNIS. Dengan jumlah tenaga kerja yang tentunya lebih besar (karena aset yang lebih besar), rasio BTK terhadap pendapatan BSM jauh lebih rendah dari pada BRIS. Hal ini menunjukkan bahwa produktivitas tenaga kerja yang ada di BSM akan dibawa ke BSI, dan karena kuantitas dan kualitas yang lebih baik, bisa diperkirakan pengaruh BSM akan sangat dominan terhadap kinerja BSI sebagai bank hasil merger ketiga bank.

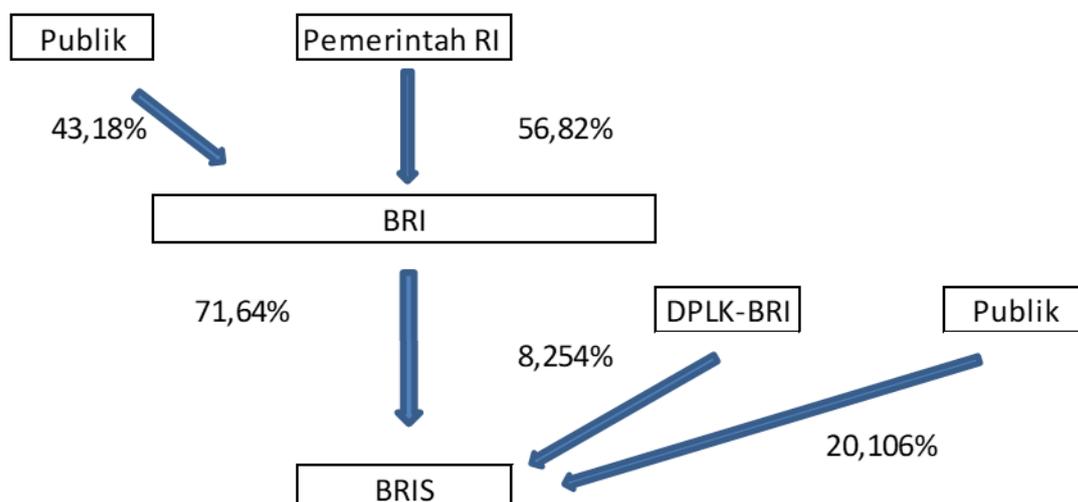
Berdasarkan uraian di atas, tampak bahwa ketika mengakuisisi BSM dan BNIS, BRIS menerima net-asset BSM dan BNIS yang produktivitasnya lebih tinggi dari produktivitas asetnya sendiri. Tambahan asset yang lebih produktif ini, tentunya akan meningkatkan kinerja BSI dibanding BRIS sebe-

lum mengakuisisi BSM dan BNIS.

Selanjutnya, para pemilik BRIS, BSM, dan BNIS mendapatkan saham BSI dengan proporsi seperti tampak pada Tabel 2.

Proporsi saham BSI yang dibagikan kepada pemilik BRIS, BSM, dan BNIS sesuai dengan valuasi ketiga bank tersebut yang telah dilakukan oleh tiga Kantor Jasa Penilai Publik (KJPP). Sebelum merger, struktur kepemilikan BRIS digambarkan dengan Gambar 2.

Jadi, sebelum merger, seluruh masyarakat pemegang saham BRIS di bursa memiliki saham BRIS dengan nilai $20,106\% \times \text{Rp } 7.591.102.314.852 = \text{Rp } 1.526.267.031.424$. Bila dibagi dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.794.405.843 lembar saham, maka nilai wajar per lembar saham adalah sekitar Rp 851. Setelah merger, masyarakat pemegang saham BRIS beralih menjadi pemegang saham BSI sebanyak $20,106\% \times 23,79\% \times \text{Rp } 31.913.169.821.790 = \text{Rp } 851$. Meskipun demikian, dengan besarnya potensi sinergi yang akan timbul akibat proses merger, maka bisa diduga bahwa harga saham BSI akan selalu berada di atas Rp 851. Dengan demikian, Hipotesis 1 yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

**Gambar 2.** Struktur Kepemilikan Saham BRIS

Hipotesis 1 akan diuji secara statistik dengan persahaan: $H_1: P_{BRIS} = 851$, dimana:

t = 1 untuk periode sebelum ada informasi merger,
t = 2 untuk periode setelah ada informasi merger sampai terjadinya merger,
t = 3 untuk periode setelah terjadinya merger.

