



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERUBAHAN KINERJA PERUSAHAAN TERBUKA
NON-FINANSIAL AKIBAT MERGER DAN AKUISISI**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**RAPHON PRIMA
0906499386**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGN
JAKARTA
DESEMBER 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Raphon Prima

NPM : 0906499386

Tanda Tangan : 

Tanggal : Desember 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Raphon Prima
NPM : 0906499386
Program Studi : Manajemen Keuangan
Judul Tesis : Perubahan Kinerja Perusahaan Terbuka Non-Finansial Akibat Merger dan Akuisisi

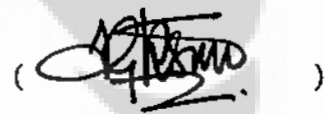
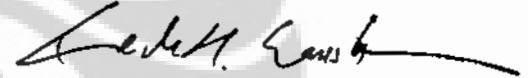
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Eko Rizkianto, ME

Penguji : Dr. Gede H. Wasistha

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 28 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena hanya dengan segala berkat dan karunia-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan studi pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Penulis sangat menyadari bahwa tesis ini tidak akan terselesaikan dengan baik tanpa adanya bantuan, bimbingan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

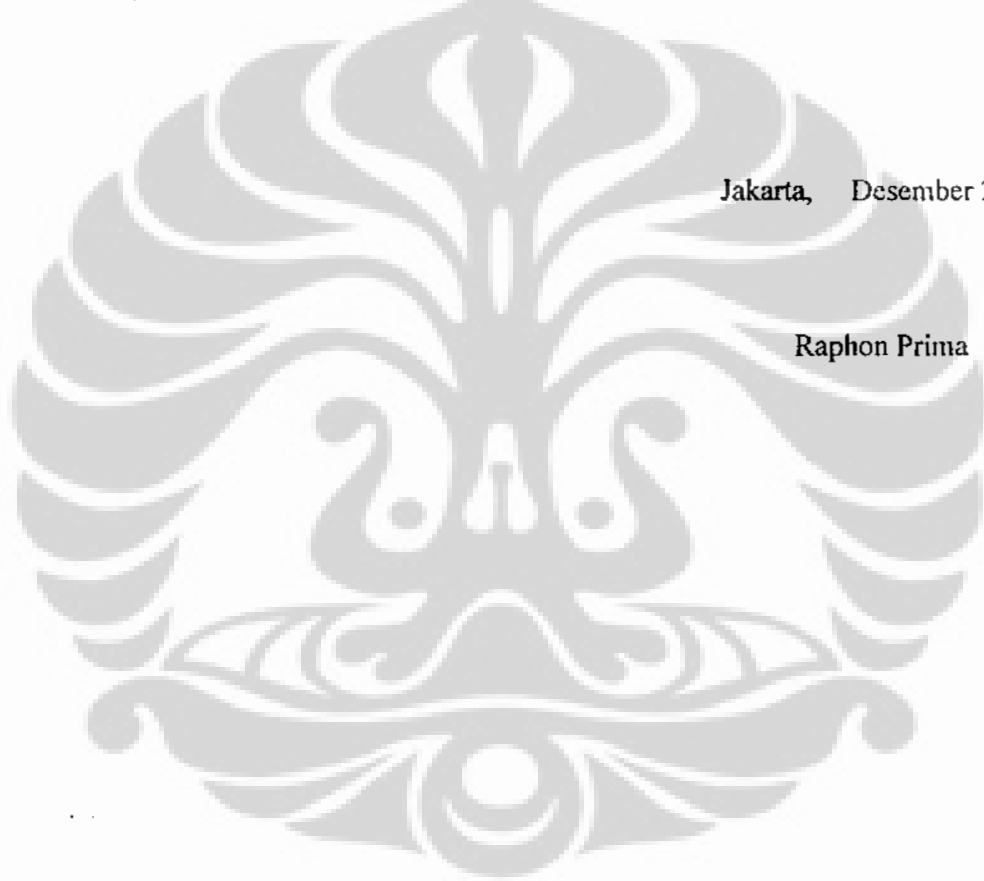
1. Universitas Indonesia, khususnya Fakultas Ekonomi yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menempuh pendidikan di Program Studi Magister Manajemen.
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D, selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
3. Bapak Eko Rizkianto, ME, selaku dosen pembimbing yang telah memberikan arahan, bimbingan dan saran selama proses penulisan tesis ini, serta Bapak Dr. Gede H. Wasistha dan Bapak Imo Gandakusuma, MBA sebagai dosen penguji yang telah memberikan kritikan dan masukan dalam perbaikan tesis ini.
4. Seluruh dosen pengajar, staf akademis dan karyawan Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia yang telah memberikan ilmu-ilmu pengetahuan dan bantuan selama proses perkuliahan.
5. Pihak Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia yang telah membantu penulis dalam rangka penyediaan data penelitian.
6. Kedua orang tua penulis yang selalu memberikan semangat dan doa kepada penulis.
7. Seluruh teman-teman kelas B091 atas kekompakan, kebersamaan dan kerjasama selama kita kuliah di MM-UI.

8. Pihak-pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan dan dukungan mulai dari awal proses perkuliahan sampai dengan selesai.

Akhir kata, penulis mohon maaf apabila ada kesalahan dan berharap semoga Tuhan Yang Maha Kuasa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Penulis menyadari bahwa tesis ini masih memiliki beberapa kekurangan, namun penulis tetap mengharapkan semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan dan bagi pengembangan ilmu manajemen khususnya manajemen keuangan.

Jakarta, Desember 2010

Raphon Prima



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Raphon Prima
NPM : 0906499386
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Perubahan Kinerja Perusahaan Terbuka Non-Finansial Akibat Merger dan Akuisisi”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada Tanggal : Desember 2010

Yang menyatakan



(Raphon Prima)

ABSTRAK

Nama : Raphon Prima
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Perubahan Kinerja Perusahaan Terbuka Non-Finansial
Akibat Merger dan Akuisisi

Tesis ini menyajikan dampak dari merger dan akuisisi dari perusahaan-perusahaan terbuka yang bergerak dalam sektor non-finansial. Dampak yang dianalisis diukur dengan menggunakan perubahan rasio keuangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Rasio keuangan yang dianalisis meliputi *current ratio*, *debt-equity ratio*, *inventory turnover*, *total asset turnover*, *profit margin*, *return on asset*, dan *return on equity*. Analisis yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan tiga pendekatan. Pertama setiap perusahaan dilihat perubahan rasio keuangan apakah mengalami peningkatan atau justru penurunan. Dengan hasil tersebut dapat juga dilihat berapa perusahaan yang mengalami peningkatan dan penurunan. Kedua, analisis dilakukan dengan menggunakan rata-rata rasio keuangan seluruh perusahaan. Dengan hasil ini dapat terlihat kecenderungan perubahan dari seluruh perusahaan. Ketiga, analisis dilakukan dengan menggunakan metode *wilcoxon signed rank test* untuk menguji signifikansi perubahan rasio keuangan akibat merger dan akuisisi. Dari hasil penelitian disimpulkan bahwa rasio keuangan yang mengalami perubahan signifikan akibat merger dan akuisisi adalah *profit margin* dan *return on asset* yang mengalami penurunan setelah merger dan akuisisi.

Kata kunci:

Merger dan Akuisisi, Perusahaan Terbuka Non-Finansial, Rasio Keuangan, *Wilcoxon Signed Rank Test*

ABSTRACT

Name : Raphon Prima
Study Program : Master of Management
Title : Changes in Performance of Non-Financial Public Companies as a Result of Merger and Acquisition

This thesis is presenting the impact of merger and acquisition from any public companies engaged in non financial sector. The impact which had been analyzed was measured by using the changing of financial ratio before and after merger and acquisition. Financial ratio which had been analyzed consist of current ratio, debt equity ratio, inventory turnover, total asset turnover, profit margin, return on asset, and return to equity. The analysis conducted in this study using three approaches. First, each company refer to changing financial ratio whether an increase or actually decrease. With these results can be seen the number of companies which actually increased and decreased. Second, the analysis conducted by using the average financial ratio throughout the companies. With these results can be seen a trend of change of all companies. Third, the analysis is done by using wilcoxon signed rank test method to test the significance of financial ratio changes as a result of merger and acquisitions. From the result of the study the conclusion is that financial ratio which is experiencing significance changes due to merger and acquisition are profit margin and return on asset in which both ratios were decreased after merger and acquisition.

Key words:

Merger and Acquisition, Non-Financial Public Company, Financial Ratio, Wilcoxon Signed Rank Test

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR RUMUS.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	2
1.3 Tujuan Penelitian.....	3
1.4 Ruang Lingkup Penelitian.....	3
1.5 Sistematika Penulisan.....	3
2. LANDASAN TEORI.....	5
2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi.....	5
2.2 Faktor Pendorong Terjadinya Merger dan Akuisisi.....	7
2.3 Manfaat Merger dan Akuisisi.....	10
2.4 Kunci Sukses Merger dan Akuisisi.....	12
2.5 Analisis Rasio Keuangan.....	16
2.5.1 Rasio Likuiditas.....	17
2.5.2 <i>Financial Leverage Ratio</i>	18
2.5.3 <i>Asset Utilization Ratio</i>	20
2.5.4 Rasio Profitabilitas.....	22
2.5.5 <i>Market Value Ratio</i>	24
2.6 Tinjauan Penelitian Sebelumnya.....	25
3. METODOLOGI PENELITIAN.....	27
3.1 Sumber Data Penelitian.....	27
3.2 Variabel Penelitian.....	28
3.3 Teknik Pengambilan Sampel Penelitian.....	30
3.4 Teknik Analisis Penelitian.....	31
3.5 Hipotesis Penelitian.....	33
3.6 Metode <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i>	34
3.7 Rangkuman Alur Kerja Penelitian.....	35
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	38
4.1 Deskripsi Data Penelitian.....	38
4.2 Deskripsi Rasio Keuangan Sampel.....	41
4.3 Analisis Perubahan Rasio Keuangan Tiap Perusahaan.....	44
4.3.1 Analisis Perubahan <i>Current Ratio</i> Tiap Perusahaan.....	44

4.3.2	Analisis Perubahan <i>Debt-Equity Ratio</i> Tiap Perusahaan.....	49
4.3.3	Analisis Perubahan <i>Inventory Turnover</i> Tiap Perusahaan...	52
4.3.4	Analisis Perubahan <i>Total Asset Turnover</i> Tiap Perusahaan..	55
4.3.5	Analisis Perubahan <i>Profit Margin</i> Tiap Perusahaan.....	58
4.3.6	Analisis Perubahan <i>Return on Asset</i> Tiap Perusahaan.....	61
4.3.7	Analisis Perubahan <i>Return on Equity</i> Tiap Perusahaan.....	64
4.4	Analisis Perubahan Rasio Keuangan Secara Keseluruhan.....	67
4.4.1	Analisis Perubahan <i>Current Ratio</i> Secara Keseluruhan.....	67
4.4.2	Analisis Perubahan <i>Debt-Equity Ratio</i> Secara Keseluruhan.	68
4.4.3	Analisis Perubahan <i>Inventory Turnover</i> Secara Keseluruhan.....	69
4.4.4	Analisis Perubahan <i>Total Asset Turnover</i> Secara Keseluruhan.....	70
4.4.5	Analisis Perubahan <i>Profit Margin</i> Secara Keseluruhan.....	72
4.4.6	Analisis Perubahan <i>Return on Asset</i> Secara Keseluruhan....	73
4.4.7	Analisis Perubahan <i>Return on Equity</i> Secara Keseluruhan...	74
5.	KESIMPULAN DAN SARAN	75
5.1	Kesimpulan.....	75
5.2	Saran.....	76
	DAFTAR PUSTAKA	79
	LAMPIRAN	81

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Model Mekanisme Akulturasi Berry.....	14
Tabel 2.2	Mekanisme <i>Integration</i> Haspelagh & Jemison.....	14
Tabel 2.3	Atmosfer Perusahaan Pasca Merger dan Akuisisi.....	15
Tabel 2.4	Pola Kompetensi yang dihasilkan Pasca Merger dan Akuisisi.....	15
Tabel 3.1	Jumlah Perusahaan Terbuka yang Melakukan Merger dan Akuisisi.....	27
Tabel 4.1	Daftar Perusahaan Sampel yang Menjadi Perusahaan Pengakuisisi.....	39
Tabel 4.2	Daftar Perusahaan Sampel yang Menjadi Target Akuisisi...	39
Tabel 4.3	Daftar Perusahaan Sampel yang Melakukan Merger.....	40
Tabel 4.4	Sektor Usaha dari Perusahaan Sampel.....	40
Tabel 4.5	Mean dan Standar Deviasi dari <i>Current Ratio</i>	42
Tabel 4.6	Mean dan Standar Deviasi dari <i>Debt-Equity Ratio</i>	42
Tabel 4.7	Mean dan Standar Deviasi dari <i>Asset Utilization Ratio</i>	43
Tabel 4.8	Mean dan Standar Deviasi dari Rasio Profitabilitas.....	44
Tabel 4.9	Perubahan <i>Current Ratio</i> Tiap Perusahaan.....	45
Tabel 4.10	Perubahan <i>Current Asset</i> dan <i>Current Liabilities</i> PT Duta Pertiwi.....	47
Tabel 4.11	Perubahan <i>Current Asset</i> dan <i>Current Liabilities</i> PT Medco Energy Internasional.....	48
Tabel 4.12	Perubahan <i>Debt-Equity Ratio</i> Tiap Perusahaan.....	50
Tabel 4.13	Perubahan <i>Debt</i> dan <i>Equity</i> dari PT Indofood Sukses Makmur.....	51
Tabel 4.14	Perubahan <i>Debt</i> dan <i>Equity</i> dari PT Bakrie Sumatera Plantation.....	52
Tabel 4.15	Perubahan <i>Inventory Turnover</i> Tiap Perusahaan.....	53
Tabel 4.16	Perubahan COGS dan <i>Inventory</i> dari PT Duta Pertiwi.....	54
Tabel 4.17	Perubahan COGS dan <i>Inventory</i> dari PT Hotel Sahid Jaya International.....	55
Tabel 4.18	Perubahan <i>Total Asset Turnover</i> Tiap Perusahaan.....	56
Tabel 4.19	Perubahan <i>Sales</i> dan <i>Asset</i> PT BAT Indonesia.....	57
Tabel 4.20	Perubahan <i>Sales</i> dan <i>Asset</i> PT Surya Intrindo Makmur.....	58
Tabel 4.21	Perubahan <i>Profit Margin</i> Tiap Perusahaan.....	59
Tabel 4.22	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Sales</i> PT Great River International.....	60
Tabel 4.23	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Sales</i> PT Ciputra Development.....	61
Tabel 4.24	Perubahan <i>Return on Asset</i> Tiap Perusahaan.....	62
Tabel 4.25	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Asset</i> PT Great River International.....	63
Tabel 4.26	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Asset</i> PT Surya Intrindo Makmur.....	64
Tabel 4.27	Perubahan <i>Return on Equity</i> Tiap Perusahaan.....	65

Tabel 4.28	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Equity</i> PT Surya Toto.....	66
Tabel 4.29	Perubahan <i>Net Income</i> dan <i>Equity</i> PT Gajah Tunggal.....	66
Tabel 4.30	Perubahan <i>Current Ratio</i> Secara Keseluruhan.....	67
Tabel 4.31	Perubahan <i>Debt-Equity Ratio</i> Secara Keseluruhan.....	68
Tabel 4.32	Perubahan <i>Inventory Turnover</i> Secara Keseluruhan.....	70
Tabel 4.33	Perubahan <i>Total Asset Turnover</i> Secara Keseluruhan.....	71
Tabel 4.34	Perubahan <i>Profit Margin</i> Secara Keseluruhan.....	72
Tabel 4.35	Perubahan <i>Return on Asset</i> Secara Keseluruhan.....	73
Tabel 4.36	Perubahan <i>Return on Equity</i> Secara Keseluruhan.....	74



DAFTAR RUMUS

Persamaan 2.1	Current Ratio.....	17
Persamaan 2.2	Quick Ratio.....	17
Persamaan 2.3	Cash Ratio.....	18
Persamaan 2.4	Total Debt Ratio.....	19
Persamaan 2.5	Debt-Equity Ratio.....	19
Persamaan 2.6	Equity Multiplier.....	19
Persamaan 2.7	Inventory Turnover.....	20
Persamaan 2.8	Day's Sales in Inventory.....	20
Persamaan 2.9	Receivable Turnover.....	21
Persamaan 2.10	Day's Sales in Receivable.....	21
Persamaan 2.11	Total Asset Turnover.....	21
Persamaan 2.12	Capital Intensity.....	22
Persamaan 2.13	Profit Margin.....	22
Persamaan 2.14	Return on Asset.....	23
Persamaan 2.15	Return on Equity.....	23
Persamaan 2.16	Earning Per Share.....	24
Persamaan 2.17	Price-Earning Ratio.....	24
Persamaan 2.18	Market-to-Book-Ratio.....	24
Persamaan 3.1	Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Sebelum Merger dan Akuisisi.....	31
Persamaan 3.2	Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Sesudah Merger dan Akuisisi.....	32
Persamaan 3.3	Rata-Rata Rasio Keuangan Secara Keseluruhan Sebelum Merger dan Akuisisi.....	32
Persamaan 3.4	Rata-Rata Rasio Keuangan Secara Keseluruhan Sesudah Merger dan Akuisisi.....	33
Persamaan 3.5	Statistik Uji Z.....	35
Persamaan 3.6	Standar Deviasi Proporsi yang Akan Diuji.....	35

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data <i>Current Ratio</i> Perusahaan Sampel.....	81
Lampiran 2	Data <i>Debt-Equity Ratio</i> Perusahaan Sampel.....	82
Lampiran 3	Data <i>Inventory Turnover</i> Perusahaan Sampel.....	83
Lampiran 4	Data <i>Total Asset Turnover</i> Perusahaan Sampel.....	84
Lampiran 5	Data <i>Profit Margin</i> Perusahaan Sampel.....	85
Lampiran 6	Data <i>Return on Asset</i> Perusahaan Sampel.....	86
Lampiran 7	Data <i>Return on Equity</i> Perusahaan Sampel.....	87
Lampiran 8	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Current Ratio</i>	88
Lampiran 9	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Debt-Equity Ratio</i>	89
Lampiran 10	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Inventory Turnover</i>	90
Lampiran 11	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Total Asset Turnover</i>	91
Lampiran 12	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Profit Margin</i>	92
Lampiran 13	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Return on Asset</i>	93
Lampiran 14	Hasil <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> Untuk <i>Return on Equity</i>	94

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan yang maju adalah perusahaan yang selalu ingin bertumbuh. Maka tak heran apabila banyak perusahaan-perusahaan khususnya dari Amerika Serikat yang telah berusia hingga ratusan tahun. Perusahaan-perusahaan tersebut bisa tetap bertahan karena selalu menjaga pertumbuhan perusahaannya. Ada dua cara dalam mendukung pertumbuhan perusahaan yakni melalui sumber internal dan eksternal perusahaan. Menurut Glen (1984, dikutip dari Riyadi, 1999), sumber pertumbuhan internal melalui ekspansi pada ukuran dan cakupan aktivitas perusahaan dengan menggunakan dana perusahaan atau dana dari luar perusahaan. Sementara itu, sumber pertumbuhan dari sisi eksternal didapat salah satunya dengan cara melakukan merger dan akuisisi.

Dengan melakukan merger dan akuisisi, perusahaan mengharapkan adanya peningkatan *competitive advantage* melebihi perusahaan lain melalui beberapa sumber misalnya peningkatan *market share*, memperbanyak variasi portofolio bisnis, memasuki pasar dan wilayah baru, atau mendapatkan *economies of scale* (Saboo, 2009). Hal ini didukung oleh fakta bahwa perkembangan merger dan akuisisi cukup pesat. Di Amerika Serikat saja sejak awal 1900an sudah terjadi enam kali gelombang merger dan akuisisi dimana setiap gelombang tersebut memiliki karakteristik tersendiri, dengan total kasus merger dan akuisisi sejak tahun 1992 hingga tahun 2006 sebanyak lebih dari 4000 kasus (Boston Consulting Group report, 2007, dikutip dari Saboo, 2009).

Selain di negara maju seperti Amerika Serikat, merger dan akuisisi juga terjadi di negara-negara berkembang termasuk Indonesia. Hanya saja ada dua perbedaan penting menurut Ma (2009), yang membedakan karakteristik merger dan akuisisi yang terjadi di negara maju dan negara berkembang. Perbedaan pertama terletak dari sisi sistem regulasi yang berlaku. Di negara maju sudah ada sistem legal yang melindungi kepentingan dari pemegang saham perusahaan serta

kesejahteraan dari konsumen. Berbeda dengan negara maju, sistem regulasi di negara berkembang masih minim dan juga masih lemahnya penegakan hukum. Perbedaan yang kedua terletak dari sisi perbedaan kultur dan tata kelola perusahaan di negara maju dan negara berkembang. Dengan adanya perbedaan ini, maka akan ada pula perbedaan dari struktur organisasi perusahaan.

Dengan adanya kelemahan yang tercermin dalam dua perbedaan di atas, membuat teori-teori mengenai manfaat dari merger dan akuisisi masih dipertanyakan apakah berlaku di negara-negara berkembang. Kondisi ini juga diperparah oleh kurangnya studi yang komprehensif mengenai merger dan akuisisi di negara berkembang. Masih menurut Ma (2009), ada dua alasan mengapa studi mengenai merger dan akuisisi belum sebaik di negara maju. Pertama, kelemahan dari *database* kasus-kasus merger dan akuisisi di negara-negara berkembang membuat studi yang dilakukan kurang *reliable*. Kedua, masih sedikit jumlah kasus merger dan akuisisi di negara-negara berkembang.

Jumlah merger dan akuisisi di 10 bursa negara berkembang di Asia yakni China, Hongkong, India, Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand pada tahun 2000 hingga 2005 menunjukkan angka 1447 kasus berdasarkan penelitian Ma (2009). Kasus-kasus ini merupakan kasus merger dan akuisisi dimana semua perusahaan yang terlibat terdaftar di bursa masing-masing negara. Khusus dengan Indonesia, ternyata jumlah kasus merger dan akuisisi di bursa efek Indonesia hanya 2 persen dari keseluruhan kasus pada sepuluh negara di atas. Jumlah 2 persen ini merupakan jumlah kasus yang paling sedikit dibandingkan dengan 9 negara lainnya. Dengan fakta ini, teori-teori yang biasanya mampu menjelaskan dengan baik mengenai fenomena merger dan akuisisi terutama di negara maju, masih perlu verifikasi apakah berlaku pula di Indonesia.

1.2 Perumusan Masalah

Merger dan akuisisi secara idealnya memberikan manfaat yang berarti bagi perusahaan. Namun pada kenyataannya tidak semua kasus merger dan akuisisi dapat memberikan hasil yang positif bagi perusahaan. Keberagaman dalam hasil dari merger dan akuisisi inilah yang akan dibahas pada penelitian ini.

