



1304158

ANALISIS KINERJA KEUANGAN SEBELUM DAN SESUDAH MERGER DAN AKUISISI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA

TESIS

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Memperoleh Gelar Magister**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN**



PERPUSTAKAAN PUSAT
UNIVERSITAS BRAWIJAYA MALANG

TES
658.152
AND
a
2004
k.1

**ENDAH ANDAYANI
NIM. 0120600026**

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2004**

TESIS

0100179

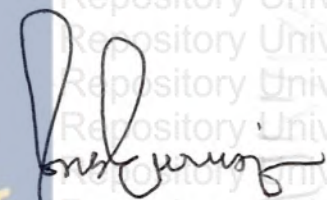
**ANALISIS KINERJA KEUNGAN SEBELUM DAN SESUDAH
MERGER DAN AKUISISI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**

Oleh

ENDAH ANDAYANI

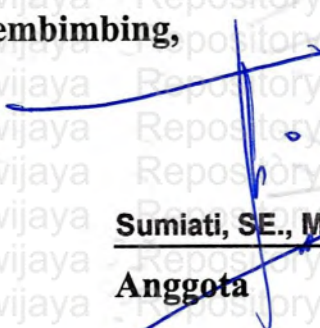
telah dipertahankan di depan penguji
pada tanggal 3 Maret 2004
dinyatakan telah memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,



Ubud Salim, SE., MA

Ketua



Sumiati, SE., M Si.

Anggota

Anggota

Malang, 30 MAR 2004

Universitas Brawijaya
Program Pascasarjana
Direktur,



Prof. Dr. H. Djanggan Sargowo, dr, SpPD, SpJP (K)

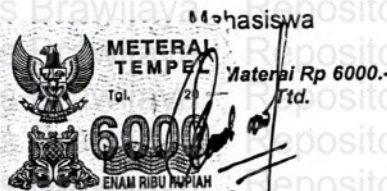
NIP. 130 531 873

PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam Naskah TESIS ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur PLAGIASI, saya bersedia TESIS ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (MAGISTER) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Malang, Maret 2004



siswa
Nama: Endah Andayani
NIM : 0120600026
PS : Manajemen
PPSUB



*Karya ilmiah ini kutujukan kepada:
Ayahanda dan Ibunda tercinta.
Suamiku Drs. Abdul Muji Syadzili dan
Putraku Muhammad Rusydi Aziz serta
Putriku Ridha Ahda Sayyida
yang tersayang*

KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan puji syukur **Alhamdulillah** kehadiran Allah Swt, karena berkat rahmad serta karuniaNya, akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis dengan judul **“Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta”** sebagai persyaratan untuk menyelesaikan studi Magister Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.

Tak lupa penulis sampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah banyak membantu memberikan saran dan bimbingan sehingga tesis ini dapat diselesaikan.

Ucapan terima kasih khususnya penulis sampaikan kepada yang terhormat:

1. Prof. Dr. H. Djangan Sargowo, dr, SpPD, SpJK (K), selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
2. Bapak Drs. Ubud Salim, MA, selaku Ketua Komisi Pembimbing yang berkenan mengarahkan, membimbing dan memotivasi dalam penyelesaian penyusunan proposal ini.
3. Ibu Sumiati, SE, MS, selaku Komisi Pembimbing II yang telah memberikan banyak masukan, kritik maupun saran dengan penuh kesabaran.
4. Bapak Armanu Thoyib, SE, Msc, Phd, selaku KPS PSM yang selalu memberi dukungan.
5. Ayahanda H. Suwandi (alm) dan Ibunda Sulastris terima kasih atas semuanya yang diberikan kepada ananda selama ini.
6. Suamiku Drs. Abdul Mujib Syadzili tercinta yang telah memberikan perhatian, semangat, kesabaran yang luar biasa dan kasih sayangnya, serta dengan sepenuh hati membantu dalam menyelesaikan studi di Pasca Universitas Brawijaya.
7. Anak-anakku Muhammad Rusydi Aziz dan Ridha Ahda Sayyida yang selalu menyemangati hidupku dan senantiasa menjadi sumber inspirasiku serta telah menjadi motivasi diri dalam menyelesaikan studi di Universitas Brawijaya Malang.
8. Keluarga besar Universitas Kanjuruhan Malang, yang telah memotivasi; membantu dan memperlancar penyelesaian tesis.
9. Semua rekan mahasiswa Program Studi Manajemen angkatan Th. 2001/2002 yang memberikan semangat dan dukungan dalam penyelesaian tesis ini.



Penulis menyadari bahwa segala sesuatu tidak ada yang sempurna, demikian juga dengan penulisan tesis ini, oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun akan sangat membantu kesempurnaan penulisan hasil berikutnya.

Akhirnya penulis berharap semoga tesis ini dapat berguna dan menambah kanzanah keilmuan pembaca.

Malang, Maret 2004

Endah Andayani



DAFTAR ISI

Halaman

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL

DAFTAR GAMBAR

DAFTAR LAMPIRAN

RINGKASAN

SUMMARY

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

1.2. Rumusan Masalah

1.3. Tujuan Penelitian

1.4. Manfaat Penelitian

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Pengertian Merger dan Akuisisi

2.2.2. Jenis-Jenis Merger

2.2.3. Tipe-Tipe Akuisisi

2.2.4. Alasan dan Motivasi Perusahaan Melakukan Merger dan Akuisisi

2.2.5. Tujuan/Manfaat Merger dan Akuisisi

2.2.6. Prosedur Penggabungan Usaha

2.2.7. Permasalahan Dalam Praktek Merger dan Akuisisi

2.2.8. Kinerja Keuangan

2.3. Kerangka Pikir Penelitian

2.4. Hipotesis

III. METODE PENELITIAN

3.1. Desain Penelitian

3.2. Populasi dan Sampel

3.3. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

3.4. Identifikasi Variabel

3.5. Definisi Operasional dan Pengukurannya

3.6. Analisis Data

3.6.1 Metode Analisis

3.6.2 Pengujian Hipotesis



IV. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

65

4.1. Gambaran Umum Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Sebagai Sampel

65

V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

79

5.1. Hasil penelitian

79

5.1.1 Hasil Uji Normalitas Data

79

5.1.2 Hasil Uji Multikolinieritas

80

5.1.3 Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Manufaktur

81

5.1.4 Hasil Uji t Sampel Berpasangan Untuk Menguji Hipotesis 1-1

86

5.1.5 Hasil Uji Analisis Diskriminan

87

5.1.6 Hasil Uji Analisis Diskriminan untuk menguji Hipotesis 1-2

93

5.1.7 Hasil Uji Analisis Diskriminan untuk menguji Hipotesis 1-3

95

5.2. Pembahasan

95

5.2.1 Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis 1-1

95

5.2.2 Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis 1-2

100

5.2.3 Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis 1-3

102

5.3. Implikasi Penelitian

104

VI. KESIMPULAN DAN SARAN

107

6.1. Kesimpulan

107

6.2. Saran-saran

110

6.3. Keterbatasan Penelitian

111

DAFTAR PUSTAKA

113

LAMPIRAN

117

DAFTAR TABEL

No.	Judul	Halaman
1.	Ringkasan Penelitian Terdahulu	16
2.	Rasio Keuangan yang Digunakan Sebagai Variabel Bebas	44
3.	Proses Seleksi Sampel	52
4.	Sumber Pengumpulan Data	53
5.	Identifikasi Variabel Independen	54
6.	Hasil Uji Normalitas Data dengan Kolmogorof Smirnov Test	79
7.	Hasil Uji Multikolinearitas	80
8.	Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Manufaktur	81
9.	Hasil Uji t (Untuk Sampel Berpasangan)	86
10.	Prior Probabilities For Groups	87
11.	Group Statistics	88
12.	Function at Group Centroids	89
13.	Test of Equality of Group Means	90
14.	Koefisien Fungsi Diskriminan yang Distandarisasi (SCDF) dan Tidak Distandarisasi (UCDF)	91
15.	Eigen Values	93
16.	Hasil Uji Wilks' Lambda; F Ratio dan Signifikansi Masing-masing Variabel	94
17.	Wilks' Lambda	94

DAFTAR GAMBAR

No.	Judul	Halaman
1.	Kerangka Pikir Penelitian	48
2.	Rasio-rasio Keuangan (Grafik Batang)	121



DAFTAR LAMPIRAN

No.	Judul	Halaman
1.	Sampel Penelitian	117
2.	Perhitungan Rasio Keuangan	119
3.	Hasil Uji Normalitas Data	123
4.	Hasil Uji Multikolinearitas	124
5.	Paired Sample Statistics	126
6.	Hasil Analisis Diskriminan	137

RINGKASAN

ENDAH ANDAYANI, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang
3 Maret 2004. Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi
Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta. Komisi Pembimbing,
Ketua: Ubud Salim; Anggota: Sumiati.

Penelitian ini dilakukan untuk membuktikan : (1) apakah ada perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi, (2) apakah ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar pada perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi, dan (3) manakah diantara rasio-rasio keuangan (likuiditas, aktivitas, leverage, profitabilitas dan nilai pasar) yang memberikan kontribusi dominan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi.

Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang melakukan Merger dan Akuisisi mulai tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Sampel yang diambil sebanyak 27 perusahaan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, artinya sampel ditentukan berdasarkan pertimbangan peneliti dengan menggunakan kriteria sebagai berikut: (1) sampel adalah perusahaan yang melakukan Merger dan Akuisisi diantara tahun 1997 s.d. tahun 1999, (2) sampel telah terdaftar di BEJ sebelum tahun 1997, dan (3) sampel adalah perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan selama dua tahun sebelum Merger dan Akuisisi dan dua tahun sesudah Merger dan Akuisisi. Model analisis yang digunakan adalah *t paired test* dan *discriminant analysis*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) tidak ada perbedaan secara nyata terhadap kinerja keuangan sebelum dan sesudah dilaksanakan Merger dan Akuisisi pada perusahaan manufaktur, (2) secara simultan tidak ada perbedaan perbedaan secara nyata terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar pada perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, (3) variabel yang memberikan kontribusi dominan terhadap perbedaan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi adalah rasio Likuiditas yang dalam hal ini diwakili oleh variabel *Quick Ratio* (X2).

SUMMARY

ENDAH ANDAYANI Post-Graduate Program of Brawijaya University Malang, March 3rd 2004. Analysis of Financial Performance Before and After Merger and Acquisition in Manufacturing Companies Listed in Jakarta Stock Exchange. Supervisor: Ubud Salim, Co-supervisor: Sumiati.

This research was conducted to answer the following problems: (1) significance of the difference in financial performance of manufacturing companies before and after merger and acquisition; (2) significance of the simultaneous difference in financial performance aspects of manufacturing companies, consisting of liquidity ratio, activity ratio, leverage ratio, profitability ratio and market value ratio before and after merger and acquisition; and (3) which financial ratios (liquidity, activity, leverage, profitability and market value) give the dominant contribution to the financial performance of manufacturing companies before and after merger and acquisition.

The population for this research is all manufacturing companies which have been involved in merger and acquisition from 1997 up to 1999. The sample taken from this population is comprised of 27 companies using the purposive sampling technique, meaning that the sample is constructed by the researcher by considering the following criteria: (1) the company included in the sample should be involved in merger and acquisition for the period of 1997-1999; (2) the company included in the sample should be listed in Jakarta Stock Exchange (BEJ) before 1997; and (3) the company included in the sample have submitted its financial report for two years before and after the merger and acquisition. The method of analysis used here is t paired test and discriminant analysis.

The result of this study shows that (1) there is no significant difference in manufacturing companies' financial performance before and after the merger and acquisition; (2) simultaneously there is no significant difference in the aspects of financial performance, which consist of liquidity ratio, activity ratio, leverage ratio, profitability ratio and market value ratio for manufacturing companies before and after merger and acquisition; and (3) the variable which gives the dominant contribution to the difference of financial performance among manufacturing companies before and after merger and acquisition is liquidity ratio, which in this case is represented by the *Quick Ratio* (X2) variable.

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Era perdagangan bebas Asean Free Trade Area (AFTA) 2003 telah dimulai. Ciri dari AFTA ini adalah membanjirnya produk dan jasa dari luar negeri ke dalam negeri, karena tidak berlakunya restriksi (*restriction*) dari pemerintah. Globalisasi tidak saja berarti semakin intensnya ekonomi Indonesia berinteraksi dengan ekonomi Internasional, tetapi juga merupakan tantangan besar untuk survive dalam era kompetisi global yang semakin ketat. Dunia usaha akan langsung dihadapkan pada sistem perdagangan dan keuangan yang terbuka, keterkaitan antar bisnis yang kompleks, serta dampak teknologi yang makin canggih.

Dalam keadaan yang demikian ini, gejala internasionalisasi bidang produksi menjadi bersifat *industrialisasi multi-nasional* dan *multi sourcing of product*. Artinya, tempat produksi bisa dimana saja dan oleh siapa saja, bisa menggunakan bahan baku darimana saja, dan pada akhirnya bisa dijual kemana saja, sehingga banyak tersedia produk dalam suatu wilayah, yaitu berbagai macam produk dalam dan luar negeri. Implikasinya, cenderung terjadi penurunan aktivitas produksi sebagai akibat dari masuknya produk-produk global dari negara-negara tetangga yang tergabung dalam ASEAN. Demikian pula dengan kebijakan investasi juga berubah dan mulai melihat negara lain yang lebih menguntungkan dan lebih baik prospeknya di masa yang akan datang.

Pada posisi lain, sebenarnya kondisi ini justru menjadi peluang yang dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan pangsa pasar perusahaan di Indonesia untuk memasuki pasar Internasional. Tentunya perusahaan harus mampu meningkatkan efisiensi dan mampu menciptakan keunggulan kompetitif yang mantap bagi perusahaan dalam memasuki pasar bebas dengan tingkat persaingan yang sangat kompetitif dan

mengglobal. Untuk itu, perusahaan dituntut untuk selalu mengembangkan strategi bisnis sebagai sarana yang diharapkan dapat menjawab tantangan dan merebut peluang yang ada, melalui persaingan dengan berbagai keunggulan yang dimiliki, sehingga perusahaan dapat bertahan dan bahkan lebih berkembang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Dengan langkah pengembangan strategi yang tepat, diharapkan perusahaan mampu mempertahankan eksistensinya dan memperbaiki kinerjanya. Salah satu strategi yang bisa diterapkan oleh perusahaan dalam mengembangkan aktivitas bisnisnya adalah dengan melakukan ekspansi bisnis, baik secara internal, maupun eksternal. Ekspansi internal bisa dilakukan dengan menambah kapasitas produksi atau membangun divisi bisnis yang baru. Sedangkan ekspansi eksternal dapat dilakukan dengan cara menggabungkan diri dengan perusahaan lain.

Penggabungan usaha (*business combination*) merupakan penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi, yaitu karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Penggabungan usaha ini dapat dilakukan dengan berbagai cara, antara lain merger, akuisisi maupun konsolidasi. Menurut Martono dan Harjito (2002) mendefinisikan merger sebagai kombinasi atau penggabungan dua perusahaan atau lebih dimana perusahaan kehilangan eksistensinya menjadi satu kesatuan. Perusahaan yang bertahan mengambil alih aktiva dan hutang perusahaan yang digabungkan disebut (*merged company*). Pada akuisisi, perusahaan lama yang digabung tidak ada lagi dan sahamnya ditukar dengan saham perusahaan baru. Lebih lanjut Martono, dkk. (2002) mengatakan bahwa istilah akuisisi juga dimaknai sebagai penggabungan dua perusahaan dimana perusahaan yang tetap ada atau yang mengakuisisi adalah jauh lebih besar dari perusahaan yang diakuisisi. Sedangkan konsolidasi merupakan kombinasi dua

perusahaan untuk dibentuk perusahaan yang sama sekali baru. Artinya, tidak ada perusahaan yang lebih dominan.

Dalam merger, perusahaan-perusahaan menggabungkan dan membagi sumber daya yang dimiliki untuk mencapai tujuan bersama. Para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan yang bergabung tersebut seringkali tetap dalam posisi sebagai pemilik bersama entitas yang digabungkan. Sedang akuisisi lebih merupakan sebuah perjanjian, dimana sebuah perusahaan membeli assets atau saham perusahaan lain, dan para pemegang saham dari perusahaan yang menjadi sasaran akuisisi (perusahaan target) berhenti menjadi pemilik perusahaan. Selain itu dalam merger, entitas baru dapat dibentuk (dari/dengan menyertakan) perusahaan yang digabungkan, sedangkan pada akuisisi perusahaan target menjadi tambahan atau cabang dari perusahaan yang mengakuisisi. Sehubungan dengan penjelasan ini, maka kata merger dan akuisisi atau pengambilalihan (*takeover*) meskipun mengandung implikasi hukum yang berbeda, namun dalam penelitian ini kedua istilah tersebut digunakan secara bergantian untuk menyebutkan suatu penggabungan dua atau lebih unit usaha menjadi sebuah unit usaha operasional tunggal, sehingga dapat dipertukarkan (*interchangeable*).

Ada berbagai alasan perusahaan melakukan penggabungan usaha. Martono, *dkk.* (2002) mengemukakan bahwa perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, umumnya disebabkan oleh berbagai alasan, yaitu peningkatan penjualan dan penghematan operasi, perbaikan manajemen, pengaruh informasi, pertumbuhan perusahaan, pengalihan kekayaan, alasan-alasan pajak, diversifikasi, keuntungan-keuntungan leverage, dan alasan pribadi. Brigham dan Gapenski (1996) juga mengemukakan bahwa alasan utama perusahaan melakukan merger adalah untuk memperoleh manfaat sinergi sebagai akibat dari penggabungan dua atau lebih perusahaan. Weston dan Brigham (1990) mendefinisikan sinergi sebagai kondisi

dimana nilai dari suatu kesatuan lebih besar dari pada hasil penjumlahan dari unsur-unsur pembentuk kesatuan tersebut. Pada merger yang bersifat sinergistik, nilai perusahaan setelah merger lebih besar dari pada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger. Dengan demikian, sinergi berarti kemampuan dua atau lebih unit atau perusahaan untuk menciptakan nilai yang lebih besar melalui kerjasama daripada yang bisa dicapai dengan kerja sendiri-sendiri. Dari berbagai alasan atau motif dilakukannya penggabungan usaha, sinergi merupakan motif utama. Artinya aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan sebagian besar dilandasi oleh keinginan kedua belah pihak untuk memperoleh sinergi yang dihasilkan. Hal ini didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Berkovitch dan Narayan (1990) dalam Rachmawati (2001). Hasil penelitian menunjukkan bahwa motif utama perusahaan melakukan pengambilalihan perusahaan target adalah sinergi.

Fenomena merger dan akuisisi sebenarnya merupakan suatu keputusan strategis dalam dunia bisnis. Rasionalisasi keputusan merger dan akuisisi merupakan upaya memacu perusahaan agar menjadi lebih sehat dan lebih efisien atau dengan kata lain tercapai nilai sinergi. Sinergi dari segi operasi dapat diperoleh melalui diversifikasi, meningkatkan efisiensi manajerial, dan menambah kekuatan monopoli. Dari segi keuangan, sinergi dapat menyeimbangkan dan mengefisienkan sumber dana (*memanfaatkan likuiditas*), mengefisienkan penggunaan *financial leverage*, meningkatkan kemampuan menjangkau dana eksternal (akses ke sumber dana bertambah besar), memanfaatkan peluang pajak (*tax shield*), dan sebagainya.