Pengembangan Hipotesis

Hipotesis 1: Harga saham BSI akan selalu berada di atas Rp 851 per lembar saham.

Kabar akan terjadinya merger mulai diserap pasar pada tanggal 13 Oktober 2020. Transaksi akuisisi saham BSM, BNIS oleh BRIS bisa saja batal, bila pemilik mayoritas ketiga bank tersebut membatalkan transaksi. Seiring dengan menguatnya kebijakan pemerintah, sebagai pemegang saham mayoritas di ketiga induk perusahaan, yaitu Bank Mandiri, Bank BRI, dan Bank BNI, untuk mendorong merger perusahaan-perusahaan BUMN di berbagai sektor, maka kemungkinan batalnya transaksi merger itu cukup kecil probabilitasnya, sehingga hipotesis kedua yang diajukan adalah:

Hipotesis 2: Kenaikan harga saham BRIS akan terjadi sebelum transaksi merger terjadi.

Para pelaku pasar saham di Indonesia cenderung beragam. Keberagaman investor, mengakibatkan tingginya ketidaksepakatan (*disagreement*) di antara para investor yang beragam itu tentang informasi yang berkembang di pasar (Bamber et al 2011). Selain itu, akibat ketidaksepakatan itu, diduga volatilitas harga saham akan meningkat pada saat berkembangnya informasi akan terjadinya merger. Oleh karena itu, ada dua hipotesis yang akan diajukan, yaitu:

Hipotesis 3a: Volume perdagangan saham meningkat setelah tersebarnya informasi rencana merger.

Hipotesis 3b: Volatilitas harga saham meningkat setelah tersebarnya informasi rencana merger.

Penggabungan tiga bank syariah menjadi satu, akan mendorong terjadinya diversifikasi usaha yang mengakibatkan penurunan risiko bisnis yang diukur dengan Beta (β) yang merupakan koefisien regresi antara perubahan harga saham dengan perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang juga bisa dihitung dengan rumus (Bodie, et. al., 2020):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma_m^2},$$

Dimana:

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = Covariance antara perubahan harga saham BRIS dengan perubahan IHSG.

σ_m^2 = variance dari perubahan IHSG.

Dengan demikian, hipotesis yang akan diuji adalah:

Hipotesis 4: β_{BRIS} Setelah Merger < β_{BRIS} Setelah Merger

Pengujian Hipotesis 4 ini akan dilakukan melalui pengujian perubahan koefisien regresi antara R_{BRIS} dengan persamaan sebagai berikut (Gujarati, 2021):

$$R_{BRIS} = \alpha + \beta_1 M + \beta_2 M \cdot R_{mt} + \beta_3 \cdot R_{mt}$$

Dimana:

R_{BRIS} = perubahan harga saham BRIS pada tahun t

R_m = bahan IHSG pada tahun t

$M = 0$ untuk sebelum merger dan 1 untuk sesudah merger.

Dengan persamaan ini, bila merger mengakibatkan diversifikasi yang bisa menurunkan risiko bisnis, maka nilai $\beta_2 < 0$.

Pada saat terjadinya merger pada tanggal 1 Februari 2021, tidak ada saham BRIS baru yang dijual ke pasar. PT BRIS Tbk menerbitkan saham baru sebanyak 31.125.449.796 lembar yang dibagikan kepada Bank BNI (sebagai pemilik BNIS) sebanyak 10.220.230.418 lembar dan kepada Bank Mandiri (sebagai pemilik BSM) sebanyak 20.905.219.378 lembar. Sebagai gantinya, BRIS menerima "net assets" BNIS dan BSM yang produktivitasnya lebih tinggi dari pada produktivitas asetnya sendiri. Sementara itu, para pemegang saham BRIS sebanyak 9.716.113.498 lembar tidak mengalami perubahan kepemilikan akibat terjadinya merger.

