

Stock Market Reaction to the Merger of State-Owned Islamic Banks

Reaksi Pasar Saham terhadap Merger Bank Syariah Milik Negara

Mirna Ainurrachma^{ID}, Imron Mawardi^{ID}

Departemen Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia
mirnaainurrachma@gmail.com*, ronmawardi@feb.unair.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman merger bank syariah BUMN, yaitu BRI Syariah, Bank Syariah Mandiri, dan Bank BNI Syariah menjadi bank Syariah Indonesia, sehingga diketahui efisiensi pasarnya. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode event study untuk menganalisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa. Ada atau tidak adanya reaksi pasar akan diukur melalui variabel abnormal return (AR) dan trading volume activity (TVA). Subyek penelitian ini adalah BRI Syariah (BRIS) yang merupakan existing company merger dan satu-satunya yang sudah listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik analisis yang digunakan adalah Uji Paired Sample t-Test pada AR dan TVA. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan abnormal return yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger, namun signifikan pada TVA. Bagi investor, pengumuman merger direaksi oleh pasar secara positif, namun tidak berlebihan sehingga tidak memberikan abnormal return yang signifikan. Adanya keputusan merger membuat pasar saham lebih aktif yang ditandai dengan meningkatnya TVA. Lebih lanjut, adanya informasi merger perusahaan tidak selalu disertai dengan abnormal return. Maka dari itu, investor disarankan untuk tidak melakukan spekulasi berlebihan menghadapi informasi merger tersebut.

Kata Kunci: Bank Syariah, Merger, Abnormal Return, Volume Perdagangan.

ABSTRACT

This study aims to determine how the market reaction to the announcement of the merger of state-owned Islamic banks, namely BRI Syariah, Bank Syariah Mandiri, and Bank BNI Syariah to become Indonesian Islamic banks, so that market efficiency is known. This research uses a quantitative approach with the event study method to analyze the market reaction to an event. The presence or absence of market reaction will be measured through abnormal return (AR) and trading volume activity (TVA) variables. The subject of this research is BRI Syariah (BRIS) which is the existing company merger and the only one that has been listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The analytical technique used is the Paired Sample t-Test on AR and TVA. The results of this study indicate that there is no significant difference in abnormal returns before and after the announcement of the merger, but it is significant for TVA. For investors, the market reacted positively to the announcement of the merger, but not excessively so that it did not provide significant abnormal return. The merger decision made the stock market more active, which was marked by an increase in TVA. Furthermore, information about company mergers is not always accompanied by abnormal returns. Therefore, investors are advised not to make excessive speculation regarding the merger information.

Keywords: Bank Shariah, Merger, Abnormal Return, Trading Volume Activity.

I. PENDAHULUAN

Merger merupakan upaya yang dilakukan perusahaan, korporasi maupun lembaga untuk meningkatkan modal dan kinerja (Kusdarmawan & Abundanti, 2018). Motif dilakukannya merger bank syariah BUMN ini adalah untuk sinergi bank syariah, dimana nilai seluruh aset perbankan

Informasi Artikel

Submitted: 14-06-2021

Reviewed: 28-08-2021

Accepted: 12-12-2021

Published: 30-01-2022

<sup>*)Korespondensi (Correspondence):
Mirna Ainurrachma</sup>

Open access under Creative
Commons Attribution-Non
Commercial-Share A like 4.0
International Licence
(CC-BY-NC-SA)



syariah setelah digabung akan meningkatkan (Finansia, 2017). Tujuan strategis merger ini antara lain meningkatkan pemasaran untuk mendapatkan pangsa pasar yang lebih besar, pendanaan menjadi berkembang lebih luas lagi, menguatkan modal perusahaan, memperluas ruang *leverage* dalam mendapatkan dana pihak ketiga sehingga dapat bersaing dengan bank umum, efisiensi meminimalkan *cost produksi* dalam operasional, serta meningkatkan sosialisasi dan edukasi perbankan syariah kepada masyarakat (Kurniawan, 2020)

Hal ini ditambah lagi dengan kondisi pandemi dimana berpotensi untuk meningkatkan pembiayaan untuk segmen ritel, yakni UKM, mikro, dan consumer karena perbankan syariah Indonesia terus menunjukkan perkembangan yang positif di tengah pandemi Covid-19 (Yunianto, 2020), demikian juga fakta menurut Kurniawan (2020) mengatakan bahwa pertumbuhan populasi penduduk Indonesia mayoritas beragama Muslim, atau setara dengan 87,2% dari total penduduk Indonesia. Pangsa pasar (*market share*) perbankan syariah terus berkembang sekitar 5%-6%, sehingga berdasarkan fakta tersebut pemerintah ingin merger dipercepat (Kusumayudha, 2020).

Perkembangan ekonomi keuangan syariah di Indonesia dari tahun 2016-2020, pertumbuhan aset perbankan syariah mencapai Rp545,39 triliun, pembiayaan terus meningkat sebesar Rp240, 25 triliun dan dana pihak ketiga (DPK) bank syariah meningkat setiap tahunnya sekitar 6% hingga 13% (KNKS, 2020). Merger yang dilakukan oleh ketiga perusahaan bank BUMN yang terdiri dari BRI Syariah, BNI Syariah, dan Mandiri Syariah ini menghasilkan sebuah keuntungan yaitu bertambahnya total aset yang dimiliki. Total aset ini berdasarkan laporan keuangan bank per kuartal II-2020, akan menjadi sinergi dan kontributor terbesar dalam mendukung keuangan syariah apabila bank-bank tersebut digabung, maka penggabungan ini juga dapat membuat industri perbankan berbasis syariah akan lebih meluas (Safir, 2020).

Dalam berita yang dimuat oleh Media Kompas mengenai penggabungan ketiga bank BUMN tersebut menetapkan BRI Syariah sebagai bank survivor, bergabungnya dua entitas baru ke dalam BRIS tentu akan menyebabkan perubahan jumlah saham yang beredar. Valuasi BRIS sebagai *surviving entity* pasca merger tentu berbeda dengan sebelum merger. Total nilai aset dari penggabungan tiga bank ini mencapai Rp 245,87 triliun. Dengan demikian, masih relatif wajar valuasi saham BRIS berubah karena merger. Besar kemungkinan dengan merger ini akan ada isu penambahan jumlah saham, dengan opsi tersebut maka saham yang akan diterbitkan akan memiliki *right issue* jika tidak maka akan berpotensi dilusi pada saham BRIS (Saragih, 2020).