Dengan demikian keputusan Merger dan Akuisisi dalam kondisi krisis khususnya menjadi salah satu harapan bagi perusahaan dalam rangka mempertahankan usahanya dari masalah terjadinya kebangkrutan. Apalagi pada saat terjadi kondisi krisis, perusahaan-perusahaan di Indonesia banyak yang harus membayar hutang karena

waktunya yang sudah jatuh tempo, padahal nilai kurs Dollar yang membumbung tinggi, menyebabkan banyak perusahaan yang mengalami kebangkrutan/gulung tikar. Namun demikian, tampaknya keputusan merger dan akuisisi selain membawa manfaat tidak terlepas dari permasalahan, karena dalam melaksanakan keputusan merger dan akuisisi membutuhkan waktu yang lama, kurang tepatnya pelaksanaan *due diligence* (uji tuntas), membutuhkan biaya yang tinggi berpotensi menimbulkan konflik, dan hasilnya belum tentu sesuai dengan yang diharapkan. Disamping itu, pelaksanaan merger dan akuisisi juga dapat memberikan pengaruh yang negatif terhadap posisi keuangan dari *acquiring company* apabila strukturisasi dari akuisisi melibatkan cara pembayaran dengan kas dan melalui pinjaman. Permasalahan yang lain adalah pasangan merger dan akuisisi sering kali tidak memiliki ide mengapa dan untuk apa dilakukan penggabungan usaha tersebut. Bahkan terdapat kendala yang potensial terhadap dilakukannya merger dan akuisisi adalah masalah mengintegrasikan dua perusahaan besar dan kompleks yang sering memiliki kultur, struktur dan sistem operasi yang berlainan. Dalam memburu daya saing global, beberapa perusahaan yang berusaha mencapai penghematan dan kekuatan pasar mungkin tidak akan menganalisis secara efektif perusahaan sasaran (*target firms*) sebelum melakukan merger dan akuisisi. Akibatnya (*bidder firm*) bisa melakukan kesalahan ketika berusaha mengintegrasikan dua atau lebih perusahaan.

Keputusan merger dan akuisisi dapat menjadi pusat kontroversi antara manajer, pemegang saham, pengambil kebijakan publik, dan akademisi. Kontroversi tersebut antara lain mengenal proses penggabungan usaha, manfaat, motif serta pengaruh yang ditimbulkan terhadap masyarakat. Namun demikian, dari semua kontroversi tersebut hanya sedikit saja yang dapat diketahui penyebab keberhasilan maupun kegagalan dari merger dan akuisisi. Oleh karena itu, untuk mengetahui dan memahami merger dan akuisisi tersebut harus dilihat dari berbagai aspek, seperti aspek kinerja keuangan,

kinerja saham, aspek strategik, operasional, restrukturisasi perusahaan, maupun beberapa aspek strategi yang lain. Tentu diharapkan mampu memberikan pengaruh yang signifikan dalam memperbaiki kondisi perusahaan, peningkatan kinerja perusahaan, terutama dalam peningkatan finansial perusahaan yaitu terjadi peningkatan kondisi dan posisi keuangan, yang tampak pada laporan keuangan baik berupa laba bersih, laba persaham, ataupun likuiditas sahamnya terutama bagi perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Harapan yang paling sering diungkapkan ketika melakukan merger dan akuisisi adalah pencapaian efisiensi biaya dan sinergi kekuatan. Harusnya yang perlu dijelaskan juga yaitu apa visi perusahaan setelah merger dan akuisisi dan bagaimana strategi menyuksekkannya serta bagaimana penghematan biaya bisa dilakukan. Mengingat merger dan akuisisi merupakan strategi yang cenderung kompleks dan menantang untuk dijalankan para eksekutif puncak, maka merger dan akuisisi harus dikelola secara efektif yakni dimulai dengan pemilihan perusahaan sasaran yang tepat untuk diakuisisi agar penggabungan usaha ini berhasil.

Demikian pula banyak penelitian untuk mengkaji tentang pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan. Namun demikian hasilnya tidak selalu konsisten, sehingga meskipun populer dan penting bagi perusahaan besar maupun kecil untuk melakukan keputusan merger dan akuisisi, tetapi banyak pelaksanaan merger dan akuisisi yang tidak menghasilkan keuntungan finansial seperti yang diharapkan atau diinginkan oleh perusahaan pengakuisisi. Satu penelitian yang dilakukan oleh pakar ekonomi keuangan ternama, Michael Jensen (1988) dalam Hitt *et al.* (2002) menunjukkan bahwa para pemegang saham perusahaan terakuisisi sering mendapatkan keuntungan di atas rata-rata dari suatu akuisisi, tetapi para pemegang saham perusahaan pengakuisisi mendapatkan keuntungan rata-rata mendekati nol. Begitu pula penelitian

Newbould (1970) dalam Sudarsanam (1999) yang telah meneliti tentang merger, dengan melibatkan manajer dari 38 perusahaan publik yang telah melakukan merger selama tahun 1976 dan tahun 1986, menemukan bahwa setelah 2 tahun, 17 perusahaan tidak mendapatkan pengaruh yang menguntungkan dalam bentuk apapun juga, dan dalam 21 kasus tidak ada keuntungan yang didapatkan dalam jangka waktu lima tahun. Begitu pula Kitching (1974) dalam Sudarsanam, (1999) menemukan bahwa 30 % dari akuisisi di Inggris merupakan kegagalan, sementara 17 % lainnya dinyatakan sebaiknya tidak diulang lagi.

Sementara dari penelitian lain justru ditemukan sebaliknya. Hasil penelitian Vennet (1996) ditemukan bahwa efek dari merger dan akuisisi secara signifikan mampu meningkatkan performance dari Bank yang dimerger dan peningkatan efisiensi biaya juga didapat pada akuisisi lintas perbatasan (negara). Temuan ini didukung oleh Denis & Mc. Connel (1986) yang menunjukkan bahwa merger dan akuisisi merupakan kegiatan penciptaan nilai bagi perusahaan yang bergabung dalam bentuk perubahan harga saham. Lebih lanjut temuan ini didukung oleh Sutrisno (2000) dalam Purnadi (2001) yang meneliti tentang strategi penggabungan usaha dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia. Kesimpulan yang diperoleh adalah bahwa aktivitas penggabungan usaha berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah penggabungan usaha.

Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengukur performa/kinerja perusahaan adalah dari sudut kinerja keuangannya, dengan menggunakan analisis rasio keuangan (analisis neraca dan laporan laba rugi). Rasio keuangan ini merupakan alat yang sering digunakan untuk mengevaluasi kondisi dan prestasi keuangan perusahaan. Tolok ukur yang sering dipakai adalah perhitungan rasio atau indeks, yang menghubungkan dua data keuangan yang satu dengan data yang lain. Analisis dan

interpretasi dari macam-macam rasio dapat memberikan pandangan yang lebih baik tentang kondisi keuangan dan prestasi perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, perlu untuk diteliti bagaimana kinerja perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yang dalam penelitian ini dilakukan dengan cara menganalisis analisis kinerja keuangan perusahaan dari laporan keuangan, dalam tesis yang berjudul: *“Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta”*.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.
2. Apakah ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar pada perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.
3. Manakah di antara rasio-rasio keuangan (likuiditas, aktivitas, leverage, profitabilitas, nilai pasar) yang memberikan kontribusi dominan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

2. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar pada perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.
3. Untuk mengetahui dan menganalisis rasio mana yang lebih dominan kontribusinya terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi para investor dan calon investor, hasil penelitian ini, diharapkan dapat dipakai sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan berkenaan dengan merger dan akuisisi, sebab kegiatan kegiatan penggabungan usaha mempunyai dampak pada perkembangan bisnis, baik yang bernilai positif maupun mempunyai nilai negatif.
2. Bagi *stakeholders* (pihak-pihak yang berkepentingan), hasil penelitian ini, dapat menjadi bahan kajian tentang pengaruh ekonomis atas keputusan merger dan akuisisi, terutama bagi perusahaan yang akan melakukan keputusan serupa di masa yang akan datang.
3. Bagi para akademisi, hasil penelitian ini, diharapkan mampu memberikan kontribusi untuk memahami permasalahan yang dihadapi perusahaan manufaktur yang melakukan merger dan akuisisi serta dampak yang ditimbulkan, khususnya terhadap kinerja perusahaan.



II. TINJAUAN PUSTAKA

Dalam tinjauan pustaka ini akan disajikan berbagai studi empiris yang telah dilakukan oleh peneliti mengenai permasalahan yang berkaitan dengan judul tesis, dan landasan teori yang digunakan.

2.1. Penelitian Terdahulu

Berkaitan dengan penggabungan dan peleburan usaha (Merger dan Akuisisi) sebagai salah satu strategi untuk mempertahankan kelangsungan hidup dan mengembangkan perusahaan, Steven (1973) meneliti perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang diperoleh melalui akuisisi dan non akuisisi. Dengan *multivariate diskriminan* dapat ditentukan beberapa karakteristik keuangan perusahaan. Dari 20 rasio keuangan yang digunakan, didapat 6 rasio keuangan yang memberikan kontribusi pada model prediksi paling besar. Enam rasio keuangan tersebut adalah (1) rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap penjualan (EBIT/sales), (2) modal kerja terhadap total aktiva (NWC/TA), (3) rasio penjualan terhadap total aktiva (Sales/TA), (4) rasio hutang jangka panjang terhadap total aktiva atau (LTD/LTA), (5) rasio dividen tunai terhadap laba (DPR), (6) rasio laba per saham (EPS). Dari 6 rasio keuangan hanya 4 rasio keuangan yang mampu menjelaskan perbedaan antara karakteristik kinerja keuangan yang diperoleh melalui akuisisi dan tidak melalui akuisisi, yaitu (1) EBIT/ Sales, (2) NWC/TA, (3) Sales/TA, (4) LTD/TA. Dari keempat rasio keuangan ternyata hanya satu rasio keuangan yang mempunyai kontribusi paling besar dalam menjelaskan karakteristik kinerja keuangan tersebut, yaitu rasio hutang jangka panjang terhadap total aktiva, yang berarti bahwa struktur modal merupakan karakteristik yang harus dipertimbangkan dalam keputusan penggabungan usaha, karena perusahaan yang diakuisisi mempunyai tingkat leverage yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non akuisisi.

Sedangkan Singh, Harbir dan Montgomery, Cyintia A. (1987), dalam penelitiannya tentang *Corporate Acquisition Strategis and Economic Performance*, menyatakan bahwa dengan berdasarkan model CAPM dan *time series method*, ditemukan bahwa pelaksanaan akuisisi terkait (*Related Acquisition*) memberikan nilai tambah lebih besar bagi perusahaan pengakuisi dibanding dengan akuisisi perusahaan yang tidak terkait (*Unrelated Acquisition*). Walaupun demikian pelaksanaan akuisisi bagi perusahaan yang tidak terkait tetap memberikan perubahan yang positif.

Alimin (1993) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Akuisisi pada perusahaan Go Publik di Indonesia, dengan menggunakan analisis regresi berganda. Adapun faktor yang mempengaruhi kegiatan Akuisisi tersebut meliputi: Menghemat pajak (X1); Meningkatkan efisiensi (X2); Memanfaatkan kapasitas hutang (X3); Mengamankan bahan baku (X4); perluasan pasar (X5); Menambah laba (X6); Mengurangi persaingan (X7). Sebagai variabel tergantung adalah perusahaan go publik di Indonesia yang melakukan akuisisi. Dari hasil penelitian ini, peneliti menyimpulkan bahwa dari ketujuh faktor tersebut ternyata faktor mengurangi persaingan merupakan faktor paling dominan, sedang faktor memanfaatkan kapasitas hutang dan menambah laba pengaruhnya kurang signifikan pada kegiatan akuisisi di Indonesia.

Nuridin (1995) juga telah meneliti tentang kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah melakukan akuisisi pada perusahaan publik di Indonesia. Penelitian tersebut menggunakan analisis diskriminan dan sebagai variabel dependennya adalah Z score, yaitu angka indeks yang membedakan kinerja keuangan perusahaan yang berprestasi dan kinerja keuangan yang tidak berprestasi pada perusahaan yang telah melakukan akuisisi. Dengan variabel independennya adalah rasio rentabilitas (X₁), likuiditas (X₂), solvabilitas (X₃), margin laba atas penjualan (X₄) dan tingkat pengembalian atas total aktiva (X₅). Dari penelitian tersebut, diperoleh suatu kesimpulan bahwa, rasio rentabilitas (X₁), likuiditas (X₂), solvabilitas (X₃), dan tingkat pengembalian atas total aktiva (X₅) mempunyai

kontribusi terhadap prestasi kinerja keuangan perusahaan. Rentabilitas (X_1) mempunyai kontribusi yang lebih dominan terhadap prestasi kinerja keuangan perusahaan.

Vennet (1996) meneliti tentang efek merger dan akuisisi terhadap efisiensi dan profitabilitas dari institusi kredit di EC (*European Community*). Hasil penelitian mengindikasikan bahwa merger domestik di antara perusahaan yang tergabung dengan ukuran yang sama secara signifikan mampu meningkatkan kinerja bagi pihak yang dimerger, dan peningkatan efisiensi biaya juga ditemukan pada akuisisi lintas perbatasan (negara). Selain itu, dalam penelitian ini juga didapati bahwa pengakuisisian domestik dipengaruhi oleh motif-motif defensif (pertahanan diri) dan motivasi manajerial untuk memaksimalkan ukuran perusahaan secara dominan.

Sorenson (2000) juga melakukan penelitian tentang karakteristik dari perusahaan-perusahaan yang melakukan merger, dengan menggunakan analisa faktor dan regresi logit untuk mengenali karakteristik dari perusahaan yang melakukan merger. Temuan yang didapat menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi secara signifikan lebih menguntungkan daripada perusahaan sasaran maupun perusahaan non merger. Temuan ini mendukung pandangan bahwa merger modern terutama dipicu oleh keinginan dari perusahaan-perusahaan yang mendapatkan margin di atas rata-rata untuk mencari peningkatan laba dengan cara melakukan ekspansi penjualan secara cepat.

Demikian pula, Akhigbe *et al.* (2000) dalam penelitiannya menemukan keuntungan-keuntungan merger yang didapat perusahaan sasaran dan saingan-saingan industri mereka dan didapatkan bukti yang konsisten dengan hipotesa sinyal (*signalling hypothesis*). Dalam penelitian ini didapati bahwa perusahaan sasaran dan saingannya mendapatkan keuntungan dari pengumuman merger, tapi ketika merger itu dihentikan (*termination*) ternyata menghasilkan return negatif yang signifikan untuk perusahaan sasaran dan menghasilkan return positif signifikan untuk saingan-saingannya.

Cybo-ottone dan Murgia (2000) dalam penelitiannya yang berjudul *Merger dan Kekayaan Pemegang saham di Dunia Perbankan Eropa*. Hasilnya menunjukkan bahwa secara rata-rata, kombinasi performa antara penawar dengan sasaran yang telah disesuaikan dengan ukuran perusahaan pada saat pengumuman dibuat adalah signifikan secara statistik dan relevan secara ekonomis. Namun demikian dalam penelitian ini didapati bahwa merger dan akuisisi yang dilakukan dengan perusahaan sekuritas dan dengan institusi-institusi asing tidak mendapatkan pengharapan pasar yang positif.

Calem (1999) yang meneliti tentang efek kesejahteraan dari merger di dalam rumah sakit, menemukan bahwa merger memang baik untuk meningkatkan kesejahteraan sosial, sebab bisa mengurangi eksternalitas dari kelebihan penggunaan. Dengan demikian pemberlakuan merger atau tidak tergantung pada apakah rumah sakit bisa memaksimalkan laba atau output. Hal ini tergantung pada kriteria kesejahteraan yang digunakan dan tergantung pada parameter-parameter kunci dari model, seperti tingkat keikutsertaan pembayaran dari konsumen.

Sementara itu Leeth *et al.* (2000) meneliti tentang pengaruh dari pengambilalihan terhadap kekayaan pemegang saham selama gelombang merger tahun 1920-an. Hasil temuannya adalah pemegang saham dari perusahaan sasaran mendapatkan keuntungan dari pengambilalihan tersebut, dengan return abnormalnya melebihi 15%, sementara pemegang saham perusahaan pengakuisisi pada dasarnya mengalami impas. Konsolidasi-konsolidasi ini memberikan keuntungan sinergistik atau keuntungan monopolistik yang minimal.

Yudyatmoko dan Na'im (2000), mengadakan penelitian pengaruh akuisisi terhadap perubahan return saham dan kinerja perusahaan, yang dalam salah satu hipotesis yang diajukan, menyatakan bahwa profit margin dari perusahaan yang melakukan akuisisi tidak dipengaruhi oleh besaran assets, sales, dan leverage dari suatu perusahaan. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa besaran perusahaan (assets) berpengaruh secara positif

terhadap profit margin, sedangkan pertumbuhan (sales) dan resiko perusahaan (leverage) berpengaruh secara negatif terhadap profit margin. Hasil pengujian hipotesis membuktikan tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata net profit margin selama 3 tahun sebelum dan sesudahnya.

Sedangkan Payamta (2000) telah meneliti tentang pengaruh keputusan Merger dan Akuisisi terhadap perubahan kinerja perusahaan publik di Indonesia, dengan menggunakan alat uji statistik non parametrik yaitu *Wilcoxon Signed Rank test* untuk menguji perbedaan parsial variabel kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, serta alat uji *Manova* untuk menguji keseluruhan variabel kinerja secara serentak. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya perbedaan kinerja yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi baik dari segi harga saham maupun dari segi rasio keuangan. Meskipun ada beberapa rasio keuangan yaitu *total assets turnover*, *fixed assetss turnover*, *ROI* dan *ROE* yang memberikan indikasi adanya perbedaan yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi, namun hasil ini hanya bersifat sementara dan tidak konsisten.

Dari berbagai penemuan hasil di atas, menunjukkan bahwa walaupun sebenarnya motivasi perusahaan untuk melakukan Merger dan Akuisisi adalah mengupayakan terdapat perubahan terhadap kinerja perusahaan, namun demikian dalam hasil penelitian ini, dampak yang timbulkan tidak selalu mendukung akan motif perusahaan dalam melakukan merger dan akuisisi, yakni untuk terciptanya suatu kinerja yang lebih baik. Selain itu variabel-variabel yang menjadi indikator terhadap kinerja keuangan perusahaan sangat banyak dan bervariasi.

Dalam penelitian ini, peneliti melakukan penelitian mengenai analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, dengan menggunakan alat analisis *t test paired two sample* dan analisis diskriminan. Adapun alasan memilih analisis ini, karena sesuai dengan sifat

variabel tergantungnya adalah *categorical* dan variabel bebasnya *metric*. Sedang populasinya adalah perusahaan manufaktur yang melakukan Merger dan Akuisisi tahun 1997 sampai dengan tahun 1999 yang pada saat itu perusahaan di Indonesia sedang dilanda krisis, hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya yakni pada kondisi sebelum krisis. Selain itu ada beberapa variabel yang ditambahkan pada penelitian ini, sehingga membedakan dengan penelitian sebelumnya, baik menggabungkan dari berbagai variabel penelitian yang telah dilakukan maupun dari kajian teori. Adanya penelitian pengaruh dilakukannya merger dan Akuisisi di sektor perbankan telah banyak dilakukan, sehingga penelitian ini lebih mengfokuskan pada perusahaan manufaktur, yang cenderung lebih sedikit kajian penelitiannya.