Secara umum, permasalahan yang dibahas pada penelitian ini dapat dirumuskan dalam tiga rumusan masalah berikut.

1. Berapa perusahaan yang mengalami peningkatan dan penurunan dari rasio keuangan tertentu.
2. Dari keseluruhan perusahaan yang diteliti, bagaimana pola perubahan rasio keuangan secara keseluruhan.
3. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rasio keuangan tertentu antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah melihat bagaimana pola perubahan dari kinerja perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, dilihat dari perubahan rasio keuangan. Secara garis besar ada tiga tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini.

1. Mengetahui jumlah perusahaan yang mengalami peningkatan dan penurunan rasio keuangan tertentu.
2. Mengetahui pola perubahan rasio keuangan tertentu secara keseluruhan.
3. Mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan dari rasio keuangan tertentu.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini difokuskan pada beberapa pembatasan yaitu perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan terbuka yang bergerak pada sektor non finansial yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 1997 hingga 2005. Selain itu penelitian ini melakukan analisis kinerja perusahaan melalui rasio keuangan dan tidak memasukkan unsur-unsur lainnya seperti penguasaan pasar, kepuasan konsumen, atau loyalitas konsumen.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini dibagi menjadi 5 bab yaitu
Bab I Pendahuluan

Pada bagian ini, dibahas mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab 2 Landasan Teori

Pada bab ini, dibahas mengenai teori-teori yang melandasi penelitian ini, antara lain pengertian merger dan akuisisi, faktor pendorong terjadinya merger dan akuisisi, manfaat merger dan akuisisi, kunci sukses merger dan akuisisi, sejarah merger dan akuisisi, merger dan akuisisi di bursa efek Indonesia, serta tinjauan penelitian sebelumnya.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Pada bab ini, dibahas mengenai metodologi yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain sumber data penelitian, variabel penelitian, teknik pengambilan sampel penelitian, hipotesis penelitian, metode *wilcoxon signed rank test*, serta rangkuman alur kerja penelitian.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Pada bab ini, dipaparkan hasil penelitian dengan menggunakan metode yang telah dijelaskan sebelumnya. Selain itu, dipaparkan analisis mengenai hasil penelitian tersebut.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Pada bab terakhir ini, dijelaskan kesimpulan yang memberikan gambaran umum dari keseluruhan penelitian serta saran-saran terkait hasil penelitian dan juga untuk penelitian lanjutan.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi

Secara tradisional, menurut Arhern (2007), merger dan akuisisi didefinisikan sebagai pembelian keseluruhan perusahaan atau sebagian *asset* tertentu oleh perusahaan lain. Sedangkan pandangan secara umum mengenai merger dan akuisisi lebih merujuk kepada pembentukan kombinasi baru dari *asset* yang sebelumnya terpisah satu sama lain. Kombinasi yang diharapkan ini diharapkan lebih produktif daripada penjumlahan kemampuan dari *asset* yang bersatu.

Sementara itu, Ross (2008) memberikan perbedaan merger dan akuisisi terkait dengan aktivitas cara pengambilalihan perusahaan. Merger merujuk kepada pengambilan suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya, di mana perusahaan yang mengambil alih mempertahankan nama dan identitasnya dan mengambil seluruh *asset* dan kewajiban dari perusahaan yang diambil alih. Variasi dari merger ini adalah *consolidation* yang memiliki perbedaan di mana timbul perusahaan baru sebagai akibat dari merger. Di sisi lain, akuisisi merujuk kepada pengambilalihan perusahaan oleh perusahaan lain dengan cara membeli saham perusahaan atau seluruh *asset* perusahaan.

Tipe dari merger dan akuisisi dapat dibedakan berdasarkan aktivitas ekonomi yang dilakukan oleh perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi menjadi lima kelompok (Moin, 2007), yaitu

a. Merger dan akuisisi horizontal

Pada tipe ini, perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi bergerak dalam satu industri yang sama sehingga diharapkan dari merger dan akuisisi tingkat kompetisi dalam industri tersebut akan berkurang.

b. Merger dan akuisisi vertikal

Pada tipe ini, perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi memiliki hubungan yang saling ketergantungan dalam proses produksi. Misalnya hubungan antara suatu perusahaan dengan *supplier* atau dengan distributornya. Harapan dari merger dan akuisisi ini adalah kemudahan dalam menghasilkan produk sehingga efisiensi proses produksi dapat tercapai.

c. Merger dan akuisisi konglomerasi

Merger dan akuisisi pada tipe ini dilakukan oleh perusahaan yang bergerak pada industri yang saling tidak berkaitan. Tujuan dari melakukan merger dan akuisisi pada tipe ini adalah untuk diversifikasi bidang bisnis yang digeluti oleh perusahaan.

d. Merger dan akuisisi ekstensi pasar

Merger dan akuisisi pada tipe ini dilakukan oleh perusahaan yang ingin mengembangkan jaringan pemasaran ke daerah-daerah baru misalnya ke luar negeri. Perusahaan ini mempertimbangkan bahwa ketimbang membangun fasilitas baru di daerah yang baru, akan lebih baik melakukan merger dan akuisisi terhadap perusahaan lain yang sebelumnya sudah memiliki pengalaman bisnis di daerah tersebut.

e. Merger dan akuisisi ekstensi produk

Pada tipe ini, merger dan akuisisi dilakukan oleh perusahaan yang ingin mengembangkan variasi dari produk yang dihasilkan. Merger dan akuisisi pada tipe ini sangat mementingkan unsur riset dan pengembangan dari tiap perusahaan.

2.2 Faktor Pendorong Terjadinya Merger dan Akuisisi

Lingkungan bisnis merupakan salah satu lingkungan yang bersifat dinamis. Artinya tidak ada sesuatu kondisi yang bisa bertahan tetap untuk jangka waktu yang cukup lama. Perubahan-perubahan dalam dunia bisnis membuat perusahaan harus selalu mampu beradaptasi sehingga keberlangsungan perusahaan dapat terjaga. Namun sayangnya perubahan-perubahan yang terjadi dalam dunia bisnis tidak dapat seluruhnya ditanggulangi secara internal oleh setiap perusahaan. Dengan demikian perusahaan perlu untuk mencari sumber-sumber kekuatan eksternal di mana salah satunya melalui merger dan akuisisi.

Menurut Weston (2004), ada 10 perubahan yang mendorong perusahaan untuk melakukan merger dan akuisisi. Tentu saja perubahan-perubahan ini merupakan perubahan yang cukup signifikan dalam dunia bisnis sehingga banyak perusahaan yang tidak mampu beradaptasi dengan kekuatan internal. Sepuluh perubahan dalam dunia bisnis yang menjadi faktor pendorong terjadinya merger dan akuisisi yaitu

- a. Perubahan teknologi
- b. *Economies of scale, economies of scope, complementarity*, dan kebutuhan untuk mengikuti perkembangan teknologi
- c. Globalisasi dan perdagangan bebas
- d. Perubahan dalam struktur industri
- e. Muncul industri baru
- f. Perubahan dan munculnya regulasi baru
- g. Kondisi ekonomi dan keuangan yang semakin membaik
- h. Trend negatif dalam beberapa ekonomi dan industri

- i. Perbedaan yang tidak seimbang dalam pendapatan dan kekayaan
- j. Valuasi yang cukup tinggi untuk nilai *equity*.

Dari kesepuluh faktor di atas, yang paling menonjol dari keseluruhan faktor adalah faktor perubahan teknologi. Perubahan dalam bidang teknologi sangat menunjang timbulnya faktor-faktor lain yang mendorong munculnya merger dan akuisisi. Di era millennium baru ini, perubahan yang teknologi yang paling menonjol adalah dalam bidang komputer, *software*, dan berbagai perkembangan sistem informasi lainnya yang kemudian berakibat kepada salah satunya peningkatan dalam komunikasi. Peningkatan komunikasi yang semakin tanpa batas serta didukung pula oleh kemajuan teknologi dalam transportasi telah membuka keran baru adanya interaksi bisnis secara global. Banyak negara yang telah memulai perjanjian perdagangan bebas sebagai imbas untuk menunjang interaksi bisnis secara global. Dengan kemudahan yang diberikan oleh perjanjian perdagangan bebas, semakin banyak perusahaan yang terdorong untuk melakukan merger dan akuisisi khususnya secara global.

Perdagangan bebas juga semakin mendorong adanya tingkat persaingan yang semakin ketat dalam industri. Perusahaan lokal yang biasanya hanya menghadapi persaingan dengan sesama perusahaan domestik, kini mulai menghadapi persaingan secara global sebagai akibat penetrasi perusahaan-perusahaan asing ke dalam negeri. Penetrasi perusahaan asing ke dalam negeri bisa ditandai oleh terjadinya merger dan akuisisi antara perusahaan lokal dan asing. Persaingan yang ketat ini dapat memicu perusahaan untuk melakukan strategi bisnis merger dan akuisisi yang bersifat horizontal. Persaingan bisnis yang ketat juga memicu munculnya atau perubahan regulasi yang dilakukan oleh pihak otoritas misalnya pemerintah. Peraturan-peraturan baru yang dikeluarkan ini memaksa perusahaan yang bersaing untuk beradaptasi untuk mengikuti aturan tersebut salah satunya dengan cara merger dan akuisisi.

Faktor lain yang paling menonjol sebagai pendorong munculnya merger dan akuisisi adalah *economies of scale* dan *economies of scope*. Menurut Spencer (1974,

dikutip dari Tholkes, 1990), *economies of scale* merupakan suatu hubungan antara *average cost* dengan jumlah produk yang dihasilkan. Dengan adanya peningkatan spesialisasi dalam penggunaan sumber daya, akan memungkinkan *cost* yang dipakai menghasilkan produk yang lebih banyak. Sementara itu, menurut Iversen (1997), *economies of scope* berkaitan dengan pengurangan biaya melalui *joint production* yaitu dengan cara *resource sharing*. Jadi *economies of scale* dan *economies of scope* merupakan istilah yang berkaitan erat dengan efisiensi dalam proses *supply chain* suatu perusahaan.

Ada perusahaan yang hanya memiliki keunggulan dalam satu sisi saja misalnya *research*, sementara ada perusahaan lain yang memiliki keunggulan dalam sisi *marketing*. Dengan melakukan merger dan akuisisi di antara kedua perusahaan tersebut akan diperoleh suatu efisiensi. Umumnya teknologi sangat berkaitan erat dengan proses produksi suatu perusahaan berskala besar. Dengan adanya teknologi, akan mendukung efisiensi. Oleh karena itu, banyak perusahaan mengejar ketertinggalan teknologi mereka dengan cara melakukan merger dan akuisisi dengan berbagai perusahaan yang unggul dalam penggunaan teknologi.

Faktor lain yang mendorong terjadinya merger dan akuisisi adalah perubahan dalam struktur dalam industri. Salah satu contoh yang paling nyata adalah bagaimana industri komputer yang dahulunya merupakan *supplier* bagi perusahaan lain, kini menjadi perusahaan independen yang memasarkan produk jadi kepada konsumen. Dengan adanya perubahan ini, perusahaan komputer harus membangun suatu kekuatan baru misalnya sisi *marketing*, karena sebelumnya perusahaan komputer lebih mementingkan sisi riset.

Faktor lain yang mendorong merger dan akuisisi muncul dari peningkatan kondisi ekonomi dan pendapatan. Membaiknya ekonomi membuat banyak investor menanamkan modalnya dalam dunia bisnis. Dengan modal yang melimpah, serta didukung oleh ekspektasi yang baik akan kondisi di masa depan, perusahaan

cenderung untuk melakukan ekspansi dan investasi baru. Ekspansi dan investasi ini salah satunya dilakukan dengan cara merger dan akuisisi.

2.3 Manfaat Merger dan Akuisisi

Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tentu memiliki harapan pertumbuhan perusahaan akan semakin pesat. Secara idealnya, merger dan akuisisi banyak memberikan manfaat kepada perusahaan yang melakukannya. Manfaat-manfaat tersebut dapat memberikan *value* untuk mendukung pertumbuhan perusahaan. Dengan kata lain, merger dan akuisisi idealnya dapat dipandang sebagai suatu investasi yang memiliki nilai positif NPV. Sumber-sumber positif NPV yang dihasilkan dari merger dan akuisisi dapat dikelompokkan menjadi 9 kelompok menurut Arhern (2007), yakni

- a. *Economies of scale*
- b. *Economies of scope*
- c. Memperluas kapabilitas teknologi
- d. Strategi konsolidasi industri
- e. Perkembangan industri
- f. Kapabilitas dan kemampuan manajerial baru
- g. Keunggulan *first-mover*
- h. Hubungan dengan konsumen
- i. Globalisasi

Selain manfaat yang dijelaskan di atas, ada beberapa manfaat tambahan dari merger dan akuisisi. Riyadi (1999) menyebutkan bahwa merger dan akuisisi dapat menciptakan sumber pendanaan baru, memberikan manfaat pajak, serta mengurangi *agency cost*. Manfaat-manfaat tersebut merupakan manfaat yang bersifat jangka

pendek dan tidak terlalu berpengaruh besar kepada pertumbuhan perusahaan secara umum.

Salah satu konsep yang cukup terkenal dari manfaat merger dan akuisisi adalah sinergi. Konsep sinergi dalam bidang manajemen dan ekonomi menurut Ansoff (1965, dikutip dari Iversen 1997) terdiri dari empat tipe yaitu

a. *Sales synergy*

Sales synergy muncul apabila produk yang berbeda menggunakan jalur distribusi yang sama, administrasi penjualan yang sama, atau tempat penyimpanan yang sama.

b. *Operating synergy*

Yang termasuk ke dalam *operating synergy* adalah efisiensi pemanfaatan fasilitas, penyebaran fasilitas *overhead*, keunggulan metode yang sama, dan keunggulan dalam pembelian material dalam jumlah besar

c. *Investment synergy*

Investment synergy muncul sebagai hasil dari penggunaan bersama dari suatu fasilitas, *inventory* dari bahan mentah yang sama, transfer riset dan pengembangan dari suatu produk ke produk lainnya, serta penggunaan alat dan mesin yang sama.

d. *Managerial synergy*

Managerial synergy muncul ketika suatu unit bisnis menghadapi problem, manajemen atau unit bisnis lain yang pernah mengalami problem serupa dapat memberikan bantuan.

Dari keempat tipe sinergi yang dijelaskan di atas, sangat jelas bahwa merger dan akuisisi idealnya dapat mendukung munculnya seluruh sinergi.

2.4 Kunci Sukses Merger dan Akuisisi

Salah satu kemampuan dari proses merger dan akuisisi adalah mendukung pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan ini ditunjang oleh apa yang disebut dengan *competitive advantage* yang terdiri dari *resource* dan *capability* yang memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Dengan adanya merger dan akuisisi, perusahaan akan memperoleh sumber *resource* dan *capability* baru yang selama ini tidak dimiliki apabila tidak melakukan merger dan akuisisi. *Resource* dan *capability* yang mampu menciptakan *competitive advantage* adalah yang memiliki karakteristik VRIN, yakni *valuable*, *rare*, *inimitable*, dan *non-substitutable* (Barney, 1990).

Untuk mencapai keberhasilan dalam mencapai *competitive advantage*, menurut Carbonara (2009), merger dan akuisisi sebaiknya tidak dipandang sebagai suatu transaksi namun sebagai proses yang dibagi menjadi tiga tahapan yaitu *pre-combination*, *integration*, dan *assessment*. Dalam setiap tahapan tersebut, perusahaan harus melakukan langkah-langkah yang tepat supaya tujuan pencapaian *competitive advantage* dapat tercapai.

Pada tahap *pre-combination*, perusahaan yang akan melakukan merger atau menjadi perusahaan pengakuisisi, harus menentukan terlebih dahulu tujuan strategi dari melakukan merger dan akuisisi. Secara umum perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan kecenderungan strategi untuk meraih kekuatan pasar, memperoleh *economies of scale and scope*, atau untuk melakukan internalisasi hubungan vertikal operasi. Apabila perusahaan tidak memiliki landasan tujuan strategis yang jelas dalam melakukan merger dan akuisisi, kecenderungan yang terjadi adalah tidak terciptanya sinergi bahkan menciptakan kegagalan. Sebagai contohnya adalah merger dan akuisisi yang bersifat internal malah cenderung mengurangi *value* dari perusahaan. Hal ini diakibatkan karena merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang masih dalam satu kelompok cenderung tidak memiliki landasan strategis yang jelas yang melatarbelakangi merger dan akuisisi yang dilakukan oleh mereka. Biasanya

alasan perusahaan yang demikian dalam melakukan merger dan akuisisi lebih ke arah motif yang kurang penting, misalnya saja penghematan pajak (Sutrisno, 2004).

Setelah perusahaan menetapkan tujuan strategi mereka dalam melakukan merger dan akuisisi, langkah selanjutnya dalam tahapan *pre-combination* adalah melakukan negosiasi supaya tujuan strategi yang telah ditetapkan dapat tercipta secara sempurna. Proses yang termasuk dalam negosiasi pada tahap ini meliputi valuasi perusahaan target, memilih *advisor* yang tepat, melakukan *due-diligence*, serta menegosiasikan komposisi manajemen setelah perusahaan bergabung. Dalam mendapatkan hasil negosiasi yang efektif, perusahaan sebaiknya tidak hanya menilai kondisi perusahaan yang menjadi target dari sisi legal dan laporan keuangannya saja, namun harus juga memperhatikan aspek *commercial*, operasional, sumber daya manusia, organisasi, dan sistem informasi.

Pada tahapan kedua yaitu *integration*, yakni ketika kedua perusahaan sudah melakukan merger dan akuisisi maka diperlukan suatu proses penyatuan. Penyatuan yang dilakukan bukan hanya pada struktur organisasi, namun juga pada aspek sistem, proses, strategi, sumber daya manusia, dan yang lebih utama lagi adalah penyatuan kultur perusahaan. Sebelum melakukan hal tersebut, perusahaan sebaiknya mengidentifikasi perbedaan-perbedaan yang dimiliki oleh kedua perusahaan dengan melakukan *gap analysis*. Perbedaan yang diidentifikasi adalah perbedaan terkait aspek lingkungan kompetisi, motif untuk merger dan akuisisi dari kedua pihak, gaya kepemimpinan, serta sifat dan kultur dari tiap perusahaan.

Gap analysis diperlukan dalam mempermudah pemilihan dan implementasi dari proses akulturasi. Akulturasi merupakan proses perubahan yang dialami oleh dua sistem sebagai akibat dari difusi aspek kultural yang bergerak secara dua arah. Salah satu model akulturasi dikemukakan oleh Berry (1983, dikutip dari Carbonara, 2009). Model ini membagi 4 jenis akulturasi berdasarkan tingkat *attractiveness* dari perusahaan pengakuisisi dan tingkat *preservation* dari kultur perusahaan yang diakuisisi, sebagaimana yang disajikan dalam tabel 2.1.

Tabel 2.1 Model Mekanisme Akulturasi Berry

		Preservation of acquired culture	
		High	Low
Perception of the attractiveness of the acquirer	High	Integration (A)	Assimilation (B)
	Low	Separation (C)	Deculturation (D)

Sumber: Carbonara (2009)

Selain model akulturasi Berry, terdapat juga mekanisme *integration* yang dikemukakan oleh Haspelagh & Jemison (1991, dikutip dari Carbonara, 2009). Model ini membagi pola *integration* ke dalam 4 kelompok berdasarkan tingkat *autonomy* dan tingkat ketergantungan yang diperlukan pasca merger dan akuisisi seperti yang disajikan pada tabel 2.2 berikut.

Tabel 2.2 Mekanisme *Integration* Haspelagh & Jemison

		Strategic Interdependence	
		High	Low
Autonomy	High	Symbiosis (A)	Preservation (B)
	Low	Absorption (C)	Holding (D)

Sumber: Carbonara (2009)

Pada tahapan terakhir yaitu *assessment*, perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi harus melakukan evaluasi bagaimana atmosfer kerja dalam perusahaan pasca merger dan akuisisi. Atmosfer kerja yang dianalisis ditentukan berdasarkan *structural compability* dan motivasi para pegawai di segala tingkatan untuk saling berkolaborasi.

Salah satu model yang menggambarkan bagaimana atmosfer dalam perusahaan pasca merger dan akuisisi dijelaskan oleh Carbonara (2009) yang disajikan pada tabel 2.3 berikut.

Tabel 2.3 Atmosfer Perusahaan Pasca Merger dan Akuisisi

		<i>Structural compatibility</i>	
		<i>High</i>	<i>Low</i>
<i>Motive to collaborate</i>	<i>High</i>	<i>Supportive (A)</i>	<i>Aware (B)</i>
	<i>Low</i>	<i>Aware (C)</i>	<i>Unaware (D)</i>

Sumber: Carbonara (2009)

Pada kelompok *supportive (A)*, terlihat bahwa proses integrasi yang dilakukan pada tahap sebelumnya telah memberikan keserasian dalam struktur perusahaan serta telah terbentuk motivasi para pekerja dalam berkolaborasi. Dalam atmosfer yang demikian, proses transfer pengetahuan dan *skill* dapat dengan mudah dan cepat terjadi. Sementara itu tipe kedua adalah *aware* yang terjadi ketika belum ada keserasian dalam struktur perusahaan tetapi sudah ada motivasi yang tinggi untuk berkolaborasi (B), atau pada saat struktur perusahaan sudah memiliki keserasian namun belum memiliki motivasi yang tinggi untuk berkolaborasi. Sedangkan kelompok terakhir *unaware (D)*, merupakan atmosfer yang tercipta di mana belum ada keserasian dalam struktur perusahaan dan juga belum dimilikinya motivasi yang tinggi untuk berkolaborasi.

Selain menganalisis atmosfer kerja dalam perusahaan pasca merger dan akuisisi, perlu juga dilakukan analisis mengenai pola *competence* yang kemungkinan akan dihasilkan berdasarkan *absorptive capabilities* dan perbedaan kultur dan pengetahuan. Pola dari analisis ini disajikan dalam model Carbonara (2009) pada tabel 2.4 berikut.