Dalam berita yang dimuat oleh Media Kompas mengenai penggabungan ketiga bank BUMN tersebut menetapkan BRI Syariah sebagai bank survivor (Islami & Sarwoko, 2012). Pengumuman merger merupakan peristiwa yang dapat dijadikan informasi oleh investor, kebijakan merger merupakan aksi korporasi yang dapat menimbulkan dampak bagi pemegang saham yakni banyaknya saham yang akan diedarkan dan tidak, pembagian tiap-tiap saham yang dimiliki, dan perubahan harga (Kusdarmawan & Abundanti, 2018). Pada saat peristiwa awal pengumuman merger bank syariah, berdasarkan data laporan statistik BEI bulan Oktober 2020, harga saham BRIS mengalami peningkatan yang melonjak. Hal ini dapat dibuktikan melalui Gambar 1.2 yang berupa grafik pergerakan saham harian BRIS di Lantai Bursa.



Sumber: BEI (Data diolah, 2020)

Gambar 1.
Grafik Saham BRIS Harian

Gambar 1 menjelaskan bahwa sebelum pengumuman kondisi saham BRIS relatif stabil, pada saat merger diumumkan saham BRIS mengalami perubahan yang melonjak tinggi, namun setelah pengumuman harga saham BRIS mengalami fluktuatif. Respon pasar saham terkait pengumuman merger tersebut terbukti positif. Harga saham BRIS mengalami *auto rejection* dalam kurun waktu dua hari yaitu tanggal 13 dan 14. Sebelumnya harga saham tersebut sebesar 25% hingga Rp 1.500. Harga saham BRIS ini sesudah pengumuman merger meningkat sebesar 175,22% atau sebelum merger, yakni seharga Rp 545 (IDX, 2020).

Pengumuman merger menyebabkan investor untuk memilih *trading buy* di pasar modal dan untuk memperoleh abnormal return pada jangka pendek (Setiawan, 2020). Salah satu indikator efisiensi pasar dapat dilihat melalui kemampuan pasar dalam menerima informasi mengenai perubahan harga saham yang ada. Efisiensi pasar merupakan keadaan dimana para investor dan pelaku pasar bergerak mengikuti perubahan yang sedang terjadi. Pasar efisien akan memberikan respon positif ketika mendapatkan suatu informasi baik, dan memberikan respon negatif ketika mendapatkan informasi buruk (Tandelilin, 2010:565).

Adapun penelitian sebelumnya yang membahas mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman merger, diteliti oleh Dodd (1980) mengenai proposal merger, kebijakan manajemen dan kekayaan pemegang saham hasilnya menunjukkan adanya reaksi pasar yang signifikan setelah adanya sebuah informasi merger sebuah perusahaan, namun menghasilkan negatif pada *abnormal return*. Fakta lain dari Rahman dkk., (2018) mengenai pengaruh merger terhadap harga saham sektor perbankan di Pakistan hasilnya menunjukkan pasar merespon negatif terhadap pengumuman merger.

Jumlah *abnormal return* memiliki implikasi bahwa para pemegang saham mampu mengolah informasi dari asimetri informasi atas perbedaan harga saham sebagai pengaruh pengumuman merger dan akuisisi (Fuller, dkk) dalam (Mackinlay, 1997) Penelitian sebelumnya mengenai dampak merger terhadap *abnormal return*, penelitian dilakukan oleh Rani dkk., (2013) dengan hasil menunjukkan bahwa pasar merespon positif, dan terdapat *abnormal return* saat pengumuman merger. Fakta lain dari Chhetri dan Baral, (2018) menunjukkan bahwa seputar pengumuman merger, abnormal return pramerger dari masing-masing perusahaan tidak signifikan hingga nol yaitu return tidak terpengaruh oleh pengumuman merger. Demikian pula, *abnormal return* perusahaan penawar dan target tidak signifikan dengan menunjukkan tidak ada dampak pengumuman merger pada kekayaan pemegang saham di pasar modal Nepal.

Selain itu, reaksi pasar terhadap peristiwa merger dapat dilihat dari *trading volume activity* (Maharani, 2015). Untuk membuktikan ada atau tidak adanya hubungan merger dengan volume perdagangan, maka dibuktikan dengan adanya penelitian terdahulu. Penelitian yang pernah dilakukan dilakukan oleh Jayaraman dkk., (2001) hasilnya menunjukkan bahwa ada peningkatan aktivitas perdagangan di pasar saham sesudah pengumuman merger. Perubahan *trading volume activity* di pasar modal terjadi karena perbedaan investor menganalisis informasi perdagangan saham di bursa, dari informasi tersebut investor dapat mempertimbangkan keputusan investasinya.

Berdasarkan hasil penelitian yang berbeda maka penulis ingin meneliti *abnormal return* dan *trading volume activity* untuk mengetahui apakah ada atau tidak adanya reaksi pasar terhadap pengumuman merger bank syariah BUMN. Penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi berupa informasi pada beberapa pihak. Pertama bagi investor melakukan analisis investasi saat terjadi suatu peristiwa yang relevan sebelum menentukan keputusan investasi. Kedua, bagi emiten yakni sebagai referensi sebelum memutuskan kebijakan-kebijakan yang diambil pada saat terjadi peristiwa seperti merger. Sehingga penulis termotivasi melakukan penelitian ini dengan judul “Merger Bank Syariah Milik Negara dan Reaksi Pasar Pada Saham BRIS”.

II. KAJIAN LITERATUR

Pasar Modal Syariah

Menurut Peristiw (2016), Dalam sebuah negara yang memiliki kegiatan ekonomi bersyariat islam tentu saja mempunyai beberapa instrument pendukung seperti keberadaan tempat yang memperdagangkan surat berharga berdasarkan hukum-hukum islam. Sama seperti pasar modal pada umumnya hanya saja transaksi yang terjadi didalamnya didasarkan pada syariat islam, seperti obligasi syariah, obligasi, dan reksa dana syariah. Dalam pasar ini, terdapat sejumlah kegiatan yang tidak

diperbolehkan seperti investasi pada bank konvensional yang mengandung unsur riba, perusahaan yang memproduksi barang-barang haram, asuransi konvensional karena mengandung gharar. Selain itu transaksi yang dilarang dalam pasar modal syariah diantaranya melakukan penawaran atau permintaan palsu, penimbunan saham dan suap.

Perbankan Syariah

Seperti pada bank konvensional yang berperan sebagai lembaga yang menghimpun dana dari masyarakat, hanya saja dalam bank berbasis syariah dalam proses menghimpunnya didasarkan pada nilai-nilai islam (seperti prinsip keadilan dan keseimbangan, bunga, universalisme, dll), dan melakukan tidak termasuk maysir, riba, gharar, dzalim, barang haram yang diatur oleh Fatwa MUI.

