

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

##### **2.1.1 Merger**

Merger merupakan salah satu strategi perusahaan dalam mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. Merger berasal dari kata “mergere” yang berarti

(1) bergabung, bersama, menyatu, berkombinasi

(2) menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan.

Merger didefinisikan penggabungan dua atau lebih perusahaan yang pada akhirnya bergabung ke dalam salah satu perusahaan yang telah ada sebelumnya, sehingga menghilangkan salah satu nama perusahaan yang melakukan merger.

Pihak yang masih hidup atau yang menerima merger dinamakan *surviving firm* atau pihak yang mengeluarkan saham (*issuing firm*). Sementara itu perusahaan yang berhenti atau bubar setelah terjadinya merger dinamakan *merged firm*.

*Surviving firm* dengan sendirinya memiliki ukuran (*size*) yang semakin besar karena seluruh aset dan kewajiban dari *merged firm* dialihkan ke *surviving firm*.

##### **1.1.1.1 Jenis-jenis Merger**

Menurut Gaughan (2002) dalam Junaidi (2004), terdapat tiga tipe merger yaitu merger horizontal, merger vertikal, merger konglomerasi.

##### **1. Merger Horizontal**

Terjadi ketika dua kompetitor disatukan. Merger ini merupakan penggabungan dua atau lebih perusahaan yang memiliki kegiatan usaha sejenis dengan tujuan untuk meningkatkan skala ekonomi. Tujuan utamanya adalah meningkatkan aktiva maupun pangsa pasar, memasuki segmen pasar baru, menekan biaya, dan mengurangi persaingan.

## 2. Merger Vertikal

Adalah kombinasi perusahaan-perusahaan yang memiliki suatu hubungan sebagai penjual dan pembeli. Maksudnya penggabungan dua atau lebih perusahaan yang memiliki tahapan-tahapan produksi yang berbeda dengan keterkaitan masukan dengan keluaran dalam proses produksi suatu industri. Merger vertikal dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang bermaksud untuk mengintegrasikan usahanya terhadap pemasok dan/atau pengguna produk dalam rangka stabilitas pasokan dan pengguna.

### 2.1.1.2 Tujuan Merger dan Akuisisi

Pertumbuhan dianggap salah satu alasan utama perusahaan untuk melaksanakan merger dan akuisisi. Dalam rangka tumbuh dan berkembang, perusahaan bisa melakukan ekspansi melakukan ekspansi bisnis dengan memilih diantara dua alternatif yaitu pertumbuhan dari dalam perusahaan (*internal growth*) dan pertumbuhan dari luar perusahaan (*external growth*). Perusahaan yang menginginkan pertumbuhan yang cepat, baik ukuran, pasar saham, maupun diversifikasi usaha cenderung memilih jalur pertumbuhan eksternal melalui merger maupun akuisisi. Menurut Rokhayati (2005) dalam Atmawati (2010) pertumbuhan perusahaan dapat direalisasi dalam beberapa bentuk, antara lain:

a. Pertumbuhan Penjualan

Merupakan gambaran pertumbuhan penjualan dari periode sebelumnya. Semakin tinggi *sales growth* mengindikasikan bahwa kegiatan operasi yang dilakukan perusahaan semakin baik.

b. Pertumbuhan Laba

Merupakan gambaran dari prosentase kenaikan laba atas jumlah laba pada tahun tertentu. Menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mencapai peningkatan laba dari tahun ke tahun.

c. Pertumbuhan Ekuitas

Merupakan gambaran dari prosentase kenaikan ekuitas dari periode sebelumnya.

d. Pertumbuhan Aset

Merupakan gambaran dari prosentase kenaikan jumlah aset dalam tiap periode. Semakin tinggi angka rasio, semakin besar peningkatan jumlah total aset yang dimiliki perusahaan.

### 1.1.2 Penilaian Saham

Penilaian (*valuation*) adalah proses penentuan berapa harga yang wajar untuk suatu saham (Parahita,2008). Dalam penilaian harga saham dikenal adanya tiga jenis nilai antara lain adalah nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik. Pendekatan nilai yang dipakai merupakan salah satu penentuan nilai intrinsik sekuritas, yang nilai sekuritas seharusnya berdasarkan fakta. Nilai ini adalah nilai sekarang dari arus kas yang disediakan untuk investor, didiskontokan pada tingkat pengembalian yang ditentukan sesuai dengan jumlah risiko yang menyertainya.