Tabel 2.4 Pola Kompetensi yang dihasilkan Pasca Merger dan Akuisisi

		<i>Cultural and knowledge distance</i>	
		<i>High</i>	<i>Low</i>
<i>Absorptive capabilities</i>	<i>High</i>	<i>Unrelated Distinctive Competence (A)</i>	<i>Related Distinctive Competence (B)</i>
	<i>Low</i>	<i>Independence (C)</i>	<i>Lack of Synergy (D)</i>

Sumber: Carbonara (2009)

Pada kelompok A, apabila perusahaan memiliki daya absorpsi yang tinggi tetapi memiliki perbedaan kultur dan pengetahuan yang cukup besar, maka kompetensi yang dihasilkan pasca merger dan akuisisi merupakan kompetensi yang berbeda dengan yang dimiliki tiap perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Sedangkan pada kelompok B, apabila daya absorpsi perusahaan cukup tinggi dan didukung oleh perbedaan kultur dan pengetahuan yang sedikit, maka akan tercipta kompetensi yang berkaitan dengan kompetensi tiap perusahaan sebelum merger dan akuisisi. Sementara itu, apabila kemampuan absorpsi perusahaan rendah tetapi terdapat perbedaan kultur dan pengetahuan yang besar seperti yang ditunjukkan pada kelompok C, maka akan terjadi independensi tiap-tiap perusahaan. Setiap perusahaan akan beraktivitas seperti sedia kala sebelum merger dan akuisisi. Di kelompok terakhir (D), di mana daya absorpsi perusahaan rendah dan perbedaan kultur dan pengetahuan yang sedikit, hanya akan membuat tidak adanya sinergi yang dihasilkan dari merger dan akuisisi.

2.5 Analisis Rasio Keuangan

Kinerja dari suatu perusahaan dapat diukur salah satunya dengan melihat laporan keuangan dari perusahaan tersebut. Demikian pula, efek dari merger dan akuisisi yang telah dijelaskan pada subbab sebelumnya idealnya berpengaruh kepada kinerja perusahaan dan tentu dapat diamati melalui laporan keuangan perusahaan.

Salah satu cara untuk menganalisis kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangannya adalah melalui analisis rasio keuangan. Rasio keuangan merupakan suatu bentuk penyajian yang membandingkan *item-item* yang ada dalam laporan keuangan serta menganalisis hubungan dari *item-item* tersebut. Salah satu keunggulan dari analisis rasio keuangan adalah sangat tepat untuk alat pembandingan antar perusahaan yang memiliki ukuran yang berbeda-beda.

Secara umum, menurut Ross (2008), rasio keuangan dapat diklasifikasikan menjadi lima kategori. Penjelasan dari setiap kategori dijelaskan pada bagian berikut ini.

2.5.1 Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas ini disebut juga *short-term solvency ratio* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendek mereka. Informasi rasio likuiditas ini terutama sangat dibutuhkan oleh para kreditor jangka pendek misalnya bank yang memberikan pinjaman kepada perusahaan. Rasio likuiditas terdiri dari tiga rasio berikut ini.

a. *Current Ratio*

Current ratio dinyatakan oleh persamaan

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current asset}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.1)$$

Current ratio menjadi salah satu ukuran dalam rasio likuiditas karena pada prinsipnya *current asset* dan *current liabilities* dapat dikonversikan ke dalam cash dalam 12 bulan. *Current ratio* mengukur nilai dari *current asset* bila dipandang dari *current liabilities*. Misalnya *current ratio* bernilai 1,4, maka berarti nilai *current asset* sebesar 1,4 kali dari nilai *current liabilities*. Hal ini menandakan bahwa perusahaan memiliki kemampuan dalam melunasi seluruh *current liabilities* dengan menggunakan *current asset*.

Dari sisi kreditor, nilai *current asset* semakin tinggi tentunya semakin baik. Sementara itu dari sisi perusahaan, *current ratio* yang semakin tinggi memang menandakan kemampuan likuiditas yang semakin membaik tetapi bisa juga menandakan inefisiensi dalam penggunaan *current asset*.

b. *Quick Ratio*

Quick ratio atau dinamakan *acid-test ratio* dinyatakan oleh

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Current asset} - \text{Inventory}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.2)$$

Inventory merupakan salah satu *item* dalam *current asset* yang paling tidak likuid. Hal ini disebabkan *inventory* dapat rusak, menurun kualitasnya, atau bahkan hilang. *Quick ratio* memberi variasi dari *current ratio* dengan memperhatikan aspek dari *inventory*. Pada *current ratio*, apabila perusahaan mengeluarkan *cash* untuk membeli barang sehingga *inventory* meningkat maka nilai dari *current ratio* tidak akan berubah. Dengan demikian *current ratio* kurang dapat memberikan gambaran nyata dari kondisi likuiditas perusahaan. *Quick ratio* memberikan gambaran kemampuan perusahaan dalam melunasi *current liabilities* dengan menggunakan *current asset* yang tidak termasuk *inventory*.

c. *Cash Ratio*

Cash ratio dinyatakan oleh

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash}}{\text{Current liabilities}} \quad (2.3)$$

Terkadang para kreditor yang memberi pinjaman dalam periode sangat pendek lebih mementingkan likuiditas dari perusahaan yang tercermin dalam *cash* mereka. Kreditor semacam ini hanya menginginkan perusahaan dapat melunasi pinjaman yang mereka berikan dalam bentuk *cash* bukan dalam bentuk *current asset* lainnya. Oleh karena itu, *cash ratio* ini memberikan informasi kepada kreditor yang demikian dalam melihat kemampuan likuiditas mereka.

2.5.2 *Financial Leverage Ratio*

Financial leverage ratio atau dinamakan *long-term solvency ratio* mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang mereka. Terdapat beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur *financial leverage* perusahaan.

a. *Total Debt Ratio*

Total debt ratio dapat dinyatakan oleh

$$\text{Total debt ratio} = \frac{\text{Total asset} - \text{Total equity}}{\text{Total asset}} \quad (2.4)$$

Rasio ini memperlihatkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban mereka yang memiliki jatuh tempo dalam segala periode dengan menggunakan *asset* yang mereka miliki. Selain itu rasio ini dapat memberikan gambaran mengenai komposisi pendanaan perusahaan yang menggunakan *debt*. Misalnya *total debt ratio* bernilai 0,28, maka perusahaan mendanai perusahaan dengan komposisi *debt* sebesar 28%.

b. *Debt-Equity Ratio*

Debt-equity ratio dapat dinyatakan oleh

$$\text{Debt} - \text{equity ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}} \quad (2.5)$$

Sumber pendanaan dari perusahaan dapat melalui *debt* dan juga *equity*. *Debt-equity ratio* ini mengukur berapa proporsi dari *debt* dibandingkan dengan *equity*. Apabila perusahaan memiliki *debt-equity ratio* yang tinggi maka terlihat bahwa perusahaan sangat agresif dalam menggunakan *debt* sebagai pendanaan mereka. Sebaliknya perusahaan yang memiliki *debt-equity* yang rendah menandakan mereka lebih memilih menggunakan mayoritas pendanaan dari *equity*.

c. *Equity Multiplier*

Equity multiplier dapat dinyatakan oleh

$$\text{Equity Multiplier} = \frac{\text{Total asset}}{\text{Total equity}} \quad (2.6)$$

Rasio ini mengukur nilai *asset* dari perusahaan per nilai *equity* yang digunakan sebagai sumber pendanaan mereka. Semakin tinggi nilai *equity multiplier* menunjukkan bahwa porsi *equity* dalam pendanaan sangat kecil. Dengan kata lain

perusahaan memiliki *debt* yang lebih besar. Sebaliknya *equity multiplier* yang rendah menandakan bahwa porsi pendanaan melalui *equity* cukup besar dan pendanaan dari *debt* kecil.

2.5.3 *Asset Utilization Ratio*

Asset utilization ratio atau dinamakan *turnover ratio* mengukur efisiensi dan intensivitas penggunaan *asset* perusahaan dalam rangka menghasilkan *sales*. Beberapa rasio yang dapat mengukur *asset utilization* dijelaskan sebagai berikut.

a. *Inventory Turnover*

Inventory turnover dapat dinyatakan oleh

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Inventory}} \quad (2.7)$$

Rasio ini menyatakan rata-rata frekuensi penjualan dalam satu tahun yang dilakukan oleh perusahaan. Sebelum melakukan penjualan, produk yang akan dijual akan berada di *inventory*. Semakin tinggi *inventory turnover* maka semakin efisien perusahaan mengelola *inventory*. Sebaliknya semakin rendah *inventory turnover* maka semakin tidak efisien perusahaan dalam mengelola *inventory* mereka.

b. *Day's Sales in Inventory*

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Day's sales in inventory} = \frac{365 \text{ hari}}{\text{Inventory turnover}} \quad (2.8)$$

Rasio ini menyatakan rata-rata waktu produk yang akan dijual perusahaan berada dalam *inventory*. Semakin lama produk berada di *inventory* maka semakin tidak efisien pengelolaan *inventory* perusahaan. Sebaliknya semakin singkat produk berada di *inventory*, semakin efisien pengelolaan *inventory* perusahaan.

c. *Receivable Turnover*

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Account receivable}} \quad (2.9)$$

Penjualan yang dilakukan oleh perusahaan tidak langsung pada saat itu juga dilunasi pembayarannya oleh konsumen. Ada beberapa penjualan yang pembayarannya dilakukan secara kredit. *Receivable turnover* mengukur rata-rata frekuensi penerimaan *cash* perusahaan dari penjualan yang bersifat kredit. Semakin tinggi nilai *receivable turnover*, maka semakin efisien pengumpulan *account receivable* perusahaan. Sebaliknya semakin rendah nilai *receivable turnover*, semakin rendah pula efisiensi perusahaan dalam mengelola *account receivable* mereka.

d. *Day's Sales in Receivable*

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Day's sales in receivable} = \frac{365 \text{ hari}}{\text{receivable turnover}} \quad (2.10)$$

Day's sales in receivable dinamakan juga *average collection period* (ACP), mengukur rata-rata waktu pengumpulan *cash* dari penjualan kredit mereka. Semakin cepat pengumpulan *cash* tersebut tentunya mengindikasikan pengelolaan *account receivable* yang efisien.

e. *Total Asset Turnover*

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Total asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total asset}} \quad (2.11)$$

Rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan dalam menggunakan *asset* dalam rangka menghasilkan *sales*. Semakin tinggi nilai rasio ini, maka semakin efisien pengelolaan *asset* perusahaan. Sebaliknya semakin rendah rasio ini, menandakan adanya inefisiensi pengelolaan *asset* perusahaan.

f. *Capital Intensity*

Capital intensity dapat dinyatakan oleh

$$\text{Capital intensity} = \frac{\text{Total asset}}{\text{Sales}} \quad (2.12)$$

Rasio ini merupakan variasi dari rasio *total asset turnover*. Rasio ini mengukur tingkat intensitas penggunaan perusahaan. Rasio ini mengukur proporsi dari nilai *asset* yang digunakan per nilai *sales* yang mampu dihasilkan. Tentu saja semakin tinggi nilai rasio ini, semakin intensif penggunaan *asset* yang diperlukan. Dengan kata lain, dalam menghasilkan *sales* perusahaan memerlukan lebih banyak *asset*. Di sisi lain, semakin rendah *capital intensity*, semakin tidak intensif penggunaan *asset* yang diperlukan. Dalam menghasilkan *sales*, penggunaan *asset* yang diperlukan lebih sedikit.

2.5.4 Rasio Profitabilitas

Pada rasio ini, penyajian yang diberikan sangat terkait erat dengan *net income* yang dihasilkan oleh perusahaan. Ada tiga rasio yang bisa mengukur profitabilitas perusahaan.

a. *Profit Margin*

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Profit margin} = \frac{\text{Net income}}{\text{Sales}} \quad (2.13)$$

Sales yang dihasilkan oleh perusahaan tidak semuanya dapat menghasilkan *profit* bagi perusahaan. Masih ada pengeluaran biaya yang dibutuhkan yang menyebabkan nilai *profit* yang diperoleh lebih sedikit daripada nilai *sales* yang dihasilkan. Rasio ini mengukur berapa nilai *profit* yang diperoleh perusahaan per nilai *sales* yang dihasilkan dari aktivitas penjualan. Tentu saja perusahaan sangat menginginkan *profit margin* yang lebih tinggi.

b. *Return on Asset*

Return on asset (ROA) dapat dinyatakan oleh

$$\text{Return on asset} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total asset}} \quad (2.14)$$

Rasio ini menyajikan informasi mengenai proporsi *net income* yang diterima perusahaan bila dibandingkan dengan nilai *asset* perusahaan. Semakin tinggi *return on asset* maka dapat dikatakan bahwa *asset* yang dimiliki oleh perusahaan sangat produktif. Sementara itu *return on asset* yang rendah menandakan tidak produktifnya *asset* yang dimiliki perusahaan.

c. *Return on Equity*

Return on equity (ROE) dapat dinyatakan oleh

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total equity}} \quad (2.15)$$

Salah satu tujuan dari perusahaan adalah memberikan keuntungan bagi para pemegang sahamnya. Salah satu cara untuk mengukur apakah perusahaan telah mencapai tujuan tersebut adalah dengan melihat rasio ini. Rasio ini mengukur berapa keuntungan perusahaan yang dapat diklaim dari pemegang saham yang memiliki nilai *equity* tertentu di perusahaan. Tentu saja pemegang saham akan menginginkan *return on equity* yang semakin tinggi karena akan berdampak pada penerimaan dividen yang dibayarkan perusahaan pada nantinya.

2.5.5 Market Value Ratio

Market value ratio ini tidak bisa diperoleh langsung dari perusahaan. Rasio ini tidak secara langsung melihat kinerja perusahaan. Rasio ini melihat bagaimana nilai yang berkaitan dengan *equity* perusahaan di pasar. Ada tiga rasio yang dapat mengukur nilai dari *equity* perusahaan di pasar.

a. Earning Per Share

Earning per share (EPS) dapat dinyatakan oleh

$$\text{Earning per share} = \frac{\text{Net income}}{\text{Shares outstanding}} \quad (2.16)$$

Rasio ini mengukur klaim tiap pemegang satu saham perusahaan dari *net income* yang dihasilkan perusahaan.

b. Price-Earning Ratio

Price-earning ratio (PER) dapat dinyatakan oleh

$$\text{PE ratio} = \frac{\text{Price per share}}{\text{EPS}} \quad (2.17)$$

Rasio ini mengukur seberapa besar para investor ingin mengeluarkan uang untuk membeli saham perusahaan bila dibandingkan dengan *income* yang dihasilkan perusahaan bagi pemegang saham saat ini. Semakin tinggi nilai rasio ini, maka investor sangat yakin bahwa di masa depan perusahaan akan memberikan keuntungan yang lebih besar.

c. Market-to-book Ratio

Rasio ini dapat dinyatakan oleh

$$\text{Market to book ratio} = \frac{\text{Market value per share}}{\text{Book value per share}} \quad (2.18)$$

Book value per share merupakan *historical cost* yang tercatat di laporan keuangan. Dengan membandingkan *market value* dan *book value*, maka akan didapat informasi mengenai kemampuan perusahaan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Apabila nilai rasio ini kurang dari 1, maka *market value* lebih kecil dibandingkan *book value*. Dengan demikian, perusahaan tidak mampu memberikan keuntungan bagi pemegang saham.

2.6 Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Ada beberapa penelitian terdahulu yang meneliti efek dari merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan terhadap perubahan kinerja perusahaan yang digambarkan oleh rasio keuangannya. Berikut ini uraian dari penelitian-penelitian tersebut.

Mantravadi dan Reddy pada tahun 2008 melakukan penelitian mengenai perubahan performa perusahaan akibat merger dan akuisisi dari perusahaan India yang melakukan merger dan akuisisi pada periode 1993 hingga 2003. Dari penelitian tersebut diperoleh bahwa terdapat penurunan *profit margin* yang signifikan dari 6,265% menjadi 3,353 %. Penurunan yang signifikan juga terjadi pada rasio *return on asset* dan *return on equity*. *Return on asset* mengalami penurunan dari 24,541% menjadi 16,988%, dan *return on equity* mengalami penurunan dari 15,368% menjadi 6,88%. Rasio lainnya yakni *debt-equity ratio* mengalami peningkatan dari 1,254 menjadi 1,382. Namun peningkatan ini tidak signifikan secara statistik.

Sinha, Kaushik, dan Chaudhary melakukan penelitian pada tahun 2010 yang meneliti perubahan rasio keuangan dari perusahaan-perusahaan finansial di India yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 2000 hingga 2008. Pada rasio *return on equity* didapat bahwa 11 perusahaan mengalami peningkatan rasio dan 6 perusahaan mengalami penurunan. Namun melalui uji hipotesis, tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan antara *return on equity* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Pada *current ratio*, didapat bahwa terdapat 7 perusahaan yang mengalami peningkatan dan 10 perusahaan mengalami penurunan. Namun, melalui

uji hipotesis tidak ditemukan pula adanya perbedaan yang signifikan antara current ratio sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Pada *debt-equity ratio* didapat bahwa 15 perusahaan mengalami peningkatan dan 2 perusahaan mengalami penurunan. Uji hipotesis membuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *debt-equity ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Singh dan Mogla pada tahun 2010 melakukan penelitian di India juga yang meneliti pengaruh merger dan akuisisi di perusahaan India yang melakukan merger dan akuisisi pada periode 1993 hingga 2003. *Profit margin* mengalami penurunan yang signifikan dari 7,06% menjadi 1,523%. *Return on asset* juga mengalami penurunan yang signifikan dari 19,68% menjadi 16,67%. Penurunan yang signifikan tersebut juga berlaku pada *return on equity* yang turun dari 17,45% menjadi 11,28%.



BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Sumber Data Penelitian

Pada penelitian ini data yang digunakan berasal dari dua sumber berikut ini.

1. Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia

Data yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PPRM) Bursa Efek Indonesia merupakan data mengenai perusahaan terbuka yang melakukan merger dan akuisisi sejak tahun 1990 hingga tahun 2005. Pada data tersebut berisi jenis merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan, apakah menjadi perusahaan pengakuisisi, target akuisisi, atau melakukan merger. Data tersebut juga mencantumkan tanggal dari perusahaan tersebut mulai terdaftar sebagai perusahaan terbuka di bursa serta tanggal efektif berlakunya merger dan akuisisi yang dilakukan. Jumlah perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tiap tahunnya pada periode tersebut disajikan pada tabel 3.1 berikut.

Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan Terbuka yang Melakukan Merger dan Akuisisi

Tahun	Jumlah	Tahun	Jumlah
1990	15	1998	15
1991	15	1999	2
1992	12	2000	10
1993	8	2001	4
1994	18	2002	2
1995	13	2003	4
1996	22	2004	2
1997	30	2005	22

Sumber: Pusat Referensi Pasar Modal

2. Buku Indonesia Capital Market Directory

Dari sumber data yang kedua yakni buku Indonesia Capital Market Directory (ICMD) yang dapat diakses melalui perpustakaan program studi Magister Manajemen Universitas Indonesia. Dari buku ini dapat diperoleh laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan terbuka. Dengan adanya laporan keuangan, akan memudahkan dalam perhitungan rasio-rasio keuangan yang menjadi objek dalam penelitian ini.

Buku Indonesia Capital Market Directory (ICMD) dirilis setiap tahunnya. Isi dari buku tersebut merupakan laporan keuangan dari seluruh perusahaan terbuka selama 3 tahun terakhir sebelum tahun rilisnya buku tersebut. Misalnya buku ICMD yang dirilis pada tahun 2009, maka isi dari buku tersebut adalah laporan keuangan dari seluruh perusahaan terbuka pada tahun 2006, 2007, dan 2008. Buku-buku ICMD yang dapat diakses melalui perpustakaan program studi Magister Manajemen Universitas Indonesia berasal dari tahun rilis 1997 hingga 2009. Dengan demikian melalui buku-buku tersebut dapat diperoleh data laporan keuangan seluruh perusahaan terbuka pada tahun 1994 hingga tahun 2008.

3.2 Variabel Penelitian

Pada penelitian ini, ada beberapa variabel yang menjadi batasan dalam penelitian ini. Pembatasan dalam variabel ini dijelaskan sebagai berikut.

1. Perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan terbuka yang bergerak pada sektor non lembaga finansial. Alasan mengenai tidak diikutkannya perusahaan yang bergerak di sektor finansial adalah karena pada perusahaan jenis tersebut tidak memiliki data *inventory* yang pada penelitian ini termasuk salah satu data keuangan yang akan dianalisis.
2. Untuk variabel waktu, penelitian ini melakukan analisis pada periode tiga tahun sebelum merger dan akuisisi hingga tiga tahun sesudah merger dan akuisisi. Sementara itu, tahun di mana merger dan akuisisi mulai berlaku tidak menjadi

pengamatan dalam penelitian ini. Dengan demikian, untuk setiap perusahaan sampel, analisis yang dilakukan menggunakan data 6 tahun yaitu data dari 3 tahun sebelum merger dan akuisisi dan data dari 3 tahun sesudah merger dan akuisisi. Untuk memudahkan, penyebutan data tahun-tahun tersebut dinotasikan oleh $t = -3$, $t = -2$, $t = -1$, untuk data tahun ketiga, kedua, dan setahun sebelum merger dan akuisisi, serta $t = +1$, $t = +2$, dan $t = +3$ untuk data tahun kesatu, kedua, dan ketiga setelah merger dan akuisisi. Sementara itu, untuk tahun berlakunya merger dan akuisisi dinotasikan oleh $t = 0$.

Periode waktu dalam penelitian yang menggunakan interval seperti yang dijelaskan di atas banyak digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Misalnya saja Cabanda (2007) yang menganggap bahwa periode waktu penelitian tersebut merupakan analisis jangka pendek dalam melihat kinerja perusahaan. Sementara itu apabila ingin menganalisis secara jangka panjang sebaiknya menggunakan data hingga tujuh tahun sesudah merger dan akuisisi. Sementara itu, untuk tahun mulai efektifnya merger dan akuisisi, tidak diikuti dalam analisis karena belum ada perubahan yang signifikan dihasilkan dari transisi sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

3. Variabel penelitian yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan adalah rasio keuangan. Rasio keuangan yang dianalisis pada penelitian ini terdiri dari tujuh rasio yang dapat digolongkan menjadi empat kelompok yaitu :

a. Rasio Likuiditas atau *short-term solvency ratio*

Rasio likuiditas ini dianalisis dengan menggunakan *current ratio* yang perhitungannya telah disajikan oleh persamaan (2.1) yaitu

$$\text{Current ratio} = \text{current asset} / \text{current liabilities}$$

b. *Financial leverage ratio* atau *long-term solvency ratio*

Kelompok rasio keuangan ini dianalisis dengan menggunakan *debt-equity ratio* yang perhitungannya telah disajikan oleh persamaan (2.5) yaitu

$$\text{Debt-equity ratio} = \text{total debt} / \text{total equity}$$

c. *Asset utilization ratio* atau *turnover ratio*

Kelompok rasio keuangan ini dianalisis dengan menggunakan dua rasio berikut yang telah disajikan oleh persamaan (2.7) dan (2.11) yaitu

- *Inventory turnover* = *cost of goods sold* / *inventory*
- *Total asset turnover* = *sales* / *total asset*

d. Rasio profitabilitas

Kelompok rasio keuangan ini dianalisis dengan menggunakan tiga rasio berikut ini yang telah disajikan oleh persamaan (2.13), (2.14), dan (2.15) yaitu

- *Profit margin* = *net income* / *sales*
- *Return on asset* = *net income* / *total asset*
- *Return on equity* = *net income* / *total equity*

3.3 Teknik Pengambilan Sampel Penelitian

Dari data untuk penelitian yang telah diperoleh dari sumber data penelitian, tidak semua data tersebut dipakai sebagai sampel. Data yang menjadi sampel dalam penelitian ini harus memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut.