OJK menyusun *Roadmap* perbankan syariah Indonesia dalam mensukseskan visi yang *resilient*, dapat bersaing, dan dapat menyumbang pengaruh terhadap pembangunan ekonomi dan sosial, *roadmap* tersebut merupakan strategi OJK. Hasil dari perwujudan *Roadmap* tersebut, bank syariah memutuskan melakukan aksi penggabungan bank syariah BUMN.

Corporate Action

Corporate Action atau aksi korporasi menurut TICMI (2016: 8) dalam (Nani dkk., 2019) adalah suatu peristiwa atau aktivitas yang strategis oleh perusahaan mempunyai pengaruh terhadap jumlah dan harga saham atau obligasi suatu perusahaan. Aksi korporasi ini diterapkan oleh bank syariah dengan melakukan penggabungan bank syariah BUMN. Menurut Al Islami dan Mawardi (2019) tujuan melakukan aksi ini adalah untuk melakukan ekspansi, peningkatan modal perusahaan, dan peningkatan likuiditas volume perdagangan bank syariah BUMN.

Merger

Strategi yang digunakan oleh sebuah manajemen perusahaan bermacam-macam dalam mewujudkan tujuannya dalam mencari keuntungan. Salah satunya yaitu melakukan penggabungan antara dua atau tiga perusahaan dengan menjadikan salah satu perusahaan menjadi induknya dan yang lainnya melebur menjadi satu dalam satu induk perusahaan. Pada perusahaan yang melakukan sebuah merger akan dibagi menjadi 2 yaitu perusahaan induk yang disebut sebagai perusahaan survivor dan perusahaan yang dibubarkan sebagai merged firm (Moin, 2004)

Merger dilakukan oleh tiga bank BUMN yang berbasis syariah menjadikan Bank BRI adalah bank yang menerima merger dan bertahan hidup setelah merger. Peristiwa merger menyebabkan Bank BRI Syariah berganti nama menjadi Bank BSI Syariah. Bank BSI Syariah menjadi bank hasil merger ketiga bank, ukuran bank syariah tersebut semakin besar, karena telah mengambil alih seluruh asset dan hutang bank digabung menjadi satu.

Signaling Theory

Menurut Brigham dan Houston (2001:36) dalam penelitian (Al Islami and Mawardi, 2019) mengatakan *signaling theory* merupakan sebuah langkah yang dilakukan oleh sebuah perusahaan dalam memberikan pengetahuan mengenai masa depan perusahaannya. Hal ini membawa sebuah pengetahuan terhadap investor yang bersangkutan dengan tindakan yang akan diambil oleh manajemen dalam menjalankan perusahaannya. Jika investor menganggap informasi tersebut sebagai sinyal positif maka akan berdampak baik bagi investor, jika investor menganggap sebagai sinyal negatif maka akan berdampak buruk bagi investor.

Studi Peristiwa

Dalam mengetahui sebuah reaksi yang akan dihadapi oleh pasar maka perlu dilakukannya sebuah riset. Riset yang dilakukan akan memuat sebuah informasi yang akan diterima oleh pasar yang akan diterima nantinya. Dalam informasi tersebut akan diteliti melalui pergerakan naik turunnya permintaan dan penawaran akan saham yang nantinya akan memuat kesimpulan tentang adanya sebuah ketidaknormalan atau tidak. Apabila dalam riset tersebut ditemukan adanya ketidaknormalan maka informasi yang didapatkan adalah adanya suatu masalah dalam perusahaan yang dirisetnya (Tandelilin, 2010).

Hubungan Merger dengan Abnormal Return Saham

Adanya sebuah informasi berupa perubahan pada abnormal return setelah dilakukannya penggabungan dua perusahaan menjadi factor yang penting bagi pasar. Adanya Teori sinyal

menyatakan bahwa merger memberi investor informasi tentang peningkatan substansial dalam pengembalian di masa depan. Oleh karena itu, jika pasar menanggapi pengumuman merger, reaksinya bukan hanya karena informasi merger yang tidak memiliki nilai ekonomi, tetapi juga karena untuk mengetahui apakah ada keuntungan yang akan diperoleh dikemudian hari. Pernyataan ini diperkuat kembali dengan pernyataan apabila sebuah perusahaan mampu melakukan merger maka perusahaan tersebut memiliki sebuah kinerja yang baik.

Hubungan Merger dengan Volume Perdagangan Saham

Reaksi yang ditunjukkan oleh pasar akibat adanya penggabungan antara dua atau tiga perusahaan dapat berupa adanya perubahan pada banyak atau sedikitnya saham yang diperdagangkan. Pada saat ada informasi mengenai penggabungan sebuah perusahaan maka para investor dapat menafsirkan dan menilai apakah informasi tersebut akan memberikan keuntungan atau kerugian (Tandelilin, 2010: 572).

Penafsiran informasi ini akan mempengaruhi hubungan antara penawaran dan permintaan bagi investor. Jika banyak investor pesimis karena berita buruk dalam informasi yang mereka terima, mereka akan mengurangi jumlah pembelian yang terjadi dan meningkatkan penawaran pasar, sehingga menekan harga. Di sisi lain, jika investor optimis dengan kabar baik dalam informasi yang mereka terima, mereka akan berbondong-bondong untuk melakukan pembelian sehingga permintaan akan saham tersebut akan meningkat dan kemudian akan meningkatkan harga juga karena adanya permintaan yang meningkat dengan tingkat penawaran yang terbatas.

Penelitian Terdahulu

Penelitian sebelumnya mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman merger pada *abnormal return* dan *trading volume activity*, beberapa penelitian tersebut antara lain, penelitian yang dilakukan oleh Crouzille dkk., (2008) menggunakan variabel Cumulative Average Abnormal Return (CAAR), dengan metode Event Study. Menggunakan model bivariate GARCH. Hasil dari penelitian ini pasar saham bereaksi negatif terhadap pengumuman merger dan akuisisi. Terdapat CAAR negative signifikan pada perusahaan akuisitor dan target secara keseluruhan dan CAAR negatif tidak signifikan pada saham perusahaan target maupun akuisitor selama jendela peristiwa.