Untuk lebih mempermudah pemahaman mengenai penelitian terdahulu, maka dapat disajikan ringkasan penelitian terdahulu dalam tabel 1 berikut ini:

Tabel 1 : Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Metode	Hasil penelitian	Keterangan
1	Steven (1973)	Perbedaan Kinerja keuangan Perusahaan yang Diperoleh Melalui Akuisisi dan non Akuisisi.	MDA	1) Dikemukakan bahwa dari 20 rasio keuangan yang digunakan, didapat 6 rasio keuangan yang memberikan kontribusi pada model prediksi paling besar, yaitu EBIT/Sales; NWC/TA; Sales/TA; LTD/LTA; DPR; dan EPS. 2) Hanya 4 rasio keuangan yang mampu menjelaskan perbedaan karakteristik kinerja keuangan melalui Akuisisi dan tidak. 3) Rasio keuangan yg mempunyai kontribusi paling besar dlm menjelaskan karakteristik kinerja keuangan adalah LTD/LTA.	Temuan ini mendukung akan manfaat dari pelaksanaan merger dan akuisisi bagi perusahaan.
2	Habir Singh and Cynthia (1987)	Corporate Acquisition Strategy and Economic Performance.	CAPM	Pelaksanaan akuisisi terkait memberi nilai lebih besar bagi akuisitor maupun yang diakuisisi, dibanding pelaksanaan akuisisi yang tidak terkait. Walaupun demikian pelaksanaan akuisisi yang tidak terkait juga akan memberikan usaha yang positif.	Temuan ini akan sangat mendukung teori yang ada tentang manfaat merger dan akuisisi.
3	Allimin (1993)	Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Go Publik di Indonesia.	Event Study	1) Terdapat penurunan yang signifikan pada harga saham rata-rata antara periode sebelum dan sesudah tanggal penerbitan laporan keuangan yang telah dikonsolidasi. 2) Metode pembelian lebih banyak digunakan metode pengumpulan (pooling method) 3) Tidak ada hubungan ketergantungan antara pemilihan metode akunting untuk merger dan akuisisi dg jenis dari Akuisisi. 4) Tidak ditemukan adanya dukungan, bahwa pasar memberikan reaksi yang lebih besar terhadap metode pembelian daripada metode pengumpulan.	Hasil penelitian akan sangat mendukung dan bermanfaat bagi pelaksanaan merger dan akuisisi, berkaitan dengan metode akuntansi yang digunakan serta harga saham.
4	Nurdin (1995)	Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan sesudah Melakukan Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Akuisisi Pada Perusahaan Go Publik di Indonesia.	MDA	1) Terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum & sesudah akuisisi, yakni pada rasio rentabilitas; likuiditas; & solvabilitas. Tidak terdapat perbedaan pada rasio margin laba atas penjualan; & rasio tingkat pengembalian atas total pengembalian atas total aktiva. 2) Akuisisi berpengaruh positif terhadap kinerja-kinerja keuangan yang ditunjukkan oleh nilai rata-rata dari rasio likuiditas; solvabilitas; dan ROA yang semakin baik sesudah dilakukan akuisisi. 3) Rasio rentabilitas mempunyai kontribusi yang dominan terdapat prestasi kinerja keuangan perusahaan.	Hasil penelitian yang diperoleh sangat mendukung tentang manfaat dari Merger dan Akuisisi.
5	Vennet (1996)	Efek Merger dan Akuisisi Terhadap Efisiensi & Profitabilitas Dari Institusi Kredit di EC (European-Community).	Univariate Comparison	Hasil penelitian mengindikasikan bahwa merger domestik diantara perusahaan yang bergabung dengan ukuran yang sama secara signifikan mampu meningkatkan kinerja bagi pihak yg di merger, dan peningkatan efisiensi biaya juga ditemukan pada akuisisi perbatasan.	Hasil penelitian yang dihasilkan (profitabilitas dan efisiensi sangat memperkuat teori ttg Rasio keuangan sbg alat yg mampu untuk mengukur kinerja keuangan.

No	Peneliti	Judul Penelitian	Metode	Hasil penelitian	Keterangan
6	Sorenson (2000)	Karakteristik Dari Perusahaan-perusahaan yang Melakukan Merger.	Analisis Faktor dan Regresi Logit	1). Temuannya menunjukan bahwa perusahaan pengakuisisi secara signifikan lebih menguntungkan daripada perusahaan sasaran maupun perusahaan non merger. 2). Profitabilitas diatas rata-rata yang dialami perusahaan pengakuisisi adalah satu-satunya karakteristik yg signifikan.	Temuan ini mendukung bahwa merger modern dipacu oleh keinginan dari perusahaan-perusahaan yang mendapatkan margin di atas rata-rata untuk mencari peningkatan laba dengan melakukan ekspansi penjualan secara cepat.
7	Akhigbe; Borde & Whyte (2000)	Sumber Keuntungan Bagi Perusahaan dan Pesaing Pesaing Industri Mereka: Bukti yang Didasarkan Pada proposal Merger yang dihentikan.	Analisa Regresi Berganda	1. Faktor paling dominan pada perusahaan go publik di Indonesia untuk melakukan akuisisi adalah faktor mengurangi persaingan. 2. Faktor memanfaatkan kapasitas hutang dan menambah laba pengaruhnya kurang dominan pada kegiatan akuisisi di Indonesia.	Hasil penelitian ini sangat bermanfaat bagi pelaksanaan keputusan merger dan Akuisisi, khususnya bagi perilaku pemilik modal di Indonesia.
8	Leeth and Borg (2000)	Pengaruh Dari Pengambilalihan Terhadap Kekayaan Pemegang Saham Selama Gelombang Merger Tahun 1920-an.	Event Study	Ditemukan bahwa pemegang saham dari perusahaan sasaran mendapatkan keuntungan dari pengambilalihan dengan return abnormalnya melebihi 15%, sementara pemegang saham perusahaan pengakuisisi pada dasarnya mengalami imbas.	Hasil penelitian ini, memperkuat akan adanya keuntungan sinergistik atau keuntungan monopolistik yang minimal dari pelaksanaan Merger dan Akuisisi.
9	Yudyatmoko (2000)	Pengaruh Akuisisi Terhadap Perubahan Retun Saham Dan Kinerja Perusahaan.	Event Study	Ditemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata net profit margin selama 3 thn sebelum dan sesudahnya.	Hasil penelitian ini bermanfaat untuk melihat apakah akuisisi bisa meningkatkan kesejahteraan investor dalam bentuk harga saham meningkat.
10	Usman (2000)	Analisis Kinerja keuangan Sebelum dan Sesudah Pelaksanaan Akuisisi Pada Sektor Perbankan Di Indonesia.	MDA	1) Terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum & sesudah akuisisi pada sektor perbankan, yaitu pada rasio likuiditas ($X_2=LEA$); rasio rentabilitas (X_5); dan rasio efisiensi (X_6). 2) Tidak terdapat perbedaan pada rasio likuiditas ($X_1=LDR$); rasio solvabilitas ($X_3=CAR$); dan rasio rentabilitas ($X_5=ROE$).	Hasil penelitian ini sangat berguna untuk mengetahui perbedaan kinerja sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi bagi sektor Perbankan.
11	Payamta (2000)	Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi Terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia.	Wilcoxon Signed Rank Test & Manova	Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan kinerja yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah merger dan akuisisi baik dari segi harga saham maupun dari segi rasio keuangan. Meski ada beberapa variabel seperti ROI; ROE; total asset turnover; fixed asset turnover yg memberikan indikasi adanya perbedaan tetapi hasilnya bersifat sementara dan tidak konsisten.	Hasil penelitian ini sangat berguna untuk memberikan bahan kajian tentang pengaruh ekonomis atas keputusan Merger dan akuisisi khususnya bagi perusahaan yang akan melakukan keputusan serupa.

Sumber : Penelitian Terdahulu Hal: 10-15

2.2 Landasan Teori

Kajian-kajian teoritis yang digunakan untuk melandasi pembahasan penelitian ini adalah:

2.2.1 Pengertian Merger dan Akuisisi

Ronnie (1992) menjelaskan bahwa pada umumnya proses akuisisi selalu diikuti dengan merger dari dua perusahaan menjadi satu perusahaan dengan satu *legal identity*, sehingga kegiatan ini lebih dikenal dengan istilah *Merger and Acquisition*. Proses ini selalu menyebabkan hilangnya *legal identity* dari perusahaan setelah diambilalih (*acquired company*) oleh perusahaan pengambilalih (*acquiring company*).

Martono, dkk. (2002) mendefinisikan Merger sebagai kombinasi atau penggabungan dua perusahaan atau lebih dimana perusahaan kehilangan eksistensinya menjadi satu kesatuan. Sedangkan menurut pendapat Kartini (1992) yang dimaksud Merger adalah penggabungan dua perusahaan, yang satu tetap eksis sedangkan yang lainnya dibubarkan; dan perusahaan yang mengakuisisi itu mengambil alih seluruh asset dan tanggung jawab (*liabilities*) perusahaan yang diakuisisi. Mendukung pendapat Kartini, maka Foster (1994) menyatakan bahwa Merger adalah penggabungan usaha dengan cara kombinasi dua atau lebih perusahaan. Setelah terjadi Merger, maka perusahaan yang diambil alih dibubarkan atau dilikuidasi, sedang perusahaan yang mengambil alih tetap beroperasi secara hukum sebagai satu badan usaha dan melanjutkan kegiatan perusahaan yang diambil alih.

Sementara itu menurut Sartono (1996), akuisisi merupakan penggabungan perusahaan yang biasanya dilakukan dengan pembelian perusahaan lain. Sedangkan menurut Budiawan (1992), yang dimaksud dengan Akuisisi adalah pengambilalihan sebagian atau seluruh saham perusahaan lain, dimana perusahaan yang mengambilalih memperoleh *management control* atas perusahaan yang diambilalih. Sedangkan pengertian Akuisisi menurut PSAK No. 22 Paragraf 8 adalah penggabungan usaha dimana

salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*bidder*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang terakuisisi (*target*), dengan cara memberikan aktiva neto tertentu mengakui adanya suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham. Adapun penggabungan usaha dapat dilakukan dengan cara-cara sebagai berikut.

1. Dengan cara mengambilalih aktiva dan pasiva perusahaan lain, kemudian digabungkan dengan aktiva dan pasiva perusahaan yang mengambilalih. Apabila perusahaan yang diambilalih dibubarkan dan perusahaan yang mengambilalih meneruskan eksistensinya, maka cara ini disebut **Merger**.
 2. Mengambilalih saham (hak suara) perusahaan lain, dimana perusahaan yang mengambilalih memperoleh hak untuk mengendalikan manajemen (*management control*) pada perusahaan yang diambilalih. Dengan kata lain, apabila perusahaan pengambilalih menjadi perusahaan induk (*holding company*) dari perusahaan yang diambilalih, dan eksistensi masing-masing perusahaan masih ada, maka hal ini dikenal sebagai **Akuisisi saham (stock acquisition)**.
 2. Apabila perusahaan pengambilalih dan yang diambilalih tersebut dibubarkan, kemudian didirikan perusahaan baru untuk melanjutkan usaha dari kedua perusahaan yang dibubarkan tersebut, maka hal ini disebut **Konsolidasi**.
- Untuk memahami lebih lanjut tentang merger, maka merger dapat dibedakan menjadi beberapa jenis, yaitu sebagai berikut.

2.2.2 Jenis-Jenis Merger

Secara umum penggabungan usaha menurut Weston dan Brigham (1990) dapat dibagi menjadi beberapa jenis, yaitu:

1. Merger Horizontal

Terjadi apabila suatu perusahaan menggabungkan diri dengan perusahaan lain, yang menghasilkan jenis produk atau jasa yang sama. Dengan kata lain satu atau dua perusahaan yang melakukan penggabungan usaha tersebut mempunyai usaha yang

sama atau menghasilkan barang dan jasa yang sifatnya substitusi, sebelum dilakukannya penggabungan usaha, perusahaan-perusahaan tersebut akan saling bersaing.

2. *Merger Vertikal*

Adalah penggabungan dua perusahaan antara industri hulu dengan hilir. Artinya penggabungan jenis usaha ini terjadi apabila perusahaan yang melakukan penggabungan usaha tersebut mempunyai kegiatan yang berbeda akan tetapi saling berhubungan.

3. *Merger Kongenerik*

Yaitu penggabungan dua perusahaan yang bergerak pada industri umum yang sama, tetapi tidak ada hubungan pelanggan dan pemasok di antara keduanya.

4. *Merger Konglomerat*

Yaitu penggabungan perusahaan dari industri yang benar-benar berbeda. Dimana keuntungan utama dari jenis penggabungan usaha seperti ini adalah menurunkan resiko yang diperoleh melalui diversifikasi usaha.

2.2.3 Tipe-Tipe akuisisi

Pemilihan atas tipe akuisisi adalah sangat penting, karena dapat memberikan gambaran yang jelas tentang latar belakang dilakukan akuisisi. Menurut Marcel (1992) membedakan akuisisi menjadi 2 (dua) tipe, yaitu:

1. *Akuisisi Finansial (financial acquisition)*

Akuisisi finansial merupakan suatu tindakan akuisisi terhadap satu atau beberapa perusahaan tertentu yang dilaksanakan dengan tujuan untuk mencapai keuntungan finansial. Kecenderungannya adalah usaha membeli perusahaan target dengan harga semurah mungkin untuk menjual kembali dengan harga yang lebih tinggi. Motif utama akuisisi ini adalah untuk mengeruk keuntungan finansial sebesar-besarnya.

2. *Akuisisi Strategis (strategic acquisition).*

Akuisisi strategis merupakan suatu akuisisi yang dilakukan dengan tujuan untuk menciptakan sinergi dengan didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan jangka panjang. Sinergi ini tidak hanya berupa sinergi finansial, tetapi juga mencakup sinergi produksi, sinergi distribusi, sinergi pengembangan teknologi dan gabungan-gabungan dari sinergi tersebut. Sinergi ini mencerminkan penggabungan dua faktor yang akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan jumlah keuntungan yang dihasilkan apabila masing-masing faktor tersebut bekerja sendiri-sendiri.

Apabila ditinjau dari segi aplikasi penjabaran akuisisi terhadap suatu perusahaan, maka akuisisi dapat berbentuk :

1. *Asset Acquisition*

Asset Acquisition merupakan suatu transaksi pembelian perusahaan untuk mendapatkan sebagian atau seluruh aktiva perusahaan target. Pengalihan aktiva tersebut direalisasikan melalui instrumen khusus untuk tiap aktiva perusahaan. Dalam hal ini kewajiban (*liabilities*) tidak secara otomatis dialihkan kepada pembeli. Pembeli dapat mengambilalih kegiatan tersebut, jika tidak ada persetujuan sebelumnya dalam kontrak akuisisi.

2. *Stock acquisition*

Stock acquisition merupakan suatu transaksi pembelian sebagian atau seluruh saham perusahaan target. Apabila perusahaan penjual hanya dimiliki oleh segelintir orang dan bukan merupakan perusahaan publik, maka proses akuisisi saham ini adalah yang mudah. Namun apabila perusahaan penjualan merupakan perusahaan publik yang dimiliki banyak orang, maka proses akuisisi bukan merupakan suatu hal yang mudah serta membutuhkan waktu yang relatif lama. .

3. *Statutory mergers*

Merupakan kombinasi antara dua perusahaan atau lebih sesuai dengan ketentuan yang disyaratkan dalam Undang-Undang. Dengan Merger ini terdapat konsekuensi dimana salah satu perusahaan secara hukum masih tetap berdiri sedangkan perusahaan lain dilikuidasi.

4. *Statutory consolidation*

Merupakan kombinasi dari dua perusahaan atau lebih yang tunduk pada peraturan dan Undang-Undang yang berlaku dan membutuhkan persetujuan terlebih dahulu dari *stockholder* dan *Boards of Directors*. Namun demikian konsolidasi tersebut akan timbul suatu perusahaan baru akibat dari adanya konsolidasi tersebut.

Apabila dikaitkan dengan aspek pemasaran, maka terdapat 3 (tiga) bentuk akuisisi yang perlu dipertimbangkan yakni:

1. *Akuisisi dalam bentuk integrasi horizontal*

Akuisisi dalam bentuk integrasi horizontal ditujukan untuk mengakuisisi pesaing langsung atau disebut "*head to head competitor*" pesaing yang dimaksud dapat berupa pesaing yang memiliki produk dan jasa yang sama ataupun pesaing yang memiliki daerah pemasaran yang sama. Tindakan akuisisi semacam ini biasanya bertujuan untuk perluasan pasar.

2. *Akuisisi dalam bentuk vertikal*, untuk menguasai sejumlah mata rantai produksi dan distribusi dari hulu sampai hilir.

3. *Akuisisi dalam bentuk konglomerasi*, ditujukan untuk mengakuisisi perusahaan lain yang tidak mempunyai kaitan bisnis secara langsung dengan bisnis akuisitor.

2.2.4 Alasan dan Motivasi Perusahaan Melakukan Merger & Akuisisi

Martono, *dkk.* (2002) menjelaskan bahwa secara umum merger disebabkan oleh berbagai alasan, yaitu :

1. *Peningkatan Penjualan dan Penghematan Operasi*

Dengan adanya peningkatan penjualan berarti pangsa pasar perusahaan bertambah sehingga perusahaan dapat meningkatkan penjualan secara berkesinambungan dan dapat mendominasi pasar. Jika perusahaan industri melakukan merger, maka perusahaan yang memiliki produk pengganti dari jenis produk yang sudah ada akan menambah jenis produk yang sudah ada sehingga dapat meningkatkan produk keseluruhan. Penghematan operasi dapat dicapai dengan Merger melalui: penghapusan fasilitas-fasilitas yang sama, mengkonsolidasikan kegiatan pemasaran, akuntansi, pembelian dan kegiatan operasi lainnya. Penghematan operasi yang sering terjadi disebut *sinergi (synergy)*, sehingga perusahaan yang bergabung akan menghasilkan nilai yang lebih besar dibandingkan jumlah kedua perusahaan jika ditambahkan yaitu $2 + 2 = 5$, bukan $2 + 2 = 4$. Selain itu, merger juga dapat mencapai skala ekonomis (*economic of scale*). Skala ekonomis terjadi pada saat menurunnya biaya rata-rata sama dengan meningkatnya volume, dengan kata lain skala ekonomis terjadi jika peningkatan volume yang ada memungkinkan penggunaan sumberdaya lebih efisien.

2. *Perbaiki manajemen*

Perusahaan yang dikelola secara tidak efisien, yang ditunjukkan oleh menurunnya keuntungan akan lebih baik jika dilakukan restrukturisasi manajemen. Alasan ini berarti perusahaan-perusahaan dengan keuntungan yang rendah lebih sesuai dilakukan penggabungan. Namun apabila hal ini dilakukan, maka harus dapat menunjukan adanya kemungkinan perubahan keuntungan melalui perbaikan manajemen tersebut.

3. *Pengaruh informasi.*

Peningkatan nilai akan tercipta jika diperoleh informasi baru akibat restrukturisasi perusahaan. Informasi ini merupakan informasi yang dimiliki manajemen namun tidak dimiliki pasar. Jika manajemen merasa penilaian saham dilakukan dibawah nilai sebenarnya (*undervalued*) maka dengan restrukturisasi, perusahaan memberikan

informasi yang positif sebagai isyarat bahwa perusahaan akan lebih baik sehingga akan terjadi peningkatan harga saham.

4. *Pertumbuhan perusahaan*

Suatu perusahaan mungkin tidak dapat tumbuh dengan laju yang cepat atau cukup seimbang melalui perluasan atau pertumbuhan internal, sehingga perlu dilakukan perluasan eksternal melalui penggabungan. Hal ini mungkin terjadi karena perluasan eksternal jauh lebih murah dari pada perluasan internal. Demikian juga biasanya lebih mudah memperoleh produk baru dan fasilitas baru dengan penggabungan.

5. *Pengalihan kekayaan*

Penggabungan juga terjadi karena alasan pengalihan kekayaan dari pada pemegang saham, kepada para pemegang hutang, atau sebaliknya. Hal ini disebabkan karena dengan Merger memungkinkan dapat mengurangi perubahan relatif (*variabilitas*) arus kas. Artinya, setiap tindakan yang mengurangi risiko arus kas, seperti Merger, akan mengakibatkan pengalihan kekayaan dari pemegang saham pada pemegang hutang. Sedangkan restrukturisasi yang meningkatkan resiko relatif, seperti pelepasan atau peningkatan *leverage* keuangan, akan mengakibatkan perpindahan kekayaan dari pemegang hutang kepada pemegang saham (*ekuitas*).

6. *Alasan-alasan pajak*

Sering perusahaan mempunyai potensi memperoleh penghematan pajak, tetapi karena perusahaan tidak pernah memperoleh laba maka tidak dapat memanfaatkannya. Untuk itu lebih baik menggabungkan dengan perusahaan lain yang memperoleh laba dengan maksud agar pajak yang dibayarkan oleh perusahaan profitabel lebih kecil. Dari sisi perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan, hal ini mempunyai manfaat ganda. Di samping ada penghematan pajak, juga untuk memanfaatkan dana yang menganggur, karena perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan pada umumnya memiliki surplus kas sehingga beban pajaknya dapat menjadi lebih besar. Apabila

kas yang besar tersebut dibagikan kepada para pemegang saham, hal ini juga akan mengakibatkan pajak yang harus dibayar oleh pemegang saham menjadi lebih besar.

7. *Diversifikasi*

Diversifikasi merupakan salah satu motif dilakukannya merger, dengan mengambilalih perusahaan di dalam lini usaha yang berbeda, suatu perusahaan dapat mengurangi ketidakstabilan siklus laba. Dengan diversifikasi maka risiko yang dihadapi atas suatu saham dapat dikompensasi oleh saham yang lain. Dengan demikian resiko secara keseluruhan menjadi lebih kecil. Pendapat ini berdasar pada asumsi bahwa investor bersifat *risk averter* dan investor dapat melakukan diversifikasi dengan efisien.