- a. Merupakan perusahaan terbuka non-finansial.
- b. Melakukan merger dan akuisisi pada periode tahun 1997 hingga tahun 2005, karena sumber data laporan keuangan dari ICMD hanya ada mulai

dari tahun 1997, yang berisi laporan keuangan tahun 1994, 1995, dan 1996.

- c. Terdaftar di bursa efek Indonesia minimal 3 tahun sebelum melakukan merger dan akuisisi, sehingga data laporan keuangan bisa diperoleh di ICMD.
- d. Tidak melakukan merger dan akuisisi lebih dari sekali dalam periode 7 tahun. Hal ini bermanfaat supaya efek dari merger dan akuisisi yang dilakukan suatu perusahaan dapat dilihat secara objektif sehingga tidak dipengaruhi oleh merger dan akuisisi berikutnya yang dilakukan oleh perusahaan yang sama.
- e. Memiliki data dari laporan keuangan yang memadai sehingga dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang menjadi objek penelitian.

3.4 Teknik Analisis Penelitian

Dalam penelitian ini, teknik analisis yang dilakukan dapat dibagi menjadi dua yang dijelaskan sebagai berikut.

a. Analisis Tiap Perusahaan Sampel

Pada analisis ini, perubahan dari rasio keuangan tiap perusahaan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi diamati. Rasio keuangan yang menjadi acuan untuk periode sebelum merger dan akuisisi adalah nilai rata-rata rasio keuangan selama 3 tahun sebelum merger dan akuisisi, yang disajikan dalam persamaan 3.1 berikut (Mantravadi, 2008).

$$RK_{pre,j} = \frac{\sum_{t=-3}^{t=-1} RK_{t,j}}{3} \quad (3.1)$$

$RK_{pre,j}$ merupakan rasio keuangan acuan perusahaan j sebelum melakukan merger dan akuisisi.

Sedangkan acuan untuk periode setelah merger dan akuisisi adalah nilai rata-rata rasio keuangan selama 3 tahun sesudah merger dan akuisisi yang disajikan pada persamaan 3.2 berikut (Mantravadi, 2008).

$$RK_{post,j} = \frac{\sum_{t=1}^{t=3} RK_{t,j}}{3} \quad (3.2)$$

$RK_{post,j}$ merupakan rasio keuangan acuan perusahaan j setelah melakukan merger dan akuisisi.

Dengan demikian dapat terlihat apakah suatu perusahaan mengalami peningkatan atau penurunan rasio keuangan. Selain itu dapat dilihat juga berapa perusahaan yang mengalami peningkatan dan berapa perusahaan yang mengalami penurunan rasio keuangan. Teknik analisis seperti ini juga dilakukan oleh penelitian Singh (2010).

b. Analisis Keseluruhan Perusahaan

Pada analisis ini menggunakan data dari bagian analisis sebelumnya. Pada bagian sebelumnya telah didapatkan rasio keuangan yang menjadi acuan untuk periode sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Pada bagian ini, rasio keuangan yang menjadi acuan sebelum merger dan akuisisi adalah nilai rata-rata dari seluruh perusahaan yang disajikan dalam persamaan 3.3 berikut (Singh, 2010).

$$RK_{pre} = \frac{\sum_{j=1}^{j=n} RK_{pre,j}}{n} \quad (3.3)$$

RK_{pre} merupakan rasio keuangan acuan untuk seluruh perusahaan pada periode sebelum merger dan akuisisi, dan n merupakan jumlah sampel.

Sedangkan untuk rasio keuangan yang menjadi acuan setelah merger dan akuisisi adalah nilai rata-rata dari rasio keuangan acuan seluruh perusahaan yang disajikan dalam persamaan 3.4 berikut (Singh, 2010).

$$RK_{post} = \frac{\sum_{j=1}^{j=n} RK_{post,j}}{n} \quad (3.4)$$

RK_{post} merupakan rasio keuangan acuan untuk seluruh perusahaan pada periode setelah merger dan akuisisi.

Dari hasil pada persamaan 3.3 dan 3.4 maka dapat dibandingkan apakah secara keseluruhan rasio keuangan mengalami peningkatan atau penurunan. Teknik analisis seperti ini banyak dilakukan oleh penelitian sebelumnya misalnya saja oleh Mantravadi (2008) dan Singh (2010). Selain itu, pada teknik analisis seluruh perusahaan dilakukan uji hipotesis yang dijelaskan pada subbab berikut ini.

3.5 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian ini menguji apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari merger dan akuisisi terhadap rasio-rasio keuangan dari perusahaan sampel. Pengaruh tersebut dianalisis dari perbedaan rasio-rasio keuangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Rasio yang diperbandingkan adalah rasio rata-rata selama 3 tahun pada periode sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Hipotesis yang akan diuji adalah

H_0 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi

H_1 : Terdapat perbedaan yang signifikan antara rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi

Metode yang digunakan untuk melakukan uji hipotesis dijelaskan pada subbab berikut ini.

3.6 Metode *Wilcoxon Signed Rank Test*

Dalam melakukan uji hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya, metode yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Rank Test*. Dalam penelitian Sinha (2010), metode ini dilakukan untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Metode *Wilcoxon Signed Rank Test* merupakan salah satu metode statistika nonparametrik. Salah satu keunggulan menggunakan metode statistika nonparametrik ini menurut Levin (1998) adalah tidak dibutuhkan asumsi bahwa populasi penelitian mengikuti distribusi tertentu. Metode tersebut dianggap cocok untuk penelitian ini karena jumlah sampel penelitian ini yang tidak terlalu besar dan juga variabilitas data yang cukup tinggi sehingga menyulitkan untuk menganggap bahwa sampel ini mengikuti distribusi tertentu. Di sisi lain, kelemahan dari metode statistika parametrik adalah mengabaikan nilai dari variabel sampel. Pada metode ini, yang menjadi alat analisis bukanlah nilai dari variabel tetapi nilai diskrit yang menggantikan nilai-nilai variabel dari sampel.

Secara khusus, *Wilcoxon Signed Rank Test*, digunakan untuk analisis data berpasangan dari suatu sampel. Khusus untuk penelitian ini, data yang berpasangan yang dimaksud adalah rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Dari selisih data berpasangan tersebut akan didapat tanda positif atau negatif bergantung dari selisih data tersebut. Apabila rasio keuangan sesudah merger dan akuisisi lebih besar daripada sebelum merger dan akuisisi, maka akan didapat tanda positif. Sebaliknya apabila nilai rasio keuangan sesudah merger dan akuisisi lebih kecil daripada sebelum merger dan akuisisi, maka akan didapat tanda negatif. Tanda positif dan negatif inilah yang menjadi dasar analisis dalam metode ini.

Dalam mengambil kesimpulan dari metode *Wilcoxon Signed Rank Test*, maka digunakan statistik uji z yang disajikan oleh (Levin, 1998)

$$z = \frac{\bar{p} - p_{H_0}}{\sigma_{\bar{p}}} \quad (3.5)$$

\bar{p} adalah proporsi dari jumlah data berpasangan yang selisihnya positif dibagi dengan jumlah sampel. Sedangkan p_{H_0} merupakan proporsi yang menjadi hipotesis nol yang akan diuji. Karena pada penelitian ini akan menguji apakah ada perbedaan yang signifikan antara data berpasangan, maka nilai dari p_{H_0} adalah 0,5. Sementara itu $\sigma_{\bar{p}}$ merupakan standar deviasi dari proporsi yang akan diuji yang disajikan oleh (Levin, 1998)

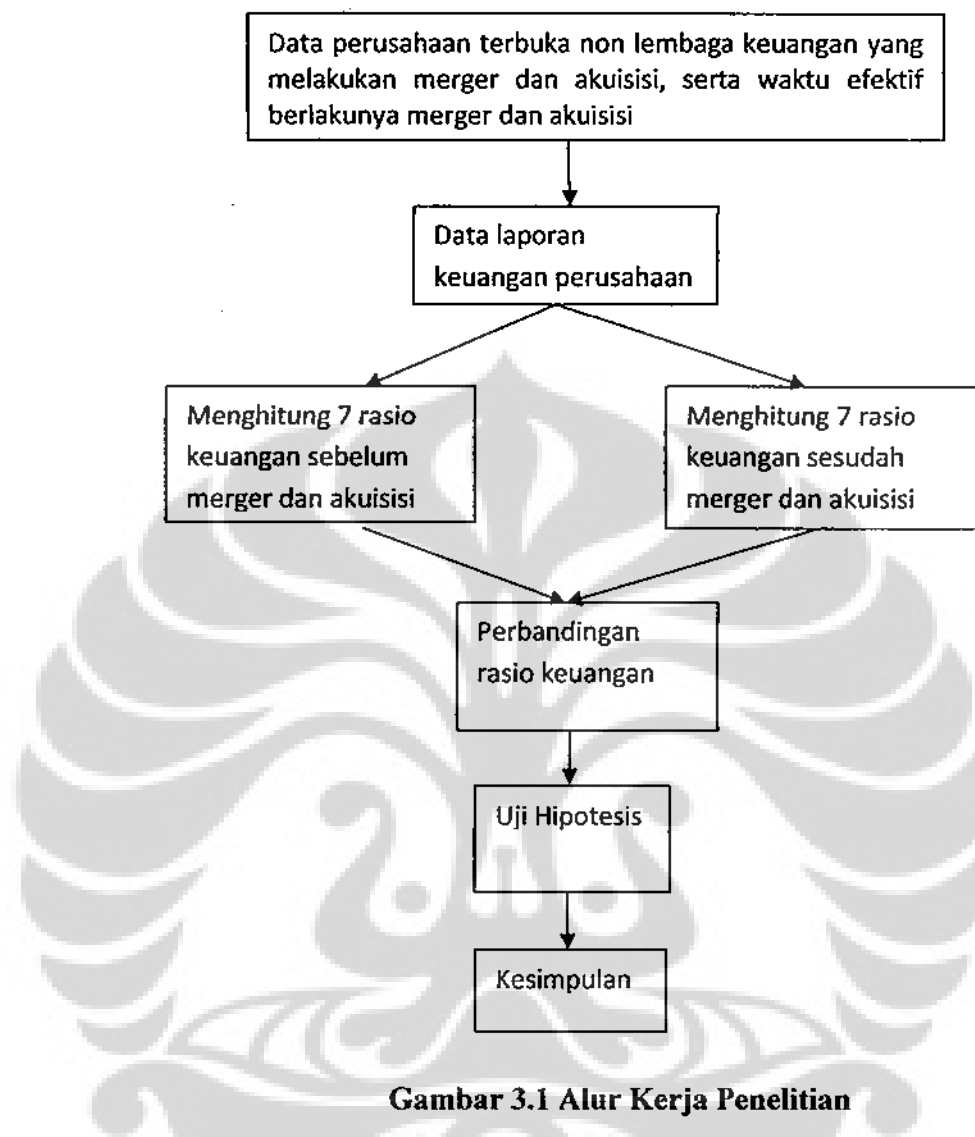
$$\sigma_{\bar{p}} = \sqrt{\frac{pq}{n}} \quad (3.6)$$

dengan p dan q sama sama bernilai 0,5 dan n merupakan jumlah sampel.

Dalam melakukan metode *Wilcoxon Signed Rank Test*, digunakan bantuan *software* SPSS 13. Melalui penggunaan *software* ini akan dihasilkan output berupa nilai z dan juga nilai p -value. Apabila nilai statistik uji z lebih besar dari nilai absolut dari 1,96, serta didukung oleh p -value yang lebih kecil dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak pada level signifikansi 5%. Apabila menggunakan level signifikansi yang lebih besar yaitu 10%, hipotesis nol ditolak apabila nilai statistik z lebih besar dari nilai absolut dari 1,64 serta didukung oleh nilai p -value lebih kecil dari 0,1.

3.7 Rangkuman Alur Kerja Penelitian

Alur kerja dari penelitian ini dari awal hingga akhir dapat dilihat pada gambar 3.1 berikut.



Dari gambar di atas terlihat bahwa penelitian ini berangkat dari dua jenis data yakni data tentang perusahaan-perusahaan apa saja yang melakukan merger dan akuisisi berikut waktu kejadian berlakunya merger dan akuisisi serta data laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan tersebut. Dengan kolaborasi dari dua data tersebut, kemudian dihitung 7 rasio keuangan yang telah dijelaskan sebelumnya per tahun untuk tiap-tiap perusahaan pada saat sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Kemudian dari dua periode waktu tersebut dibandingkan apakah terjadi peningkatan

atau penurunan dari masing-masing rasio. Langkah selanjutnya adalah melakukan uji hipotesis mengenai adanya perbedaan yang signifikan antara rasio-rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Penelitian ini ditutup oleh suatu kesimpulan yang memberikan gambaran mengenai keseluruhan hasil dari penelitian ini.



BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 23 kasus merger dan akuisisi yang dialami oleh perusahaan publik non-finansial yang terjadi pada periode antara tahun 1997 hingga 2005. Perusahaan-perusahaan tersebut dapat digolongkan menjadi tiga kelompok yaitu perusahaan pengakuisisi, perusahaan target, dan perusahaan yang melakukan merger. Tabel 4.1, 4.2, dan 4.3 berturut-turut menyajikan daftar perusahaan sampel yang menjadi perusahaan pengakuisisi, target akuisisi, dan melakukan merger beserta dengan tahun dilakukannya merger dan akuisisi.

Dari tabel 4.1 terlihat bahwa ada 15 perusahaan dalam penelitian ini yang menjadi perusahaan pengakuisisi. Akuisisi yang dilakukan oleh 15 perusahaan tersebut terjadi pada tahun 1997, 1998, 2000, 2001, 2003, dan 2005. Dari 15 perusahaan tersebut, ada dua perusahaan yang melakukan akuisisi dua kali yakni PT Duta Pertiwi dan PT Indofood Sukses Makmur. Kedua perusahaan tersebut sama-sama melakukan akuisisi pada tahun 1997 dan 2005. Dari jumlah perusahaan yang diakuisisi terlihat bahwa pada tahun 1997 perusahaan pengakuisisi melakukan akuisisi terhadap banyak perusahaan sekaligus pada waktu yang bersamaan. Setelah tahun tersebut, kecenderungan yang terjadi adalah perusahaan pengakuisisi hanya mengakuisisi satu perusahaan saja, kecuali akuisisi yang dilakukan PT Indofood Sukses Makmur pada tahun 2005.

Sementara itu, perusahaan dalam penelitian ini yang menjadi target akuisisi yang disajikan pada tabel 4.2 ada tiga perusahaan. Dua perusahaan diakuisisi oleh perusahaan asing, sementara itu satu perusahaan diakuisisi oleh perusahaan domestik. PT Lippo Karawaci diakuisisi oleh perusahaan China sedangkan PT Gajah Tunggal diakuisisi oleh perusahaan Singapura.

Tabel 4.1 Daftar Perusahaan Sampel yang Menjadi Perusahaan Pengakuisisi

Perusahaan Pengakuisisi	Tahun	Perusahaan Target Akuisisi
Bakrieland Development	1997	Bakrie Nirwana Resort, Krakatau Lampung Tourism, dan Graha Andrasentra Propertindo
Ciputra Development	1997	Citraland Surya, Alam Karya Ciptaselaras, Kharisma Kusuma Pujalestari, Citra Bahagia Elok, Saptamulia Hijaubangun
Duta Pertiwi	1997	Mustika Karya Sejati, Prestasi Mahkota Utama, dan Saranapapan Ekasejati
Hotel Sahid Jaya International	1997	Hotel Sahid Bandar Lampung dan Sahid Int'l Hotel Management & Consultant
Indofood Sukses Makmur	1997	Salim Ivomas Pratama, Intiboga Sejahtera, Salim Oil Grains, Bitung Menado Oil Co.Ltd, Argha Giri Perkasa & Indomarco Adi Prima.
Alumindo Light Metal Industry	1998	Maspion Stainless Steel Indonesia
Tirta Mahakam Plywood	2000	Karya Makmur Bahagia
Dharma Samudra Fishing Ind.	2000	Tirta Artamina
Surya Intrindo Makmur	2001	Anglo Sama Permata Motor
Surya Toto Indonesia	2001	Surya Pertiwi Paramita
Jasuindo Tiga Perkasa	2003	Djakarta Computer Supplies
Indofood Sukses Makmur	2005	Kebun Ganda Prima dan Citranusa Intisawit
Duta Pertiwi	2005	Duta Semesta Mas
Bakrie Sumatera Plantation	2005	Air Muring
Medco Energy International	2005	Perkasa Equatorial Sembakung

Sumber : Pusat Referensi Pasar Modal

Tabel 4.2 Daftar Perusahaan Sampel yang Menjadi Target Akuisisi

Perusahaan Target Akuisisi	Tahun	Perusahaan Pengakuisisi
Cahaya Kalbar	2005	Karya Putrakreasi Nusantara
Lippo Karawaci	2005	China Resource Holding Company
Gajah Tunggal	2005	Denham, Pte, Ltd

Sumber : Pusat Referensi Pasar Modal

Perusahaan lainnya dalam penelitian ini yang melakukan merger yang disajikan pada tabel 4.3 ada lima perusahaan. Empat perusahaan melakukan merger dengan jumlah partner merger sebanyak dua perusahaan. Sementara satu perusahaan yakni PT BAT Indonesia melakukan merger dengan satu perusahaan saja.

Tabel 4.3 Daftar Perusahaan Sampel yang Melakukan Merger

Perusahaan Merger	Tahun	Perusahaan Partner Merger
Great River International	2000	GT Utama Garments dan Sangga Label Industry
Indocement Tunggal Prakarsa	2000	Indo Codeco Cement dan Indocement Investama
Agis	2001	Artha Graha Wahana dan Mahameru Antarnusa Niaga
Kalbe Farma	2005	Envesal dan Dankos
BAT Indonesia	2005	Rothmans of Pall Mali Indonesia

Sumber : Pusat Referensi Pasar Modal

Ditinjau dari sektor yang menjadi bidang usaha dari 23 perusahaan dalam penelitian, ternyata dari 8 sektor non-finansial yang merupakan pembagian sektor di Bursa Efek Indonesia, hanya 1 sektor saja yang tidak ada dalam data penelitian ini yaitu sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi. Tujuh sektor yang menjadi bidang usaha dari perusahaan dalam sampel dideskripsikan dalam tabel 4.4 berikut.

Tabel 4.4 Sektor Usaha dari Perusahaan Sampel

Sektor	Jumlah Perusahaan
Pertanian	2
Pertambangan	1
Industri Dasar dan Kimia	4
Aneka Industri	3
Industri Barang Konsumsi	5
Properti dan <i>Real Estate</i>	5
Perdagangan, Jasa, dan Investasi	3

Sumber : Indonesia Capital Market Directory

Dari 7 sektor di atas, ternyata data perusahaan yang paling banyak digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang bergerak dalam sektor industri barang konsumsi serta sektor properti dan *real estate*. Sub-sektor dari sektor dari perusahaan sampel yang bergerak dalam sektor industri barang konsumsi tersebut yaitu makanan dan minuman, rokok, dan farmasi. Perusahaan dalam sub-sektor makanan dan minuman yaitu PT Indofood Sukses Makmur yang melakukan 2 kali akuisisi dan PT Cahaya Kalbar. Perusahaan dalam sub-sektor rokok yaitu PT BAT Indonesia dan perusahaan yang bergerak dalam sub-sektor farmasi adalah PT Kalbe Farma yang melakukan merger. Sementara itu, untuk sektor properti dan real estate terdiri dari PT Bakrieland Development, PT Ciputra Development, PT Duta Pertiwi yang melakukan akuisisi dua kali, serta PT Lippo Karawaci yang menjadi target akuisisi.

4.2 Deskripsi Rasio Keuangan Sampel

Pada penelitian ini, rasio keuangan yang menjadi pengamatan adalah pada saat 3 tahun sebelum hingga 1 tahun sebelum tahun efektif berlakunya merger dan akuisisi, serta 1 tahun sesudah hingga 3 tahun sesudah tahun efektif merger dan akuisisi. Pada subbab ini dipaparkan deskripsi data rasio keuangan yaitu nilai rata-rata (mean) dan standar deviasi dari seluruh perusahaan sampel.

Untuk mean dan standar deviasi dari *current ratio* perusahaan sampel per tahunnya disajikan pada tabel 4.5. Pada $t = -3$ hingga $t = -1$ terlihat dari nilai mean terjadi penurunan setiap tahunnya. Sementara itu, pada periode $t = -1$ ke $t = 1$, rasio tersebut mengalami peningkatan. Lalu kemudian pada periode $t = +1$ ke $t = 3$, mengalami penurunan kembali. Rata-rata *current ratio* tertinggi terjadi pada $t = -3$, hanya saja standar deviasi terbesar juga terjadi pada saat itu. Sementara rata-rata *current ratio* terendah terjadi pada $t = -1$ yang juga memiliki standar deviasi terendah.

Tabel 4.5 Mean dan Standar Deviasi dari *Current Ratio*

		TAHUN					
		(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
<i>CURRENT</i>	<i>MEAN</i>	2.09	1.56	1.47	2.04	1.98	1.81
<i>RATIO</i>	<i>STD. DEVIATION</i>	3.73	0.82	0.69	1.31	1.38	1.46

Sumber : Olahan Peneliti

Sementara itu untuk *debt-equity ratio*, mean dan standar deviasi dari sampel tiap tahunnya disajikan pada tabel 4.6. Setiap tahunnya cenderung terjadi penurunan nilai mean dari *debt-equity ratio*. Hanya ada satu selang saja yakni dari $t = +1$ ke $t = +2$ yang mengalami peningkatan. Rata-rata *debt-equity ratio* tertinggi terjadi pada $t = -3$, yang juga memiliki standar deviasi tertinggi. Sedangkan rata-rata *debt-equity ratio* terendah terjadi pada $t = +3$. Standar deviasi terendah terjadi pada $t = +2$.

Tabel 4.6 Mean dan Standar Deviasi dari *Debt-Equity Ratio*

		TAHUN					
		(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
<i>DEBT-EQUITY</i>	<i>MEAN</i>	5.23	2.88	2.80	2.01	2.16	1.15
<i>RATIO</i>	<i>STD.DEVIATION</i>	10.27	3.23	4.48	2.65	2.40	3.38

Sumber : Olahan Peneliti

Pola data untuk dua rasio yang termasuk kelompok *asset utilization ratio* atau *turnover ratio* disajikan pada tabel 4.7. Untuk *inventory turnover*, nilai rata-rata dari sampel tertinggi terjadi pada $t = +3$ yakni sebesar 6,88 kali per tahun. Hanya saja pada saat itu standar deviasi juga menunjukkan angka tertinggi. Sedangkan rata-rata *inventory turnover* terendah terjadi pada $t = -2$ yakni hanya sebesar 2,76 kali per tahun. Pada $t = -2$ juga terjadi standar deviasi terendah.