Penelitian yang dilakukan oleh Reddy dkk., (2019) menggunakan variabel AAR dan CAAR, dengan metode Event Study. Penelitian ini menggunakan 3 (tiga) model pengukuran (mean adjusted, market adjusted dan OLS). Hasil dari penelitian ini terdapat perbedaan AAR dan CAAR yang signifikan setelah merger pada mean adjusted. Pada model market adjusted dan OLS terdapat AAR dan CAAR tetapi tidak signifikan. Pasar China dan India tidak merespon merger ini karena tidak meningkatkan nilai pada pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan Jayaraman dkk., (2001) menggunakan variabel Trading Volume dengan metode Event Study. Model perhitungan menggunakan estimate Abnormal Trading Volume (Cross-Sectional Regression). Hasil penelitian ini yakni terdapat peningkatan perdagangan saham yang signifikan pada periode sebelum pengumuman merger sehingga mempengaruhi harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Chhetri dan Baral (2018) menggunakan variabel AR dan CAR. Metode yang digunakan adalah event study. Model perhitungan market model dan mean adjusted model. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat abnormal return yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah merger di pasar modal Nepal.

Penelitian yang dilakukan oleh Pamungkas dkk., (2015) menggunakan variabel average abnormal return (AAR) dan Trading Volume Activity (TVA) dengan metode Event Study. Menggunakan model perhitungan market adjusted. Hasil dari penelitian ini adalah tidak terdapat perbedaan average abnormal return yang signifikan setelah pemilu, tetapi untuk average TVA terdapat perbedaan yang signifikan setelah pemilu.

Penelitian Jackson (2015) menggunakan metode *event study*. Variable yang digunakan dalam penelitian ini adalah Abnormal Return (AR) dan Cumulative Abnormal Return (CAR) dengan menggunakan market model. Hasil dari penelitian ini adalah pasar merespon positif, harga saham perusahaan penawar meningkat sehingga terdapat abnormal return positif yang tinggi pada saat pengumuman, pasar menganggap merger meningkatkan nilai yang relevan bagi perusahaan penawar.

Hipotesis

Berdasarkan penelitian terdahulu, yang menyebutkan bahwa pasar akan bereaksi terhadap pengumuman merger baik yang ditandai dengan meningkatnya aktivitas perdagangan saham, maupun dengan adanya *abnormal return*, maka penelitian ini merumuskan dua hipotesis:

H1: Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger

H2: Terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman merger

III. METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian

Pendekatan yang dilakukan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian *event study* dapat mengetahui seberapa cepatnya informasi sampai ke pasar sehingga mempengaruhi harga saham, secara lebih spesifik *event study* menganalisis respons pasar dari kandungan informasi terhadap suatu pengumuman atau publikasi peristiwa tertentu (Tandelilin, 2010). Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yaitu *event study* dengan menggunakan data statistik saham untuk meneliti reaksi pasar saham terhadap adanya peristiwa pengumuman merger pada saham BRIS. Peristiwa tersebut digunakan untuk menganalisis reaksi dari pasar modal Indonesia khususnya sector perbankan syariah BUMN yang terindeks ISSI. Reaksi pasar tersebut diukur melalui *abnormal return* dan *trading volume activity*. Model yang digunakan penelitian ini ada 2 yakni *mean adjusted* dan *market adjusted* karena untuk mengetahui perbedaan *expected return*. Penelitian ini menggunakan periode estimasi 30 hari dan periode pengamatan 10 hari sebelum serta 10 hari sesudah pengumuman merger bank syariah. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain Peristiwa Merger, *Abnormal Return*, dan Volume Perdagangan Saham.

Definisi Operasional

Merger

Penelitian ini menggunakan peristiwa merger, yaitu pengumuman merger bank syariah milik BUMN pada saham BRIS pengumuman merger tersebut terjadi pada tanggal 13 Oktober 2020 oleh Ketua Tim *Project Manajemen Office* dan Wakil Direktur Utama Bank Mandiri Hery Gunardi. Untuk memperoleh informasi perusahaan yang melakukan merger, penulis mencari data dari website Bursa Efek Indonesia (www.idx.com), website bank BSI syariah (www.bankbsi.co.id) dan Otoritas Jasa Keuangan (www.ojk.co.id).

Abnormal Return

Abnormal return merupakan perbedaan selisih antara aktual *return* di seputar pengumuman dikurangi dengan *return* harapan dan dihitung selama periode penelitian. Untuk menghitung *expected return* penelitian ini menggunakan 2 model perhitungan yaitu *market adjusted* menggunakan model ekspektasi pada periode pengamatan; dan *mean adjusted* model, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi untuk periode pengamatan. Alasan peneliti menggunakan beberapa model adalah untuk mengetahui perbedaan hasil *abnormal return* dan untuk mengetahui kelemahan dari satu metode ketika mengukur *expected return* peristiwa merger bank syariah (Reddy dkk., 2019). *Abnormal return* dapat dihitung dengan menggunakan persamaan:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = *abnormal return* saham i pada hari ke- t

$R_{i,t}$ = *return* saham i pada hari ke- t

$E(R_{i,t})$ = *expected return* saham i pada hari ke- t

Sumber: Tandelilin (2010, p. 573)

Berikut rumus untuk perhitungan *actual return* dan *expected return*:

1. *Actual Return*

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (2)$$

Keterangan:

R_{it} = return saham i pada periode_t

P_{t-1} = harga saham i pada periode $t-1$

P_t = harga saham i pada periode t

Sumber: Moin (2004, p. 300)

2. *Expected Return*

a. *Mean adjusted model:*

Model ini menganggap bahwa ekspektasi dari suatu saham i adalah konstan yang nilainya sama dengan return actual sebelumnya selama periode estimasi (Budiarto dan Murtanto, 2002). Persamaan :

$$AR_{i,t} = R_{it} - (\bar{R}_{i;t_1,t_2}) \quad (3)$$

Keterangan:

$E(R_{i,t})$ = *expected return* saham i pada hari ke-t

$R_{i,t}$ = *return actual* sekuritas i pada hari ke-t

n = periode estimasi

Sumber: Moin (2004, p. 301)

b. *Market adjusted model:*

Model ini menganggap bahwa sebagai prediktor terbaik dalam mengestimasi return suatu saham dengan return indeks pasar pada saat tertentu (Budiarto dan Murtanto, 2002). Persamaan:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (4)$$

Keterangan:

R_{it} = *expected return* saham i pada hari ke-t

R_{mt} = *return* pasar pada hari ke-t

Sumber: Moin (2004, p. 302)

Nilai R_{mt} dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{ISSI_t - ISSI_{t-1}}{ISSI_{t-1}} \quad (5)$$

Keterangan:

R_{mt} = pendapatan pasar saham ke-t

$ISSI_t$ = ihsg hari ke-t

$ISSI_{t-1}$ = ihsg hari ke- $t-1$

Sumber: Moin (2004, p. 302)

Volume Perdagangan saham

Pengaruh merger terhadap volume perdagangan saham BRIS dapat dilihat dari kegiatan perdagangan sahamnya kemudian diukur menggunakan indikator *Trading Volume Activity* (TVA) Perhitungan TVA dilakukan dengan membagikan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu waktu tertentu dengan jumlah saham yang beredar dari perusahaan tersebut pada periode waktu yang sama. Untuk menghitung TVA menurut Foster (1986) dalam (Merthadiyanti dan Yasa, 2019). *Trading Volume Activity* dapat dicari dengan menggunakan rumus :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham yang diperdagangkan pada waktu } i}{\sum \text{saham yang beredar di BEI pada waktu } t} \quad (6)$$

Jenis dan Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Fauzi dkk. (2019) data sekunder adalah data yang sudah diolah tersebut dikumpulkan oleh peneliti sebagai data penelitian peneliti yang bersangkutan. Data sekunder penelitian ini berupa data historis harga saham harian saat penutupan (*closing price*), volume perdagangan saham perusahaan sampel dan harga

saham harian ISSI bulan Agustus sampai dengan Oktober 2020. Terkait dengan sumber data, data dalam penelitian ini didapatkan dari website resmi BEI (www.idx.co.id) untuk mengetahui jumlah saham beredar, Otoritas Jasa Keuangan (www.ojk.co.id) untuk mengetahui jumlah saham syariah dalam Daftar Efek Syariah dan www.duniainvestasi.com untuk mengetahui *closing price* dan volume perdagangan. website resmi BEI (www.idx.co.id), Otoritas Jasa Keuangan (www.ojk.co.id) dan www.duniainvestasi.com

Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data dalam penelitian ini meliputi:

Studi literatur

Untuk mendapatkan data yang akan diteliti, penulis melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari dan menelaah sebagai literature yang sebagai penunjang teori-teori yang dibutuhkan. Literature yang digunakan peneliti adalah jurnal, buku, hingga penelitian terdahulu yang berkaitan dengan merger, *abnormal return*, volume perdagangan saham, *event study*.

Pengumpulan data

Mengumpulkan data yang diperlukan dalam penelitian melalui data sekunder, yaitu berupa harga rasio dan tanggal pengumuman perusahaan sampel, harga saham harian, volume saham harian, dan *tradable share* perusahaan.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar dalam ISSI sesuai dengan peraturan No.: Peng-00073/BEI.PQP/03-2020. Periode penelitian mencakup data pada bulan Agustus hingga Oktober tahun 2020.

Sampel penelitian ini adalah menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu dengan cara memberi batasan-batasan kriteria yang sesuai dengan penelitian. Sampel pada penelitian ini yaitu PT. BRIS Tbk. Alasan peneliti menggunakan sampel tersebut karena PT. BRIS Tbk menjadi *surviving entity* dari hasil merger bank syariah dan hanya saham BRIS yang sudah melakukan IPO sehingga sahamnya tercatat di BEI.

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk membuktikan hipotesis bahwa merger akan mempengaruhi *abnormal return* dan volume perdagangan saham adalah melalui langkah-langkah sebagai berikut:

1. Mengidentifikasi peristiwa yang akan diteliti, yaitu pengumuman merger bank syariah pada saham BRIS Tahun 2020;
2. Menentukan periode pengamatan. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini ada dua yaitu estimasi pengamatan selama 30 hari ($t-40$ dan $t-10$ sebelum pengumuman) dan pengamatan *event* selama 10 hari sebelum merger, dan 10 hari setelah terjadinya pengumuman merger;
3. Menghitung perbedaan antara *actual return* dengan *expected return* dalam perhitungan abnormal return, peneliti menghitung *expected return* dengan 2 model perhitungan yakni *mean adjusted* dan *market adjusted*;
4. Menghitung *abnormal return* yang pertama dilakukan dengan menghitung *actual return* dan *expected return* selama jendela estimasi 30 hari ($t-40$ dan $t-10$);
5. Menghitung abnormal return melalui *actual return* dan *expected return* selama periode pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman ($t-10$ dan $t+10$);
6. Menghitung *Trading Volume Activity* (TVA) periode sebelum dan sesudah hari pengumuman ($t-10$ dan $t+10$) dengan persamaan;
7. Menggunakan uji normalitas dengan menggunakan aplikasi SPSS untuk mengetahui bahwa sampel terdistribusi normal dan diuji secara statistik dengan uji normalitas *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dengan *confidence level* sebesar 5%. Data terdistribusi normal jika $P_{value} \geq 5\%$ dan tidak terdistribusi normal jika $P_{value} \leq 5\%$.
8. Melakukan uji hipotesis dengan menggunakan uji *paired t-test* pada data *abnormal return* untuk

melihat signifikansi uji beda sebelum dan sesudah disekitar periode peristiwa. Uji hipotesis ini menggunakan aplikasi SPSS. Tahapan Uji Hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis:
 - $H_{0.1}$: AR = 0: Tidak terdapat AR yang signifikan sebelum dan sesudah merger
 - $H_{1.1}$: AR \neq 0: terdapat AR yang signifikan sebelum dan sesudah merger
 - b. Menentukan *level of significance* α sebesar 5% dengan derajat kebebasan (df) sebesar n-1;
 - c. Melakukan pengujian statistik *paired sample t-test* pada AR 2 model perhitungan (*market adjusted* dan *mean adjusted*) dengan persamaan;
 - d. Membandingkan probabilitas (p) t-hitung; dengan $\alpha = 5\%$. Kesimpulan pada uji ini yaitu berdasar pada:
 - Apabila nilai probabilitas (p) $H_{0.1} < (\alpha) 0,05$ maka H_0 ditolak
 - Apabila nilai probabilitas (p) $H_{1.1} > (\alpha) 0,05$ maka H_0 diterima
9. Melakukan Uji Hipotesis dengan menggunakan uji paired t-test pada data trading volume activity untuk melihat signifikansi uji beda sebelum dan sesudah disekitar periode peristiwa. Uji hipotesis ini menggunakan aplikasi SPSS. Tahapan Uji Hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut:
- a. Merumuskan hipotesis:
 - $H_{0.1}$: TVAsebelum=TVAsesudah: Tidak terdapat TVA yang signifikan sebelum dan sesudah merger
 - $H_{1.1}$: TVAsebelum \neq TVAsesudah: Terdapat TVA yang signifikan sebelum dan sesudah merger
 - b. Menentukan *level of significance* α sebesar 5% dengan derajat kebebasan (df) sebesar n-1;
 - c. Melakukan pengujian statistik *paired sample t-test* pada *trading volume activity* dengan persamaan;
 - d. Membandingkan probabilitas (p) t-hitung; dengan $\alpha = 5\%$. Kesimpulan pada uji ini yaitu berdasar pada:
 - Apabila nilai probabilitas (p) $H_{0.1} < (\alpha) 0,05$ maka H_0 ditolak
 - Apabila nilai probabilitas (p) $H_{1.1} > (\alpha) 0,05$ maka H_0 diterima
10. Jika data tidak terdistribusi normal maka teknik uji beda dua sampel berpasangan yang digunakan adalah Uji Peringkat Wilcoxon (*Wilcoxon Signed Rank Test*) yang merupakan uji statistik non parametrik (Lata, 2019: 317). Tahapan pengujian ini yaitu:
- a. Menentukan tingkat signifikansi (α sebesar 5% dengan derajat kebebasan (df) sebesar n-1
 - b. Membandingkan probabilitas (p) z-hitung dengan $\alpha = 5\%$. Kesimpulan pada uji ini berlandaskan:
 - Apabila nilai probabilitas (p) $< 0,05$ maka H_0 ditolak
 - Apabila nilai probabilitas (p) $> 0,05$ maka H_0 diterima