Menurut Zainul (2008), nilai dari suatu surat berharga secara umum terbagi menjadi dua, yaitu:

1. Nilai pasar, harga pasar pada saat aktiva diperdagangkan
2. Nilai intrinsik, nilai sekuritas yang seharusnya dimiliki berdasarkan seluruh faktor penilaian

Penilaian saham (valuasi) adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil yang diharapkan (*expected cash flows*) (Joseph, 2009). Dengan kata lain, hal yang melatar belakangi *value* sebagai penyebab dilakukannya investasi adalah bahwa suatu aset dibeli atas dasar *expected cash flow* dari aset tersebut di masa yang akan datang. Sebagai contohnya, untuk aset yang berbentuk investasi saham, maka salah satu bentuk *cashflow* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang adalah dividen dan *capital gain* dari saham yang dimiliki. Investor berharap bahwa saham dapat memberikan *cash flows* selama dimiliki, dan untuk mengkonversi *cash flows* menjadi harga saham, maka didiskonto dengan tingkat bunga yang diinginkan (*required rate of return*).

Perhitungan nilai suatu aset dapat dilakukan dengan bermacam-macam model. Meski model-model valuasi yang ada bersifat kuantitatif, namun dalam prosesnya tetap membutuhkan asumsi yang subjektif dari tiap pelaku valuasi. Akan tetapi perlu diingat, bahwa hasil akhir yang diperoleh tetap mengandung unsur ketidakpastian dari proyeksi tentang masa depan perusahaan maupun kondisi industri dan ekonomi makro. Secara umum terdapat dua model yang digunakan untuk melakukan analisis dan penilaian terhadap suatu saham, yakni analisis fundamental dan analisis teknikal. Berikut ini hanya akan dipaparkan analisis

yang digunakan dalam pembahasan ini pada sub bab selanjutnya, yaitu analisis fundamental *top down approach*. Analisis saham bertujuan untuk menafsir nilai suatu saham dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar saat ini (*current market price*).

Nilai intrinsik (NI) menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari saham tersebut. Pedoman yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a)  $NI < \text{harga pasar saat ini}$ : *Overvalued*
- b)  $NI > \text{harga pasar saat ini}$ : *Undervalued*
- c)  $NI = \text{harga pasar saat ini}$ : harganya wajar

Nilai suatu aset adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal-hasil yang diharapkan (*expected cash flows*). Dengan kata lain, suatu aset dapat memberikan aliran *cash flows* selama investor memiliki saham perusahaan tersebut. Untuk mengkonversi aliran *cash flows* menjadi sebuah nilai saham, investor harus mendiskontokan aliran tersebut dengan tingkat bunga yang diinginkan investor (*required rate of return*) (Porman,2008).

Proses penilaian (*valuation*) meliputi dua estimasi utama, yaitu:

1. Perkiraan aliran arus kas (*the stream of expected cash flows*)
2. Tingkat *return* yang diinginkan (*required rate of return*) atas sebuah investasi.

Selain faktor inflasi, tingkat *return* yang diharapkan (*required rate of return*) yang akan menimbulkan ketidak pastian imbal-hasil (*uncertainly of returns*).

### **2.1.3 Price Earning Ratio (PER)**

*Price Earning Ratio* (PER) adalah salah satu ukuran paling dasar dalam analisis saham secara fundamental. Secara mudahnya, PER adalah rasio harga per lembar saham saat ini (*Current Price*) terhadap laba bersih (*Earning*) perusahaan. Rasio PER menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. Semakin kecil PER berarti kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba semakin bagus.

Dengan mengetahui PER sebuah perusahaan, maka pihak manajemen dapat menetapkan pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*) berdasarkan informasi mengenai laba perusahaan dari rasio PER. Rumus perhitungan PER atau P/E Ratio:

$$\frac{\text{Harga Per Lembar Saham (Current Price)}}{\text{Laba Per Lembar Saham (EPS)}}$$

Sumber: buku Manajemen Keuangan, pengarang Dr. Mamduh M. Habafi, M.B.A.