8. *Keuntungan-keuntungan leverage*

Dalam restrukturisasi perusahaan, penggunaan leverage keuangan akan mengalami peningkatan. Jika hal ini terjadi, maka penciptaan nilai bagi pemegang saham akan dapat terrealisasi. Ada timbal balik antara pengaruh pajak perusahaan, pajak pribadi, biaya kebangkrutan dan agensi serta pengaruh insentif. Restrukturisasi perusahaan dapat menyebabkan perubahan *leverage* keuangan yang kemudian menyebabkan perubahan nilai.

9. *Alasan pribadi*

Dalam perusahaan yang dimiliki secara perseorangan (tertutup), maka pemilik mempunyai keinginan perusahaannya diambilalih oleh perusahaan lain yang telah memiliki saham-saham yang mapan. Para pemilik perusahaan tersebut kemungkinan besar memiliki kekayaan yang terikat pada perusahaannya. Sehingga melalui penggabungan dengan perusahaan yang dimiliki masyarakat (*go publik*), mereka akan mendapatkan perbaikan yang nyata dalam likuiditas mereka, yang memungkinkan mereka menjual beberapa sahamnya dan mendiversifikasi investasinya.

Sedangkan Gie (1992) mengemukakan ada beberapa alasan utama mengapa perusahaan melakukan Merger atau Akuisisi:

1. *Komplementaritas*

Dua buah perusahaan sejenis yang bergabung secara horizontal bisa memperoleh sinergis, karena saling mengisi. Sebagai contoh PT. A bisa kuat dalam bidang marketing, tetapi lemah dalam bidang keuangan, baik struktur permodalannya maupun kemampuan manajemennya. PT. B justru sebaliknya, lemah dalam marketing tetapi kuat dalam bidang keuangan. Kalau kedua perusahaan ini bergabung menjadi satu, mereka akan memperoleh sinergi karena sekaligus menjadi satu perusahaan yang kuat dalam dua fungsi yang penting, yaitu marketing dan keuangan.

2. *Pooling kekuatan.*

Banyak perusahaan yang terlampau kecil untuk bisa mendirikan fungsi-fungsi yang penting untuk perusahaan. Dengan menggabungkan beberapa perusahaan menjadi satu, volume perusahaan menjadi cukup besar, sehingga dapat mengerjakannya.

3. *Economic for scale*

Bahwa Merger dan Akuisisi dapat dijadikan alat untuk memperoleh *economic of scales* atau skala ekonomi bagi perusahaan-perusahaan yang terlampau kecil, sehingga hasilnya bisa optimal, jika volume perusahaan cukup besar.

4. *Mencegah perusahaan dari kebangkrutan*

Merger dan akuisisi dapat mencegah perusahaan dari kebangkrutan. Banyak perusahaan yang bangkrut tidak karena perusahaan tidak mampu membuat laba tetapi karena perusahaan sudah tidak likuid lagi. Oleh karena perusahaan tidak mampu lagi memenuhi kewajiban pembayaran cicilan dan hutangnya, sehingga terdesak oleh para kreditornya ke arah kebangkrutan. Dalam keadaan yang demikian melalui merger dan akuisisi dengan perusahaan yang lebih sehat struktur keuangannya, perusahaan bisa diselamatkan dari kebangkrutan.

Sementara itu, perusahaan besar maupun kecil dalam melakukan merger dan akuisisi sebagai bentuk pertumbuhan eksternal, mempunyai motif lebih kompleks daripada sekedar mendapatkan pertumbuhan eksternal. Tujuan dilakukan Merger dan Akuisisi bukan sekedar menjadikan dua ditambah dua menjadi empat, tetapi Merger dan Akuisisi harus menjadikan dua ditambah dua menjadi lima. Nilai tambah yang dimaksud tersebut lebih bersifat jangka panjang dibanding nilai tambah yang hanya bersifat sementara saja setelah Merger dan Akuisisi terjadi, tetapi diperlukan waktu yang relatif panjang. Menurut Koesnaedy (1992) Menyebutkan motivasi perusahaan melakukan Akuisisi adalah sebagai berikut.

1. Teori efisiensi

Penggabungan usaha merupakan pemanfaatan kemampuan manajemen dari perusahaan yang lebih efisien untuk memperbaiki efisiensi perusahaan target (perusahaan yang akan digabung atau diambil alih).

2. Teori kekuatan pasar

Dengan sudut pandang ini, penggabungan usaha secara relatif akan meningkatkan pangsa pasar.

3. Teori efek pajak

Penggabungan usaha bisa saja merupakan kegiatan yang salah satu tujuannya adalah mencari keuntungan dari dampak perpajakan itu sendiri.

Sementara itu Richard and Stewart (1995) menyatakan motivasi daripada Merger atau Akuisisi sebagai berikut:

1. Economic of scale

Dimaksudkan bahwa dalam menjalankan operasional perusahaan terdapat tingkat skala yang menghubungkan tingkat biaya dan tingkat ukuran perusahaan, dimana pada skala tertentu secara ekonomis, merupakan yang paling optimal bagi perusahaan

2. *Economic of vertical integration*

Mengacu pada integrasi secara vertikal dari input maupun output perusahaan, yang akan memberikan efisiensi biaya, proses produksi dan proses distribusi.

3. *Combining complementary resources*

Suatu upaya untuk menggabungkan sumber-sumber yang secara logis dapat saling mengisi secara komplementer.

4. *Merger as a use for surplus fund*

Memanfaatkan sumber daya keuangan secara efisiensi serta melakukan investasi di bidang usaha lain yang menguntungkan, memiliki posisi pasar yang baik dan potensi pertumbuhan yang kuat.

Surtojo (1992) menggolongkan motivasi untuk melakukan merger dan akuisisi menjadi dua, yaitu:

1. **Motivasi Ekonomis:** Perusahaan target mempunyai keunggulan kompetitif, yang diharapkan akan menghasilkan sinergi setelah digabung.
2. **Motivasi Non Ekonomis:** Penggabungan usaha dilakukan, karena perusahaan sudah lemah secara modal dan ketrampilan manajemen; keinginan menjadi kelompok yang besar, meskipun ada kemungkinan penggabungan usaha yang dilakukan tersebut tidak menguntungkan karena diambilalih oleh pihak bank.

Sedangkan menurut Sudarsanam (1999) menyatakan bahwa motif akuisisi dapat didefinisikan dalam konteks perusahaan dan sasaran strategi bisnis dari pihak pengakuisisi. Akuisisi mungkin didorong oleh keinginan untuk meningkatkan kekuatan pasar, kontrol terhadap pemasok, konsolidasi kelebihan kapasitas produksi, dan sebagainya. Meskipun sasaran strategis merupakan alasan jangka pendek dari akuisisi, strategi itu sendiri dirumuskan untuk memenuhi keinginan para *stakeholder* dari perusahaan pengakuisisi. Sehingga para manajer dapat mengambil keputusan akuisisi untuk menindaklanjuti keinginan pemilik perusahaan (misal: pemegang saham). Hal ini

merupakan pandangan neoklasik terhadap perusahaan dimana kepentingan para pemegang saham menempati posisi dominan sementara kepentingan para manajer ada dibawahnya.

Jika kepentingan para manajer berbeda dari para pemegang saham (*Konflik agency*), akuisisi dapat dilakukan untuk melayani kepentingan para manajer.

2.2.5 Tujuan/Manfaat Merger dan Akuisisi

Pengembangan perusahaan dapat dilaksanakan dengan menggunakan pertumbuhan internal maupun pertumbuhan eksternal. Pengembangan perusahaan dengan menggunakan pertumbuhan secara internal umumnya dilakukan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan untuk pemegang saham (*shareholder value*) melalui ekspansi yang dilakukan perusahaan sendiri. Sedangkan pertumbuhan eksternal suatu perusahaan dapat dilakukan dengan strategi akuisisi, dimana untuk beberapa alasan mempunyai beberapa keunggulan komparatif bila dibandingkan dengan strategi pengembangan internal perusahaan.

Menurut Glenn and Arvind (1989) manfaat dari merger dan akuisisi sebagai berikut: *Pertama*, perusahaan menginginkan implementasi strategi pada jangka waktu yang singkat. *Kedua*, untuk mengadakan pelatihan kompetensi internal bagi perusahaan memerlukan biaya yang lebih besar di bandingkan dengan harus dikeluarkan untuk mengakuisisi. *Ketiga*, pertumbuhan internal akan dapat menyebabkan hadirnya pesaing baru dalam pasar yang ada. *Keempat*, strategi pertumbuhan internal cenderung tidak pasti dan beresiko.

Sedangkan Freier (1990) telah mengemukakan manfaat dari akuisisi bagi pertumbuhan perusahaan sebagai berikut:

1. *To save time*: Suatu perusahaan yang mengakuisisi perusahaan yang sudah berjalan maka perusahaan tersebut tidak perlu memulai usaha dari awal.
2. *To obtain capital financial*: Suatu perusahaan akan memanfaatkan dana untuk investasi pada usaha yang sudah mapan.

3. **To reduce short-team lasses:** Mempercepat untuk mengeliminier kerugian yang biasanya dialami oleh perusahaan yang baru berdiri.

David (1993) mengemukakan tentang strategi akuisisi mempunyai keuntungan sebagai berikut:

1. Suatu perusahaan mungkin menginginkan implementasi strategi dalam waktu yang relatif singkat.
2. Biaya yang dikeluarkan akan lebih besar untuk mengadakan pelatihan kompetensi internal perusahaan jika dibandingkan biaya untuk mengakuisisi.
3. Pesaing baru akan bermunculan seiring dengan pengembangan internal.
4. Adanya unsur ketidak pastian dan beresiko dengan adanya strategi pengembangan internal.

Sedangkan keuntungan/manfaat dari Merger dan Akuisisi yang lain, menurut Suta (1997) adalah sebagai berikut:

1. Keuntungan pertama dari segi operasi (*operation advantage*)

Adapun tindakan untuk melakukan *takeover* maupun merger karena alasan skala ekonomis merupakan kemungkinan dapat tercapai.

2. Dari segi finansial (*financial advantage*)

Perusahaan hasil merger memperoleh manfaat di pasar uang maupun di pasar modal karena meningkatnya ukuran (*size*) termasuk efisiensi.

3. Merger & Akuisisi perusahaan dapat mengakselerasi tingkat pertumbuhan jika dibandingkan dengan ekspansi eksternal.

4. Diversifikasi kegiatan usaha perusahaan dapat dilakukan melalui Merger dan Akuisisi. Dengan demikian, dapat dijaga perolehan tingkat keuntungan agar tidak mengalami fluktuasi karena berbagai faktor.

2.2.6 Prosedur Penggabungan Perusahaan.

Pembelian perusahaan adalah lebih kompleks daripada bentuk transaksi yang lain. Berbagai pertimbangan dan faktor-faktor yang mempengaruhi proses pembelian dapat berkembang sangat cepat. Pada kebanyakan merger, salah satu perusahaan (umumnya yang lebih besar di antaranya) memutuskan untuk membeli perusahaan lainnya, menegosiasikan harga, dan kemudian melaksanakan pengambilalihan. Adakalanya juga perusahaan yang diambilalih yang memulai tindakan tersebut, tetapi hal tersebut kurang lazim. Sesuai kelaziman, dalam menyebut perusahaan yang ingin membeli perusahaan lain atau sebagai perusahaan yang berupaya mengambil alih perusahaan lain disebut perusahaan pengambil alih (*acquiring company*). Sedang perusahaan yang akan dibeli sebagai perusahaan sasaran atau perusahaan yang dicoba diambilalih oleh perusahaan lain, disebut perusahaan target (*target company*).

Proses penggabungan secara umum melalui beberapa tahap. Biasanya perusahaan besar menentukan untuk membeli perusahaan lain, melakukan negosiasi dan membeli perusahaan lain yang dikehendaki, sehingga sangat jarang ada perusahaan yang menawarkan untuk dibeli oleh perusahaan lain, kecuali perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan. Setelah perusahaan pengambilalih mengidentifikasi sasaran yang memungkinkan, maka akan ditentukan berapa kira-kira harga yang cocok untuk dibayar. Berdasarkan harga tersebut, manajernya harus memutuskan bagaimana caranya melakukan pendekatan kepada manajer dari perusahaan sasaran. Sehingga langkah awalnya adalah perusahaan yang akan melakukan pembelian mengidentifikasi perusahaan lain yang akan ditargetkan. Kemudian perusahaan tersebut menentukan harga beli yang bersedia dibayarkan. Atas dasar ini manajer perusahaan yang akan membeli menghubungi perusahaan yang akan ditargetkan untuk melakukan negoisasi. Jika manajer kedua perusahaan setuju, maka akan mengajukan usulan merger dan mempelajari syarat-syarat yang sesuai. Jika kesepakatan tercapai, maka kedua belah pihak akan menyampaikan

pernyataan kepada pemegang saham yang menganjurkan agar pemegang saham menyetujui merger tersebut dan akan memberikan rekomendasi kepada pemegang saham bahwa penggabungan perusahaan tersebut memberikan manfaat kepada keduanya. Selanjutnya, jika pemegang saham menyetujui, maka penggabungan usaha itu dapat dilaksanakan baik melalui pembayaran tunai maupun pembayaran dengan saham perusahaan. Merger semacam ini disebut dengan *friendly merger* (merger sukarela), yaitu merger yang disetujui oleh kedua manajer perusahaan.

Dalam kondisi lain, manajer perusahaan yang akan dibeli (*acquired company*) mungkin enggan atau bahkan menolak untuk melakukan rencana penggabungan. Hal ini mungkin disebabkan bahwa harga yang ditawarkan atas sahamnya terlalu rendah, atau mungkin karena manajer takut kehilangan pekerjaan atau mungkin juga mereka hanya ingin mempertahankan jabatannya. Dalam keadaan semacam ini, manajemen dari perusahaan sasaran dikatakan sebagai *bersikap bermusuhan*. Jika hal ini terjadi perusahaan yang ingin membeli (*acquired company*) perusahaan lain dapat saja melakukan negosiasi secara langsung dengan pemegang saham perusahaan yang akan dibeli. Manajer perusahaan yang akan membeli mengajukan penawaran pengambilalihan (*tender offer*) secara paksa, yaitu permintaan kepada pemegang saham dari perusahaan sasaran agar menawarkan (mentenderkan) sahamnya untuk dibeli dengan harga tertentu. Harga itu umumnya dapat dinyatakan dalam nilai uang, tetapi bisa juga dinilai berdasarkan saham dari perusahaan pengambilalih. Karena tawaran pengambilalihan merupakan permintaan langsung kepada pemegang saham perusahaan yang akan dibeli, maka tidak memerlukan persetujuan manajer perusahaan yang bersangkutan. Merger semacam ini disebut dengan *hostile merger*.

Berkaitan dengan proses pelaksanaan merger dan akuisisi, Suta (1992) menguraikan ada beberapa proses pelaksanaannya, yaitu melalui tahapan sebagai berikut: 1) Penetapan tujuan dari merger dan akuisisi; 2) Identifikasikan perusahaan target yang mempunyai

potensi untuk diakuisisi; 3) Menyeleksi calon dari beberapa perusahaan target yang mungkin; 4) Mengadakan kontak dengan manajemen dari perusahaan target dalam rangka perolehan informasi; 5) menetapkan *offering price* dan cara pembiayaan termasuk pembiayaan dengan kas, saham, atau bentuk pembayaran lainnya; 6) Mencari alternatif sumber pembiayaan; 7) Melaksanakan *due diligence* terhadap perusahaan target, mempersiapkan dan menandatangani kontrak akuisisi; dan 8) pelaksanaan akuisisi.

2.2.7 Permasalahan dalam Praktik Merger dan Akuisisi

Dalam perusahaan publik modern yang besar, para manajer memegang kekuasaan dan pertimbangan yang penting, serta seringkali hanya tergantung pada pengawasan yang tidak terlalu kuat dari para pemegang saham. Hal ini semakin memungkinkan para manajer untuk mengejar kepentingan mereka sendiri dengan memanfaatkan para pemegang saham. Akuisisi yang didorong oleh kepentingan para manajer dapat mengalami kegagalan dan mengakibatkan kerugian kekayaan para pemegang saham. Sebenarnya egoisme para manajer bukan satu-satunya penyebab kegagalan merger dan akuisisi. Sebab sekalipun para manajer sungguh-sungguh melakukannya bagi kepentingan para pemegang saham, akuisisi akan tetap gagal karena berbagai penyebab, misalnya strategi akuisisi yang lemah, dinamika penawaran, presentasi harga yang wajar dan persoalan-persoalan integrasi pasca akuisisi.

Menurut Saragih (2001) menyatakan bahwa permasalahan dari merger dan akuisisi ini terjadi karena kegagalan menjelaskan hal-hal berikut, yang disebut tujuh aturan main dalam merger yang harus dipenuhi (*the seven rules*)

1. *Visi*

Pasangan merger seringkali tidak memiliki ide mengapa dan untuk apa merger harus dilakukan. Harapan yang paling sering diungkapkan ketika melakukan merger adalah pencapaian efisiensi biaya dan sinergi kekuatan. Harusnya yang perlu dijelaskan juga

adalah, apa visi perusahaan setelah merger, apa strategi menyukseskan merger di dalam jangka panjang pada perusahaan baru yang akan dibentuk lewat merger serta bagaimana penghematan biaya bisa dilakukan.

2. *Kepemimpinan*

Perusahaan yang melakukan merger seringkali lambat dalam menentukan figur pemimpin, dan membiarkan adanya kekosongan dalam kepemimpinan dan membiarkan keadaan, yang akhirnya memberikan keputusan soal siapa yang akan memimpin. Tentu waktu dan hal yang berharga itu tidak dimanfaatkan segera dan optimal yang melahirkan ketidakpastian dan berakibat pada hilangnya motivasi karyawan.

3. *Pertumbuhan*

Organisasi masih melihat pertumbuhan sebagai faktor pendorong merger, namun fokus terlalu jauh pada sinergi pembiayaan. Mereka terlalu jauh menangani hal-hal bersifat jangka pendek yang tidak akan bisa *sustainable*. Setelah berhasil melakukan berbagai perampingan biaya, perusahaan malah beroperasi dengan cara yang justru lebih aneh dan tidak biasa, yang justru menghambat pertumbuhan.

4. *Early wins*

Perusahaan seringkali kehilangan kontak dengan pernyataan, dengan meyakini bahwa pekerja akan siap (*buy-in*) begitu merger diumumkan. Faktanya hampir semua pihak di dua perusahaan itu segera merasakan bahwa merger tidak akan sukses. Dengan kata lain, faktor *buy-in* jangan dianggap sudah pasti ada, tapi harus diraih. Jika *early wins* cepat, positif dan hasilnya nyata, dapat diciptakan komunikasi yang tepat, maka dengan dilakukan penggabungan usaha orang akan mulai menyadari bahwa benar-benar akan ada masa depan yang lebih cerah bagi mereka dan perusahaan.

5. Budaya/Kebiasaan (culture)

Perusahaan sering kali tidak menyadari atau mengabaikan bahwa hambatan budaya itu eksis dan tidak bisa diubah secepatnya. Dengan mengabaikan fakta bahwa perubahan harus terjadi dan karena itu harus dijelaskan secara profesional.

6. Komunikasi

Banyak perusahaan yang memiliki manajer bagus dan pada tempatnya, memiliki para profesional yang bertujuan memperbaiki dan mengurangi benturan dalam mentransfer dua perusahaan menjadi satu, namun tidak memiliki formulasi komunikasi yang tepat.

7. Manajemen resiko

Perusahaan sangat lemah dalam menangani berbagai resiko yang justru menjadi bagian dari merger. Resiko bahkan hampir tidak pernah dibahas. Andaikata resiko dibahas juga, tetapi pengelolaannya tetap tidak bagus, dan kemudian justru menjadi ancaman, hambatan bahkan bencana bagi merger.