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Uji Normalitas

Tabel 1.
Uji Normalitas

Variabel	T	Asymp. Sig. (2-tailed)	Hasil Uji
AR Market adjusted	Sebelum	0.592	Normal
AR Market adjusted	Sesudah	0.873	Normal
AR Mean	Sebelum	0.544	Normal
AR Mean	Sesudah	0.812	Normal
TVA	Sebelum	0.753	Normal
TVA	Sesudah	0.903	Normal

Sumber: Data Diolah, 2021

Dari pengujian normalitas menunjukkan bahwa data yang digunakan mempunyai nilai AR dan TVA melalui uji one-sample Kolmogorov smirnov menunjukkan bahwa keseluruhan data telah terdistribusikan secara normal karena memiliki nilai signifikansi sebelum dan sesudah lebih dari dari 5% sehingga data tersebut layak untuk dilanjutkan dengan pengujian berikutnya

Analisis Abnormal Return Model Market Adjusted

Pengujian berikut menggunakan uji paired t-test untuk melihat apakah ada perbedaan nilai AR sebelum dan sesudah adanya merger sehingga dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar saham BRIS pada periode event date.

Tabel 2.

Hasil Paired Sample t-test Abnormal Return Model Market Adjusted

Variabel	Mean	Std. Deviasi
<i>Abnormal Return (Market Adjusted Sebelum)</i>	0.0153079	0.0318508
<i>Abnormal Return (Market Adjusted Sesudah)</i>	0.0127077	0.0959503
T	0.0820	
Pr(T > t)	0.9364	
<i>degrees of freedom</i>	9	

Sumber: Data Diolah, 2021

Pada hasil tersebut menunjukkan bahwa hasil uji beda pada AR pada model market adjusted memperoleh nilai t-hitung sebesar 0,0820 dengan nilai prob 0,9364, maka dapat disimpulkan bahwa pengujian tersebut menerima H₀ dan menolak H₁ mempunyai arti bahwa tidak adanya perbedaan AR yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger sehingga pasar saham BRIS tidak menunjukkan reaksi. Model ini mempunyai nilai rata-rata AR periode sebelum pengumuman merger saham BRIS menunjukkan hasil AR 0,0153079 dengan nilai *average* AR setelah pengumuman sebesar 0,0127077. Sehingga menunjukkan bahwa pengurangan nilai antara pengembalian actual dan pengembalian yang diharapkan semakin menurun dengan adanya pengumuman merger bank syariah pada saham BRIS.

Analisis Abnormal Return dengan Model Mean Adjusted

Tabel 3.

Hasil Paired Sample t-test Abnormal Return Model Mean

Variabel	Mean	Std. Deviasi
<i>Abnormal Return (Mean Sebelum)</i>	0.0080789	0.0357698
<i>Abnormal Return (Mean Sesudah)</i>	0.0032876	0.0997721
T	0.1416	
Pr(T > t)	0.8905	
<i>degrees of freedom</i>	9	

Sumber: Data Diolah, 2021

Uji ini digunakan untuk membuktikan adanya perbedaan hasil uji beda *abnormal return* (AR) berdasarkan model *mean adjusted* diperoleh nilai thitung adalah 0,1416 dengan probabilitas 0.8905, maka menerima H₀ dan menolak H₁ menunjukkan tidak adanya perbedaan pada AR antara sebelum dan sesudah pengumuman merger yang signifikan berdasarkan model *mean adjusted* sehingga pasar saham BRIS tidak bereaksi, investor tidak mendapatkan *abnormal return*. Model ini memiliki nilai rata-rata AR berdasarkan model *mean adjusted* periode sebelum pengumuman merger saham BRIS menunjukkan hasil AR sebesar 0.0080789 dan nilai rata-rata AR sesudah pengumuman menunjukkan hasil sebesar 0.0032876. Sehingga menunjukkan bahwa pengurangan nilai antara pengembalian actual dan pengembalian yang diharapkan semakin menurun dengan adanya pengumuman merger bank syariah pada saham BRIS.

Analisis Trading Volume Activity

Tabel 4.

Hasil Paired Sample t-test Trading Volume Activity

Variabel	Mean	Std. Deviasi
<i>Trading Volume Activity (Sebelum)</i>	0.018349	0.0077958
<i>Trading Volume Activity (Sesudah)</i>	0.041475	0.0248366
T	-3.1815	
Pr(T > t)	0.0000	
<i>degrees of freedom</i>	9	

Sumber: Data Diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji beda TVA, menghasilkan t-hitung adalah -3,1815 dengan prob 0.000. Sehingga t-hitung > 1,97 dan nilai probabilitas < 0.05, dengan demikian maka menolak H₀ dan menerima H₁ yang berarti menunjukkan adanya perbedaan pada TVA yang signifikan dengan sebelum dan sesudah pengumuman sehingga adanya pengumuman membuat volume perdagangan saham BRIS mengalami perubahan.