Berdasarkan Model EBO (Edwards-Bell-Ohlson), rasio PBV suatu saham akan naik bila terjadi kenaikan *return* bagi pemegang saham melebihi ekspektasinya semula. (White, et. al, 2003). Oleh karena itu, masuknya "net asset" dari BNIS dan BSM ke dalam BRIS, diduga akan menaikkan rasio PBV. Sebelum merger, nilai wajar saham BRIS yang beredar di pasar menurut KJPP adalah Rp 7.591.102.314.852, sedangkan nilai buku saham BRIS pada saat itu adalah Rp 4.858.056.749.000, sehingga: Rasio PBV = Rp 7.591.102.314.852 / Rp 4.858.056.749.000 = 1.56258 kali.

Pada tanggal 31 Desember 2021, nilai total ekuitas Bank BSI adalah Rp 25.013.934.000.000, sedangkan jumlah saham beredar adalah 40.841.563.294 lembar, sehingga Book Value per Share (BVS) adalah Rp 25.013.934.000.000 / 40.841.563.294 lembar = Rp 612,46. Jadi, harga saham yang ditentukan berdasarkan PBV adalah = PBV x BVS = 1.56258 x Rp 612,46 = Rp 957. Dengan demikian, hipotesa yang diajukan adalah:

Pada tahun 2020 (tahun terakhir sebelum merger), PT BRIS Tbk menghasilkan laba sebesar Rp

Tabel 3. Pertumbuhan Laba Ketiga Bank Syariah

	Rata-rata	2020	2019	2018	2017	2016
BSM	42.5%	12.60%	109.92%	65.75%	12.31%	12.07%
BNIS	17.7%	-15.30%	35.89%	36.16%	10.83%	20.96%
BRIS	41.6%	235.14%	-30.58%	5.54%	-40.59%	38.66%
Rata-rata	34.0%					

248.000.000.000. Nilai wajar seluruh saham beredar menurut KJPP adalah Rp 7.591.102.314.852, sehingga rasio PER = Rp 7.591.102.314.852 / Rp 248.000.000.000 = 30,61 kali. Faktor yang paling menentukan besarnya PER adalah potensi pertumbuhan. (Ross, 2010). Tabel 3 berikut ini menunjukkan pertumbuhan laba ketiga bank syariah tersebut.

Kemungkinan, tingginya potensi pertumbuhan ketiga bank tersebut, yaitu rata-rata 34,0% telah mengakibatkan tingginya rasi PER menjadi 30,61 kali.

Pada tanggal 31 Desember 2021, nilai EPS yang dihasilkan PT BSI Tbk adalah Rp 73,69. Jadi, harga wajar saham BSI (BRIS) setelah tanggal 31 Desember 2021 yang ditentukan berdasarkan rasio PER adalah lebih besar dari 30,61 x Rp 73,69 = Rp 2.256. Dengan demikian, hipotesa yang diajukan adalah:

Hipotesis 5: Harga saham BRIS setelah tanggal 31 Desember 2021 > 2.256.

3. Metode Penelitian

Pada penelitian ini menggunakan metode penelitian deskriptif kuantitatif. Metode penelitian deskriptif kuantitatif adalah suatu metode yang bertujuan untuk membuat gambar atau deskriptif tentang suatu keadaan secara objektif yang menggunakan angka, mulai dari pengumpulan data, penafsiran terhadap data tersebut serta penampilan dan hasilnya (Arikunto, 2006).

Sebelum merger, ada tiga bank yang menjadi obyek penelitian ini, yaitu BRIS, BNIS, dan BSM. Pasca merger, yang menjadi obyek penelitian hanya satu bank, yaitu BSI yang merupakan kelanjutan dari BRIS sebagai *surviving* bank, setelah

“menelan” BRIS dan BNIS.

Data-data yang digunakan pada penelitian ini adalah:

- Harga dan volume perdagangan saham BRIS sejak tanggal 12 Agustus 2020 sampai dengan 12 Oktober 2020, yaitu 40 hari sebelum tanggal pengumuman merger.
- Harga dan volume perdagangan saham BRIS sejak tanggal 13 Oktober 2020 sampai dengan 1 Februari 2021, yaitu sejak informasi merger sampai terjadinya merger.
- Harga dan volume perdagangan saham BSI (BRIS pasca merger) sejak tanggal 1 Februari 2021 sampai 31 Januari 2022, yaitu periode satu tahun setelah terjadinya merger.
- Laporan keuangan publikasi BRIS, BNIS, BSM periode 2012 dan 2020, dan BSI (BRIS setelah merger) untuk tahun 2021.