Disamping itu, *PER* juga merupakan ukuran harga relatif dari sebuah saham perusahaan. Untuk menilai kewajaran harga saham pada penelitian ini menggunakan nilai intrinsik sebagai perbandingan. Investor akan menghitung berapa kali nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. *PER* menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings* (Jogiyanto, 2003:205). Rumus untuk menghitung *PER* adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{D_1/E_1}{k-g}$$

Dimana:

$D_1/E_1$  = rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*)

$k$  = *return* yang disyaratkan investor dari saham yang bersangkutan

$g$  = tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan dari saham

Penggunaan pendekatan PER secara komplementer diharapkan akan membantu investor menentukan keputusan yang tepat dalam membeli, menahan ataupun menjual saham. Dalam menentukan *expected* PER juga harus ditentukan faktor-faktor berikut, yaitu:

1) *Expected earning growth rate* ( $g$ )

$g = \text{ROE} \times b$  dimana  $b = 1 - \text{DPR}$

Dimana:

$g$  = *expected earning growth rate*

$\text{ROE}$  = ROE periode pengamatan

$b$  = tingkat laba ditahan

$\text{DPR}$  = DPR tahun sebelumnya

2) Estimasi EPS

$\text{EPS}_{t+1} = \text{EPS}_t (1 + g \text{ rata-rata})$

Dimana:

$\text{EPS}_{t+1}$  = estimasi EPS

$\text{EPS}_t$  = EPS tahun sebelumnya

$G$  = *expected earning growth rate*

### 3) Estimasi DPS

$DPS_{t+1}$  =  $DPS_t \times (1 + g \text{ rata-rata})$

Dimana:

$DPS_{t+1}$  = estimasi DPS

$DPS_t$  = DPS tahun sebelumnya

$G$  = *expected earning growth rate*

### 4) Estimasi *Discount Rate*

$K$  =  $\frac{DPS_{t+1}}{P_0} + g$

Dimana:

$K$  = *discount rate*

$DPS_{t+1}$  = estimasi DPS

$P_0$  = harga pasar saham (harga penutupan)

$g$  = *expected earning growth rate*

Setelah menentukan faktor-faktor tersebut, maka dapat dicari nilai *expected PER*

yaitu sebagai berikut:

$PER_{t+1}$  =  $\frac{DPS_{t+1}/EPS_{t+1}}{k-g}$

Dimana:

$PER_{t+1}$  = estimasi PER

$DPS_{t+1}$  = estimasi DPS

$EPS_{t+1}$  = estimasi EPS



$k$  = *discount rate*

$g$  = *expected earning growth rate*

5) Menentukan nilai intrinsik saham

Nilai intrinsik = estimasi EPS x estimasi PER

Sumber: buku Manajemen Keuangan, pengarang Dr. Mamduh M. Habafi, M.B.A.

Apabila nilai intrinsik telah diketahui, langkah selanjutnya adalah membandingkan dengan harga pasar saham saat ini yang akan memberikan informasi apakah harga suatu saham tersebut wajar, terlalu mahal atau terlalu murah. Informasi ini dapat dijadikan sebagai salah satu dasar bagi para investor dalam pengambilan keputusan investasi saham di pasar modal.

#### **2.1.4 Price To Book Value (PBV)**

Rasio P/BV ini didefinisikan sebagai perbandingan nilai pasar suatu saham (*stock's market value*) terhadap nilai bukunya sendiri (perusahaan) sehingga kita dapat mengukur tingkat harga saham apakah *overvalued* atau *undervalued*.

Dengan rasio PBV ini, investor dapat mengetahui langsung sudah berapa kali *market value* suatu saham dihargai dari *book value*-nya. Rasio ini dapat memberikan gambaran potensi pergerakan harga suatu saham sehingga dari gambaran tersebut, secara tidak langsung rasio PBV ini juga memberikan pengaruh terhadap harga saham (Tryfino, 2009: 11).

Perhitungannya dilakukan dengan membagi harga saham (*closing price*) pada kuartal tertentu dengan nilai buku kuartal persahamnya. Beberapa pihak menyebutnya dengan "*price-equity ratio*". Semakin rendah nilai PBV suatu saham

maka saham tersebut dikategorikan *undervalued*, yang mana sangat baik untuk memutuskan investasi jangka panjang.