Setelah mengetahui permasalahan di atas, maka apa yang harus dilakukan oleh perusahaan untuk menghindari kegagalan pascamerger atau akuisisi. Untuk itu manajer harus mengelola integrasi pascamerger dengan tepat dan profesional. Perusahaan dapat mengambil beberapa langkah sebelum mereka memutuskan *deal* dan tahap awal merger dimulai. Manajer harus melakukan *due diligence* sebelum merger. Banyak alasan mengapa akuisisi gagal, termasuk kurang tepatnya *due diligence* (uji tuntas). Untuk mengantisipasi terjadinya kegagalan dalam merger dan akuisisi, maka proses *due diligence* harus menyeluruh mencakup keseimbangan ekuitas dan modal hutang, penjualan assets, transfer saham, isu-isu lingkungan, kinerja finansial, isu-isu pajak, sumber daya manusia dan banyak aspek bisnis lainnya. Proses *due diligence* secara umum dilakukan oleh akuntan, bankir investasi, pengacara dan konsultan lain yang berspesialisasi manajemen. Proses ini yang paling efektif dimulai pada tahap-tahap awal akuisisi diputuskan. Misalnya, proses *due diligence* harus membantu perusahaan dalam memilih sasaran akuisisi, dan harus

membantu memilihkan perusahaan sasaran yang akan memperlancar upaya perusahaan untuk mencapai keunggulan kompetitif jangka panjang, sehingga dengan demikian kesejahteraan pemegang saham meningkat. Menurut Hitt *et al.* (2002) *Due diligence* yang dinamis dimulai dengan sebuah tim *due diligence* yang kuat dan memiliki tanggung jawab serta kewenangan untuk mendapatkan informasi dan menganalisa data serta mengintegrasikan data tersebut ke dalam satu visi merger dan akuisisi. *Due diligence* yang efektif lebih dari sekedar angka-angka finansial dan inventaris, tetapi bisa mencakup kultur, sikap sumber daya manusia, dan sifat-sifat penting lain yang bisa mempengaruhi visi. Jadi, satu hasil penting dari *due diligence* yang efektif adalah terukurnya *viabilitas* (kelangsungan hidup) integrasi pasca merger dan akuisisi dari kedua perusahaan.

Selain itu ada segitiga sukses merger, yaitu:

1. **Get buy in:** Harus ada sikap menerima dari semua level manajemen dan karyawan, yang harus dicapai dengan cepat dan segera.
2. **Orientasi:** Orang harus diberi informasi jelas dan diorientasikan untuk mendukung visi dan tujuan merger. Perusahaan harus memiliki kompas yang jelas, menyangkut tujuan keseluruhan mulai dari hari pertama dan selanjutnya.
3. **Ekspektasi:** Semua harapan di luar dan di dalam perusahaan merger harus ditangani secara proaktif dan terarah. Artinya harus ada keterbukaan dan kejujuran informasi yang menjadi hal utama, lalu komunikasi yang terus berlanjut pada era pascamerger.

2.2.8 Kinerja Keuangan

Kinerja organisasi perusahaan menunjukkan kemampuan dan prestasi dalam menjalankan perusahaan. Meskipun kinerja merupakan sebuah konsep yang sulit, baik definisi maupun dalam pengukurannya, karena sebuah konstruk, kinerja bersifat multidimensional, lebih-lebih ketika harus menguji kinerja perusahaan dimana manajer atau pemilik keberatan memberikan informasi dan data obyektif kinerja perusahaannya.

Penilaian kinerja perusahaan yang dimaksud dalam penelitian adalah menilai sejauhmana keberhasilan perusahaan sebagai badan usaha, sebelum dan sesudah melakukan keputusan Merger dan Akuisisi

Sementara itu, Helfert (1996) menyatakan kinerja perusahaan adalah hasil dari banyak-banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu untuk menilai kinerja perusahaan perlu melibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan. Sehingga dalam menganalisis kinerja perusahaan didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan pada laporan keuangan yang dibuat sesuai dengan prinsip akuntansi yang lazim. Selanjutnya dikatakan pula bahwa dalam evaluasi kinerja keuangan yang paling berkepentingan adalah pemilik perusahaan dalam hal ini adalah investor, para manajer, kreditur, Pemerintah, dan masyarakat sebagai calon investor.

Mendukung pendapat di atas, maka Husnan dan Pudjiastuti (1994) mengatakan bahwa untuk menilai prestasi dan kondisi keuangan suatu perusahaan, seorang analis keuangan memerlukan ukuran tertentu. Ukuran yang seringkali digunakan adalah rasio atau indeks yang menunjukkan hubungan antara dua data keuangan. Analisis dan penafsiran berbagai rasio akan memberikan pemahaman yang lebih baik terhadap prestasi dan kondisi keuangan daripada analisis yang hanya mengemukakan data keuangan saja. Dengan demikian, maka dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan, dapat dilakukan dengan mengadakan penilaian mengenai kondisi keuangan perusahaan berdasarkan analisis terhadap rasio-rasio keuangan perusahaan seperti: rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio rentabilitas dan rasio pertumbuhan.

Lebih lanjut, Subroto (1984) menyatakan bahwa analisa rasio adalah suatu alat analisis yang penting untuk dipakai menginterpretasikan posisi keuangan suatu perusahaan, apakah suatu perusahaan tersebut posisi keuangan baik atau buruk. Hal ini diperkuat oleh pendapat dari Weston (1997), dengan menyatakan analisis rasio keuangan

dapat digunakan untuk mendiagnosa kekuatan dan kelemahan dalam kinerja suatu perusahaan.

Sementara itu Horne (1999) menjelaskan bahwa tujuan analisis rasio keuangan adalah untuk menganalisa kondisi keuangan dan kinerja perusahaan yang dilakukan untuk memperoleh perbandingan yang dapat lebih berguna dibandingkan angka-angka yang berdiri sendiri. Lebih lanjut Munawir (1995), analisis rasio keuangan dapat membantu para pelaku bisnis, pihak pemerintah maupun perbankan dalam menilai kondisi keuangan. Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan (*mathematical relationship*) antara satu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain dan dengan menggunakan alat analisis berupa rasio ini akan dapat menjelaskan atau memberikan gambaran tentang kondisi perusahaan, terutama apabila angka rasio tersebut dibandingkan dengan angka rasio standar.

Philippatos and Sihler (1991) menjelaskan bahwa: “ *One of the most common methods used to analyze a firm's financial statements is ratio analysis. Ratios can be extremely useful tools in evaluating a firm's financial condition, even in the absence of truly detailed operational information. However, ratios are not intended to be the sole instrument used in financial analysis, as they can highlight only strong or weak areas within the enterprise examined*”

Adapun rasio keuangan yang digunakan adalah :

1. *Liquidity ratio, measuring the firm's ability to meet maturing short-term obligations.*
2. *Activity ratio, measuring how effectively the firm's assets are being employed*
3. *Leverage ratio, measuring the relative proportions of debt and equity used to finance assets*
4. *Profitability ratio, measuring performance relative to some key variable, usually assets or sales.*

Sedangkan Martono, *dkk.* (2002) mengelompokkan rasio yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, adalah sebagai berikut :

1. *Rasio likuiditas: (Liquidity ratio)*

Rasio yang menunjukkan hubungan antara kas perusahaan dan aktiva lancar lainnya dengan hutang lancar. Rasio ini likuiditas ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi atau kewajiban jangka pendek. Lebih lanjut ia membagi rasio ini menjadi dua bagian, yaitu *current ratio* (rasio lancar) dan *quick ratio* (rasio cepat).

2. *Rasio aktivitas (Activity ratio)*

Rasio ini dikenal sebagai rasio efisiensi, yaitu rasio yang mengukur efisiensi perusahaan dalam menggunakan asset-asetnya. Atau rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktivitya. Rasio aktivitas ini diukur dengan istilah perputaran unsur-unsur aktiva yang dihubungkan dengan penjualan. Seperti *receivable turnover* (perputaran piutang), *inventory turnover* (perputaran persediaan), *receivable turnover in days* (perputaran piutang harian), dan *total assets turnover* (perputaran aktiva).

3. *Rasio leverage finansial (Financial leverage ratio)*

Rasio yang mengukur seberapa banyak perusahaan menggunakan dana dari hutang (pinjaman). Dikelompokkan pada *debt ratio* (rasio hutang) dan *total debt to equity ratio* (rasio total hutang terhadap modal sendiri/ekuitas).

4. *Rasio keuntungan (Profitability ratio)*

Rasio ini disebut juga dengan rasio rentabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari penggunaan modalnya. Terbagi atas gross profit margin, net profit margin, ROI, ROI dan pendekatan Dupont, ROE, serta rentabilitas ekonomis.

Sedangkan menurut Weston *et al.* (1990) mengelompokkan rasio keuangan menjadi 5 (lima) kelompok dasar, yaitu:

1. *Rasio Likuiditas*

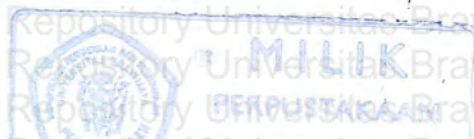
Adalah rasio yang memperlihatkan hubungan kas perusahaan dan aktiva lancar lainnya terhadap kewajiban lancarnya. Rasio ini terbagi atas, ***Rasio Lancar*** yang merupakan angka rasio yang diperoleh dengan jalan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan sampai sejauhmana tagihan-tagihan jangka pendek dari para kreditor dapat dipenuhi dengan aktiva yang diharapkan akan dikonversi menjadi uang tunai dalam waktu dekat; dan ***Rasio Cepat (Quick atau Acid Test Ratio)*** adalah rasio yang dihitung dengan mengurangi persediaan dari aktiva lancar dan membagi sisanya dengan kewajiban lancar.

2. *Rasio Pengelolaan Aktiva*

Adalah rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktivanya. Dalam hal ini, dibedakan atas ***Rasio Perputaran Persediaan (Inventory Turnover Ratio)*** adalah rasio yang dihitung dengan jalan membagi penjualan dengan persediaan atau disebut sebagai ***Rasio Pemanfaatan Persediaan; Jangka waktu Penagihan (Day sales Outstanding=DSO)*** merupakan rasio yang dihitung dengan membagi piutang usaha dengan penjualan rata-rata perhari, hal ini menunjukkan berapa lama rata-rata jangka waktu penerimaan hasil penjualan sejak penjualan terlaksana; ***Rasio Perputaran Aktiva tetap (Fixed Assets Turnover Ratio)*** adalah rasio penjualan terhadap aktiva tetap (bersih) disebut juga ***Rasio Pemanfaatan Aktiva Tetap***, yang mengukur sampai seberapa efektif perusahaan menggunakan pabrik serta peralatannya; dan ***Rasio Perputaran Total Aktiva*** adalah rasio yang dihitung dengan membagi penjualan dengan dengan total aktiva, disebut juga ***Rasio Pemanfaatan Total Aktiva***.

3. *Rasio Pengelolaan Utang*

Adalah tingkat penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan. Dalam hal ini, dibagi menjadi ***Rasio Utang (Debt Ratio)*** adalah rasio total utang terhadap total



aktiva; **Rasio Kemampuan Membayar Bunga** ($TIE = \text{Time Interest Earned Ratio}$) adalah rasio laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap beban bunga, rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga tahunan; **Rasio Kemampuan Membayar Beban Tetap** ($\text{Fixed Charge Coverage Ratio}$) adalah rasio yang lebih luas cakupannya daripada rasio TIE karena mencakup kewajiban lease jangka panjang tahunan perusahaan, dan **Rasio Pemenuhan Arus Kas** ($\text{Cash Flow Coverage Ratio}$) adalah rasio yang menunjukkan margin sampai seberapa besar laba operasi perusahaan dapat menutupi kebutuhan keuangan.

4. Rasio Profitabilitas

Adalah sekelompok rasio yang menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, pengelolaan aktiva, dan pengelolaan utang terhadap hasil-hasil operasi. Rasio ini dibagi atas **Marjin Laba atas Penjualan** ($\text{Profit Margin on Sales}$) merupakan rasio yang mengukur laba dari setiap rupiah/dollar penjualan, rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih setelah pajak dengan penjualan; **Rasio Kemampuan Dasar Menghasilkan Laba** ($\text{Basic Earning Power Ratio}$) adalah rasio yang menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi, perhitungannya adalah EBIT dibagi dengan total aktiva; **Tingkat Pengembalian atas Total Aktiva** ($\text{Return on Total Assets} = \text{ROA}$) adalah rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aktiva; **Pengembalian atas Ekuitas saham Biasa** ($\text{Return on Common Equity} = \text{ROE}$) adalah rasio laba bersih setelah pajak terhadap ekuitas saham biasa, rasio ini mengukur tingkat pengembalian atas investasi bagi pemegang saham biasa.

5. Rasio Nilai Pasar (Market Value Ratio)

Adalah serangkaian rasio yang mengaitkan harga saham perusahaan dengan labanya dan dengan nilai bukunya per saham. Rasio ini dibagi atas **Rasio Harga/Laba** ($\text{Price Earning Ratio} = \text{P/E Ratio}$) adalah rasio harga per saham terhadap laba persaham, rasio ini

menunjukkan berapa rupiah /dollar yang harus dibayar investor untuk setiap \$1 laba periode berjalan; *Rasio Nilai Pasar/Nilai Buku* (*Market/Book Ratio*) adalah rasio harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Sedangkan menurut Weston and Copeland (1997) menyatakan bahwa ukuran-ukuran kinerja (*performance measures*) dapat dilihat dari:

1. Ukuran kinerja

a. Rasio Profitabilitas

Mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi, meliputi: Laba Operasi Bersih (NOI)/Penjualan, NOI/Total Aktiva, NOI/Total Modal, Laba Bersih (NI)/Penjualan, NI/Ekuitas (ROE), Perubahan NOI/Perubahan Total Modal, Perubahan NI/Perubahan Ekuitas).

b. Rasio Pertumbuhan

Mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonomisnya dalam pertumbuhan perekonomian dan dalam industri atau pasar produk tempatnya beroperasi, yaitu: Penjualan, NOI, Laba Bersih, Laba Persaham, Dividen Persaham.

c. Ukuran Penilaian

Rasio penilaian adalah ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan, karena mencerminkan pengaruh gabungan dari hasil pengembalian dan resiko. Rasio ini juga mengukur kemampuan manajemen untuk mencapai nilai-nilai pasar yang melebihi pengeluaran kas, meliputi: Harga/Laba, Nilai Pasar Ekuitas/Nilai Buku Ekuitas, Hasil Dividen + Keuntungan Modal (Hasil pengembalian pemegang saham).

2. Ukuran Efisiensi Operasi

a. *Manajemen Aktiva dan Investasi*: Mengukur seberapa efektif perusahaan dapat memanfaatkan investasi dan sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya. Investasi dilakukan untuk menghasilkan penjualan yang menguntungkan. Oleh karena itu,

pencapaian penjualan yang menguntungkan memerlukan pelaksanaan investasi yang sehat, meliputi: Harga Pokok Penjualan/Persediaan, Periode Penagihan Rata-Rata, Penjualan/Aktiva tetap, Penjualan/Total Modal, Penjualan/ Total Aktiva, Perubahan Total Modal/Total Modal.

b. *Manajemen Bebar*: Mengukur seberapa efektif perusahaan dalam mengendalikan biaya, meliputi: Laba Kotor/Penjualan, Beban Pemasaran & Administrasi/Penjualan, Biaya Tenaga Kerja/Penjualan, Tingkat Pertumbuhan Karyawan, Beban Pensiun per Karyawan, Beban Riset dan Pengembangan/ Penjualan.

3. *Ukuran Kebijakan Keuangan*:

a. *Rasio Leverage*: Mengukur sebatas mana total aktiva dibiayai oleh pemilik jika dibandingkan dengan pembiayaan yang disediakan oleh para kreditur, meliputi: Total Aktiva/Nilai Buku Ekuitas, Hutang Berbeban Bunga (IBD)/Total Modal, IBD/Total Modal Dengan Nilai Pasar, Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT)/Beban Bunga, EBIT + Beban Lease/Beban Tetap, IBD/Dana dari Operasi.

b. *Rasio Likuiditas*: Mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya yang jatuh tempo, meliputi: Aktiva Lancar/Hutang Lancar (Rasio Lancar), Aktiva Lancar – Persediaan/ Hutang Lancar (Quick Ratio), Kenaikan Laba Ditahan + Penyusutan/ Investasi.

Dengan mengadopsi dari beberapa penelitian yang telah dilakukan serta kajian tentang rasio-rasio keuangan, maka analisis kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini menggunakan alat-alat analisa, sebagai yang tercantum pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2: Rasio Keuangan yang Digunakan Sebagai Variabel Bebas

Rasio Keuangan	Variabel	Keterangan
a. Liquidity Ratio	<i>Current Ratio</i>	$CR = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$
	<i>Quick Ratio</i>	$QR = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Hutang Lancar}}$
b. Activity Ratio	<i>Inventory Turnover Ratio</i>	$ITR = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Persediaan}}$
	<i>Fixed Assets Turnover</i>	$FAT = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aktiva Tetap (Bersih)}}$
	<i>Total Assets Turnover</i>	$TATO = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$
c. Leverage Ratio	<i>Debt Ratio</i>	$DR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$
	<i>Total Debt to Equity Ratio</i>	$TDER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}}$
d. Profitability Ratio	<i>Net Profit Margin</i>	$NPM = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan Bersih}}$
	<i>Return on Investment</i>	$ROI = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$
	<i>Return on Equity</i>	$ROE = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Modal sendiri}}$
	<i>Rentabilitas Ekonomis</i>	$\text{Earning Power} = \frac{\text{Laba Usaha atau EBIT}}{\text{Total Aktiva}}$
e. Rasio Nilai Pasar	<i>Price Earning Ratio</i>	$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{Harga Per Saham}}{\text{Laba Per Saham}}$
	<i>Earning/share</i>	$EPS = \frac{EAT}{\text{Total Share}}$

Sumber: Hasil Penelitian Terdahulu dan Kajian Teoritis Hal. 10-43

Meskipun analisis rasio dapat menghasilkan informasi yang bermanfaat sehubungan dengan operasi dan keadaan keuangan perusahaan, namun di dalamnya terdapat masalah dan keterbatasan yang memerlukan kehati-hatian dan pertimbangan.

Senada dengan hal tersebut, Weston *et al.* (1990) menyatakan manfaat analisis rasio sebagai berikut:

- 1) Bagi manajer, digunakan rasio-rasio tersebut untuk menganalisis, mengendalikan, dan memperbaiki operasi perusahaan.
- 2) Bagi analis kredit, menganalisis rasio untuk menentukan kemampuan suatu perusahaan membayar hutangnya.
- 3) Bagi analis sekuritas, yaitu analis saham yang berkepentingan atas efisiensi dan prospek pertumbuhan perusahaan, dan analis obligasi yang berkepentingan atas kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dan pokok obligasi serta nilai likuidasi aktiva dalam hal terjadinya kepailitan.

Sementara itu, kelemahan analisis rasio adalah sebagai berikut:

- 1) Banyak perusahaan besar mengoperasikan beberapa divisi yang berbeda pada industri yang sangat berlainan, dalam hal keadaan semacam ini sukarlah untuk mendapatkan rata-rata industri yang bisa digunakan sebagai bahan pembandingan yang tepat.
- 2) Hampir semua perusahaan ingin berprestasi di atas rata-rata, meskipun pada kenyataannya separuh akan di bawah dan separuh lagi di atas rata-rata, sehingga pencapaian prestasi rata-rata semata belumlah harus dinyatakan baik.
- 3) Inflasi menyebabkan distorsi besar pada neraca, nilai yang tercatat di neraca kerap kali sangat berbeda dengan nilai yang sebenarnya.
- 4) Faktor-faktor musiman juga dapat menyebabkan ketimpangan pada analisis rasio.
- 5) Perusahaan dapat menggunakan teknik "*Window Dressing*" yaitu teknik untuk mempercantik laporan keuangan, agar laporan keuangannya kelihatan lebih baik bagi analis kredit, padahal perbaikan tersebut hanyalah merupakan pengelabuan.
- 6) Perbedaan praktek akuntansi dan operasi bisa menyebabkan distorsi dalam perbandingan.
- 7) Terdapat kesulitan untuk menetapkan secara pasti apakah rasio itu baik atau buruk.

- 8) Suatu perusahaan bisa mempunyai sejumlah rasio yang kelihatan “baik” sedangkan rasio lainnya “jelek”, sehingga sulit untuk mengatakan apakah secara keseluruhan perusahaan ini baik atau buruk.