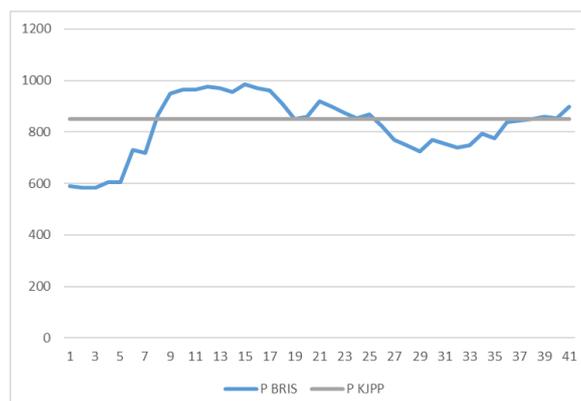
Data harga dan volume perdagangan saham diolah dengan Microsoft Excel untuk menghasilkan statistik deskriptif berupa grafik time-series. Pengujian hipotesis juga dilakukan dengan software SPSS 25 untuk melakukan uji beda dan regresi timeseries untuk menentukan nilai β sebelum dan sesudah merger.

Pengumpulan data laporan keuangan publikasi diambil dari <https://www.ojk.go.id>, sedangkan data harga dan volume perdagangan saham diambil dari <https://id.investing.com/equities/bank-brisyariah>.

4. Hasil Penelitian

Pengaruh Harga Saham BSI Terhadap Saham Per Lembar (t=1)

Pergerakan harga saham BRIS selama dua bulan sebelum adanya informasi merger (t=1) digambarkan dalam Gambar 3.



Gambar 3. Harga saham BRIS dua bulan sebelum informasi merger

One-Sample Test						
Test Value = 851						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
P_BRIS	-1.420	40	.163	-26.00000	-63.0103	11.0103

Gambar 4. Data informasi merger dua bulan sebelumnya

Gambar 3 menunjukkan bahwa harga saham BRIS bergerak di sekitar Rp 851 yang merupakan harga wajar menurut perhitungan KJPP. Pengujian Hipotesis 1 untuk periode $t = 1$, yaitu dua bulan sebelum informasi merger ditangkap oleh pasar, adalah terdapat pada gambar 4.

Hasil pengujian $H_1: P_{BRIS_t} = 851$, di atas menunjukkan bahwa selama 41 hari sebelum informasi merger diterima oleh pasar, harga saham BRIS berkisar antara $851 - 63 < P_{BRIS_1} < 851 + 11$, sehingga P_{BRIS_1} bergerak di antara Rp 788 sampai Rp 862 dengan confidence level 95%.

Hal ini menunjukkan bahwa ketiga KJPP menetapkan nilai wajar saham BRIS dengan menggunakan data *ex-post*, dan belum mengantisipasi kenaikan harga saham BRIS yang dihasilkan oleh efek sinergi antara merger ketiga bank itu.

Pengaruh Harga Saham BSI Terhadap Saham Per Lembar ($t=2$)

Pergerakan harga saham BRIS sejak terungkapnya informasi merger sampai terjadinya merger ($t=2$) dijelaskan dalam Gambar 5.

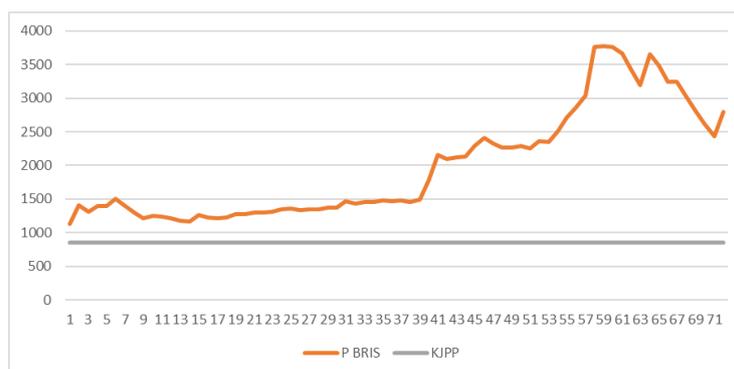
Sejak pasar menerima informasi tentang rencana merger, harga saham selalu berada di atas

Rp 851. Pada hari pertama diumumkannya rencana merger, yaitu tanggal 13 Oktober 2020, harga saham BRIS langsung melonjak dari Rp 900 menjadi Rp 1.125, atau naik sebesar 25%, dan sejak itu tidak pernah kembali ke harga Rp 851, yaitu nilai wajar yang ditetapkan KJPP.