Tabel 4.7 Mean dan Standar Deviasi dari *Asset Utilization Ratio*

		TAHUN					
		(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
<i>INVENTORY</i>	<i>MEAN</i>	2.93	2.76	3.78	4.56	3.91	6.88
	<i>STD.DEVIATION</i>	2.55	2.56	4.77	7.69	5.60	9.63
<i>TOTAL ASSETS</i>	<i>MEAN</i>	0.73	0.70	0.66	0.74	0.72	0.88
	<i>STD.DEVIATION</i>	0.53	0.61	0.42	0.54	0.54	0.77

Sumber : Olahan Peneliti

Untuk *total assets turnover ratio*, nilai rata-rata tertinggi terjadi pada $t = +3$, yang juga pada saat itu terjadi standar deviasi tertinggi. Rata-rata *total asset turnover ratio* terendah terjadi pada $t = -1$, yang juga pada saat itu terjadi standar deviasi terendah. Dari nilai rata-rata *total asset turnover ratio* setiap tahunnya terlihat tidak ada yang melebihi angka satu. Hal ini memperlihatkan bahwa secara rata-rata nilai *sales* yang dihasilkan belum sebesar nilai *asset*.

Untuk deskripsi dari rasio profitabilitas yang terdiri dari tiga rasio yaitu *profit margin*, *return on asset*, dan *return on equity* disajikan pada tabel 4.8. Terlihat bahwa mean dari profit margin tertinggi ada pada $t = -3$ dan terendah pada $t = +3$. Standar deviasi tertinggi terjadi pada $t = +3$ dan terendah pada $t = -2$. Nilai mean dari *profit margin* tiap tahunnya pada saat sebelum merger dan akuisisi bernilai positif. Sedangkan pada saat sesudah merger dan akuisisi, hanya pada tahun kedua saja mean *profit margin* bernilai positif.

Pada rasio *return on asset*, terlihat bahwa pada saat sebelum merger dan akuisisi, nilai rata-rata *return on asset* selalu positif. Sementara itu, setelah merger dan akuisisi, rata-rata *return on asset* ada yang bernilai negatif yakni pada $t = +3$. Rata-rata *return on asset* tertinggi terjadi pada $t = -3$. Standar deviasi dari *return on asset* tertinggi terjadi pada $t = +2$ dan terendah pada $t = -2$.

Tabel 4.8 Mean dan Standar Deviasi dari Rasio Profitabilitas

		TAHUN					
		(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
PROFIT MARGIN	MEAN	11.86%	6.15%	5.83%	-14.02%	7.81%	-16.09%
	STD.DEVIATION	17.29%	13.26%	13.53%	57.74%	53.32%	63.55%
RETURN ON ASSETS	MEAN	6.66%	4.46%	2.62%	0.56%	5.50%	-0.66%
	STD.DEVIATION	7.58%	5.02%	5.82%	9.49%	20.39%	9.14%
RETURN ON EQUITY	MEAN	68.40%	11.93%	-2.99%	7.33%	13.12%	7.26%
	STD.DEVIATION	197.31%	33.41%	66.26%	34.39%	49.84%	45.85%

Sumber : Olahan Peneliti

Sementara itu untuk rata-rata *return on equity*, nilai negatif dari rasio ini hanya ditemukan pada $t = -1$. Rata-rata *return on equity* tertinggi tertinggi terjadi pada $t = -3$, hanya saja pada saat tersebut standar deviasi dari *return on equity* juga terbesar, yang menunjukkan variabilitas yang lebar dalam sampel. Standar deviasi terendah dari *return on equity* terjadi pada $t = -2$.

4.3 Analisis Perubahan Rasio Keuangan Tiap Perusahaan

Dari tiap rasio keuangan masing-masing perusahaan dapat dibandingkan bagaimana perubahan yang terjadi pada saat sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Untuk kejadian sebelum merger dan akuisisi, maka yang menjadi patokan adalah rata-rata rasio selama 3 tahun sebelum merger dan akuisisi. Demikian pula, untuk kejadian sesudah merger dan akuisisi yang menjadi patokan adalah rata-rata rasio keuangan selama 3 tahun sesudah merger dan akuisisi. Dengan demikian dari dua patokan tersebut dapat dibandingkan apakah untuk tiap-tiap perusahaan mengalami peningkatan atau penurunan dari rasio keuangan.

4.3.1 Analisis Perubahan *Current Ratio* Tiap Perusahaan

Pada tabel 4.9 berikut disajikan mengenai perubahan *current ratio* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dari masing-masing perusahaan.

Tabel 4.9 Perubahan *Current Ratio* Tiap Perusahaan

	<i>Current Ratio</i>		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Duta Pertiwi	1.44	4.08	2.64
PT Kalbe Farma	1.92	4.45	2.53
PT Bakrie Sumatera Plantation	0.65	2.74	2.09
PT Indocement Tunggal Prakarsa	0.45	2.29	1.84
PT Cahaya Kalbar	1.95	3.73	1.77
PT Agis	1.26	2.54	1.29
PT Hotel Sahid Jaya International	1.80	3.07	1.26
PT Lippo Karawaci	0.63	1.41	0.78
PT Gajah Tunggal	1.20	1.85	0.66
PT Alumindo Light Metal Industry	1.41	1.92	0.51
PT Surya Toto Indonesia	0.79	1.11	0.32
PT Bakrieland Development	1.28	1.42	0.14
PT Duta Pertiwi	0.80	0.89	0.08
Menurun			
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	1.18	1.17	-0.01
PT Jasuindo Tiga Perkasa	1.69	1.47	-0.21
PT Tirta Mahakam Plywood	1.21	0.98	-0.23
PT Great River International	1.41	1.08	-0.32
PT BAT Indonesia	2.86	2.26	-0.61
PT Indofood Sukses Makmur	1.68	1.00	-0.68
PT Ciputra Development	1.42	0.71	-0.71
PT Surya Intrindo Makmur	2.05	1.17	-0.88
PT Indofood Sukses Makmur	2.19	1.14	-1.05
PT Medco Energy International	7.97	2.22	-5.75

Dari perubahan *current ratio* terlihat bahwa terdapat 13 perusahaan yang mengalami peningkatan *current ratio* setelah *current asset* dan *current liabilities* bergabung dengan *current asset* dan *current liabilities* perusahaan lain yang menjadi partner merger dan akuisisi. Sementara itu, 10 perusahaan lainnya walaupun setelah merger dan akuisisi *current asset* dan *current liabilities* digabungkan dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya, *current ratio* yang diperoleh justru lebih kecil dibandingkan dengan *current ratio* ketika perusahaan belum bergabung dengan perusahaan lain dalam proses merger dan akuisisi.

Apabila dilihat perusahaan-perusahaan yang mengalami peningkatan *current ratio* setelah melakukan merger dan akuisisi, ternyata ada beberapa perusahaan yang memiliki *current ratio* yang besar. Misalnya PT Duta Pertiwi yang melakukan akuisisi pada tahun 1997, PT Hotel Sahid Jaya International, PT Cahaya Kalbar, dan PT Kalbe Farma yang memiliki *current ratio* antara 3 dan 4 setelah merger dan akuisisi. Peningkatan yang berlebihan ini menunjukkan bahwa setelah perusahaan tersebut menjadi lebih besar karena bergabung dengan perusahaan lain dalam proses merger dan akuisisi, *current asset* gabungannya banyak yang tidak digunakan dalam operasional perusahaan.

Dari *current ratio* sesudah merger dan akuisisi, ternyata ada tiga perusahaan yang memiliki *current ratio* yang lebih kecil dari 1 yakni PT Ciputra Development, PT Tirta Mahakam Plywood, serta PT Duta Pertiwi yang melakukan akuisisi pada tahun 2005. Dengan nilai *current ratio* lebih kecil dari 1, maka *current liabilities* perusahaan-perusahaan tersebut lebih besar daripada *current asset*. Dengan demikian perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan *current asset*, walaupun setelah merger dan akuisisi ukuran *current asset* perusahaan semakin membesar dengan bertambahnya *current asset* dari perusahaan partner merger dan akuisisi.

Perusahaan yang mengalami peningkatan *current ratio* terbesar adalah PT Duta Pertiwi yang melakukan akuisisi pada tahun 1997. Perusahaan ini mengakuisisi tiga perusahaan sekaligus dengan kepemilikan PT Duta Pertiwi di tiga perusahaan tersebut menjadi 100%. Selama tiga tahun sebelum akuisisi, perusahaan ini memiliki *current ratio* 1,44, sedangkan selama tiga tahun sesudah akuisisi, perusahaan ini memiliki *current ratio* 4,08. Dengan demikian PT Duta Pertiwi mengalami peningkatan *current ratio* sebesar 2,64. Peningkatan yang besar ini disebabkan adanya tambahan *current asset* dari tiga perusahaan setelah proses akuisisi dilakukan. Menurut Sinha (2010), *current ratio* yang dianggap ideal adalah 2, dan *current ratio* yang sangat tinggi menandakan tidak terpakainya *current asset*. Oleh karena *current ratio* PT Duta Pertiwi setelah akuisisi jauh di atas 2, maka bisa dikatakan bahwa PT

Duta Pertiwi tidak terlalu menggunakan *current asset* yang mereka miliki untuk investasi.

Pada tabel 4.10 dapat dilihat pola pergerakan *current asset* dan *current liabilities* dari PT Duta Pertiwi yang menyebabkan terjadinya peningkatan *current ratio*.

Tabel 4.10 Perubahan *Current Asset* dan *Current Liabilities* PT Duta Pertiwi (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
CURRENT ASSET	862,655	2,449,276	183.92%
<i>Cash</i>	111,071	487,891	339.26%
<i>Trade receivable</i>	166,861	27,360	-83.60%
<i>Inventories</i>	521,893	5,536	-98.94%
CURRENT LIABILITIES	595,368	608,685	2.24%
<i>bank borrowing</i>	208,185	19,730	-90.52%
<i>trade payable</i>	38,591	15,944	-58.68%
<i>advance receivable</i>	68,409	356,388	420.97%

Dari pola pergerakan *current asset* dan *current liabilities* di atas terlihat bahwa ada perubahan setelah PT Duta Pertiwi melakukan merger dan akuisisi. Perubahan yang cukup signifikan yakni perusahaan ini menggunakan bantuan pihak ketiga yang langsung memberikan *cash* sebagai pengganti piutang PT Duta Pertiwi dari pihak konsumen. Hal ini tercermin dalam penurunan *trade receivable* serta peningkatan pada *advance receivable* dan *cash* perusahaan ini. Selain itu, PT Duta Pertiwi juga mampu mengurangi jumlah pinjaman bank serta utang usaha mereka.

Sementara itu perusahaan yang mengalami penurunan *current ratio* terbesar adalah PT Medco Energy International yang melakukan akuisisi pada tahun 2005. Perusahaan yang diakuisisi oleh Medco adalah PT Perkasa Equatorial Sembiring yang merupakan pengelola blok minyak Sembakung di Kalimantan Timur. Medco mengakuisisi 100% kepemilikan saham PT Perkasa Equatorial Sembiring.

Selama 3 tahun sebelum akuisisi, perusahaan ini memiliki *current ratio* sebesar 7,97, sedangkan selama 3 tahun sesudah akuisisi dan bergabung dengan PT

Perkasa Equatorial Sembiring, perusahaan ini memiliki *current ratio* sebesar 2,22. Dengan demikian perusahaan ini mengalami penurunan *current ratio* sebesar 5,75. Terlihat bahwa setelah bergabungnya *current asset* dan *current liabilities* Medco dan PT Perkasa Equatorial Sembiring, kondisi likuiditas gabungannya justru memburuk dibandingkan dengan kondisi likuiditas Medco sendiri sebelum akuisisi. Penurunan ini bukanlah sesuatu yang buruk mengingat pada awalnya perusahaan ini memiliki *current ratio* yang cukup besar, namun setelah akuisisi memiliki *current ratio* yang cukup ideal, yakni di sekitar 2, sesuai dengan *current ratio* ideal menurut Sinha (2010).

Pada tabel 4.11 disajikan perubahan dari *current asset* dan *current liabilities* dari PT Medco Energy Internasional yang menyebabkan penurunan *current ratio*.

Tabel 4.11 Perubahan Current Asset dan Current Liabilities PT Medco Energy Internasional (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
CURRENT ASSET	3,773,999	7,187,013	90.43%
<i>Cash</i>	1,261,010	2,674,757	112.11%
<i>Trade receivable</i>	657,094	1,520,990	131.47%
<i>Inventories</i>	307,998	466,046	51.31%
CURRENT LIABILITIES	1,349,042	3,245,038	140.54%
<i>trade payable</i>	431,154	804,276	86.54%
<i>taxes payable</i>	220,318	454,227	106.17%
<i>current maturities of long-term debt</i>	174,023	644,591	270.41%

Dari tabel 4.11 di atas, terlihat bahwa *current asset* dan *current liabilities* sama-sama mengalami peningkatan setelah Medco melakukan akuisisi. Hanya saja perubahan terbesar terjadi pada pos *current maturities of long-term debt*. Pos ini merupakan kewajiban jangka panjang Medco yang akan segera jatuh tempo sehingga masuk ke dalam kategori *current liabilities*. Terlihat bahwa setelah melakukan akuisisi, Medco memiliki kewajiban jangka panjang yang akan segera jatuh tempo semakin besar. Hal inilah faktor dominan yang menyebabkan *current ratio* Medco menurun.

4.3.2 Analisis Perubahan *Debt-Equity Ratio* Tiap Perusahaan

Perubahan *debt-equity ratio* dari tiap perusahaan disajikan pada tabel 4.12. Dari tabel tersebut didapat hasil bahwa 9 perusahaan mengalami peningkatan *debt-equity ratio*, setelah *debt* dan *equity* perusahaan tersebut digabungkan dengan perusahaan partner dalam proses merger dan akuisisi. Sementara itu 14 perusahaan lainnya walaupun *debt* dan *equity* sudah digabungkan dengan perusahaan partner mergernya, *debt-equity ratio* gabungannya justru lebih kecil dibandingkan dengan *debt-equity ratio* ketika perusahaan belum bergabung dengan perusahaan lain. Dengan demikian, sebagian besar perusahaan mengalami penurunan nilai *debt* dibandingkan nilai *equity* setelah melakukan merger dan akuisisi.

Perusahaan yang mengalami peningkatan *debt-equity ratio* terbesar adalah PT Indofood Sukses Makmur yang melakukan akuisisi pada tahun 1997. Indofood melakukan akuisisi terhadap PT Salim Ivomas Pratama, PT Intiboga Sejahtera, Salim Oil Grains, Bitung Menado Oil Co. Ltd, PT Argha Giri Perkasa, dan PT Indomarco Adi Prima. Indofood mengakuisisi 80% kepemilikan dari masing-masing perusahaan yang diakuisisi.

Sebelum akuisisi, perusahaan ini memiliki *debt-equity ratio* sebesar 1,17. Setelah *debt* dan *equity* dari Indofood dan 5 perusahaan yang diakuisisinya digabungkan, diperoleh *debt-equity ratio* gabungannya sebesar 5,54. Dengan demikian akuisisi yang dilakukan membuat porsi *debt* sebagai modal usaha Indofood semakin jauh lebih besar dibandingkan porsi *equity*. Menurut Sinha (2010), semakin meningkat *debt-equity ratio*, maka kondisi keuangan perusahaan semakin beresiko. Dengan demikian, maka kondisi keuangan Indofood semakin beresiko setelah melakukan akuisisi.

Tabel 4.12 Perubahan *Debt-Equity Ratio* Tiap Perusahaan

	<i>Debt-Equity Ratio</i>		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Indofood Sukses Makmur	1.17	5.54	4.37
PT Hotel Sahid Jaya International	0.61	2.88	2.28
PT Medco Energy International	0.93	2.28	1.35
PT Cahaya Kalbar	0.34	1.23	0.89
PT Bakrieland Development	0.46	1.11	0.64
PT Ciputra Development	1.78	2.34	0.56
PT Tirta Mahakam Plywood	1.71	2.22	0.51
PT Alumindo Light Metal Industry	1.40	1.81	0.41
PT BAT Indonesia	0.66	0.96	0.30
Menurun			
PT Duta Pertiwi	2.12	2.09	-0.04
PT Indofood Sukses Makmur	2.67	2.61	-0.06
PT Surya Intrindo Makmur	1.06	0.99	-0.07
PT Duta Pertiwi	1.34	1.22	-0.12
PT Jasuindo Tiga Perkasa	1.37	0.62	-0.75
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	2.13	0.63	-1.50
PT Kalbe Farma	1.92	0.36	-1.57
PT Agis	2.24	0.34	-1.90
PT Lippo Karawaci	4.85	1.57	-3.28
PT Surya Toto Indonesia	9.07	3.77	-5.30
PT Great River International	5.63	-0.21	-5.84
PT Indocement Tunggul Prakarsa	9.23	2.19	-7.05
PT Gajah Tunggul	13.18	3.08	-10.10
PT Bakrie Sumatera Plantation	17.78	1.16	-16.61

Perubahan komposisi *debt* dan *equity* dari PT Indofood Sukses Makmur disajikan pada tabel 4.13 berikut

Tabel 4.13 Perubahan *Debt* dan *Equity* dari PT Indofood Sukses Makmur (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
<i>DEBT</i>	1,736,219	9,271,476	434.00%
<i>Current Liabilities</i>	529,653	4,324,949	716.56%
<i>Long-term liabilities</i>	1,187,351	4,427,262	272.87%
<i>EQUITY</i>	1,384,233	2,154,691	55.66%
<i>Paid-up Capital</i>	763,000	915,600	20.00%
<i>Retained Earning</i>	512,033	275,330	-46.23%

Dari tabel 4.13 di atas terlihat jelas bahwa faktor dominan dari peningkatan *debt-equity* ratio dari Indofood adalah peningkatan *current liabilities*. Selain itu, peningkatan *debt-equity* ratio didukung oleh peningkatan *long-term liabilities* serta penurunan *retained earning*. Peningkatan *equity* dari modal yang disetorkan pemegang saham tidak mampu menghalangi peningkatan *debt-equity* ratio.

Sementara itu, penurunan *debt-equity* ratio terbesar dialami oleh PT Bakrie Sumatera Plantation yang melakukan akuisisi pada tahun 2005. Perusahaan yang diakuisisi oleh Bakrie Sumatera Plantation adalah PT Air Muring yang merupakan perusahaan perkebunan karet di Bengkulu. Bakrie Sumatera Plantation mengakuisisi 100% kepemilikan PT Air Muring dari pemilik sebelumnya yaitu Plantations Group Investments, sebuah perusahaan publik di London.

Sebelum akuisisi, Bakrie Sumatera Plantation memiliki *debt-equity* ratio sebesar 17,78. Setelah akuisisi dan *debt* serta *equity* dari Bakrie Sumatera Plantation dan PT Air Muring digabungkan, *debt-equity* ratio gabungannya menjadi hanya 1,16 saja. Dengan demikian, akuisisi memberi dampak yang baik perusahaan ini dimana awalnya nilai *debt* sebanyak 17,78 kali nilai *equity*, setelah akuisisi nilai *debt* hanya sebesar hanya 1,16 kali nilai *equity* saja. Akuisisi telah mengubah kebijakan PT Bakrie Sumatera Plantation yakni mengurangi penggunaan *debt* sebagai sumber pendanaan mereka.

Perubahan komposisi dari *debt* dan *equity* dari Bakrie Sumatera Plantation yang menyebabkan perusahaan ini mengalami penurunan *debt-equity ratio* disajikan pada tabel 4.14 berikut.

Tabel 4.14 Perubahan *Debt* dan *Equity* dari PT Bakrie Sumatera Plantation (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
DEBT	766,697	1,764,657	130%
<i>Current Liabilities</i>	195,871	380,210	94%
<i>Long-term liabilities</i>	570,826	1,384,447	143%
EQUITY	176,350	1,832,623	939%
<i>Paid-up Capital</i>	160,580	330,229	106%
<i>Retained Earning</i>	(63,014)	405,203	543%

Dari tabel 4.14 terlihat bahwa penurunan *debt-equity ratio* dari Bakrie Sumatera Plantation didominasi oleh kemampuan mereka dalam menghasilkan *retained earning* setelah akuisisi. Selain itu, modal yang disetorkan oleh para pemegang saham juga menambah besar porsi dari *equity* sehingga menurunkan *debt equity ratio*.

4.3.3 Analisis Perubahan *Inventory Turnover* Tiap Perusahaan

Untuk *inventory turnover ratio*, perubahan nilainya dari masing-masing perusahaan disajikan pada tabel 4.15.

Dari perubahan *inventory turnover*, didapat hasil bahwa sebanyak 11 perusahaan mengalami peningkatan *inventory turnover* setelah *cost of goods sold* dan *inventory* perusahaan tersebut digabungkan dengan *cost of goods sold* dan *inventory* perusahaan partner dalam proses merger dan akuisisi. Sisanya, yakni sebanyak 12 perusahaan walaupun *cost of goods sold* dan *inventory* sudah digabungkan dengan *cost of goods sold* perusahaan partner merger dan akuisisinya, tetap saja *inventory turnover* sebelum bergabung lebih besar dibandingkan dengan sesudah bergabung. Dengan demikian, perbedaan jumlah perusahaan yang mengalami peningkatan dan penurunan *inventory turnover* tidak terlalu terlihat. Perusahaan-perusahaan yang

mampu meningkatkan *inventory turnover* setelah melakukan merger dan akuisisi menandakan bahwa aktivitas usaha mereka membaik dalam hal semakin banyak frekuensi menjual produk dalam satu tahun.

Tabel 4.15 Perubahan *Inventory Turnover* Tiap Perusahaan

	<i>Inventory Turnover</i>		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Duta Pertiwi	0.40	34.02	33.62
PT Medco Energy International	7.02	15.09	8.07
PT Cahaya Kalbar	2.26	7.22	4.96
PT BAT Indonesia	0.80	4.79	3.99
PT Agis	5.72	6.48	0.76
PT Jasuindo Tiga Perkasa	0.60	1.24	0.65
PT Indocement Tunggul Prakarsa	2.70	3.26	0.55
PT Surya Toto Indonesia	2.23	2.77	0.54
PT Great River International	0.95	1.43	0.48
PT Bakrie Sumatera Plantation	11.33	11.67	0.33
PT Tirta Mahakam Plywood	0.10	0.16	0.06
Menurun			
PT Duta Pertiwi	0.50	0.48	-0.02
PT Surya Intrindo Makmur	0.30	0.16	-0.14
PT Alumindo Light Metal Industry	3.09	2.92	-0.17
PT Ciputra Development	0.40	0.15	-0.25
PT Indofood Sukses Makmur	5.46	5.21	-0.25
PT Lippo Karawaci	0.62	0.24	-0.37
PT Indofood Sukses Makmur	5.49	5.07	-0.42
PT Gajah Tunggul	5.85	5.07	-0.78
PT Kalbe Farma	3.69	2.77	-0.91
PT Bakrieland Development	1.92	0.82	-1.10
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	2.18	0.65	-1.53
PT Hotel Sahid Jaya International	8.95	6.01	-2.94

Peningkatan *inventory turnover* terbesar dialami oleh PT Duta Pertiwi yang melakukan akuisisi pada tahun 1997. Perusahaan ini melakukan akuisisi terhadap tiga perusahaan yang sama-sama bergerak dalam sektor properti dan *real estate*.