Untuk mengatasi kelemahan di atas, maka dapat dilakukan cara-cara berikut ini:

- 1) Adanya ukuran standart sebagai dasar penilaian perusahaan berprestasi baik atau buruk.
- 2) Hendaknya penilaian didasarkan pada kelompok industri yang sama karakteristiknya, sehingga akan dapat diperoleh nilai rata-rata industri dengan tepat.
- 3) Dalam penyusunan laporan keuangannya, hendaknya disusun berdasarkan acuan standart akuntansi, sehingga akan diperoleh standart penilaian yang sama.
- 4) Menggunakan prosedur statistik untuk menganalisis pengaruh penuh dari serangkaian rasio keuangan.
- 5) Penilaian kinerja perusahaan tidak hanya diukur dari kinerja keuangannya, tetapi banyak faktor yang bisa digunakannya.
- 6) Gejala ekonomi, inflasi, krisis, dll. harus diperhitungkan, untuk menghindari distorsi pada penilaian nilai sebenarnya dan nilai buku.

Sementara itu perusahaan manufaktur sebagai perusahaan industri yakni mengolah bahan mentah menjadi barang jadi atau setengah jadi, sangat tergantung pada pemasokan bahan material sebagai bahan dasar utama dalam proses produksinya, yang mana pada saat terjadinya krisis ekonomi mengalami peningkatan harga pada pemasokan bahan mentah, yang berpengaruh terhadap keuntungan yang diperoleh, belum lagi masalah kewajiban pembayaran hutang yang jatuh tempo, ditambah kurs Dollar yang sangat tinggi.

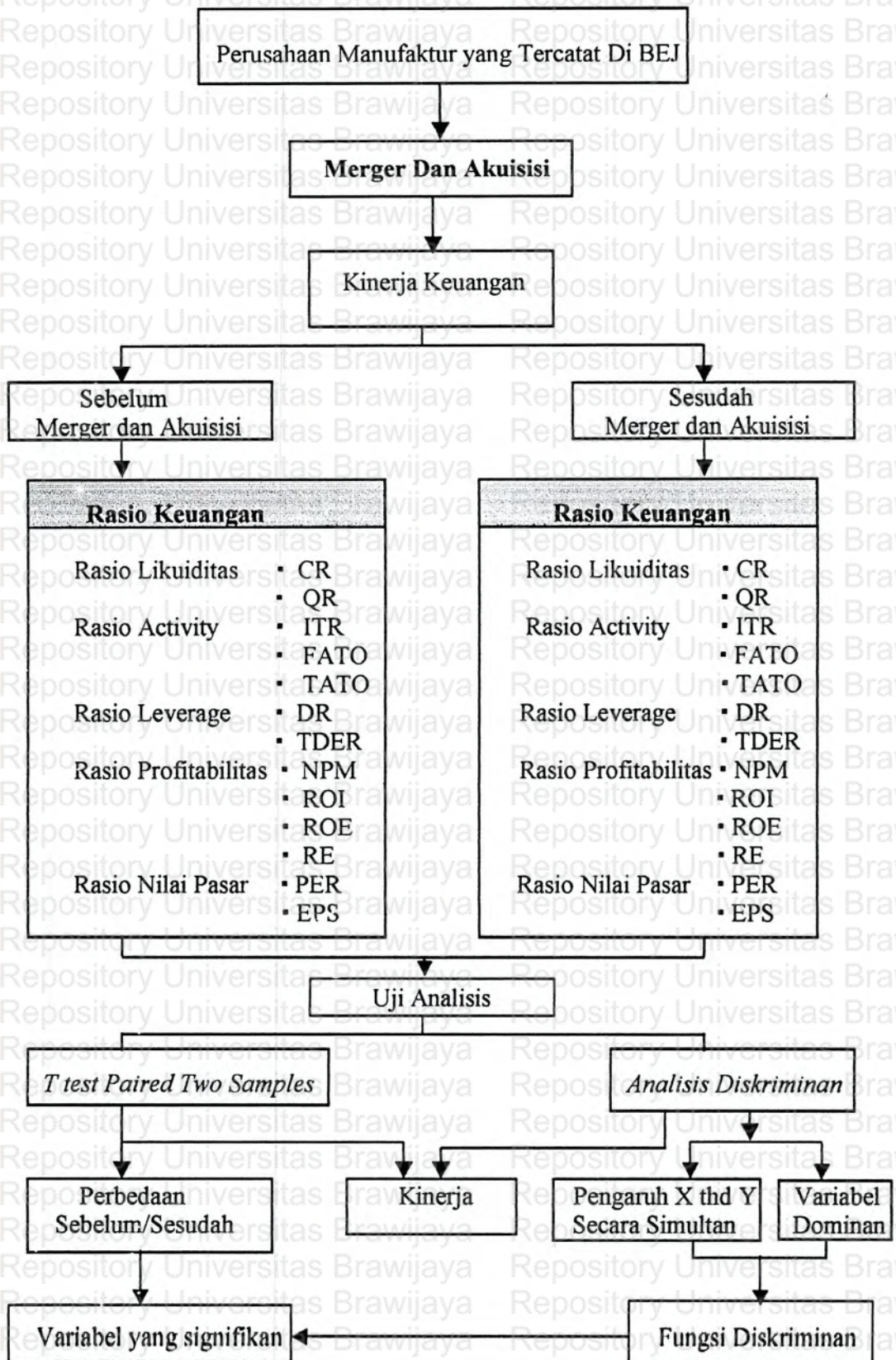
Selanjutnya Syamsuddin (1994) menyatakan bahwa pada dasarnya ada dua cara yang dapat dilakukan untuk membandingkan rasio finansial perusahaan, dimana hasilnya akan dapat memberikan pengukuran relatif dari operasional perusahaan. Dua pendekatan yang digunakan untuk membandingkan rasio finansial perusahaan tersebut adalah:

1. **Cross sectional approach**, merupakan cara untuk mengevaluasi dengan jalan membandingkan rasio-rasio antara perusahaan yang satu dengan yang lain yang sejenis pada saat yang bersamaan. Dengan pendekatan ini dapat diketahui seberapa baik atau buruk perusahaan dibandingkan dengan perusahaan sejenis, atau dengan rata-rata industri.
2. **Time series analysis**, merupakan cara untuk mengevaluasi dengan jalan membandingkan rasio finansial perusahaan dari satu periode ke periode yang lain. Perbandingan antara rasio yang dicapai saat ini dengan rasio yang lalu akan memperlihatkan apakah perusahaan mengalami kemajuan atau kemunduran. *Time series analysis* sangat membantu dalam menilai kewajaran dari laporan keuangan yang diproyeksikan.

2.3 Kerangka Pikir Penelitian

Penelitian ini selain mengacu pada pendapat Martono (2002) dan Gie (1992), juga berdasar penelitian yang telah dilakukan oleh Steven (1973); Nurdin (1995) dan Vennet (1996) bahwa merger dan akuisisi mempunyai kontribusi dalam meningkatkan prestasi kinerja keuangan perusahaan, serta dapat menimbulkan sinergi, baik operasional, sinergi keuangan maupun manajemen, sehingga perusahaan menjadi efisien dalam kegiatan operasional. Akibat selanjutnya kinerja keuangan perusahaan yang dicerminkan oleh rasio keuangan menjadi lebih baik. Jika rasio keuangan perusahaan sesudah merger dan akuisisi lebih baik dibanding sebelum merger dan akuisisi, akan mengindikasikan bahwa strategi merger dan akuisisi mampu memberikan makna bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya, serta merupakan strategi bisnis yang perlu dikembangkan. Untuk mengetahui lebih lanjut bagaimanakah dampak yang ditimbulkan dari Merger dan Akuisisi, dapat dilihat dari perbandingan kinerja antara sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi, seperti digambarkan dalam kerangka pikir penelitian berikut ini:

Gambar 1 : Kerangka Pikir Penelitian



2.4 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, landasan teori yang ada dan juga hasil penelitian terdahulu, serta kerangka pemikiran, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H₁₋₁: Diduga bahwa kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi terdapat perbedaan.
- H₁₋₂: Diduga bahwa ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar pada perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah pelaksanaan merger dan akuisisi.
- H₁₋₃: Diduga bahwa rasio likuiditas akan memberikan kontribusi dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.



III. METODE PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Untuk mencapai tujuan penelitian ini dilakukan survey dengan pendekatan *explanatory*, yaitu untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian melalui pengujian hipotesis (Singarimbun dan Effendy, 1995), dengan melakukan analisis perbandingan antara satu kelompok dengan kelompok yang lain. Sehingga penelitian ini, mencoba untuk mencari hubungan antar variabel, yakni mencari perbedaan yang ditimbulkan dari peristiwa merger dan akuisisi. Sedangkan karakteristik penelitian ini bersifat *extended replication*, artinya penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan penelitian yang sudah ada, dan hasil uji hipotesis harus didukung oleh penelitian-penelitian sebelumnya, yang diulang dengan kondisi lain yang kurang lebih sama.

Jenis penelitian yang akan dilakukan adalah penelitian kuantitatif, yang bertujuan untuk menguji hipotesis tentang analisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, digunakan uji statistik parametrik, yaitu dengan menguji parameter-parameter sampel untuk memperkirakan parameter populasi. Metode statistik yang digunakan adalah *t-test paired two samples* untuk menguji hipotesis_{1,1} dan analisis diskriminan untuk menguji dan membuktikan hipotesis_{1,2} dan hipotesis_{1,3}.

Perusahaan yang dijadikan obyek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang pernah melakukan merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta (BEJ), sedangkan sampelnya adalah perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di antara tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Digunakannya obyek di BEJ, karena BEJ selain merupakan bursa efek terbesar di Indonesia, juga merupakan salah satu bursa efek yang memuat daftar perusahaan yang *go publik* dan untuk perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi umumnya perusahaan tersebut telah *go publik* terlebih dahulu. Sedangkan adanya

pembatasan tahun dalam penelitian ini, karena pada akhir 1997 Indonesia telah dilanda krisis ekonomi, yang mana hal ini memungkinkan perusahaan perlu untuk melakukan merger dan akuisisi, sebagai strategi mempertahankan eksistensinya usahanya, selain itu mengingat dalam penelitian ini melihat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah 2 tahun dilaksanakan Merger dan Akuisisi, maka tahun penelitian dibatasi sampai pada tahun 1999, karena untuk melihat laporan keuangan kegiatan tahun 2002, belum dipublikasikan pada saat dilakukan penelitian ini. Sementara itu, alasan penggunaan perusahaan manufaktur adalah karena perusahaan manufaktur tak terhindar dari krisis, bahkan menurut Badan Pusat Statistik Indonesia (BPS) tahun 1999, sektor usaha yang paling merasakan dampak krisis adalah sektor manufaktur yang disebabkan oleh adanya biaya input (misal: bahan baku) yang mencapai 85%. Padahal sebelum krisis perusahaan manufaktur mengalami perkembangan, terlihat dari tingkat perkembangan modal sendiri yang bernilai positif.

Dimensi waktu yang digunakan adalah satu waktu yang mewakili kejadian-kejadian merger dan akuisisi selama periode tahun 1997 s.d. tahun 1999. Dengan pertimbangan dalam periode tersebut masih memungkinkan melakukan pengamatan tentang kinerja dari dampak yang ditimbulkan keputusan merger dan akuisisi, khususnya pada saat krisis ekonomi.

Sumber data yang digunakan adalah data skunder, yaitu data yang diperoleh dari pihak lain dalam bentuk sudah jadi berupa publikasi. Dengan demikian sifat peneliti menerima apa adanya dari data yang diperoleh, tentunya perlu hati-hati dan selektif dalam pengambilan datanya, supaya kesimpulan yang diambil tidak salah. Sedangkan pendekatan data yang digunakan adalah "*time series*" dan "*cross section*", yang tujuannya untuk memperoleh *pooled data*.

3.2. Populasi dan Sampel

Hasan (2002) menyatakan bahwa Populasi adalah totalitas dari semua obyek atau individu yang memiliki karakteristik tertentu, jelas dan lengkap yang akan diteliti.

Obyek atau nilai yang akan diteliti dalam populasi disebut unit analisis atau elemen populasi. Unit analisis tersebut dapat berupa orang, perusahaan, media dan lain sebagainya. Sesuai dengan batasan yang telah dikemukakan, maka populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang pernah melakukan Merger dan Akuisisi. Dari populasi tersebut, dipilih sampel dengan teknik *purposive sampling type judgement sampling* artinya subyek dipilih berdasarkan pertimbangan peneliti, dimana anggota sampel yang diambil harus memenuhi kriteria-kriteria berikut ini, seperti pada tabel 3 berikut ini:

Tabel 3: Proses Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah	Prosentase
1. Perusahaan manufaktur yang melakukan Merger dan Akuisisi periode tahun 1997 s.d. 1999	30	100%
2. Telah terdaftar di BEJ terlebih lebih dahulu, sebelum melaksanakan Merger dan Akuisisi	30	100%
3. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah Merger dan Akuisisi per tanggal 31 Desember atau data lengkap untuk tujuan analisis	27	90%

Dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka sampel dalam penelitian ini berjumlah 27 (Lampiran 1) perusahaan manufaktur yang dijadikan subyek penelitian.

3.3. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari data skunder. Data skunder ini diperoleh dari berbagai sumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang tersedia di BEJ, Pusat Data Bisnis Indonesia, dan Publikasi laporan Keuangan. Guna melengkapi kajian pustaka yang relevan dengan judul penelitian ini,

maka juga dikumpulkan data dan atau informasi dari berbagai sumber bacaan, seperti manajemen keuangan, majalah-majalah, jurnal, surat kabar, internet dan sebagainya.

Berbagai jenis data dan sumber data disajikan pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4: Sumber Pengumpulan Data

Data	Sumber Data
Tanggal listing perusahaan publik di BEJ	Pusat Data Bisnis Indonesia & Internet
Tanggal perusahaan melakukan M & A	Pusat Data Bisnis Indonesia Harian Suara Indonesia Harian Bisnis Indonesia Harian Ekonomi Neraca
Laporan keuangan	<i>Indonesian Capital Market Directory</i> Jurnal Pasar Modal Indonesia <i>Annual Report</i> BEJ

Sedangkan teknik pengumpulan data dalam penelitian ini, digunakan data *time series*, yaitu data penelitian yang dikumpulkan dari suatu obyek secara longitudinal atau pada beberapa waktu secara runtun (*series*) dan data *cross sectional* yaitu cara untuk mengevaluasi dengan jalan membandingkan rasio-rasio antara perusahaan yang satu dengan yang lain yang sejenis pada saat yang bersamaan, yang tujuannya untuk *pooled* data. Pengujian atas data *pooled*, dapat meningkatkan daya uji empiris.

3.4. Identifikasi Variabel

Berdasarkan pemikiran peneliti terdahulu dan teori yang ada, maka variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini, dapat dikelompokkan sebagai berikut:

1. Variabel dependen atau variabel terikatnya adalah variabel Z, yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Karena variabel Z merupakan variabel kategori, maka dalam penelitian ini dibagi menjadi 2 (dua) kelompok, yaitu:

kategori 1 = kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi (kurang sehat)

kategori 2 = kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi (sehat)

2. Variabel independen (Variabel bebas) yaitu variabel yang mempengaruhi tingkat kinerja keuangan perusahaan. Variabel-variabel tersebut adalah rasio-rasio keuangan yang terdiri atas 13 variabel bebas, yaitu terdapat pada tabel 5 berikut ini:

Tabel 5: Identifikasi Variabel Independen

<i>Rasio Keuangan</i>	<i>Variabel</i>
<i>a. Liquidity Ratio</i>	▪ <i>Current Ratio (X_1)</i> ▪ <i>Quick Ratio (X_2)</i>
<i>b. Activity Ratio</i>	▪ <i>Inventory Turnover Ratio (X_3)</i> ▪ <i>Fixed Assets Turnover (X_4)</i> ▪ <i>Total Assets Turnover (X_5)</i>
<i>c. Financial Leverage Ratio</i>	▪ <i>Debt Ratio (X_6)</i> ▪ <i>Total Debt to Equity Ratio (X_7)</i>
<i>d. Profitability Ratio</i>	▪ <i>Net Profit Margin (X_8)</i> ▪ <i>Return on Investment (X_9)</i> ▪ <i>Return on Equity (X_{10})</i> ▪ <i>Rentabilitas Ekonomis (X_{11})</i>
<i>e. Rasio Nilai Pasar</i>	▪ <i>Price Earning Ratio (X_{12})</i> ▪ <i>Earning Per Share (X_{13})</i>

3.5. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Berikut ini akan diuraikan definisi operasional variabel-variabel penelitian, yaitu:

1. Variabel dependen atau variabel terikat dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan perusahaan. Kinerja merupakan hasil nyata yang dapat dicapai dan dipergunakan untuk menunjang dicapainya hasil positif. Sehubungan dengan hal ini, maka yang dimaksud dengan kinerja perusahaan merupakan salah satu tolok ukur yang dapat digunakan untuk mengukur prestasi suatu perusahaan. Penilaian kinerja keuangan akan mencerminkan kondisi perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Variabel dependen ini merupakan variabel kategori yang mencerminkan kinerja perusahaan, yaitu:

kategori 1 = kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi (kurang sehat)

kategori 2 = kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi (sehat)

2. Variabel independen atau variabel bebas terdiri dari 13 variabel, yaitu:

a. *Likuidity Ratio (Rasio likuiditas)*

Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya, diukur dari:

(1) *Current Ratio* (X_1) adalah kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya.

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \quad (\text{Martono dan Harjito Agus, 2002})$$

(2) *Quick Ratio* (X_2) adalah alat ukur yang lebih akurat untuk mengukur tingkat likuiditas perusahaan.

$$\text{Quick Ratio (QR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Hutang Lancar}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

b. *Activity Ratio (Pengelolaan aktiva)*

Rasio yang mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktiva, pengelolaan aktiva diukur dari:

(1) *Inventory Turnover Ratio* (X_3) adalah rasio untuk mengukur efektivitas manajemen perusahaan dalam mengelola pemanfaatan persediaan.

$$\text{Inventory Turnover Ratio (ITR)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Persediaan}} \quad (\text{Weston, J.F. dan Brigham, E.F., 1990})$$

(2) *Fixed Assets Turnover* (X_4) adalah rasio untuk mengukur sampai seberapa efektif perusahaan menggunakan pabrik beserta peralatannya.

$$\text{Fixed Assets Turnover (FAT)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aktiva Tetap (Bersih)}} \quad (\text{Weston et al., 1990})$$

- (3) *Total Assets Turnover* (X_5) adalah rasio untuk mengukur perputaran atau pemanfaatan dari semua aktiva perusahaan.

$$\text{Total Assets Turnover (TATO)} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \quad (\text{Weston et al., 1990})$$

b. Financial Leverage Ratio (Rasio pengelolaan hutang)

Rasio yang mengukur seberapa banyak perusahaan menggunakan dana dari hutang (pinjaman), diukur dari:

- (1) *Debt Ratio* (X_6) adalah rasio hutang yang mengukur berapa % assets perusahaan yang dibelanjai dengan hutang, atau berapa bagian dari aktiva yang digunakan untuk menjamin hutang.

$$\text{Debt Ratio (DR)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

- (2) *Total Debt to Equity Ratio* (X_7) adalah rasio untuk mengukur berapa besar modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang.

$$\text{Total Debt to Equity Ratio (TDER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

d. Profitability Ratio (Rasio profitabilitas)

Merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari penggunaan modalnya, rasio ini diukur dari:

- (1) *Net Profit Margin* (X_8) adalah rasio ini menunjukkan sejauhmana perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu.

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan Bersih}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

- (2) *Return on Investment* (X_9) adalah rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat assets yang tertentu.

$$\text{Return on Investment (ROI)} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

(3) *Return on Equity* (X_{10}) adalah rasio ini mengukur tingkat pengembalian atas investasi bagi pemegang saham biasa.