Pengaruh Harga Saham BSI Terhadap Saham Per Lembar ($t=3$)

Perkembangan harga saham BSI, yang di pasar saham tetap diberi nama BRIS, selama satu tahun atau 247 hari perdagangan, tidak pernah menyentuh harga yang diperkirakan oleh KJPP yaitu Rp 851. Hal ini menunjukkan bahwa para investor telah mengantisipasi timbulnya sinergi yang diakibatkan dari transaksi merger ketiga bank syariah ini, sehingga harga saham BRIS selalu bergerak di atas Rp 851. Pergerakan harga saham BRIS selama satu tahun setelah merger ditunjukkan pada Gambar 6.

Berdasarkan hasil pengujian Hipoteses 1 pada $t = 1, 2$ dan 3 , menunjukkan bahwa pasar mengantisipasi terjadinya sinergi yang mengakibatkan meningkatnya kinerja bank hasil merger, dibanding kinerja BRIS sebelum merger, yaitu selama periode $t = 1$.



Gambar 5. Harga saham BRIS setelah informasi merger sampai terjadi merger



Gambar 6. Harga saham BRIS setahun setelah merger

Pengaruh Kenaikan harga saham BRIS sebelum transaksi merger terjadi

Pada pengujian Hipotesis 1 di atas, tampak bahwa harga saham melonjak naik pada 71 hari sebelum merger, yaitu ketika pasar saham menerima informasi akan terjadinya merger ketiga bank syariah. Ini sekaligus merupakan pengujian Hipotesis 2: Kenaikan harga saham BRIS akan terjadi sebelum transaksi merger terjadi, yaitu pada saat $t = 2$.

Ada beberapa kesimpulan yang bisa diambil dari gerakan harga saham BRIS pada $t = 2$ ini, yaitu:

Efisiensi pasar yang cukup tinggi, karena para investor segera menyerap informasi yang tersedia bagi publik, dan reaksi mereka langsung mengakibatkan kenaikan harga saham, 71 hari sebelum merger benar-benar terjadi.

Seperti dijelaskan dalam Gambar dan Tabel sebelumnya, dalam transaksi merger ini, BRIS akan “menelan” BSM yang kinerja keuangannya jauh lebih baik. Ditambah lagi dengan sinergi yang sangat mungkin akan terjadi, maka kenaikan harga saham ini menunjukkan ketepatan harga yang dibentuk di pasar, yang mencerminkan kondisi yang akan terjadi setelah merger 71 hari kemudian.

Karena “ultimate controlling shareholders” dari ketiga bank ini adalah pihak yang sama, yaitu Pemerintah RI sebagai pemilik mayoritas saham Bank Mandiri, BRI, dan BNI yang merupakan induk-induk Bank Syariah Indonesia, maka kepastian akan terjadinya merger diyakini oleh pasar. Pasar mengantisipasi tingginya probabilitas merger itu dengan tepat, yaitu dengan terjadinya lonjakan harga pasar lebih awal, yaitu 71 hari sebelum terjadinya merger.

Pengaruh Volume Perdagangan Saham BRIS Setelah Ada Informasi Merger

Tabel 4 menunjukkan hasil uji beda antara volume trading saham BRIS sebelum dan sesudah tanggal 12 Oktober 2020. Hasil uji beda menunjuk-

kan bahwa, sebelum adanya informasi merger, volume perdagangan saham BRIS rata-rata sebesar 176 juta lembar saham per hari. Setelah tersebar informasi rencana merger, volume perdagangan melonjak menjadi 265 juta lembar saham per hari. Peningkatan volume perdagangan ini menunjukkan bahwa:

Pasar saham cukup efisien, sehingga segera terlihat reaksi pasar terhadap informasi merger yang kemungkinannya akan mengubah nilai intrinsik saham BRIS. Reaksi pasar itu terwujud dalam bentuk peningkatan volume perdagangan yang signifikan pada alfa 5%.