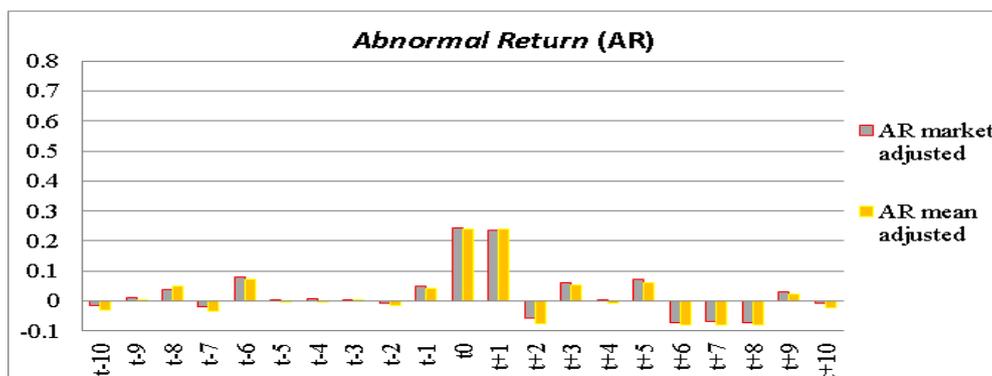
Saham BRIS nilai rata-rata Volume Perdagangan periode sebelum pengumuman merger menunjukkan hasil TVA sebesar 0,018349 dan nilai rata-rata volume perdagangan periode sesudah pengumuman menunjukkan hasil TVA 0,041475. Sehingga dapat disimpulkan terdapat reaksi pasar saham BRIS terhadap peristiwa merger, dikarenakan volume perdagangan semakin meningkat setelah adanya pengumuman merger saham BRIS.

Pembahasan

Merger menjadi sangat penting karena akan membawa sebuah informasi yang nantinya akan menjadi indikator yang penting dalam kenaikan dan penurunan saham perusahaan yang juga akan menentukan respon dari para investor terhadap informasi tersebut. Respon yang akan diberikan dikemudian hari akan berbeda-beda tergantung kepada penilai pasar sehingga semakin jelas informasi tersebut disebarakan maka akan mempengaruhi atensi investor dalam mengambil keputusan investasi.

Apabila pasar menunjukkan respon yang positif maka akan terjadi trading buy pada volume perdagangan saham BRIS. Namun jika respon pasar bereaksi negatif maka akan terjadi trading halt (perdagangan berhenti sementara).

Melakukan pengujian pada reaksi pasar terhadap suatu informasi pengumuman dapat diperhitungkan menggunakan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Dalam penelitian ini variabel *abnormal return* dihitung dengan 2 model perhitungan yang berbeda yaitu *mean adjusted* dan *market adjusted* untuk mengetahui perbedaan pendekatan *expected return* saham suatu perusahaan dan pengaruhnya pada *abnormal return*.



Sumber: data diolah (penulis, 2021)

Gambar 2.

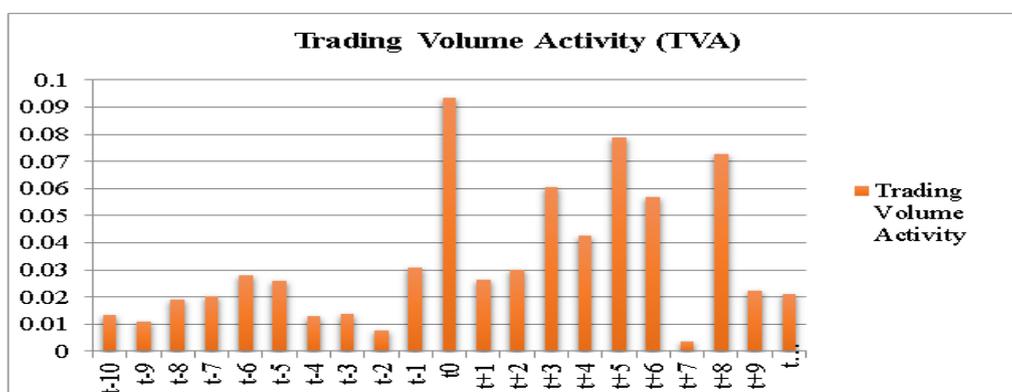
Grafik *Abnormal Return* Selama Periode Pengamatan

Pada gambar diatas menunjukkan bahwa AR pada model mean adjusted dan market adjusted setelah dilakukannya pengumuman mengenai merger terjadi penurunan. Hal ini disebabkan oleh harga saham yang mengalami perubahan yang naik turun. Sehingga menyebabkan keraguan investor terhadap prospek perusahaan kedepannya.

Penelitian dengan hasil yang sama dilakukan oleh Chhetri dan Baral (2018) yang menunjukkan bahwa antara AR yang didapatkan sebelum ataupun sesudah merger tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan. Implikasinya berdasarkan teori yang sejalan dengan adanya pengumuman penggabungan perusahaan sebagai contoh teori sinyal. Apabila pasar menunjukkan reaksi pada saat adanya pengumuman tidak berarti bahwa pasar akan memberikan reaksi terhadap informasi tersebut namun juga menilai kemungkinan keuntungan yang akan diperoleh di masa mendatang. Hasil pengolahan data uji *paired sample t-test* pada *abnormal return* model *market adjusted* sebelum dan sesudah pengumuman menunjukkan bahwa pengumuman merger saham BRIS tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan pada sebelum dan sesudah merger. Artinya, *return*

aktual selama harian tidak berbeda dengan *expected return*. Perbedaan yang tidak signifikan tersebut berarti pengumuman merger ini tidak ada asimetri informasi, implikasinya pasar cukup efektif dalam memberi sinyal informasi kepada investor, hal ini dibuktikan dengan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah pengumuman. Dengan tidak adanya investor mendapat *abnormal return* maka dapat dikatakan bahwa selama periode sebelum dan sesudah pengumuman merger tidak dapat memberikan sinyal yang positif, sehingga tidak mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal. Namun, hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman merger menyebabkan saham BRIS yang termasuk dalam ISSI ini merupakan pasar yang efisien dalam bentuk kuat (*strong form*) karena investor tidak mendapatkan abnormal return pada sebelum dan sesudah pengumuman merger, sehingga investor sudah mengantisipasi langkah yang tepat untuk beradaptasi saat kondisi harga-harga saham di pasar modal mengalami fluktuatif di seputar pengumuman merger. Dengan begitu *abnormal return* yang didapatkan investor relatif wajar.

Berikut merupakan grafik *trading volume activity* pada periode pengamatan. Hasil pengolahan data dan pengujian hipotesis pada *Trading Volume Activity* menunjukkan bahwa terdapat reaksi yang signifikan secara statistik atas pengumuman merger dari adanya perubahan volume saham yang diperdagangkan antara sebelum dan sesudah pengumuman. Volume perdagangan cenderung mengalami peningkatan pada saat pengumuman merger.