Perusahaan ini mengalami peningkatan *inventory turnover* sebesar 33,62, dari awalnya memiliki *inventory turnover* sebanyak 0,4 kali, menjadi sebanyak 34,02 kali per tahun setelah *cost of goods sold* dan *inventory* digabungkan dengan *cost of goods sold* dan *inventory* tiga perusahaan yang menjadi target akuisisi PT Duta Pertiwi. Dengan demikian, terlihat bahwa setelah akuisisi, perusahaan ini mampu meningkatkan frekuensi penjualan per tahun mereka.

Perubahan dari *cost of goods sold* (COGS) dan *inventory* dari PT Duta Pertiwi yang menyebabkan terjadinya peningkatan *inventory turnover* disajikan pada tabel 4.16 berikut.

Tabel 4.16 Perubahan COGS dan *Inventory* dari PT Duta Pertiwi (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
COGS	192,494	188,325	-2.17%
INVENTORY	521,893	5,536	-98.94%

Dari tabel tersebut terlihat jelas bahwa faktor yang paling dominan sebagai penyebab meningkatnya *inventory turnover* Duta Pertiwi adalah nilai *inventory* yang sangat turun drastis. Biaya produksi Duta Pertiwi yang ditunjukkan oleh COGS memang turun namun tidak terlalu besar. Dengan demikian, produk yang dihasilkan oleh Duta Pertiwi tidak terlalu lama untuk disimpan sebelum ada konsumen yang membeli.

Di sisi lain, penurunan *inventory turnover* terbesar dialami oleh PT Hotel Sahid Jaya International yang melakukan akuisisi pada tahun 1997. Hotel Sahid Jaya International melakukan akuisisi terhadap dua perusahaan yang bergerak di sektor pariwisata yang masih merupakan satu kelompok usaha dengan Hotel Sahid Jaya International. Sebelum akuisisi, perusahaan ini memiliki *inventory turnover* sebanyak 8,95 kali per tahun. Setelah akuisisi dan *cost of goods sold* serta *inventory* PT Hotel Sahid Jaya digabungkan dengan dua perusahaan targetnya, perusahaan gabungannya memiliki *inventory turnover* sebanyak 6,01 kali per tahun.

Perubahan dari *cost of goods sold* dan *inventory* dari Hotel Sahid Jaya International yang mengakibatkan penurunan *inventory turnover* disajikan pada tabel 4.17 berikut.

Tabel 4.17 Perubahan COGS dan *Inventory* dari PT Hotel Sahid Jaya International (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
COGS	15,112	20,391	34.93%
INVENTORY	1,879	234,643	12385.46%

Dari tabel 4.17 jelas terlihat bahwa penyebab dominan dari penurunan *inventory turnover* adalah nilai *inventory* yang meningkat drastis. Produk yang dihasilkan oleh Hotel Sahid Jaya International terlalu menumpuk di *inventory*. Hal ini berarti menandakan bahwa setelah akuisisi, produk yang dibuat Hotel Sahid Jaya International tidak laku sehingga menumpuk di *inventory*.

4.3.4 Analisis Perubahan *Total Asset Turnover* Tiap Perusahaan

Untuk *total asset turnover ratio*, perubahan tiap perusahaan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.18.

Berdasarkan tabel 4.18 didapat bahwa ada 13 perusahaan yang mengalami peningkatan *total asset turnover*, setelah *sales* dan *asset* perusahaan tersebut digabungkan dengan *sales* dan *asset* perusahaan partner merger dan akuisisinya. Sedangkan, 10 perusahaan lainnya justru mengalami penurunan *total asset turnover* setelah *sales* dan *asset* digabungkan dengan *sales* dan *asset* perusahaan partner merger dan akuisisinya. Dengan demikian, sebagian besar perusahaan mengalami kemajuan dalam menghasilkan *sales* dari penggunaan *asset* yang mereka miliki. Dari *total asset turnover* sesudah merger dan akuisisi ternyata ada 6 perusahaan yang memiliki *total asset turnover ratio* di atas 1. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah PT Alumindo Light Metal Industry, PT Dharma Samudra Fishing Industries, PT Indofood Sukses Makmur, PT BAT Indonesia, PT Cahaya Kalbar, dan PT Kalbe Farma. Perusahaan-perusahaan ini dapat dikatakan efisien dalam penggunaan *asset*

sehingga mampu menghasilkan *sales* yang lebih besar nilainya dari *asset* yang dimiliki.

Tabel 4.18 Perubahan *Total Asset Turnover* Tiap Perusahaan

	<i>Total asset turnover</i>		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT BAT Indonesia	0.93	2.41	1.48
PT Cahaya Kalbar	0.59	1.99	1.40
PT Alumindo Light Metal Industry	0.66	1.07	0.42
PT Indofood Sukses Makmur	0.72	0.96	0.24
PT Great River International	0.30	0.47	0.17
PT Kalbe Farma	1.19	1.35	0.16
PT Indocement Tunggul Prakarsa	0.19	0.35	0.16
PT Gajah Tunggul	0.66	0.82	0.15
PT Surya Toto Indonesia	0.66	0.80	0.14
PT Bakrieland Development	0.09	0.19	0.10
PT Medco Energy International	0.46	0.52	0.06
PT Bakrie Sumatera Plantation	0.53	0.58	0.05
PT Jasuindo Tiga Perkasa	0.89	0.94	0.05
Menurun			
PT Indofood Sukses Makmur	1.13	1.09	-0.04
PT Lippo Karawaci	0.27	0.21	-0.06
PT Duta Pertiwi	0.32	0.25	-0.07
PT Duta Pertiwi	0.26	0.13	-0.13
PT Ciputra Development	0.23	0.05	-0.17
PT Tirta Mahakam Plywood	1.12	0.92	-0.19
PT Hotel Sahid Jaya International	0.28	0.08	-0.21
PT Agis	1.21	0.91	-0.30
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	1.83	1.21	-0.62
PT Surya Intrindo Makmur	1.43	0.63	-0.80

Perusahaan yang mengalami peningkatan terbesar dalam *total asset turnover* adalah PT BAT Indonesia yang melakukan merger pada tahun 2005. PT BAT Indonesia melakukan merger dengan PT Rothmans of Pall Mall Indonesia yang juga bergerak pada sektor rokok.

Sebelum melakukan merger perusahaan ini memiliki *total asset turnover* sebanyak 0,93 kali. Setelah melakukan merger dan *sales* serta *asset* perusahaan ini digabungkan dengan *sales* dan *asset* PT Rothmans of Pall Mall Indonesia, maka *total asset turnover* perusahaan gabungan ini meningkat menjadi 2,41 kali. Dapat dilihat bahwa pada saat sebelum merger, *sales* perusahaan ini masih lebih kecil dibandingkan *asset* mereka. Namun setelah merger *sales* perusahaan berhasil lebih besar daripada *asset*. Dengan demikian merger mampu memberikan efektivitas penggunaan *asset* bagi PT BAT Indonesia.

Perubahan dari *sales* dan *asset* yang menyebabkan peningkatan pada *total asset turnover* PT BAT Indonesia setelah merger disajikan pada tabel 4.19 berikut.

**Tabel 4.19 Perubahan Sales dan Asset PT BAT Indonesia
(dalam jutaan rupiah)**

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
SALES	636,156	1,450,141	127.95%
ASSET	680,342	605,145	-11.05%
<i>current asset</i>	486,138	431,645	-11.21%
<i>fixed asset</i>	151,933	116,906	-23.05%

Dari tabel 4.19 di atas terlihat bahwa *sales* dari PT BAT Indonesia mengalami peningkatan. Sementara itu, *asset* dari PT BAT Indonesia baik *current* dan *fixed asset* mengalami penurunan. Dengan demikian, setelah merger PT BAT Indonesia mampu menghasilkan *sales* yang lebih besar dengan menggunakan *asset* yang lebih sedikit.

Di sisi lain, perusahaan yang mengalami penurunan *total asset turnover* adalah PT Surya Intrindo Makmur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001. Perusahaan ini mengakuisisi 52% kepemilikan PT Anglo Sama Persada Motor yang bergerak pada bidang produk logam. PT Surya Intrindo Makmur sendiri bergerak dalam bidang industri alas kaki.

Sebelum melakukan akuisisi perusahaan ini memiliki *total asset turnover* sebanyak 1,43 kali. Sedangkan setelah akuisisi dan *sales* serta *asset* perusahaan ini

digabungkan dengan PT Anglo Sama Persada Motor, perusahaan gabungan ini hanya memiliki *total asset turnover* sebanyak 0,63 kali. Terlihat bahwa pada saat sebelum akuisisi *sales* perusahaan ini masih lebih besar daripada *asset*. Tetapi setelah akuisisi *sales* perusahaan ini menjadi lebih kecil daripada *asset* perusahaan.

Perubahan dari *sales* dan *asset* PT Surya Intrindo Makmur yang menyebabkan perusahaan ini mengalami penurunan *total asset turnover* disajikan pada tabel 4.20.

Tabel 4.20 Perubahan *Asset* dan *Sales* PT Surya Intrindo Makmur (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
SALES	128,481	112,502	-12.44%
ASSET	122,099	180,369	47.72%
current asset	76,421	100,493	31.50%
fixed asset	41,884	66,209	58.08%

Dari tabel 4.20 di atas terlihat bahwa penurunan *total asset turnover* disebabkan oleh penurunan *sales* serta didukung oleh peningkatan *asset*. Walaupun *asset* dari PT Surya Intrindo Makmur bertambah setelah akuisisi, *sales* perusahaan justru berkurang.

4.3.5 Analisis Perubahan Profit Margin Tiap Perusahaan

Perubahan dari *profit margin* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dari masing-masing perusahaan disajikan pada tabel 4.21.

Dari tabel 4.21, didapat hasil bahwa sebanyak 6 perusahaan mengalami peningkatan *profit margin* setelah *net income* dan *sales* perusahaan tersebut digabungkan dengan *net income* dan *sales* perusahaan partner merger dan akuisisinya. Sementara itu, 17 perusahaan mengalami penurunan *profit margin* setelah *net income* dan *sales* perusahaan tersebut digabungkan dengan *net income* perusahaan partner merger dan akuisisinya. Dari hasil tersebut terlihat bahwa sebagian besar perusahaan mengalami penurunan *profit margin*. Dengan kata lain, porsi dari *sales* yang

dihasilkan oleh perusahaan yang dapat menjadi keuntungan perusahaan semakin menurun.

Tabel 4.21 Perubahan Profit Margin Tiap Perusahaan

	Profit Margin		Besar Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Great River International	-8.03%	54.47%	62.50%
PT Indocement Tunggul Prakarsa	-11.39%	13.55%	24.94%
PT Surya Toto Indonesia	-7.09%	9.30%	16.39%
PT Cahaya Kalbar	-2.15%	2.79%	4.94%
PT Alumindo Light Metal Industry	1.06%	4.42%	3.36%
PT Tirta Mahakam Plywood	2.33%	2.41%	0.08%
Menurun			
PT Indofood Sukses Makmur	3.45%	3.07%	-0.39%
PT Agis	1.89%	1.50%	-0.39%
PT Kalbe Farma	10.83%	10.06%	-0.77%
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	4.54%	0.57%	-3.97%
PT Jasuindo Tiga Perkasa	4.31%	-0.05%	-4.36%
PT Duta Pertiwi	10.67%	5.01%	-5.67%
PT Medco Energy International	14.92%	9.07%	-5.85%
PT Lippo Karawaci	22.32%	16.15%	-6.17%
PT Indofood Sukses Makmur	14.49%	7.45%	-7.04%
PT Bakrie Sumatera Plantation	17.51%	10.39%	-7.13%
PT BAT Indonesia	7.06%	-4.28%	-11.34%
PT Duta Pertiwi	25.14%	10.28%	-14.86%
PT Surya Intrindo Makmur	6.89%	-16.56%	-23.45%
PT Gajah Tunggul	30.32%	-1.44%	-31.76%
PT Hotel Sahid Jaya International	10.77%	-30.52%	-41.28%
PT Bakrieland Development	0.52%	-77.23%	-77.75%
PT Ciputra Development	22.43%	-201.41%	-223.84%

Perusahaan yang mengalami peningkatan terbesar dari *profit margin* adalah PT Great River International yang melakukan merger pada tahun 2000. Great River melakukan merger dengan dua perusahaan sekaligus yakni PT GT Utama Garments dan PT Sangga Label Industry yang semuanya memiliki bidang usaha yang sama

dengan Great River yaitu tekstil. Sebelum merger, perusahaan ini memiliki *profit margin* sebesar -8,03%. Setelah merger dan *net income* serta *sales* dari PT Great River digabung dengan *net income* serta *sales* dua perusahaan target akuisisinya, perusahaan gabungan ini mampu memiliki rata-rata *profit margin* sebesar 54,57%.

Perubahan dari *net income* dan *sales* dari Great River yang menyebabkan peningkatan *profit margin* setelah merger disajikan pada tabel 4.22.

Tabel 4.22 Perubahan *Net Income* dan *Sales* PT Great River International (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
NET INCOME	(23,785)	188,593	692.91%
SALES	356,504	526,582	47.71%

Dari tabel 4.22 di atas terlihat bahwa *net income* dan *sales* yang dihasilkan oleh Great River setelah merger sama-sama mengalami peningkatan. Namun peningkatan yang terbesar adalah pada sisi *net income*. Pada saat sebelum merger Great River mengalami kerugian, namun sesudah merger memperoleh keuntungan. Peningkatan *sales* yang tidak sebesar peningkatan *net income* menunjukkan bahwa perusahaan ini mampu mengurangi biaya-biaya yang mereka keluarkan.

Perusahaan yang mengalami penurunan terbesar dari *profit margin* adalah PT Ciputra Development yang melakukan akuisisi pada tahun 1997. Perusahaan ini melakukan akuisisi terhadap lima perusahaan sekaligus yang bergerak dalam bidang yang sama dengan PT Ciputra Development yakni *real estate*. PT Ciputra Development mengakuisisi kepemilikan dari lima perusahaan tersebut sebanyak 100%. PT Ciputra Development memiliki *profit margin* sebesar 22,43% sebelum akuisisi. Setelah akuisisi dan *net income* serta *sales* PT Ciputra Development digabungkan dengan lima perusahaan target akuisisinya, *profit margin* perusahaan gabungan ini justru menurun drastis menjadi -201,41%.

Perubahan pada *net income* dan *sales* dari PT Ciputra Development yang menyebabkan penurunan *profit margin* setelah akuisisi disajikan pada tabel 4.23

Tabel 4.23 Perubahan *Net Income* dan *Sales* PT Ciputra Development (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
<i>NET INCOME</i>	112,658	-496,922	-541.09%
<i>SALES</i>	502,278	246,563	-50.91%

Dari tabel 4.23 terlihat bahwa *net income* dan *sales* sama-sama mengalami penurunan, dengan penurunan terbesar ada pada *net income*. Hal ini menandakan bahwa setelah akuisisi, biaya operasional dari PT Ciputra Development semakin besar.

4.3.6 Analisis Perubahan *Return on Asset* Tiap Perusahaan

Perubahan dari *return on asset* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi tiap-tiap perusahaan disajikan pada tabel 4.24.

Dari tabel 4.24 didapat hasil bahwa sebanyak 6 perusahaan mengalami peningkatan *return on asset* setelah *net income* dan *asset* perusahaan tersebut digabungkan dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Sementara itu, sebanyak 17 perusahaan justru mengalami penurunan *return on asset* setelah *net income* dan *asset* perusahaan tersebut digabungkan dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Dengan demikian sebagian besar perusahaan mengalami penurunan kemampuan *asset* yang dimiliki dalam menghasilkan *net profit*.

Perusahaan yang memiliki peningkatan *return on asset* terbesar adalah PT Great River International yang juga mengalami peningkatan *profit margin* terbesar. Sebelum merger perusahaan ini memiliki *return on asset* sebesar -2,06%. Sedangkan setelah merger dan *net income* serta *asset* PT Great River International digabungkan dengan dua perusahaan target akuisisinya, *return on asset* dari perusahaan gabungan ini melonjak menjadi 21,70%. Dengan demikian, merger yang dilakukan perusahaan ini memberikan kemajuan dalam hal kemampuan *asset* perusahaan menghasilkan lebih banyak *net profit*.

Tabel 4.24 Perubahan *Return On Asset* Tiap Perusahaan

	Return on Asset		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Great River International	-2.06%	21.70%	23.76%
PT Surya Toto Indonesia	-5.49%	7.28%	12.77%
PT Indocement Tunggul Prakarsa	-2.31%	5.06%	7.37%
PT Cahaya Kalbar	-1.22%	4.69%	5.92%
PT Alumindo Light Metal Industry	1.72%	4.51%	2.79%
PT Kalbe Farma	12.92%	13.59%	0.66%
Menurun			
PT Tirta Mahakam Plywood	2.49%	2.28%	-0.20%
PT Indofood Sukses Makmur	3.87%	3.33%	-0.55%
PT Agis	2.31%	1.21%	-1.10%
PT Medco Energy International	7.15%	5.51%	-1.64%
PT Lippo Karawaci	5.52%	3.44%	-2.07%
PT Duta Pertiwi	3.85%	1.27%	-2.58%
PT Bakrie Sumatera Plantation	8.95%	6.06%	-2.89%
PT Indofood Sukses Makmur	10.64%	7.46%	-3.18%
PT Jasuindo Tiga Perkasa	3.53%	0.02%	-3.51%
PT Duta Pertiwi	6.50%	1.45%	-5.05%
PT Hotel Sahid Jaya International	3.04%	-2.60%	-5.64%
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	8.45%	0.47%	-7.99%
PT Bakrieland Development	0.14%	-12.31%	-12.45%
PT Ciputra Development	5.08%	-10.55%	-15.63%
PT Gajah Tunggul	15.13%	-1.49%	-16.62%
PT BAT Indonesia	7.36%	-10.54%	-17.90%
PT Surya Intrindo Makmur	7.69%	-10.44%	-18.13%

Perubahan dari sisi *net income* dan *asset* dari PT Great River Internasional yang mengakibatkan peningkatan *return on asset* setelah merger disajikan pada tabel 4.25 berikut.

Tabel 4.25 Perubahan *Net Income* dan *Asset* PT Great River Internasional (dalam jutaan rupiah)

	Sebelum	Sesudah	PERUBAHAN
<i>NET INCOME</i>	(23,785)	470,670	1878.85%
<i>ASSET</i>	1,176,498	1,119,308	-4.86%
<i>Current Asset</i>	434,489	411,711	-5.24%
<i>Fixed Asset</i>	498,505	603,583	21.08%

Dari tabel 4.25 terlihat bahwa perubahan paling besar terjadi pada sisi *net income* dari PT Great River Internasional. Peningkatan *net income* yang sangat besar didukung oleh penurunan *current asset* menyebabkan *return on asset* perusahaan ini meningkat.

Perusahaan yang memiliki penurunan rata-rata *return on asset* terbesar adalah PT Surya Intrindo Makmur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001. Sebelum melakukan akuisisi, perusahaan ini memiliki *return on asset* 7,69%. Setelah melakukan akuisisi dan *net income* serta *asset* PT Surya Intrindo Makmur digabungkan dengan perusahaan target akuisisinya, *return on asset* dari perusahaan gabungan ini justru turun menjadi -10,44%. Dengan demikian, kemampuan *asset* PT Surya Intrindo Makmur dalam menghasilkan net profit semakin lemah.

Perubahan *net income* dan *asset* dari PT Surya Intrindo Makmur yang menyebabkan penurunan *return on asset* disajikan pada tabel 4.26. Dari tabel 4.26 didapat bahwa *asset* PT Surya Intrindo Makmur baik *current asset* maupun *fixed asset* mengalami penambahan. Namun sayangnya penambahan *asset* ini tidak mampu menambah *net income* perusahaan. Yang terjadi sebaliknya adalah PT Surya Intrindo Makmur mengalami kerugian. Jadi *asset* yang bertambah akibat akuisisi memberikan kontribusi yang negatif bagi *net income* perusahaan.

Tabel 4.26 Perubahan *Net income* dan *Asset* PT Surya Intrindo Makmur (dalam jutaan rupiah)

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
<i>NET INCOME</i>	9,599	-17,816	-285.61%
<i>ASSET</i>	122,099	180,369	47.72%
<i>current asset</i>	76,421	100,493	31.50%
<i>fixed asset</i>	41,884	66,209	58.08%

4.3.7 Analisis Perubahan *Return on Equity* Tiap Perusahaan

Perubahan *return on equity* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.27.

Dari tabel 4.27 didapat hasil bahwa sebanyak 8 perusahaan mengalami peningkatan *return on equity* setelah *net income* dan *equity* perusahaan tersebut digabungkan dengan *net income* dan *equity* perusahaan partner merger dan akuisisinya. Sedangkan 15 perusahaan mengalami penurunan *return on equity* setelah *net income* dan *equity* perusahaan tersebut digabungkan dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Jadi sebagian besar perusahaan mengalami penurunan yang berkaitan dengan kemampuan modal usaha yang berasal dari *equity* dalam menghasilkan *net income*.

Perusahaan yang mengalami peningkatan *return on equity* terbesar adalah PT Surya Toto Indonesia yang melakukan akuisisi pada tahun 2001. Perusahaan ini mengakuisisi 99% kepemilikan PT Surya Pertiwi Paramita yang bergerak dalam bidang furniture. Sebelum melakukan akuisisi perusahaan ini memiliki *return on equity* sebesar -103,83%. Sedangkan setelah akuisisi dan *net income* serta *equity* PT Surya Toto Indonesia digabungkan dengan *net income* serta *equity* PT Surya Pertiwi Paramita, perusahaan gabungan ini mampu memperoleh *return on equity* sebesar 35,47%.