Adanya reaksi pasar berupa kenaikan volume perdagangan ini menunjukkan adanya ketidaksepakatan (*disagreement*) di antara para investor di bursa tentang perubahan nilai intrinsik saham BRIS yang diakibatkan oleh merger tersebut.

Pengaruh Fluktuasi harga saham BRIS Setelah Ada Informasi Merger.

Hasil uji beda atas perubahan harga yang terjadi sebelum dan sesudah pengumuman merger, tampak pada Tabel 5.

Sebelum adanya informasi merger, fluktuasi harga rata-rata adalah minus Rp 2,586 dengan standar deviasi Rp 32,858. Setelah merger, fluktuasi harga rata-rata adalah positif Rp 26,389 dengan standar deviasi Rp 159,877. Meskipun demikian, hasil uji beda pada tabel di bawah menunjukkan bahwa perbedaan itu tidak signifikan pada alfa 5 persen.

Bila fluktuasi harga dihitung dalam persen, maka sebelum adanya informasi merger, fluktuasi harga rata-rata adalah sebesar -0,2% dengan standar deviasi 3,947%. Setelah merger, fluktuasi harga rata-rata naik menjadi 1,98% dengan standar deviasi 7,748%. Hasil uji beda pada tabel di bawah ini juga menunjukkan bahwa perbedaan itu tidak signifikan pada alfa 5%.

Berdasarkan pengujian Hipotesis 3b dapat

Tabel 4. Perubahan nilai intrinsik saham BRIS

Group Statistics						
	SEB	SES	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
VOL_TRAD	1.00		72	265.5833	209.63844	24.70613
	.00		29	176.2759	103.28113	19.17883

Independent Samples Test						
Levene's Test for Equality of Variances						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
VOL_TRAD	Equal variances assumed	8.454	.004	2.185	99	.031
	Equal variances not assumed			2.855	94.935	.005

Tabel 5. Perubahan harga yang terjadi sebelum dan sesudah pengumuman merger

Group Statistics						
	SEB	SES	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
FLUKTUASIHARGARPH	1.00		72	26.3889	159.87720	18.84171
	.00		29	-2.5862	32.85848	6.10167
FLUKTIASIHARGAPERSEN	1.00		67	.0198	.07748	.00947
	.00		29	-.0020	.03947	.00733

Independent Samples Test						
Levene's Test for Equality of Variances						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
FLUKTUASIHARGARPH	Equal variances assumed	12.036	.001	.965	99	.337
	Equal variances not assumed			1.463	84.321	.147
FLUKTIASIHARGAPERSEN	Equal variances assumed	5.436	.022	1.435	94	.155
	Equal variances not assumed			1.822	91.410	.072

disimpulkan bahwa, adanya informasi merger memang mengakibatkan harga lebih fluktuatif, tapi peningkatan keuntungan/kerugian yang didapat oleh para investor terny ata tidak terlalu signifikan (perubahan harga saham diukur dalam rupiah maupun dalam persen).

Pengaruh BRIS Sebelum Merger Dengan BRIS Setelah Merger

Hasil regresi return saham BRIS (R_{BRIS}) terhadap return IHSG (R_{IHSG}) sebelum dan sesudah merger menghasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

- Sebelum merger: $R_{BRIS} = 0,001 + 2,037 R_{IHSG}$
 $R^2 = 61,4\%$ β signifikan pada $t = 6,558$
 (p-val = 0,00)
- Setelah merger : $R_{BRIS} = - 0,006 + 3,35 R_{IHSG}$
 $R^2 = 53,9\%$ β signifikan pada $t = 5,621$
 (p-val = 0,00)

Jadi, pengujian menunjukkan hasil yang berlawanan dengan Hipotesis 4, yaitu merger ke BRIS dengan BSM dan BNIS justru meningkatkan nilai β . Pengujian Hipotesis 4 dengan menggabungkan data sebelum dan sesudah merger dalam persamaan

$$R_{BRIS} = \alpha + \beta_1 M + \beta_2 M \cdot R_{mt} + \beta_3 \cdot R_{mt}$$