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Modal sendiri}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

(4) *Rentabilitas Ekonomis* (X_{11}) atau disebut juga *basic earning power ratio* adalah rasio yang menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi.

$$\text{Rentabilitas Ekonomis (RE)} = \frac{\text{Laba Usaha atau EBIT}}{\text{Total Aktiva}} \quad (\text{Martono dkk, 2002})$$

e. *Rasio Nilai Pasar*, rasio yang mengkaitkan harga saham perusahaan dengan labanya dan dengan nilai buku per saham, diukur dari:

(1) *Price Earning Ratio* (X_{12}) adalah rasio harga persaham terhadap laba per saham.

$$\text{Price Earning Ratio (P/E)} = \frac{\text{Harga Per Saham}}{\text{Laba Per Saham}} \quad (\text{Weston J.F. \& Copeland T.E., 1995})$$

(2) *Earning Per Share* (X_{13}) adalah untuk mengukur pendapatan pemegang saham yang merupakan bagian laba yang menjadi hak saham setelah pajak dan dividen.

$$\text{Earning/share (EPS)} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Share}} \quad (\text{Weston et al., 1995})$$

3.6. Analisis Data

3.6.1 Model Analisis

Untuk menganalisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, digunakan data selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah melakukan merger dan akuisisi. Selanjutnya, data yang diperoleh akan diuji normalitasnya dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*, supaya diperoleh alat analisis yang tepat, dengan taraf signifikansi 0,05.

Dalam penelitian ini menggunakan *t-test paired two samples for means* sebelum setelah (*before after t test*) atau uji t dua sampel berpasangan (*paired t test*), untuk membuktikan hipotesa pertama yang menyatakan “diduga bahwa kinerja keuangan

perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi terdapat perbedaan”, teknik pengolahan data untuk membuktikan hipotesis₁₋₁ ini menggunakan program komputer SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) for MS Windows Release 11.0.

Sedangkan untuk membuktikan hipotesa₁₋₂ yang menyatakan “diduga bahwa ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”, dan hipotesa₁₋₃ yang menyatakan “diduga bahwa rasio likuiditas akan memberikan kontribusi dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”, maka model analisis yang dipergunakan yaitu *ratio financial* perusahaan dengan metode statistiknya adalah *Discriminant Analysis* dengan teknik pengolahan menggunakan SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) for MS Windows Release 11.0, asumsi yang mendasari penggunaan analisis diskriminan adalah data harus mempunyai sifat *Multivariate Normality* untuk variabel independennya dan uji Multikolineritas. Adapun model yang digunakan dalam analisis diskriminan adalah:

$$Z = A_1 X_1 + A_2 X_2 + A_3 X_3 + \dots + A_{13} X_{13}$$

Dimana: Z = Z score

A_{1-13} = Koefisien yang mencerminkan bobot dari masing-masing variabel

X_1 = Current Ratio (CR)

X_2 = Quick Ratio (QR)

X_3 = Inventory Turnover Ratio (ITR)

X_4 = Fixed Assets Turnover (FAT)

X_5 = Total Assets Turnover (TATO)

X_6 = Debt Ratio (DR)

X_7 = Total Debt to Equity Ratio (TDER)

X_8 = Net Profit Margin (NPM)

X_9 = Return on Investment (ROI)

X_{10} = Return on Equity (ROE)

X_{11} = Rentabilitas Ekonomis (RE)

X_{12} = Price Earning Ratio (PER)

X_{13} = Earning/Share (EPS)

Analisis diskriminan menurut Hair (1992) adalah *"Discriminant analysis is the appropriate statistical technique when the independent variable is categorical (nominal or nonmetric) and the independent variable are metric"*. Lebih lanjut Hair (1992) dalam Multivariate Data Analysis, membagi analisis diskriminan terdiri tiga tahap:

1. Tahap Pertama: Derivasi

Tahap derivasi terdiri dari:

- 1) Memilih variabel, dalam memilih variabel ditentukan dahulu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen berbentuk kategori (*categorical variable*) yaitu "kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi" dan "kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi", yang dinyatakan dalam Z score. Sedangkan variabel independennya berbentuk matrik yang berupa rasio-rasio kinerja keuangan perusahaan yang terdiri dari tiga belas rasio keuangan yaitu CR (X1), QR (X2), ITR (X3), FAT (X4), TATO (X5), DR (X6), TDER (X7), NPM (X8), ROI (X9), ROE (X10), RE (X11), PER (X12), dan EPS (X13).

2) Sample Devision

Dalam langkah ini merupakan pengelompokan data sampel yang digunakan (*split-sample*). Data "kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi" dicirikan dengan angka 1 (satu), sedangkan "kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi" dicirikan dengan angka 2 (dua).

- 3) *Computational Method* yaitu metode yang digunakan dalam mengkuantifikasikan data yang digunakan (menghitung koefisien variabel independen). Ada dua metode yang

- 3) *Computational Method* yaitu metode yang digunakan dalam mengkuantifikasikan data yang digunakan (menghitung koefisien variabel independen). Ada dua metode yang diterapkan yaitu metode simultan (*simultaneous method*) dan metode parsial (*stepwise method*). Metode simultan (*simultaneous method*) digunakan untuk menentukan pengaruh variabel independen secara serempak terhadap variabel dependen, sedangkan metode *stepwise* digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen satu persatu. Adapun dalam penelitian ini dipergunakan metode simultan atau metode secara langsung.
- 4) *Statistical Significance* yaitu menentukan kriteria tingkat signifikansinya (*level of significance*, kriteria dalam penelitian sosial adalah 5%.
- 5) Membuktikan tepat tidaknya pengelompokan sampel dalam kategori kinerja perusahaan sebelum merger dan akuisisi, dan kinerja perusahaan sesudah merger dan akuisisi dengan cara membandingkan kelompok pertama (*analysis sample*) dengan kelompok kedua (*holdout sample*).

2. Tahap Dua : Validasi

Pada tahap ini merupakan tahap pengembangan dan mengevaluasi lebih jauh keakuratan prediksi dalam fungsi diskriminan. Tahap validasi ini meliputi:

- 1) Pengembangan pengklasifikasian matrik
Pengujian ini dilakukan dengan membuktikan apakah posisi setiap variabel independen terpilih berada pada tingkatan yang tepat. Untuk mengetahui hal tersebut digunakan paket program SPSS dengan uji wilks' lamda dan uji F.
- 2) Menentukan cutting score
Penentuan cutting score bertujuan untuk menguji tepat tidaknya pengelompokan sampel dalam kelompok kurang sehat dan sehat (sebagai batas antara 2 kelompok).
Untuk menguji hasil tersebut dapat menggunakan rumus berikut ini:

Jika pengelompokkan perusahaan mempunyai ukuran yang sama, maka digunakan cutting score:

$$Z_{ct} = \frac{Z_1 + Z_2}{2}$$

Dimana:

Z_{ct} = Nilai kritis cutting score untuk kelompok yang mempunyai ukuran yang sama

Z_1 = Centroid untuk kelompok 1

Z_2 = Centroid untuk kelompok 2

Jika kedua kelompok tersebut mempunyai ukuran yang tidak sama, rumus yang digunakan adalah:

$$Z_{cu} = \frac{N_A Z_A + N_B Z_B}{N_A + N_B}$$

Dimana : Z_{cu} = Nilai kritis cutting score untuk kelompok yang mempunyai ukuran yang tidak sama

N_A = Jumlah anggota kelompok A

N_B = Jumlah anggota kelompok B

Z_A = Centroid untuk kelompok A

Z_B = Centroid untuk kelompok B

Jika *cutting score* = 0, artinya pengelompokan benar

Jika *cutting score* $\neq$ 0, artinya pengelompokan kurang benar

3) Membentuk pengklasifikasian matrik

Sebelum membuat matriks klasifikasi, terlebih dahulu mengelompokkan masing-masing individu kedalam masing-masing kelompok berdasarkan nilai diskriminan masing-masing, kemudian membandingkannya dengan nilai critical cutting score.

Adapun cara pengelompokkannya sebagai berikut:

- Termasuk dalam kelompok 1 jika $Z_n < Z_{ct}$
- Termasuk dalam kelompok 2 apabila $Z_n > Z_{ct}$

Dimana: Z_n = Discriminant Z score untuk individu ke-n.

Z_{ct} = Nilai critical cutting score

4) Chance Model

Jika ukuran sampel dari kelompok adalah sama, untuk penentuan dari pengklasifikasian pertukaran adalah lebih sederhana, yaitu dengan formula:

$C_m = \frac{1}{\text{Jumlah kelompok}}$, dengan probabilitas masing-masing kelompok 0,50.

Chance model digunakan untuk mengetahui besarnya prosentase pengelompokkan secara tepat tanpa menggunakan fungsi diskriminan.

Jika ukuran kelompok tidak sama, maka digunakan formula:

$$C_m = p^2 + (1 - p)^2$$

Dimana:

P = Proporsi dari individual dalam kelompok 1

$(1 - p)$ = Proporsi dari individual dalam kelompok 2

Jika $C_m <$ nilai maksimum C_m , maka prosentase keakuratan pengelompokkan dapat diterima.

5) Keakuratan pengelompokkan relatif dari pada chance

Press'Q statistik adalah untuk uji kekuatan diskriminatif dari pengklasifikasian matrik dibandingkan dengan model chance (C_m). Alat ini digunakan untuk membandingkan

jumlah pengklasifikasian yang benar dengan total ukuran sampel dan jumlah kelompoknya. Dari hasil yang diperoleh dibandingkan dengan nilai kritis (*Chi-Square value* untuk tingkat kebebasan/*degree of freedom* 0,05).

$$\text{Formula: Press'Q} = \frac{[N - (n \times K)]^2}{N(K - 1)}$$

Dimana:

N = Total ukuran sampel

n = Jumlah observasi yang diklasifikasikan secara benar

K = Jumlah kelompok

Apabila nilai $\text{press's } Q > \text{Critical Value}$ berarti keakuratan pengelompokan dapat diterima, dan apabila nilai Press'Q untuk analysis sample dan holout sample $> \text{Critical Value}$ berarti pengelompokan bersifat konsisten.

3. Tahap Tiga : Interpretasi

Dalam tahap ini digunakan untuk memberikan arti dari hasil yang diperoleh pada tahap-tahap sebelumnya dengan menginterpretasikan ketiga faktor dibawah ini:

1) Menginterpretasi koefisien diskriminan (*Discriminant Weight*)

Menginterpretasikan koefisien diskriminan baik dilihat dari arah maupun besarnya koefisien. Interpretasi ini diperlukan terutama untuk membuktikan hipotesis yang ketiga. Ada dua koefisien diskriminan yang dapat diinterpretasikan dari faktor ini yaitu *standardized coefficient* dan *unstandardized coefficient*. *Standardized coefficient* digunakan untuk mengetahui variabel mana yang paling dominan perbedaannya dengan melihat koefisien yang terbesar, sedangkan *unstandardized coefficient* digunakan untuk mengetahui peningkatan skor diskriminan pada masing-masing variabel.

2) *Discriminant loading* (struktur hubungan = *Canonical correlation*)

Interpretasi ini digunakan untuk melihat hubungan antara variabel independen dengan fungsi diskriminannya. Jika koefisien korelasinya tinggi berarti menunjukkan hubungan yang erat antara fungsi diskriminan dengan variabel independennya.

3) Nilai F parsial

Nilai F parsial berfungsi untuk menginterpretasikan kekuatan variabel pembeda dari variabel bebas, nilai F yang besar menunjukkan adanya tingkat signifikansi yang tinggi.

3.6.2 Pengujian Hipotesis

Dalam melakukan pengujian terhadap hipotesis pertama “diduga bahwa kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi terdapat perbedaan”, dilakukan dengan menggunakan *t-test: paired two samples for means* sebelum dan setelah (*before after t test*) atau uji t dua sampel berpasangan (*paired t test*), untuk mencari perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi secara nyata. Dengan menggunakan bantuan SPSS for MS Windows Release 11.0, maka jika mempunyai nilai signifikansi 2-tailed lebih kecil dari 0,05, maka H_{0-1} ditolak dan H_{1-1} diterima.

Untuk pembuktian hipotesa kedua yang menyatakan “diduga bahwa ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”, digunakan uji diskriminan dengan metode langsung dan jika mempunyai nilai Wilks’ Lamda kecil, F-Ratio besar dan signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka H_{0-2} ditolak dan H_{1-2} diterima.

Selanjutnya untuk membuktikan hipotesa ketiga menyatakan bahwa “diduga rasio likuiditas akan memberikan kontribusi dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”. Dalam menjawab hipotesis₁₋₃ ini, model analisis yang dipergunakan adalah *ratio financial* perusahaan dengan metode statistiknya adalah *Discriminant Analysis* dengan teknik pengolahan menggunakan SPSS for MS Windows Release 11.0, melalui uji *Wilk’s Lamda*, *F ratio* dan signifikansi. Nilai F yang besar menunjukkan kekuatan diskriminan yang semakin besar atau menunjukkan tingkat signifikansi yang tinggi. Nilai F ini juga menunjukkan tingkat signifikansi dari setiap variabel. F-Ratio terbesar dengan *Wilks’ Lamda* terkecil dibawah taraf signifikansi 5% berarti mempunyai kemampuan pembeda yang besar.

IV. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

4.1. Gambaran Umum Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Sebagai sampel

Krisis ekonomi yang berawal dari krisis moneter sejak pertengahan tahun 1997 yang lalu telah memangkas kinerja perusahaan publik (emiten) secara drastis, hanya sebagian kecil yang mampu menyelamatkan diri dari kondisi ini, sedang sebagian besar emiten yang lain akan ambruk. Untuk memperbaiki kinerja, maka emiten telah melakukan serangkaian tindakan baik itu efisiensi, konsolidasi usaha, mengundang investor masuk atau melakukan merger dan akuisisi. Termasuk perusahaan manufaktur yang cukup signifikan terkena imbas dari krisis ekonomi dan terancam pada masalah kebangkrutan.

Era peleburan dan penggabungan usaha (merger) perusahaan publik tidak lagi merupakan hal yang tidak mungkin dilakukan. Dulu emiten mengalihkan upaya merger dengan aliansi strategis karena belum tersedianya instrumen peraturan tentang merger antar emiten. Kini piranti lunak berupa peraturan untuk itu telah ada, sehingga emiten cenderung dilanda gelombang merger, bahkan tampaknya merger telah menjadi trend untuk menghadapi kondisi ekonomi yang tidak menentu akibat krisis yang berkepanjangan. Logikanya dengan merger asset perusahaan menjadi lebih besar, sehingga bisa memancing para investor masuk, karena emiten “baru” tersebut telah mampu memberikan harapan. Realitanya memang investor asing sangat mempertimbangkan emiten yang besar, kemapaman dan pangsa pasar perusahaan yang jelas. Lebih lanjut tahun 1999 adalah tahun yang penuh tantangan bagi perseroan. Banyak perubahan penting dibidang politik, sosial dan ekonomi turut menghadirkan berbagai dampak pada kelangsungan hidup perseroan, hal ini menuntut perseroan untuk meninjau strategi, sekaligus mengambil langkah-langkah taktis demi kelangsungan bisnis, terjaminnya kesejahteraan karyawan, serta menjalin mitra bisnis menjadi prioritas utama, maka strategi perusahaan untuk melakukan penggabungan usaha di tengah terpaan badai

krisis ekonomi ini, patut dipertimbangkan dan dapat dijadikan alternatif untuk menghindari kebangkrutan. Berikut akan diuraikan secara ringkas tentang keadaan umum dari masing-masing sampel yang dipilih.

♥ PT. Indofood Sukses Makmur

Perusahaan didirikan tanggal 14-08-1990 dengan nama PT. Pangan Jaya Inti Kusuma berdasarkan akta Notaris Benny Kristianto, SH. No. 228. Disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia. Jenis usahanya terdiri dari produksi mie, penggilingan tepung, kemasan, jasa manajemen dan penelitian pengembangan. Perusahaan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1990.

Indofood senantiasa menghasilkan produk dengan aneka ragam cita rasa, selera yang digemari oleh setiap individu, dan dapat dinikmati secara terus menerus, selalu menumbuhkembangkan penyajian pilihan dan keanekaragaman. Perseroan menghadirkan bagi para konsumennya di 37 negara makan olahan bermerek yang nyaman dengan cita rasa serta bumbu penyedap yang digemari. Perseroan memandang persaingan sebagai suatu hal yang positif, karena menjadikan perseroan lebih kreatif.

♥ PT. Astra Graphia

Berawal pada tahun 1971 sebagai Divisi Xerox PT. Astra Internasional yang memasarkan dan melakukan pelayanan purna jual mesin fotokopi Xerox secara eksklusif di seluruh Indonesia, perseroan berkembang dan memisahkan diri sebagai perusahaan yang mandiri tahun 1976, bernama PT. Astra Graphia. Perseroan menjadi perusahaan publik sejak tahun 1989, pada akhir Desember 1999 saham sebanyak 130.687.500 lembar saham dimiliki oleh Publik (29,9%) dan Astra Internasional (79,1%). Perseroan menangani 2 bidang usaha (informasi dan barang konsumsi). Kepuasan pelanggan merupakan tolok ukur terpenting dalam menilai keberhasilan usaha. Perseroan telah menempatkan di posisi terbaik untuk kategori "Service

Management Model". Ini mendukung visi sebagai penyedia "*Solusi Tepat Teknologi Informasi*" bagi pelanggan untuk menjadi integrator sistem terbaik tahun 2000.

♥ PT. Multipolar Corporation

Berawal dari tahun 1975 sebagai perusahaan penjual peralatan dan distributor Monroe Accounting Machine, PT. Multipolar Corporation telah sukses mangukir pengalaman selama 2 dasawarsa lebih di sektor industri teknologi informasi. Perseroan telah berkembang menjadi perusahaan penyedia sistem korporasi jasa, sistem internet dan *system e. business*. Falsafah dasar secara ringkas dijabarkan dalam $M = IQ^2$, merupakan satu kesatuan sinergi yang tidak dapat dipisahkan, yakni merupakan kepercayaan yang harus diresapi dan merupakan pedoman bertindak bagi seluruh anggota perseroan. *Falsafah 1 = Corporate integrity*, merupakan tata kerja etis yang menjadi sumber kebanggaan anggota perusahaan dan masyarakat. $Q1 = Quality Customer Service$, merupakan pelayanan berkualitas yang memenuhi atau melebihi harapan pelanggan, serta $Q2 = Quality Of Worklife$, yaitu kehidupan kerja berkualitas yang menjadi sumber kehormatan dan pengembangan diri.

♥ PT. Sumalindo Lestari Jaya

Perseroan didirikan pada tanggal 14 April 1980 dimulai dengan mengelola sebuah konsesi hak pengusahaan hutan dan sebuah pabrik kayu lapis di Kaltim. Perseroan berkembang menjadi sebuah industri perkayuan terpadu di Kaltim. yang terdiri dari Hutan Alam (HPI) Hutan Tanaman (HTI), pabrik kayu lapis dan kayu lapis olahan serta pabrik MDF. Perseroan telah memiliki Sertifikat ISO 9002 untuk pabrik MDF dan HTI dan ISO 14001 untuk pabrik kayu lapis.

Visi perusahaan adalah menjadi industri perkayuan terpadu yang paling efisien di Indonesia dengan berfokus pada pengembangan hutan tanaman, meliputi: karyawan yang kompeten dan berintegritas; manajemen profesional yang terbukti tangguh; kepedulian terhadap lingkungan hidup; menjadi produsen panel kayu dan kayu olahan

yang berkualitas dan bernilai tinggi. Sementara itu misinya adalah mengelola industri perkayuan terpadu, mulai dari pabrik kayu lapis, MDF, kayu olahan dan industri kayu yang terkait dengan didukung pasokan bahan baku yang berkesinambungan dan hutan alam (HPI) dan hutan Tanaman (HTI). Perseroan mendorong peran aktif karyawan untuk memperbaiki diri dan menuangkan ide perbaikan guna meningkatkan efisiensi, melalui program Gugus Kendali Mutu atau Total Quality Manajemen (TQM).

♥ PT. Polysindo Eka Perkasa

Perusahaan didirikan tahun 1984 dan saat ini memiliki dua kompleks pabrik, berlokasi di Karawang (Jawa Barat) dan Kaliwungu-Kendal (Jawa Tengah). Perusahaan memproduksi polyester chips, serat bahan pokok dan benang. Melalui kepemilikan mayoritas dari cabang PT Texmaco Jaya, perusahaan juga memproduksi kain textile. Akhir tahun 1995 kapasitas produksi pertahun perusahaan sebesar 50.400 ton polyester chips, 65.000 polyester filament benang dan 7.200 ton polyester bahan pokok serat.