Tabel 4.27 Perubahan *Return on Equity* Tiap Perusahaan

	<i>Return on Equity</i>		Besarnya Perubahan
	Sebelum	Sesudah	
Meningkat			
PT Surya Toto Indonesia	-103.83%	35.47%	139.30%
PT Great River International	-14.39%	98.59%	112.98%
PT Indocement Tunggul Prakarsa	-30.35%	13.28%	43.63%
PT Indofood Sukses Makmur	21.05%	41.64%	20.59%
PT Cahaya Kalbar	-1.89%	10.14%	12.03%
PT Alumindo Light Metal Industry	1.40%	11.68%	10.28%
PT Tirta Mahakam Plywood	5.29%	7.15%	1.86%
PT Medco Energy International	13.87%	15.54%	1.67%
Menurun			
PT Indofood Sukses Makmur	15.18%	12.98%	-2.20%
PT Duta Pertiwi	9.25%	3.21%	-6.04%
PT Agis	7.75%	1.70%	-6.05%
PT Jasuindo Tiga Perkasa	7.49%	0.10%	-7.39%
PT Ciputra Development	14.05%	6.53%	-7.52%
PT Duta Pertiwi	19.47%	4.30%	-15.18%
PT Hotel Sahid Jaya International	5.02%	-15.08%	-20.11%
PT Kalbe Farma	41.33%	20.98%	-20.34%
PT Lippo Karawaci	32.88%	9.20%	-23.68%
PT Dharma Samudra Fishing Ind.	25.77%	0.58%	-25.19%
PT Bakrieland Development	0.35%	-27.20%	-27.55%
PT BAT Indonesia	12.21%	-20.86%	-33.08%
PT Surya Intrindo Makmur	15.27%	-22.15%	-37.42%
PT Bakrie Sumatera Plantation	167.78%	14.20%	-153.58%
PT Gajah Tunggul	328.00%	-9.51%	-337.51%

Perubahan dari *net income* dan *equity* dari PT Surya Toto Indonesia yang menyebabkan peningkatan *return on equity* disajikan pada tabel 4.28.

**Tabel 4.28 Perubahan *Net Income* dan *Equity* PT Surya Toto
(dalam jutaan rupiah)**

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
<i>NET INCOME</i>	-22,399	42,146	88.16%
<i>EQUITY</i>	73,065	127,309	74.24%
<i>paid-up capital</i>	49,536	49,536	0.00%
<i>retained earning</i>	23,103	77,347	234.79%

Peningkatan *return on equity* dari PT Surya Toto Indonesia disebabkan oleh perubahan pada sisi *net income* perusahaan. Sebelum melakukan akuisisi perusahaan mengalami kerugian sehingga memiliki *return on equity* yang negatif. Sedangkan setelah akuisisi, perusahaan ini memperoleh *net income* positif sehingga memiliki *return on equity* yang positif.

Sementara itu, perusahaan yang mengalami penurunan *return on equity* terbesar adalah PT Gajah Tunggal yang diakuisisi pada tahun 2005. Perusahaan ini diakuisisi oleh Denham Pte Ltd yakni perusahaan investasi asal Singapura. Pada saat sebelum diakuisisi PT Gajah Tunggal memiliki *return on equity* sebesar 328%. Namun setelah diakuisisi dan *net income* serta *equity* dari PT Gajah Tunggal dan Denham Pte Ltd digabungkan, *return on equity* perusahaan gabungan ini justru anjlok menjadi -9,51%.

Perubahan *net income* dan *equity* dari PT Gajah Tunggal yang menyebabkan terjadinya penurunan *return on equity* setelah diakuisisi disajikan pada tabel 4.29 berikut.

**Tabel 4.29 Perubahan *Net Income* dan *Equity* PT Gajah Tunggal
(dalam jutaan rupiah)**

	SEBELUM	SESUDAH	PERUBAHAN
<i>NET INCOME</i>	1,723,998	-138,515	-108%
<i>EQUITY</i>	1,146,790	2,056,827	79%
<i>paid-up capital</i>	1,584,000	1,689,600	7%
<i>retained earning</i>	-645,328	-94,037	-85%

Dari tabel 4.29 terlihat bahwa penurunan *return on equity* dari PT Gajah Tunggal disebabkan karena penurunan yang drastis pada sisi *net income* perusahaan. Sebelum diakuisisi PT Gajah Tunggal mampu membukukan profit, sedangkan setelah diakuisisi perusahaan ini justru mengalami kerugian.

4.4 Analisis Perubahan Rasio Keuangan Secara Keseluruhan

Pada bagian sebelumnya telah disajikan analisis perubahan dari rasio keuangan masing-masing perusahaan. Perubahan dari masing-masing perusahaan tersebut dapat digunakan untuk melihat perubahan rasio keuangan secara keseluruhan dari semua sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini. Perubahan rasio keuangan secara keseluruhan disajikan dalam bentuk nilai rata-rata serta standar deviasi dari seluruh perusahaan. Selain itu disajikan pula hasil uji hipotesis dari tiap rasio.

4.4.1 Analisis Perubahan *Current Ratio* Secara Keseluruhan

Untuk melihat bagaimana perbedaan *current ratio* dari seluruh perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel 4.30.

Tabel 4.30 Perubahan *Current Ratio* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD. DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
CURRENT RATIO BEFORE	1.71	1.48	-1.125	0.26
CURRENT RATIO AFTER	1.94	1.07		

Dari tabel 4.30, dapat terlihat bahwa nilai rata-rata *current ratio* selama 3 tahun setelah merger dan akuisisi, yakni setelah *current asset* dan *current liabilities* perusahaan dalam sampel dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya digabung, lebih tinggi daripada sebelum merger dan akuisisi, yakni ketika *current ratio* dihitung berdasarkan *current asset* dan *current liabilities* perusahaan dalam sampel tanpa digabungkan dengan *current asset* dan *current liabilities* perusahaan partner merger dan akuisisinya. *Current ratio* mengalami peningkatan sebesar 0,23 dari 1.71 menjadi

1,94. Menurut Shina (2010), *current ratio* yang cukup ideal adalah 2. Apabila *current ratio* terlalu tinggi maka terlalu banyak *current asset* yang tak terpakai, sebaliknya apabila *current ratio* terlalu rendah maka perusahaan cenderung memiliki ketidakmampuan dalam menutupi kewajibannya dengan *current asset*. Dari nilai rata-rata *current ratio* seluruh sampel, terjadi peningkatan nilai rasio menuju ke angka 2. Sedangkan bila dilihat dari perubahan standar deviasi, setelah merger dan akuisisi standar deviasi *current ratio* semakin kecil. Hal ini menandakan bahwa variabilitas *current ratio* dari seluruh sampel setelah merger dan akuisisi semakin sempit.

Peningkatan rata-rata *current ratio* ternyata berdasarkan uji hipotesis dengan *wilcoxon signed rank test* tidak signifikan. Nilai statistik uji yang diperoleh adalah -1,125 masih berada di daerah penerimaan H_0 , yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *current ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni ketika *current asset* dan *current liabilities* perusahaan sampel sudah digabung dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Nilai statistik uji juga didukung oleh nilai *p-value* bernilai 0,26, yang masih lebih besar dari 5% atau 10% yang dapat dijadikan *level* signifikansi. Kesimpulannya, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *current ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Tidak signifikannya perubahan *current ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi ini juga merupakan hasil penelitian Sinha (2010). Hanya saja sampel penelitian dari Sinha adalah perusahaan finansial di India.

4.4.2 Analisis Perubahan *Debt-Equity Ratio* Secara Keseluruhan

Perubahan dari *debt-equity ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.31 berikut.

Tabel 4.31 Perubahan *Debt-Equity Ratio* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
DEBT-EQUITY RATIO BEFORE	3.64	4.52	-1.399	0.162
DEBT-EQUITY RATIO AFTER	1.77	1.28		

Berdasarkan tabel 4.31 di atas, terlihat bahwa secara keseluruhan *debt-equity ratio* mengalami penurunan. Awalnya sebelum merger dan akuisisi rata-rata *debt-equity ratio* bernilai 3,64. Setelah merger dan akuisisi, yakni setelah *debt* dan *equity* perusahaan dalam sampel dan perusahaan partner merger dan akuisisinya digabung, rata-rata *debt-equity ratio* turun sebesar 1,87 menjadi 1,77. Hal ini menandakan bahwa setelah merger dan akuisisi, secara keseluruhan perusahaan dalam sampel mengurangi porsi penggunaan *debt* sebagai modal usaha. Namun pengurangan ini belum membuat porsi dari *equity* lebih besar dari *debt*. Hal ini terlihat dari nilai rata-rata *debt equity ratio* yang masih lebih besar dari 1 baik sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Dari nilai standar deviasi terlihat bahwa terjadi penurunan setelah merger dan akuisisi. Hal ini menandakan bahwa setelah merger dan akuisisi variabilitas *debt-equity ratio* dari perusahaan sampel semakin sempit.

Uji hipotesis yang dilakukan dengan menggunakan *wilcoxon signed rank test* memberikan hasil nilai statistik uji sebesar -1,399. Nilai ini masih berada di daerah penerimaan H_0 . Dari *p-value* yang didapat yakni 0,162 juga menunjukkan bahwa H_0 masih diterima. Dengan demikian belum ada perbedaan yang signifikan antara *debt-equity ratio* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah *debt* dan *equity* perusahaan dalam sampel dan perusahaan partner merger dan akuisisinya digabung. Hasil ini berbeda dengan yang didapat oleh Sinha (2010), yang menyimpulkan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara *debt-equity ratio* dari perusahaan finansial sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

4.4.3 Analisis Perubahan *Inventory Turnover* Secara Keseluruhan

Untuk perubahan *inventory turnover* secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.32.

Tabel 4.32 Perubahan *Inventory Turnover* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
INVENTORY TURNOVER BEFORE	3.15	3.07	-0.517	0.605
INVENTORY TURNOVER AFTER	5.12	7.35		

Dari tabel 4.32 di atas terlihat bahwa secara keseluruhan *inventory turnover* perusahaan sampel mengalami peningkatan. Pada saat sebelum merger dan akuisisi rata-rata *inventory turnover* hanya 3,15 kali per tahun. Setelah merger dan akuisisi dilakukan, yakni setelah *cost of goods sold* dan *inventory* dari perusahaan sampel dan perusahaan partner merger dan akuisisinya digabung, rata-rata *inventory turnover* naik sebesar 1,97 menjadi 5,12 kali per tahun. Hal ini menandakan bahwa secara keseluruhan perusahaan dalam sampel mampu meningkatkan frekuensi penjualan produk yang dihasilkan. Namun apabila dilihat dari nilai standar deviasinya terlihat bahwa variabilitas *inventory turnover* perusahaan dalam sampel semakin bertambah lebar setelah melakukan merger dan akuisisi.

Dari metode *wilcoxon signed rank test* didapatkan nilai statistik uji sebesar -0,517. Nilai ini masih berada di daerah penerimaan H_0 yang menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan dari *inventory turnover* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah ada penggabungan *cost of goods sold* dan *inventory* perusahaan sampel dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Nilai *p-value* yang didapat yakni 0,605 masih lebih besar dari 5% atau 10% yang dapat dijadikan patokan *level* signifikansi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *inventory turnover* antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

4.4.4 Analisis Perubahan *Total Asset Turnover* Secara Keseluruhan

Perubahan dari *total asset turnover* secara keseluruhan dari perusahaan dalam sampel disajikan pada tabel 4.33 berikut.

Tabel 4.33 Perubahan *Total Asset Turnover* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
TOTAL ASSET TURNOVER BEFORE	0.69	0.46	-0.441	0.659
TOTAL ASSET TURNOVER AFTER	0.78	0.59		

Rasio *total asset turnover* mengalami peningkatan secara rata-rata dari 0,69 menjadi 0,78. Hal ini berarti *sales* yang dihasilkan dari aktivitas perusahaan cenderung membaik. Awalnya perusahaan dengan setiap 1000 rupiah nilai *asset* mampu menghasilkan *sales* senilai 690 rupiah. Setelah merger dan akuisisi, yakni setelah *sales* dan *asset* perusahaan sampel digabung dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya, dengan setiap 1000 rupiah nilai *asset* mampu menghasilkan *sales* 780 rupiah. Peningkatan ini dapat dipandang sebagai pengelolaan *asset* yang cukup efektif. Hanya saja, *sales* yang dihasilkan belum bisa melebihi nilai dari *asset* yang dimiliki perusahaan. Dari dua rata-rata *total asset turnover*, yakni sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, tidak ada yang bernilai lebih dari 1. Standar deviasi dari *total asset turnover* ternyata meningkat setelah merger dan akuisisi. Hal ini menyatakan bahwa variabilitas dari *total asset turnover* perusahaan dalam sampel semakin lebar setelah merger dan akuisisi.

Peningkatan nilai rata-rata *total asset turnover* ternyata tidak didukung oleh hasil uji hipotesis dengan menggunakan *wilcoxon signed rank test*. Nilai statistik uji yang dihasilkan yakni -0,441 masih berada di daerah penerimaan H_0 . Selain itu, nilai *p-value* yang diperoleh juga masih jauh lebih tinggi dari *level* signifikansi baik 5% atau 10%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *total asset turnover* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah penggabungan *sales* dan *asset* perusahaan sampel dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya.

4.4.5 Analisis Perubahan *Profit Margin* Secara Keseluruhan

Perubahan dari rasio *profit margin* secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada 4.34.

Tabel 4.34 Perubahan *Profit Margin* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
PROFIT MARGIN BEFORE	7.95%	10.86%	-2.099	0.036
PROFIT MARGIN AFTER	-7.43%	47.91%		

Dari tabel 4.34 di atas, secara rata-rata perusahaan mengalami penurunan *profit margin*, dari awalnya bernilai positif menjadi negatif. Awalnya perusahaan mampu menghasilkan *net income* sebesar 7,98% dari *sales* yang diperoleh, namun setelah merger dan akuisisi, yakni sesudah ada penggabungan *net income* dan *sales* dari perusahaan sampel dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya, perusahaan gabungannya rata-rata memperoleh *net loss* sebesar 7,43% dari *sales*. Dengan kata lain, perusahaan tidak mampu menghasilkan *profit* dari *sales* yang mereka terima setelah dilakukannya merger dan akuisisi. Dari nilai standar deviasi, ternyata variabilitas *profit margin* dari perusahaan sampel lebih lebar pada saat sesudah merger dan akuisisi dibanding sebelum merger dan akuisisi.

Dari hasil uji hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test*, didapat nilai statistik uji sebesar -2,099. Nilai ini berada di daerah penerimaan H_1 . Selain itu, nilai *p-value* yang diperoleh adalah 0,036 lebih kecil dari level signifikansi 5%. Dengan demikian dengan menggunakan level signifikansi 5%, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *profit margin* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah *net income* dan *sales* perusahaan sampel digabung dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Penurunan yang signifikan dari *profit margin* juga dihasilkan dari penelitian yang dilakukan oleh Mantravadi (2008) serta Singh (2010) yang menggunakan sampel penelitian perusahaan di India.

4.4.6 Analisis Perubahan *Return on Asset* Secara Keseluruhan

Perubahan dari *return on asset* secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.35.

Dari tabel 4.35 diperoleh hasil bahwa secara rata-rata *return on asset* mengalami penurunan. Pada awalnya sebelum melakukan merger dan akuisisi, rata-rata *return on asset* dari sampel bernilai 4,58%. Setelah dilakukan merger dan akuisisi, yakni setelah *net income* serta *asset* dari perusahaan sampel digabung dengan *net income* dan *asset* perusahaan partner merger dan akuisisinya, rata-rata *return on asset* turun menjadi hanya 1,80% saja. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dalam sampel mengalami penurunan efektivitas berkaitan penggunaan *asset* dalam menghasilkan *net income*. Sementara itu dari nilai standar deviasi yang didapat, terlihat bahwa variabilitas *return on asset* setelah merger dan akuisisi lebih besar dibanding sebelum merger dan akuisisi.

Tabel 4.35 Perubahan *Return on Asset* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
RETURN ON ASSET BEFORE	4.58%	5.00%	-1.734	0.083
RETURN ON ASSET AFTER	1.80%	7.83%		

Dari uji hipotesis menggunakan *wilcoxon signed rank test* diperoleh nilai statistik uji -1,734. Apabila menggunakan level signifikansi 10%, maka statistik uji ini sudah berada di daerah penerimaan H_1 . Sementara itu nilai *p-value* yang didapat yakni 0,083 masih lebih kecil dari 10%. Dengan demikian dengan menggunakan level signifikansi 10% disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return on asset* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah terjadi penggabungan *net income* dan *asset* perusahaan sampel dengan perusahaan partner merger dan akuisisinya. Penurunan yang signifikan dari *return on asset* juga dijumpai dari hasil penelitian Mantravadi (2008) dan Singh (2010) yang menggunakan sampel penelitian di India.

4.4.7 Analisis Perubahan *Return on Equity* Secara Keseluruhan

Rasio terakhir yakni *return on equity*, perubahan secara keseluruhan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.36 berikut ini.

Tabel 4.36 Perubahan *Return on Equity* Secara Keseluruhan

	MEAN	STD.DEV	Z-WILCOXON STATISTIC	P-VALUE
RETURN ON EQUITY BEFORE	25.78%	79.17%	-1.369	0.171
RETURN ON EQUITY AFTER	9.24%	25.59%		

Rata-rata *return on equity* secara keseluruhan mengalami penurunan. Awalnya perusahaan mampu menghasilkan *net income* sebesar 25,78% dari nilai *equity*. Namun setelah merger dan akuisisi, yakni setelah *net income* dan *equity* dari perusahaan sampel dan perusahaan partner merger dan akuisisinya digabung, perusahaan gabungannya hanya mampu menghasilkan rata-rata *net income* sebesar 9,24% dari nilai *equity*. Hal ini menandakan bahwa klaim pemegang saham perusahaan terhadap *net income* yang dihasilkan semakin kecil setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Variabilitas dari *return on equity* perusahaan sampel, yang tercermin dari nilai standar deviasi, menunjukkan bahwa setelah merger dan akuisisi, variabilitas *return on equity* semakin kecil.

Sementara itu dari uji hipotesis dengan menggunakan *wilcoxon signed rank test*, didapat statistik uji sebesar -1,369. Nilai ini masih berada pada daerah penerimaan H_0 . Selain itu, nilai *p-value* yang didapat yakni 0,171 masih lebih tinggi dari *level* signifikansi 5% atau 10%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return on equity* sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni sesudah *net income* dan *equity* perusahaan sampel digabung dengan *net income* dan *equity* perusahaan partner merger dan akuisisinya.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Dari hasil penelitian yang dilakukan, dapat dihasilkan tiga kesimpulan sebagai berikut.

1. Dari analisis tiap perusahaan didapatkan hasil sebagai berikut
 - Untuk *current ratio*, terdapat 13 perusahaan yang mengalami peningkatan sedangkan 10 perusahaan lainnya mengalami penurunan.
 - Untuk *debt-equity ratio*, sebanyak 9 perusahaan yang mengalami peningkatan sedangkan 14 perusahaan lainnya mengalami penurunan.
 - Untuk *inventory turnover*, sebanyak 11 perusahaan berhasil meningkatkan *inventory turnover* sedangkan 12 perusahaan mengalami penurunan.
 - Untuk *total asset turnover*, sebanyak 13 perusahaan mengalami peningkatan dan 10 perusahaan lainnya mengalami penurunan.
 - Untuk *profit margin*, hanya sebanyak 6 perusahaan saja yang mengalami peningkatan, sedangkan 17 perusahaan lainnya mengalami penurunan.
 - Untuk *return on asset*, ternyata hasil yang didapat sama seperti pada profit margin yakni 6 perusahaan mengalami peningkatan dan 17 perusahaan mengalami penurunan.
 - Untuk *return on equity*, didapat hasil sebanyak 8 perusahaan saja yang mengalami peningkatan dan sebanyak 15 perusahaan mengalami penurunan.

2. Dari analisis pola perubahan rasio secara keseluruhan dengan menggunakan perubahan rasio rata-rata sampel didapatkan hasil bahwa rasio yang mengalami peningkatan adalah *current ratio*, *inventory turnover*, dan *total asset turnover*. Sementara itu rasio yang mengalami penurunan adalah *debt-equity ratio*, *profit margin*, *return on asset*, dan *return on equity*.

3. Dari hasil analisis uji signifikansi ternyata didapat hasil bahwa hanya ada dua rasio yang berpengaruh secara signifikan akibat merger dan akuisisi yakni *profit margin* dan *return on asset*. Kedua rasio tersebut sama-sama mengalami perubahan signifikan yang menurun setelah merger dan akuisisi. Sementara itu lima rasio lainnya tidak berpengaruh secara signifikan sebagai akibat merger dan akuisisi.

5.2 Saran

Dari penelitian ini dapat diberikan saran-saran sebagai berikut.

1. Dengan melihat hasil penelitian yang menunjukkan bahwa *profit margin* merupakan salah satu rasio yang mengalami penurunan yang signifikan setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi, maka setiap perusahaan di masa depan yang akan melakukan merger dan akuisisi harus berhati-hati. *Profit margin* terkait dengan *sales* dan *net profit*. Oleh karena itu, perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi sebaiknya harus berupaya menggenjot *sales* sebanyak-banyaknya serta mengefektifkan biaya operasional supaya tidak mengalami penurunan *profit margin* seperti yang dijelaskan pada penelitian ini.

2. Penurunan yang signifikan pada *return on asset* sebaiknya dapat dicermati sebagai pembelajaran juga bagi perusahaan yang akan melakukan merger di masa depan. *Return on asset* berkaitan dengan kemampuan dari *asset* yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan *net profit*. Oleh sebab itu, sebaiknya perusahaan-perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi harus menganalisis terlebih dahulu *asset-asset* yang akan dimiliki setelah melakukan merger dan akuisisi. Apabila setelah dianalisis ada *asset-asset* yang tidak produktif, maka harus ada

perbaikan pada sisi *asset* tersebut. Selain itu dengan adanya merger dan akuisisi seharusnya timbul kerja sama dalam penggunaan *asset* yang berasal dari beberapa perusahaan.

3. Bagi investor yang memiliki saham di perusahaan-perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi sebaiknya berhati-hati. Dengan memperhatikan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa ada penurunan yang signifikan pada *profit margin* dan *return on asset* perusahaan maka keuntungan yang diperoleh investor akan menurun.

4. Pada penelitian ini digunakan sampel sebanyak 25 perusahaan. Sedangkan penelitian-penelitian lainnya terutama yang dilakukan di luar Indonesia menggunakan sampel perusahaan yang cukup besar. Oleh karena itu sebaiknya penelitian selanjutnya dapat menggunakan jumlah sampel perusahaan yang lebih besar.

5. Pada penelitian ini data yang digunakan berasal dari berbagai sektor. Oleh karena itu apabila dilakukan analisis terutama dengan mengambil nilai rata-rata dari seluruh sampel akan kurang *reliable* karena setiap sektor memiliki karakteristik rasio keuangan yang berbeda dengan sektor lain. Dengan demikian, pada penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan pemisahan analisis tiap sektor. Tentu saja jumlah sampel perusahaan dari tiap sektor haruslah cukup setidaknya kira-kira sebanyak jumlah sampel dalam penelitian ini.