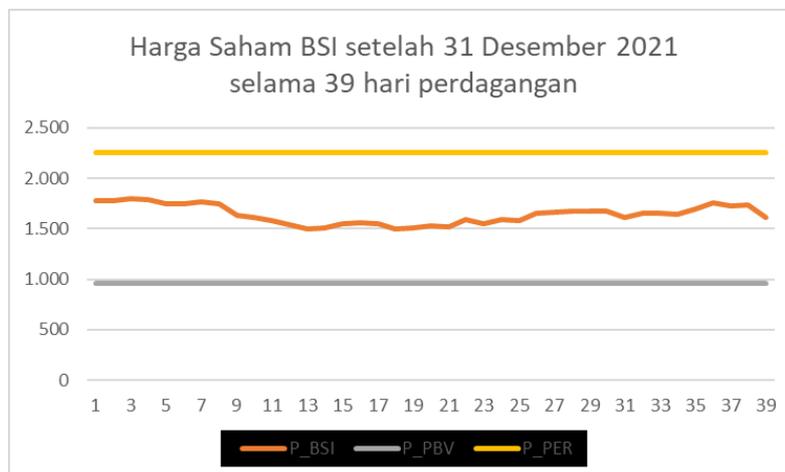
menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$R_{BRIS} = 0,001 - 0,007 M + 1,312 M \cdot R_{IHSG} + 2,037 R_{IHSG} \quad (R^2 = 57,5\%, F = 24,354, p\text{-val} = 0,000)$$

$$t = (0,136) \quad (-0,887) \quad (2,027) \quad (5,946)$$

$$P\text{-val} = (0,892) \quad (0,379) \quad (0,048) \quad (0,00)$$

Berdasarkan pengujian Hipotesis 4 di atas, tampak bahwa merger (M) mengakibatkan naiknya β , dengan p-value 0,048. Ini berlawanan dengan dugaan semula, bahwa merger tiga bank akan meningkatkan diversifikasi bisnis, sehingga akan mengakibatkan turunnya β .



Gambar 7. Harga Saham BSI setelah 31 Desember 2021

Pengaruh Harga saham BRIS setelah tanggal 31 Desember 2021

Perkembangan harga saham selama 39 hari perdagangan setelah tanggal 31 Desember 2021 digambarkan dengan Gambar 7.

Pada grafik di atas tampak bahwa setelah tanggal 31 Desember 2021 harga saham BRIS (BSI) selalu berada di atas nilai berdasarkan PBV, sehingga H5a: $PBRIS > Rp\ 957$ diterima. Sebaliknya, Hipotesis H5b: $PBRIS > Rp$ ditolak, karena harga saham BRIS (BSI) selalu lebih kecil dari pada Rp 2.256. Meskipun demikian, ternyata harga saham BRIS (BSI) pernah berada di atas Rp 2.256, yaitu di sekitar 30 hari sebelum merger (lihat Grafik 4) dan di sekitar hari ke 1 sampai 64 dan hari ke 106 sampai 127 setelah merger (lihat Gambar 5). Kemungkinan besar hal ini disebabkan karena terjadinya over reaction para investor terhadap prospek pertumbuhan BRIS (BSI) yang akan terjadi setelah merger.

5. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian Hipotesis 1 sampai 5, maka beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Sebelum ada informasi merger BRIS dengan BSM dan BNIS, harga saham BRIS berada disekitar Rp 851, dengan kecenderungan di bawah Rp 851 (harga wajar menurut perkiraan KJPP). Hal ini terjadi karena Rp 851 merupakan refleksi dari rata-rata tertimbang dari kinerja ketiga bank sebelum merger, sedangkan kinerja BRIS berada di bawah BSM yang asetnya lebih dari dua kali aset BRIS.
2. Sejak tersebarnya informasi merger (71 hari sebelum merger), pasar saham sudah bereaksi dengan mengantisipasi kenaikan kinerja BRIS setelah "menelan" BSM yang kinerjanya jauh lebih baik dari BRIS. Selama 71 hari itu, harga saham BRIS selalu berada jauh di atas Rp 851. Fenomena ini menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia cukup efisien, karena harga saham BRIS segera bergerak mengantisipasi kenaikan kinerja yang akan terjadi akibat merger.
3. Informasi akan terjadinya merger meningkatkan volume perdagangan saham BRIS di pasar saham. Peningkatan volume perdagangan mencerminkan besarnya ketidaksepakatan di antara para investor tentang perubahan nilai wajar saham BRIS yang akan terjadi setelah merger.
4. Informasi akan terjadinya merger juga meningkatkan volatilitas harga saham BRIS. Meskipun demikian, peningkatan perubahan harga saham BRIS dihitung dalam rupiah maupun dalam persen, ternyata tidak terlalu signifikan. Hal ini berarti bahwa selama pasar

menyerap informasi akan terjadinya merger, terjadi kenaikan harga dan juga penurunan harga saham BRIS.