Sumber: data diolah (Penulis, 2021)

Gambar 3.

Grafik *Trading Volume Activity* Selama Periode Pengamatan

Dari gambar grafik di atas menunjukkan bahwa terdapat perubahan volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah pengumuman. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar merespon atas peristiwa merger bank syariah yang ditandai dengan meningkatnya volume perdagangan setelah pengumuman merger.

Hal ini sedikit berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Jayaraman dkk., (2001) yang mengatakan bahwa terdapat peningkatan perdagangan saham yang signifikan namun pada periode sebelum pengumuman merger sehingga mempengaruhi harga saham. Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman merger menyebabkan pasar saham BRIS yang termasuk dalam ISSI ini merupakan pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong form*) karena terdapat *trading volume activity* pada sebelum dan sesudah pengumuman merger. Hal ini disebabkan karena investor merespon bahwa peristiwa merger adalah *good news*, investor menilai baik sebuah informasi yang terkandung dalam peristiwa tersebut, peristiwa merger ini memberi dampak langsung terhadap perubahan transaksi perdagangan saham yang melonjak naik pada saham BRIS di pasar modal syariah. Mengingat kebijakan *corporate action* merger tersebut merupakan fenomena pertama kali di Indonesia yang diterapkan di perbankan syariah milik negara sehingga berhubungan langsung dan mempengaruhi kenaikan pada sektor keuangan syariah.

V. SIMPULAN

Kesimpulan penelitian ini dapat ditetapkan dari hasil analisis dan pembahasan pengaruh sebelum dan sesudah pengumuman merger bank syariah terhadap reaksi pasar pada saham BRIS.

Reaksi pasar dapat diketahui melalui indikator *abnormal return* dan *trading volume activity*. Penelitian ini menggunakan 2 model perhitungan *abnormal return* yaitu *mean adjusted* dan *market adjusted* untuk mengetahui perbedaan *expected return* dan mengetahui kelemahan dari satu model ketika mengukur *abnormal return* peristiwa merger bank syariah. Hasil menyebutkan bahwa, pertama, tidak terdapat reaksi pasar pada saham BRIS atas pengumuman merger yang diukur pada *abnormal return*. Ini diketahui dari hasil pengujian tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger, baik menggunakan metode *mean adjusted* maupun *market adjusted*. Kedua, terdapat reaksi pasar pada saham BRIS atas pengumuman merger diukur dari *trading volume activity*. Hal ini diketahui dari adanya perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan sesudah merger. Ketiga, dari hasil penelitian ini, diketahui bahwa Bursa Efek Indonesia (BEI) termasuk dalam kategori pasar efisien setengah kuat, yang ditandai dengan tidak adanya reaksi pasar dari sisi *abnormal return*, namun ada reaksi pasar dari sisi *trading volume activity*. Pada pasar efisien kuat, tidak ada seorang pun yang bisa memperoleh *abnormal return*.

Sebagai implikasi, penelitian ini membuktikan bahwa pasar saham di Indonesia termasuk dalam pasar saham setengah kuat. Hal ini patut menjadi pertimbangan para investor dan manager Investasi untuk membuat strategi keuangan dengan mengkomodir jenis pasar setengah kuat. Lebih lanjut, adanya informasi merger perusahaan tidak selalu disertai dengan *abnormal return*. Maka dari itu, investor disarankan untuk tidak melakukan spekulasi berlebihan menghadapi informasi merger tersebut.

Adapun rekomendasi penelitian akan dijelaskan sebagai berikut. Bagi pengembangan keilmuan, perlu dilakukan penelitian *event study* pada *corporate action* yang lain untuk mengetahui efisiensi pasar modal Indonesia. Apakah termasuk pasar yang efisien kuat atau setengah kuat. Bagi investor, perlu memperhatikan *corporate action* emiten karena melihat hasil penelitian ini dari sisi *trading volume activity* menunjukkan pasar efisien setengah kuat. Bagi emiten, hendaknya semua informasi penting seperti *corporate action* di informasikan secara terbuka sehingga tidak ada investor yang dirugikan karena tidak meratanya informasi yang diterima. Bagi regulator, perlu memastikan bahwa informasi penting emiten seperti rencana merger bisa diketahui oleh investor pada waktu yang sama sehingga pasar modal Indonesia tidak termasuk pasar efisien bentuk lemah. Adapun keterbatasan penelitian ini adalah hanya dilakukan pada satu sampel penelitian saja, karena dari tiga bank yang melakukan merger hanya saham BRIS yang sudah listing di BEI.

DAFTAR PUSTAKA

- Al Islami, M. A. F., & Mawardi, I. (2019). Analisis reaksi pasar terhadap pengumuman right issue (Studi kasus pada saham yang terdaftar di ISSI). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6(6), 1101–1113. <https://doi.org/10.20473/vol6iss20196pp1101-1113>
- Chhetri, S. D., & Baral, R. P. (2018). Event study of effect of merger announcement on stock price in Nepal. *Journal of Business and Management*, 5(1), 64–73. <https://doi.org/10.3126/jbm.v5i0.27390>
- Crouzille, C., Lepetit, L., & Bautista, C. (2008). How did the Asian stock markets react to bank mergers after the 1997 financial crisis? *Pacific Economic Review*, 13(2), 171–182. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0106.2008.00395.x>
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105–137. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90014-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90014-8)
- Jackson, L. A. (2015). Market reaction to bidder announcements of horizontal mergers in an oligopolistic industry: Evidence from the US airline industry. *Tourism Economics*, 21(6), 1255–1271. <https://doi.org/10.5367/te.2014.0401>
- Jayaraman, N., Frye, M. B., & Sabherwal, S. (2001). Informed trading around merger announcements: An empirical test using transaction volume and open interest in options market. *Financial Review*, 36(2), 45–74. <https://doi.org/10.1111/j.1540>
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626–657. <https://doi.org/10.2307/2570566288.2001.tb00010.x>

Moin, A. (2004). *Merger, akuisisi & divestasi*. Yogyakarta: Ekonisia.

OJK. (2020). Data dan statistik perbankan syariah. Retrieved from <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/statistik-perbankan-syariah/Default.aspx>

Reddy, K., Qamar, M., & Yahanpath, N. (2019). Do mergers and acquisitions create value?: The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, 36(2), 240–264. <https://doi.org/10.1108/SEF-01-2018-0027>

Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan investasi*. Yogyakarta: Kanisius.