6. Pada penelitian ini analisis yang dilakukan menggunakan jangka waktu pengamatan yakni 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah merger dan akuisisi. Pada penelitian lain yaitu yang dilakukan oleh Cabanda (2007) dilakukan analisis *long-term* yaitu dengan mengamati periode hingga 7 tahun setelah merger dan akuisisi. Oleh karena itu sebaiknya pada penelitian selanjutnya dilakukan analisis *long-term* dari rasio keuangan perusahaan yang terlibat merger dan akuisisi.

7. Pada penelitian ini data yang digunakan hanya berasal dari perusahaan terbuka yang data laporan keuangannya mudah didapat. Sebaiknya pada penelitian

selanjutnya juga dimasukkan sampel dari perusahaan-perusahaan yang belum *go-public*.

8. Pada penelitian ini analisis rasio keuangan tidak dilakukan untuk perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan termasuk bank. Oleh karena itu penelitian selanjutnya melakukan analisis kinerja perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan dengan menggunakan metode tertentu, misalnya untuk perusahaan bank menggunakan metode khusus.

9. Pada penelitian ini masih ada keterbatasan yakni tidak dilakukan analisis pada perusahaan yang menjadi partner merger dan akuisisi dari perusahaan dalam sampel penelitian. Dengan demikian perbandingan antara kondisi sebelum dan sesudah merger dan akuisisi kurang akurat. Pada kondisi sebelum merger dan akuisisi hanya digunakan rasio dari satu perusahaan saja sedangkan pada kondisi sesudah merger dan akuisisi digunakan rasio yang mencerminkan gabungan dari beberapa perusahaan yang bergabung dalam proses merger dan akuisisi. Oleh karena itu untuk penelitian selanjutnya sebaiknya pada kondisi sebelum merger dan akuisisi juga digunakan data rasio keuangan dari perusahaan yang menjadi partner merger dan akuisisi sehingga sinergi yang dihasilkan dari proses merger dan akuisisi dapat terlihat jelas.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahern, Kenneth R, dan J. Fred Weston. (2007). *M&As : The Good, the Bad, and the Ugly*, *Journal of Applied Finance*; Spring 2007
- Barney, J.B., (1991), *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. *Journal of Management*; 17, (1), pp.99–120.
- Cabanda, Emilyn dan Mariane Pajara-Pascual. (2007). *Merger in the Philippines : Evidence in the Corporate Performance of William, Gothong, and Aboitiz (WG&A) Shipping Companies*, *Journal of Business Case Studies*.
- Carbonara, Gabriele, dan Caiazza Rosa. (2009). *Factors Affecting M&A Success : A Starting Point for the Topic Renaissance*. *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol 15 Num 1.
- Iversen, Mikael. (1997). *Concepts of Synergy – Towards of Clarification*, *Working Paper for the DRUID-seminar*; January 1997.
- Levin, Richard I, dan David S. Rubin. (1998). *Statistics for Management*, New Jersey : Prentice Hall.
- Ma, Jianyu, Jose A. Pagan, dan Yun Chu. (2009). *Abnormal Returns to Merger and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*, *International Journals of Business*.
- Mantravadi, Pramod, dan A. Vidhyadhar Reddy. (2008). *Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India*, *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Moin, Abdul. (2007). *Merger, Akuisisi, dan Divestasi*, Edisi Kedua, Yogyakarta : Penerbit Ekonisia.

Riyadi, D. Rizal. (1999), Analisis Penciptaan Nilai Dalam Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Pasca Sarjana Manajemen Universitas Indonesia.

Ross, Stephen A, Randolph W. Weterfield, Jeffry Jaffe, dan Bradford D. Jordan. (2008). *Modern Financial Management*, New York : McGraw-Hill Irwin.

Saboo, Sidarth, dan Sunil Gopi. (2009). *Comparison of Post-Merger performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-Border acquisitions, Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper No.19274.*

Singh, Fulbag, dan Monika Mogla. (2010). *Profitability Analysis of Acquiring Companies, The IUP Journal of Applied Finance.*

Sutrisno, dan Sumarsih. (2004). Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap Pemegang Saham di BEJ, Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal. JAAI Volume 8 No.2, Desember 2004.

Tholkes, Robert J, dan Charles H. Sederberg (1990). *Economies of Scale and Rural School, Research in Rural Education*, Fall 1990, Vol 7, No. 1, pp. 9-15.

Weston. J. Fred, Mark L. Mitchel, dan J. Harold Mulherin (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4th edition*, New Jersey: Pearson Education, Inc.

Lampiran 1 : Data *Current Ratio* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	0.38	2.51	0.96	1.31	2.14	0.81
Ciputra Development	1.69	0.93	1.63	1.39	0.41	0.32
Duta Pertiwi (1997)	1.4	1.23	1.68	2.22	6.24	3.77
Hotel Sahid Jaya International	1.91	1.99	1.51	5.69	3.16	0.35
Indofood Sukses Makmur (1997)	3.34	1.45	1.78	1.19	0.89	1.33
Alumindo Light Metal Industry	1.13	2	1.11	2.64	1.82	1.31
Tirta Mahakam Plywood	1.02	0.87	1.74	0.96	1.05	0.92
Dharma Samudra Fishing Industries	1.06	1.2	1.28	1.24	1.08	1.18
Great River International	1.97	1.31	0.94	0.33	1.17	1.75
Indocement Tunggal Prakarsa	0.98	0.15	0.23	2.1	2.9	1.87
Surya Intrindo Makmur	1.36	2.87	1.93	1.25	1.12	1.14
Surya Toto Indonesia	0.82	0.87	0.68	1.07	0.97	1.3
Agis	1.17	1.26	1.34	3.04	2	2.59
Jasuindo Tiga Perkasa	0.84	1.55	2.67	1.32	1.59	1.51
Indofood Sukses Makmur (2005)	1.65	1.91	1.47	1.18	0.92	0.9
Cahaya Kalbar	1.92	2.47	1.47	2.47	1.36	7.35
Duta Pertiwi (2005)	0.92	0.88	0.61	0.76	0.78	1.12
Bakrie Sumatera Plantation	0.39	0.51	1.04	3.55	3.17	1.49
Medco Energy International	18.91	2.9	2.1	2.26	2.17	2.22
Lippo Karawaci	0.74	0.55	0.6	1.35	1.44	1.45
Gajah Tunggal	0.61	1.56	1.42	1.94	2.15	1.47
Kalbe Farma	1.18	1.57	3.01	5.04	4.98	3.33
BAT Indonesia	2.73	3.26	2.6	2.57	2.12	2.08

Lampiran 2 : Data *Debt-Equity Ratio* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	0.64	0.41	0.34	1.02	1.00	1.30
Ciputra Development	1.68	2.31	1.34	8.04	12.35	-13.37
Duta Pertiwi (1997)	1.57	2.12	2.69	2.31	1.89	2.06
Hotel Sahid Jaya International	0.36	0.55	0.90	1.79	2.52	4.35
Indofood Sukses Makmur (1997)	0.29	1.69	1.54	10.10	3.42	3.10
Alumindo Light Metal Industry	1.24	0.79	2.17	1.48	2.03	1.91
Tirta Mahakam Plywood	1.44	3.01	0.67	1.82	2.32	2.51
Dharma Samudra Fishing Industries	4.02	1.66	0.70	0.57	0.63	0.70
Great River International	3.71	6.48	6.70	-3.48	1.32	1.54
Indocement Tunggal Prakarsa	6.46	13.49	7.75	3.32	2.00	1.24
Surya Intrindo Makmur	2.22	0.37	0.60	0.36	1.13	0.89
Surya Toto Indonesia	2.72	2.95	21.53	4.13	3.29	3.88
Agis	2.59	2.24	1.90	0.30	0.40	0.32
Jasuindo Tiga Perkasa	3.18	0.66	0.27	0.60	0.56	0.70
Indofood Sukses Makmur (2005)	2.92	2.58	2.50	2.10	2.61	3.11
Cahaya Kalbar	0.32	0.29	0.42	0.44	1.80	1.45
Duta Pertiwi (2005)	1.31	1.12	1.58	1.48	1.37	0.81
Bakrie Sumatera Plantation	44.23	7.34	1.75	1.78	0.81	0.90
Medco Energy International	0.27	0.96	1.56	2.21	2.94	1.68
Lippo Karawaci	7.10	4.80	2.67	1.76	1.43	1.54
Gajah Tunggal	28.54	8.23	2.76	2.41	2.54	4.28
Kalbe Farma	2.78	1.72	1.26	0.36	0.33	0.38
BAT Indonesia	0.71	0.54	0.73	0.74	1.01	1.11

Lampiran 3 : Data *Inventory Turnover* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	1.95	1.91	1.89	0.86	0.25	1.35
Ciputra Development	0.36	0.44	0.40	0.14	0.17	0.15
Duta Pertiwi (1997)	0.48	0.44	0.27	36.49	25.92	39.64
Hotel Sahid Jaya International	3.55	5.30	17.99	0.05	0.06	17.91
Indofood Sukses Makmur (1997)	6.41	4.11	5.96	4.84	5.83	4.55
Alumindo Light Metal Industry	3.80	3.48	1.99	2.73	3.18	2.86
Tirta Mahakam Plywood	0.07	0.12	0.11	0.13	0.16	0.19
Dharma Samudra Fishing Industries	4.25	1.34	0.94	0.61	0.73	0.61
Great River International	0.71	0.63	1.51	2.10	1.02	1.17
Indocement Tunggul Prakarsa	3.55	2.14	2.42	2.86	3.02	3.89
Surya Intrindo Makmur	0.65	0.15	0.09	0.10	0.17	0.21
Surya Toto Indonesia	1.98	2.33	2.38	2.48	2.88	2.96
Agis	7.25	5.17	4.74	5.88	5.42	8.15
Jasuindo Tiga Perkasa	0.51	0.53	0.75	1.66	1.04	1.03
Indofood Sukses Makmur (2005)	4.52	6.04	5.83	5.62	5.09	4.92
Cahaya Kalbar	2.14	1.99	2.64	3.95	2.65	15.05
Duta Pertiwi (2005)	0.58	0.56	0.36	0.43	0.61	0.41
Bakrie Sumatera Plantation	8.90	9.89	15.21	12.82	8.69	13.49
Medco Energy International	6.25	6.37	8.45	10.41	10.61	24.26
Lippo Karawaci	0.26	0.97	0.62	0.25	0.23	0.25
Gajah Tunggul	4.65	4.62	8.27	4.47	5.86	4.88
Kalbe Farma	3.64	4.14	3.28	3.36	2.42	2.54
BAT Indonesia	0.86	0.79	0.76	2.63	3.98	7.77

Lampiran 4 : Data *Total Asset Turnover* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	0.09	0.09	0.08	0.10	0.02	0.43
Ciputra Development	0.27	0.21	0.20	0.05	0.06	0.06
Duta Pertiwi (1997)	0.33	0.30	0.16	0.12	0.12	0.16
Hotel Sahid Jaya International	0.29	0.28	0.28	0.08	0.07	0.08
Indofood Sukses Makmur (1997)	0.94	0.56	0.67	0.80	1.09	1.01
Alumindo Light Metal Industry	0.94	0.55	0.48	0.99	1.13	1.10
Tirta Mahakam Plywood	0.79	1.10	1.46	1.14	0.86	0.77
Dharma Samudra Fishing Industries	1.07	3.01	1.41	1.13	1.24	1.25
Great River International	0.27	0.26	0.38	0.52	0.43	0.45
Indocement Tunggal Prakarsa	0.24	0.16	0.18	0.29	0.35	0.41
Surya Intrindo Makmur	2.40	1.15	0.74	0.59	0.52	0.69
Surya Toto Indonesia	0.61	0.55	0.82	0.75	0.85	0.81
Agis	1.33	1.06	1.24	0.80	0.76	1.16
Jasuindo Tiga Perkasa	1.24	0.69	0.75	0.92	0.90	1.01
Indofood Sukses Makmur (2005)	1.08	1.17	1.14	1.35	0.94	0.98
Cahaya Kalbar	0.58	0.61	0.58	1.39	1.32	3.25
Duta Pertiwi (2005)	0.44	0.34	0.19	0.24	0.28	0.24
Bakrie Sumatera Plantation	0.42	0.54	0.62	0.66	0.45	0.62
Medco Energy International	0.56	0.46	0.38	0.43	0.49	0.65
Lippo Karawaci	0.15	0.36	0.30	0.22	0.20	0.22
Gajah Tunggal	0.45	0.47	1.07	0.75	0.79	0.91
Kalbe Farma	1.27	1.18	1.13	1.31	1.36	1.38
BAT Indonesia	1.07	0.91	0.82	2.24	2.31	2.69

Lampiran 5 : Data *Profit Margin* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	15.02%	10.39%	-23.86%	-95.81%	-77.77%	-58.12%
Ciputra Development	22.96%	21.05%	23.28%	-253.01%	-77.41%	-273.80%
Duta Pertiwi (1997)	27.51%	19.41%	28.50%	-1.06%	16.63%	15.26%
Hotel Sahid Jaya International	7.61%	11.51%	13.18%	-6.81%	37.18%	-121.92%
Indofood Sukses Makmur (1997)	16.39%	14.60%	12.47%	5.18%	12.08%	5.09%
Alumindo Light Metal Industry	6.65%	8.39%	-11.85%	10.09%	0.26%	2.92%
Tirta Mahakam Plywood	3.83%	0.42%	2.73%	2.73%	2.95%	1.54%
Dharma Samudra Fishing Industries	5.52%	5.01%	3.10%	6.66%	-3.64%	-1.32%
Great River International	-4.22%	-19.96%	0.08%	-58.08%	218.33%	3.16%
Indocement Tunggal Prakarsa	-24.03%	-39.89%	29.76%	-1.83%	26.37%	16.12%
Surya Intrindo Makmur	2.80%	7.59%	10.29%	-5.31%	-33.22%	-11.14%
Surya Toto Indonesia	-6.77%	1.73%	-16.23%	16.61%	6.74%	4.53%
Agis	2.75%	1.84%	1.07%	0.95%	3.14%	0.40%
Jasuindo Tiga Perkasa	2.28%	3.10%	7.55%	-1.53%	-0.59%	1.98%
Indofood Sukses Makmur (2005)	4.87%	3.38%	2.11%	3.01%	3.52%	2.67%
Cahaya Kalbar	5.64%	1.76%	-13.84%	3.91%	3.04%	1.42%
Duta Pertiwi (2005)	17.38%	8.01%	6.63%	6.62%	4.62%	3.77%
Bakrie Sumatera Plantation	21.23%	17.59%	13.72%	14.64%	10.60%	5.92%
Medco Energy International	19.62%	12.05%	13.10%	4.82%	0.61%	21.78%
Lippo Karawaci	30.77%	18.69%	17.51%	17.05%	16.88%	14.53%
Gajah Tunggal	68.74%	15.20%	7.02%	2.16%	1.36%	-7.85%
Kalbe Farma	10.42%	11.18%	10.91%	11.14%	10.07%	8.97%
BAT Indonesia	15.89%	8.35%	-3.05%	-4.53%	-2.19%	-6.10%

Lampiran 6 : Data *Return on Asset* Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	1.42%	0.96%	-1.96%	-10.02%	-1.89%	-25.02%
Ciputra Development	6.18%	4.45%	4.61%	-12.21%	-4.29%	-15.14%
Duta Pertiwi (1997)	9.06%	5.87%	4.57%	-0.13%	2.00%	2.47%
Hotel Sahid Jaya International	2.22%	3.25%	3.63%	-0.55%	2.65%	-9.91%
Indofood Sukses Makmur (1997)	15.34%	8.25%	8.35%	4.13%	13.12%	5.15%
Alumindo Light Metal Industry	6.26%	4.62%	-5.71%	10.04%	0.29%	3.20%
Tirta Mahakam Plywood	3.01%	0.47%	3.99%	3.12%	2.54%	1.19%
Dharma Samudra Fishing Industries	5.91%	15.10%	4.36%	7.56%	-4.51%	-1.64%
Great River International	-1.12%	-5.09%	0.03%	-30.09%	93.74%	1.44%
Indocement Tunggul Prakarsa	-5.66%	-6.58%	5.31%	-0.53%	9.10%	6.61%
Surya Intrindo Makmur	6.73%	8.77%	7.56%	-3.14%	-20.53%	-7.66%
Surya Toto Indonesia	-4.11%	0.96%	-13.31%	12.49%	5.71%	3.65%
Agis	3.64%	1.95%	1.32%	0.76%	2.39%	0.47%
Jasuindo Tiga Perkasa	2.82%	2.13%	5.63%	-1.42%	-0.53%	2.01%
Indofood Sukses Makmur (2005)	5.26%	3.94%	2.41%	4.06%	3.30%	2.61%
Cahaya Kalbar	3.25%	1.08%	-7.99%	5.45%	4.02%	4.61%
Duta Pertiwi (2005)	7.60%	2.69%	1.27%	1.61%	1.31%	0.89%
Bakrie Sumatera Plantation	8.86%	9.49%	8.50%	9.70%	4.79%	3.69%
Medco Energy International	10.98%	5.49%	4.97%	2.07%	0.30%	14.15%
Lippo Karawaci	4.56%	6.72%	5.27%	3.83%	3.35%	3.15%
Gajah Tunggul	30.69%	7.16%	7.54%	1.63%	1.07%	-7.17%
Kalbe Farma	13.24%	13.19%	12.34%	14.63%	13.73%	12.39%
BAT Indonesia	16.97%	7.61%	-2.51%	-10.15%	-5.06%	-16.41%

Lampiran 7 : Data Return on Equity Perusahaan Sampel

	TAHUN					
	(-3)	(-2)	(-1)	(+1)	(+2)	(+3)
Bakrieland Development	2.33%	1.36%	-2.63%	-20.25%	-3.79%	-57.55%
Ciputra Development	16.58%	14.77%	10.82%	-110.30%	-57.33%	187.24%
Duta Pertiwi (1997)	23.27%	18.30%	16.85%	-0.43%	5.77%	7.56%
Hotel Sahid Jaya International	3.03%	5.12%	6.92%	-1.53%	9.31%	-53.03%
Indofood Sukses Makmur (1997)	19.80%	22.22%	21.16%	45.83%	57.98%	21.13%
Alumindo Light Metal Industry	14.03%	8.26%	-18.08%	24.84%	0.89%	9.30%
Tirta Mahakam Plywood	7.34%	1.87%	6.67%	8.81%	8.46%	4.18%
Dharma Samudra Fishing Industries	29.67%	40.24%	7.40%	11.87%	-7.34%	-2.79%
Great River International	-5.29%	-38.08%	0.22%	74.70%	217.44%	3.64%
Indocement Tunggul Prakarsa	-42.25%	-95.31%	46.50%	-2.28%	27.34%	14.79%
Surya Intrindo Makmur	21.64%	12.04%	12.14%	-6.31%	-45.11%	-15.02%
Surya Toto Indonesia	-15.29%	3.77%	-299.97%	64.09%	24.51%	17.82%
Agis	13.10%	6.32%	3.83%	1.03%	3.44%	0.64%
Jasuindo Tiga Perkasa	11.80%	3.54%	7.14%	-2.27%	-0.83%	3.42%
Indofood Sukses Makmur (2005)	21.91%	14.74%	8.88%	13.13%	13.63%	12.17%
Cahaya Kalbar	4.30%	1.39%	-11.34%	7.87%	11.27%	11.29%
Duta Pertiwi (2005)	18.20%	6.00%	3.56%	4.42%	3.44%	1.77%
Bakrie Sumatera Plantation	400.73%	79.22%	23.39%	26.91%	8.66%	7.03%
Medco Energy International	17.45%	11.09%	13.05%	7.12%	1.27%	38.22%
Lippo Karawaci	37.16%	41.20%	20.27%	10.96%	8.39%	8.24%
Gajah Tunggul	889.93%	65.68%	28.38%	5.55%	3.81%	-37.88%
Kalbe Farma	54.49%	38.95%	30.54%	22.59%	20.84%	19.51%
BAT Indonesia	29.21%	11.80%	-4.37%	-17.70%	-10.18%	-34.71%

Lampiran 8 : Hasil *Wilcoxon Signed Rank Test* Untuk *Current Ratio*

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
CURRENT1 - Negative Ranks	10 ^a	10.10	101.00
CURRENT0 Positive Ranks	13 ^b	13.46	175.00
Ties	0 ^c		
Total	23		

a. CURRENT1 < CURRENT0

b. CURRENT1 > CURRENT0

c. CURRENT1 = CURRENT0

Test Statistics^b

	CURRENT1 - CURRENT0
Z	-1.125 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.260

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Lampiran 9 : Hasil *Wilcoxon Signed Rank Test* Untuk *Debt-Equity Ratio*

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DEBTEQUITY1 - Negative Ranks	14 ^a	13.14	184.00
DEBTEQUITY0 Positive Ranks	9 ^b	10.22	92.00
Ties	0 ^c		
Total	23		

a. DEBTEQUITY1 < DEBTEQUITY0

b. DEBTEQUITY1 > DEBTEQUITY0

c. DEBTEQUITY1 = DEBTEQUITY0

Test Statistics^b

	DEBTEQ UITY1 - DEBTEQ UITY0
Z	-1.399 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.162

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Lampiran 10 : Hasil Wilcoxon Signed Rank Test Untuk Inventory Turnover

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
ITO1 - ITO0 Negative Ranks	12 ^a	10.08	121.00
Positive Ranks	11 ^b	14.09	155.00
Ties	0 ^c		
Total	23		

a. ITO1 < ITO0

b. ITO1 > ITO0

c. ITO1 = ITO0

Test Statistics^b

	ITO1 - ITO0
Z	-.517 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.605

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Lampiran 11 : Hasil *Wilcoxon Signed Rank Test* Untuk *Total Asset Turnover*

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
TATO1 - TATO0 Negative Ranks	10 ^a	12.35	123.50
Positive Ranks	13 ^b	11.73	152.50
Ties	0 ^c		
Total	23		

a. TATO1 < TATO0

b. TATO1 > TATO0

c. TATO1 = TATO0

Test Statistics^b

	TATO1 - TATO0
Z	-.441 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.659

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Lampiran 12 : Hasil *Wilcoxon Signed Rank Test* Untuk *Profit Margin*

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
PM1 - PM0	Negative Ranks	17 ^a	12.18	207.00
	Positive Ranks	6 ^b	11.50	69.00
	Ties	0 ^c		
	Total	23		

a. PM1 < PM0

b. PM1 > PM0

c. PM1 = PM0

Test Statistics^b

	PM1 - PM0
Z	-2.099 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.036

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Lampiran 13 : Hasil *Wilcoxon Signed Rank Test* Untuk *Return on Asset*

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROA1 - ROA0 Negative Ranks	17 ^a	11.47	195.00
Positive Ranks	6 ^b	13.50	81.00
Ties	0 ^c		
Total	23		

a. ROA1 < ROA0

b. ROA1 > ROA0

c. ROA1 = ROA0

Test Statistics^b

	ROA1 - ROA0
Z	-1.734 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.083

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test