5. Merger BRIS dengan BSM dan BNIS telah meningkatkan β_{BRIS} dari 2,037 menjadi 3,35, yang menunjukkan peningkatan *systematic risk* yang diakibatkan oleh merger. Peningkatan total aset BRIS dari Rp 52 triliun menjadi 230 triliun rupanya telah meningkatkan *systematic risk* lebih besar dari penurunan risiko bisnis akibat proses diversifikasi usaha akibat merger ketiga bank syariah.
6. Setahun setelah merger, harga saham BRIS (BSI) selalu berada di atas nilai PBV x BVS tapi di bawah nilai PER x EPS. Bila diasumsikan pasar adalah efisien, maka harga tersebut adalah harga yang mencerminkan nilai intrinsiknya. Harga saham BRIS (BSI) selalu berada di atas PBV x BVS, karena PT BSI Tbk dalam kondisi *going concern*. Nilai PER x EPS kemungkinan merupakan batas atas dari nilai wajar saham BRIS (BSI), dan harga di atas itu merupakan harga saat terjadi *over-reaction* para investor di sekitar tanggal merger. Penelitian selanjutnya perlu dilakukan dengan menerapkan model *Dividend Discount Model* untuk menentukan nilai intrisik saham BRIS (BSI).

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan dalam jumlah sampel dan periode penelitian yang masih sedikit. Penelitian ini juga hanya berfokus pada studi kasus merger BRIS dengan BSM dan BNIS di bank Indonesia

Saran

Setelah melakukan penelitian dan mendapatkan hasilnya, para peneliti merekomendasikan bahwa penting bagi pihak bank untuk memperhatikan efek merger pada harga saham sebelum dan sesudah merger pada beberapa bank yang merger. Pihak bank harus dapat memanfaatkan dampak dari merger untuk meningkatkan kinerja perusahaannya.

Untuk penelitian selanjutnya memiliki potensi untuk mencapai hasil yang berbeda jika menggunakan lebih banyak sampel dan periode penelitian yang lebih lama. Penelitian dimasa depan dapat menambahkan variabel lain dalam mendapatkan lebih banyak wawasan mengenai adanya hubungan harga saham sebelum dan sesudah merger.

Daftar Referensi

- Arikunto, S. 2006. Metode Penelitian Kualitatif. Jakarta: Bumi Aksara
- Scott, William R, "Financial Accounting Theory", Canada, Pearson, 2017.
- Ball, R. and P. Brown, "An empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Ac-

- counting Research (Autumn, 1968), pp. 159-178.
- Beaver, W.H., “*The Information Content of Annual Earnings Announcements*,” *Journal of Accounting Research*, (Supplement, 1968), pp. 67-72.
- Ross, Stephen A., “*Corporate Finance*”, New York, Mc Graw Hill, 2022.
- Christensen, Theodore E., David M. Cottrell, Richard E. Baker, “*Advanced Financial Accounting*”, McGraw Hill, New York, 2019.
- Bodie, Zvi., Alex Kane, Alan J. Marcus, “*Investments*”, McGraw Hill, New York, 2020.
- Bamber, Linda Smith., Ori E. Baron, Douglas E. Stevens, “*Trading Volume Around Earnings Announcements and Other Financial Report: Theory, Research Design, Empirical Evidence, and Direction of Future Research*”, *Contemporary Accounting Research*, 2011, pp. 431-471.
- Gujarati, N. Damodar., “*Essentials of Econometrics*”, McGraw Hill, New York, 2021
- Scott, R. William. 2015. *Financial Accounting Theory*. Seventh Edition. Pearson Prentice Hall: Toronto.
- White, Gerald I, Ashwinpaul C. Sondhi, Dov Fried, “*The Financial Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley, Hoboken, New Jersey, 2003.

<https://www.ojk.go.id>

<https://id.investing.com/equities/bank-brisyariah>.