*Price to Book Value* (PBV) juga menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan. Perusahaan yang berjalan baik umumnya mempunyai PBV diatas 1, yang menunjukkan nilai pasar lebih tinggi dari nilai bukunya. Semakin tinggi PBV semakin tinggi pula *return* saham. Semakin tinggi *return* saham akan menambah pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Rumus perhitungan PBV:

$$\frac{\text{Harga Pasar Saham (Current Price)}}{\text{Harga Buku Saham (Book Value)}}$$

Sumber: buku Manajemen Keuangan, pengarang Dr. Mamduh M. Habafi, M.B.A.

### **2.1.5 Trading Volume Activity**

Dalam membuat keputusan investasinya, seorang investor yang rasional akan mempertimbangkan risiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan. Dalam melakukan analisis, investor membutuhkan informasi. Adanya informasi yang dipublikasikan akan merubah keyakinan para investor yang dapat dilihat dari reaksi pasar. Salah satu reaksi pasar tersebut adalah reaksi volume perdagangan saham. Volume perdagangan merupakan ukuran besarnya volume saham tertentu yang diperdagangkan, mengindikasikan kemudahan dalam memperdagangkan saham tersebut. Besarnya variabel volume perdagangan diketahui dengan mengamati kegiatan perdagangan saham yang dapat dilihat melalui indikator aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity/ TVA*). Menurut Widayanto dan Sunarjanto (2005 : 53), "*Trading Volume Activity (TVA)*

merupakan suatu indikator yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar modal”. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi investor. Harga saham yang lebih rendah setelah dilakukan merger akan meningkatkan investor kecil untuk melakukan investasi sehingga akan menunjukkan pasar yang semakin likuid. Hal ini akan meningkatkan frekuensi transaksi yang berpengaruh terhadap volume perdagangan saham. Besarnya volume perdagangan dapat dilihat melalui indikator *Trading Volume Activity (TVA)*. Volume perdagangan saham dihitung dengan rumus:

$$TVA = \frac{\text{volume saham yang diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Sumber: buku Pasar Modal, pengarang Panji Anoraga, dan Ninik Widyanti

## 1.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai valuasi saham sebelumnya dilakukan oleh Tauresanto (2007), yang melakukan estimasi terhadap nilai intrinsik saham Bank BNI pada saat penawaran saham yang kedua kalinya dengan mengaplikasikan metode pendekatan arus kas terdiskonto (*discount cash flow*) dan perbandingan data pasar (*relativ valuation*). Dengan menggunakan kedua metode tersebut harga saham Bank BNI kemungkinan mengalami *Undervalued*. Penelitian juga dilakukan oleh Erni Estika Sukmawati, Moch. Dzulkirom AR, dan Topowijono yang melakukan penelitian terhadap perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia untuk menilai kewajaran harga saham dengan pendekatan *price earning ratio* yang

menghasilkan tiga perusahaan mengalami *overvalued* yang berarti keputusan investasinya adalah menjual saham sedangkan satu perusahaan mengalami *undervalued* yang berarti keputusan investasinya adalah membeli dengan harapan harga saham naik dikemudian hari.

Selanjutnya dilakukan oleh Mardhotila yang menganalisis nilai saham perusahaan properti, *real estate*, dan *building-construction* pada saat pembagian dividen tahun 2012 menggunakan pendekatan PER, PBV dan DDM. Dengan pendekatan PER dihasilkan seluruh saham berada dalam kondisi fairvalued, jika dihitung dengan PBV mayoritas perusahaan mengalami *overvalued*, sedangkan dengan DDM seluruh perusahaan mengalami *undervalued*.

**Tabel 4. Penelitian Terdahulu**

No	Nama peneliti	Tahun	Variabel	Metode	Hasil
1	Mardhotila	2014	Penilaian Saham	PER, PBV DDM	<i>Fairvalued</i>
2	Freddy Koesmoyo dan Aida Yulianti	2001	ROA ROE DER OPM	<i>Discounted Cash Flow</i>	Tidak terjadi Perubahan signifikan
3	Erni Estika Sukmawati, Moch. Dzulkirom AR, dan Topowijono	2013	Harga Saham	<i>Price Earning Ratio</i>	Tiga saham perusahaan <i>overvalued</i> dan satu perusahaan <i>undervalued</i>