♥ PT. Semen Gresik

PT. Semen Gresik, Tbk. Listing date tanggal 06 Juni 1991 dan merupakan perusahaan produksi semen. Lokasi perusahaan di Gresik (Jawa Timur). Sebagai perusahaan publik, perseroan menyadari bahwa prinsip korporasi yang sehat wajib diterapkan di dalam pengelolaan perusahaan, sehingga penerapan *Good Corporate Governance (GCG)* atau tata kelola perusahaan yang baik telah dilakukan. Bahkan tahun 2001, menjadi tonggak yang penting dimulainya pemberdayaan praktek GCG di perseroan secara menyeluruh dan lebih sistematis. Beberapa penghargaan yang diperoleh perseroan diantaranya adalah *Sertifikat Audit SMK3* yakni penerapan Sistem Manajemen Kesehatan dan Keselamatan Kerja, Penghargaan *Zero Accident* juga diperoleh perseroan, karena berhasil mencapai prestasi nihil kecelakaan kerja di Pabrik Tuban selama 3.775.143 jam kerja. Kepedulian terhadap lingkungan, baik fisik maupun sosial yang merupakan salah satu prinsip GCG selalu dikembangkan oleh perseroan.

♥ PT. Texmaco Perkasa Engineering

Perusahaan berdiri tahun 1982, memproduksi mesin, dan melayani servis mesin. Pabrik perusahaan yang pertama berlokasi di Nolakerto, Jawa Tengah. Pada tahun 1990 perusahaan menjalankan ekspansi dengan membangun pabrik kedua pada lahan seluas 42 Ha berlokasi di pedesaan di Kiarapayung, Jawa Barat. Bangunan dan infrastruktur lain pada pabrik kedua ini total seluas 19 Ha. Perusahaan dengan 40 % saham, bekerjasama dengan BTR Engineering Limited of Australia dalam mendirikan perusahaan join ventura dibawah nama PT. BTR Perkasa Automotive, produsen komponen sedan, kendaraan komersial dan truk.

♥ PT. Unggul Indah Cahaya

Perusahaan didirikan pada tahun 1983 oleh dua konglomerat besar yaitu Sinar Mas Group dan Salim Group. Perusahaan ini didirikan pada tanah seluas 12 hektar di Merak, Jawa Barat, dan memulai operasionalnya pada tahun 1985 dengan kapasitas terpasang sebesar 60.000 metrik ton pertahun, dan merupakan satu-satunya produsen senyawa kimia alkilbenzena di Indonesia dengan bahan baku dari senyawa kimia alkali mentah dan alkali matang. Hampir semua alkylbenzena, bahan baku utama untuk detergent, dijual secara domestik. Sedangkan heavy alkylate dan light alkylate diekspor. Kapasitas produksi perusahaan mencapai 150.000 metrik ton pertahun.

♥ Cahaya Kalbar

PT. Cahaya Kalbar, Tbk. berkedudukan di Jakarta bergerak dalam bisnis minyak Goreng sejak tahun 1968. Pada tahun 1997, perusahaan mengakuisisi beberapa bidang tanah milik beberapa pendiri perseroan dan semua asset PT. Mintawi berupa mesin-mesin produksi, bangunan pabrik beserta peralatannya yang berlokasi di Pontianak, Kalimantan barat. Pabrik tersebut memproduksi minyak lengkawang, minyak shea, minyak goreng, minyak inti sawit dan produk turunannya. Sehingga dengan akuisisi ini akan memperkuat dan memperluas kinerja dengan lebih terjaminnya pasokan bahan baku

utama perseroan, juga memperhatikan sistem pemasaran yang berhati-hati, mengingat kondisi perekonomian di Indonesia yang umumnya masih belum menguntungkan, yaitu tetap menjaga selektivitas terhadap pelanggan baru atau lama, menjaga kepuasan pelanggan dengan memberi layanan purna jual dan informasi produk baru.

♥ PT. Dankos Laboratories

PT. Dankos Laboratories, Tbk. didirikan tanggal 25 maret 1974 merupakan perusahaan yang bergerak di bidang farmasi dan induk dari perusahaan farmasi lainnya.

Perseroan bersama dengan anak perusahaannya menghasilkan dan memasarkan produk farmasi yang meliputi obat bebas (OTC) dan obat resep (Ethical) untuk pemenuhan kebutuhan konsumen di pasar lokal maupun pasar Internasional. Perseroan secara konsisten menerapkan CPOB (Cara Pembuatan Obat Yang Baik) dan ISO 9001, sejak tahun 2000 juga telah secara terus-menerus menerapkan sejumlah "*Best Practice*" yaitu perbaikan yang berkesinambungan, kepuasan pelanggan, 5 R (ringkas, rapi, resik, rawat dan rajin) dan pelatihan, sehingga menjadi budaya perseroan.

Adapun visi perusahaan adalah senantiasa menjadi perusahaan farmasi yang mempunyai komitmen kuat untuk meningkatkan kesehatan masyarakat melalui penerapan ilmu dan teknologi di tingkat nasional dan regional serta sebagai pemberi kerja terbaik. Sedang misinya yaitu sebagai grup perusahaan yang senantiasa melakukan perbaikan yang berkesinambungan untuk menghasilkan produk kesehatan yang berkualitas melalui pengembangan produk yang inovatif, mudah diperoleh dan terjangkau oleh masyarakat.

♥ PT. GT. Kabel Indonesia

PT. GT. Kabel Indonesia, Tbk. (d/h Kabelmetal Indonesia) berdiri tahun 1972 berdasarkan Undang-Undang Penanaman Modal Asing (PMA) dengan mitra bisnis asing, yaitu Kabel-Und Metallwerke Guetehoff Nung shuette AG dari Jerman. GT Kabel adalah salah satu pemasok kabel listrik tegangan rendah dan menengah untuk PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dan pemasok kabel telepon untuk PT. Telekomunikasi

Indonesia, Tbk. (Telkom). Tahun 1997 perusahaan memperoleh Sertifikat ISO 14001 untuk sistem manajemen lingkungan dan tahun 1998, perusahaan memperoleh sertifikat ISO 9001 untuk desain dan pengawasan produksi kabel. Perseroan senantiasa menempatkan SDM bermutu tinggi pada posisi teratas. Untuk meningkatkan daya saing, perseroan menerapkan kebijakan perekrutan tenaga terampil dan mengembangkan SDM melalui program pelatihan terarah, guna meningkatkan efisiensi produksi dan kemampuan produk untuk memproduksi kabel berkualitas tinggi.

♥ PT. Inti Indorayon Utama

Perusahaan berlokasi di Porsea, Sumatera Utara, memulai produksi komersial pada tahun 1983, dan memiliki kapasitas sebesar 240.000 ton pulp pertahun. Perusahaan memproduksi pulp dan kertas dan industri serat rayon, juga menjual block kayu kepada pabrik korek api dan supit di Sumatera Utara. Perusahaan memiliki pabrik yang memproduksi bahan kimia untuk proses pembuatan pulp. Tahun 1997, perusahaan mengakuisi pabrik kimia yang dimiliki oleh Riau Andalan Pulp & Paper seharga 140 juta US dollar. Akhir Desember 1997, perusahaan mendapatkan pabrik kimia Kerinci, yang dimiliki oleh PT Riau Andalan Pulp & Paper seharga 141,56 juta US dollar.

♥ PT. Igar Jaya

Perusahaan didirikan pada tahun 1975, merupakan pabrik pengemasan gelas dan plastik untuk industri obat-obatan, kosmetik, makanan dan peralatan medis, yang berada di kawasan industri Pulogadung Jakarta Timur, dengan kapasitas produksi total sebesar 766,7 juta unit pertahun. Pada tahun 1997 perusahaan mengambil alih dua operasi perusahaan dalam industri pengemasan, bernama PT Avesta Continental Pack dengan 71,61% saham dan PT Kageo dengan 100 % saham.

♥ PT. Tira Austenite

Perusahaan ini cabang dari PT Tigaraksa, Jakarta, yang memegang modal partisipasi pada dua perusahaan: PT Alpha Austenite dan PT Indoal. Pada April 1996,

perusahaan memperoleh 20 % saham dari PT Aneka Gas Industri yang dimiliki oleh Deperindag seharga Rp. 12.04 juta, yang dilanjutkan pada tahun 1998, dilakukan penggabungan usaha. PT. Tira Austenite Tbk merupakan pabrik dan distributor dari produk industri yang telah berpengalaman hampir 20 tahun sebagai suatu agen untuk logam khusus, mesin pengelas serta balok. Saat ini hanya dua perusahaan besar yang memproduksi fatty alcohol, yang sedang sangat dibutuhkan pada pasaran dunia, sehingga bisnis ini sangat cerah.

♥ PT. Fast Food Indonesia

PT. Fast Food Indonesia, Tbk. didirikan tahun 1978 oleh kelompok usaha Gelael, dan merupakan pemegang hak eksklusif usaha waralaba restoran KFC di Indonesia. Perseron mengawali usaha dengan pembukaan restoran KFC pertama oktober 1979 di Jalan Melawai-Jakarta. Keberhasilan yang terus menerus selama 22 tahun telah menjadikan KFC pemimpin besar pasar makanan cepat saji yang dominan di Indonesia. Perseroan mengoperasikan 176 restoran termasuk *kiosk*, *satellite* dan *express counters* di 37 kota besar di Indonesia, memperkerjakan sekitar 8.424 karyawan dengan total penjualan Rp. 593,9 milyar. Produk unggulan perseroan adalah *Colonel's Original* dan *Hot & Crispy Chicken* yang tetap merupakan ayam goreng paling enak menurut berbagai survei konsumen di Indonesia. Perseroan juga menawarkan menu pilihan seperti Perkedel, Nasi, *Mashed Potato & Gravy*, Sup dan Jagung Manis, dan *Crispy Strips* serta *Twister*, yang diterima dengan sangat baik oleh pasar Indonesia. Ini sesuai dengan visi perseroan yakni sebagai restoran cepat saji, dengan terus menerus memberi kenikmatan rasa sajian KFC kepada konsumen.

♥ PT. Sari Husada

Perusahaan berkedudukan di Yogyakarta yang bergerak dalam industri makanan dan minuman bergizi untuk bayi, anak dan orang dewasa. Perusahaan beroperasi secara komersial tanggal 1 Oktober 1972. Perusahaan mencatatkan seluruh sahamnya sebanyak

183.523.172 saham de BEJ dan BES. Adapun Visi perusahaan adalah menunjang kesehatan dan pengembangan kecerdasan anak Indonesia yang diwujudkan dalam bentuk makanan bergizi unggul. Dasar inilah yang memacu perseroan untuk bekerja keras secara berkesinambungan selama 46 tahun. Sedang misinya adalah berdedikasi dalam memajukan perkembangan anak-anak Indonesia di mulai sejak dalam masa kandungan hingga masa pertumbuhan dengan memproduksi makan bergizi yang penting bagi pertumbuhan anak agar sehat dan kuat. Dan diharapkan nantinya dapat menjadi anak-anak bangsa yang cerdas dan terbaik bagi negara maupun dunia. ***"Mari Tumbuh Bersama Kami"***

Gabungan dari budaya, misi dan visi serta serta manajemen yang unggul adalah faktor utama yang menentukan keberhasilan perseroan sehingga perseroan benar-benar merupakan perseroan lokal yang mempunyai sikap global. Sesuai dengan strategi perseroan kebijakan produksi, penjualan dan pemasaran menjamin tersedianya produk bermutu dengan harga yang tetap terjangkau oleh konsumen. Dengan adanya sumber daya manusia yang terlatih dan setia meraih sertifikat HACCP, ISO 9001, ISO 14001, dan Bendera Emas SMK-3.

♥ PT. Smart Corporation

Perusahaan mulai usahanya di bidang perkebunan kelapa sawit tahun 1962 dengan nama PT Maskapai Perkebunan Sumcoma. Pada tahun 1991 perusahaan merubah namanya menjadi PT. Sinar Mas Agro Resources and Technology Corporation. Pengembangan komunitas adalah perhatian utama dan keamanan merupakan hal yang sangat penting. Perusahaan memahami akan pentingnya peranan SDM tidak hanya di tingkat manajemen paling atas tetapi hingga di tingkat pekerja, maka upaya mengembangkan profile kecakapan yang menyeluruh, jenjang karir serta kebutuhan pelatihan telah di bentuk melalui SAP. Tahun 1992, 2 (dua) dari pabrik pengolahan kelapa sawit menerima penghargaan kecelakaan nihil untuk daerah Sumatera dari Menteri Tenaga Kerja Republik Indonesia.

♥ PT. Prasadha Aneka Niaga

Perusahaan didirikan tahun 1958 dengan nama CV. Pagoda Palembang. Setelah beberapa kali berganti nama, maka nama PT. Prasadha Aneka Niaga diputuskan pada tahun 1993 sebagai nama perusahaan. Komoditas yang diproduksi adalah kopi, permen karet, tapioka (*chips dan pellets*), coklat, lada hitam dan vanilla.

♥ PT. Wahana Jaya Perkasa

PT. Wahana Jaya Perkasa, Tbk. listing date pada tanggal 23 Juni 1994. Perusahaan ini merupakan *Produsen casing untuk cassette audio dan video*. Perusahaan berhasil dalam mencapai net loss sebesar Rp. 45.593 milyar. Pada tahun 1996 perseroan telah melakukan penggabungan usaha dengan PT. Wisma Karya Prasetya dan PT. Wahana Perkasa Auto Jaya.

♥ PT. Texmaco Jaya

Dimulai dengan nama PT Textile Manufacturing Company Jaya pada tahun 1973. Pada tahun 1991 perusahaan menjadi cabang dari PT Polysindo Eka perkasa. Perusahaan mempunyai dua unit produksi, bertempat di Pemalang, Jawa Tengah dan Karawang, Jawa Barat. Perusahaan memproduksi *Georgette*, benang dan mikrofilament dari kain, maupun bahan setelan. Bahan baku yang digunakan untuk produksi barang tenunan ini datang dari perusahaan induk, PT Polysindo Eka Perkasa. Perusahaan menggunakan alat tenun pemotong *airjet* dan *waterjet* untuk memproduksi tenunan. Produksi komersial dari kapasitas yang ditingkatkan mengalami perpanjangan waktu pelaksanaan awalnya, dimulai dari pertengahan kedua tahun 1996. Perusahaan menjual *georgette* dan serat tenunan dibawah merek *Sikra* dan setelan dengan nama *Symphony*. Produk perusahaan diekspor ke 60 negara di Amerika Utara, Eropa, Asia Pasifik, Amerika Selatan dan Afrika.

♥ PT. Sekar Laut

Didirikan di Surabaya pada tahun 1967, memproduksi krupuk, mie dan permen, serta produk makanan laut kering. Bahan baku pokok untuk produk perusahaan ini adalah udang dan tapioka yang disuplai oleh beberapa area peternakan udang di Indonesia, termasuk Jawa Timur, Jawa tengah, Jawa barat, Sulawesi Selatan, dan Kalimantan. Sedangkan tepung tapioka dibeli dari para petani disekitar pabrik. Perusahaan memiliki kapasitas terpasang sebesar 7,5 ton pertahun dan memasarkan sejumlah produk krupuk dibawah nama merk Finna; crackers emping rasa udang yang dibuat dari kacang melinjo, chip singkong dan chip jagung. Pemasaran domestik dilaksanakan oleh distributor yang dimiliki secara penuh, oleh PT. Pangan Lestari.

♥ PT. Citra Tubindo

Perseroan didirikan tanggal 23 Agustus 1983 di pulau Batam, dalam rangka Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN). Bidang usaha perseroan adalah industri perseroan pipa baja tanpa kampuh dan pembuatan uliran pipa serta aksesorisnya, untuk industri minyak dan gas bumi. Perseroan mulai memproduksi secara komersial sejak tahun 1984 dan hasil produksinya telah mendapat sertifikasi dari "*American Petroleum Institute (API)*". Perseroan secara terus-menerus meningkatkan pengetahuan keterampilan dan kemampuan para karyawanya. Perseroan juga mulai mengimplementasikan tim kerja *kaisen* sebagai program SDM. Perseroan juga secara terus-menerus mengadakan diversifikasi atas produk-produknya serta inovasi baru yang menggunakan produk-produk dari group sendiri. Perseroan ingin menjadi produsen segala jenis produk-produk pipa baja.

♥ PT. Kurnia Kapuas Utama

PT. Kurnia Kapuas Utama Tbk. didirikan dalam rangka Undang-Undang Penanaman Modal Dalam Negeri, pada tanggal 1 Juli 1991 saham perseroan telah dicatatkan pada BEJ. Berdasarkan rapat umum pemegang saham luar biasa perusahaan

dan anak perusahaan telah menyepakati adanya penggabungan usaha anak perusahaan, PT. Susel Prima Permai ke dalam perusahaan yang dilaksanakan dengan metode *pooling interest*. Penggabungan ini berlaku efektif terhitung sejak tanggal 1 Januari 1999. Ruang lingkup kegiatan perusahaan terutama meliputi Industri Formalin dan Thermosetting Adhesive (Industri lem, perekat kayu lapis, dan Particle board). Perusahaan memulai produksi secara komersial tahun 1983, Hasil produksi perusahaan di pasarkan di dalam dan di luar negeri.

Perusahaan secara berkala sering mengundang staf ahli dalam berbagai bidang untuk mengadakan pelatihan bagi karyawan pabrik, juga memberikan kesempatan kepada karyawan untuk menghadiri seminar, sekolah maupun training. Untuk meningkatkan produktivitasnya dan daya saing, perusahaan akan terus meningkatkan efisiensi dalam segala program usaha, berusaha meningkatkan kualitas produknya serta memberikan service yang lebih baik kepada pelanggan.

♥ PT. Merck Indonesia

Diprakarsai oleh E. Merck, Darmstadt, Jerman. Perseroan didirikan tanggal 14 Oktober 1970 dalam rangka Undang-Undang Penanaman Modal Asing No I/1967. Perusahaan ini merupakan sebuah pabrik bahan baku yang menghasilkan Thiamine Disulfide (Vitamin B1), telah diresmikan pada tahun 1983. Hasil produksi perseroan diutamakan untuk memenuhi kebutuhan pasar dalam negeri, namun semenjak 1987 sebagian lain telah pula di ekspor ke Malaysia, Singapura, Thailand dan Jerman. Dengan perluasan bidang usaha yang telah memperoleh perizinan yang diperlukan, perseroan juga terjun ke dalam bidang perdagangan bahan baku farmasi, bahan-bahan kimia, reagensia dan alat-alat kesehatan. Di bulan April 1999 telah terjadi merger global antara Astra AB (Swedia) dengan Zeneca Group PLC (Inggris), menjadi Astra Zeneca PLC. Oleh karena perusahaan baru hasil merger tersebut mempunyai badan hukum di Indonesia, maka divisi Astra yang ada pada perseroan, baik tenaga kerja maupun usaha pemasaran produk-

produk Astra telah diserap secara keseluruhan oleh PT. Zeneca Pharma Indonesia semenjak akhir Agustus 1999.

♥ PT. Metrodata Elektronik

Perusahaan ini didirikan 17 februari 1983, dan menjadi anggota baru dari Metrodata Bussiness Group, pemain utama dalam teknologi informasi sejak 1975. Sejak kelahirannya, perusahaan ini dirubah namanya beberapa kali dan mendapatkan nama Metrodata Electronics Tbk. pada 28 Maret 1991. Perusahaan ini adalah salah satu dari perusahaan pemimpin teknologi informasi di Indonesia, dan membangun aliansi strategis dengan perusahaan teknologi informasi kelas dunia seperti IBM, Compaq, Hewlett Packard, Epson, Creative Tehnology, Sony, Acer, 3 Com, Microsoft, Oracle, Lotus, Sun Microsystems, Cisco system, SAP. Perusahaan ini mempunyai dua jalur bisnis utama: Commerce Bussiness Unit, yang menangani distribusi melalui B2B e-commerce, B2C e-commerce, retail, dan pelayanan servis garansi dan post garansi dan the solution Bussiness Unit, yang menyediakan solusi total untuk teknologi informasi “tradisional” dan internet. Pada bulan Juli 2001, perusahaan menjual PT Metrodata Global Akses pada PT M-Web Indonesia.

♥ PT. Asahimas

PT. Asahimas Flat Glass Tbk adalah sebuah perusahaan yang berstatus Penanaman Modal Asing (PMA). Didirikan berdasarkan akta Notaris Koerniatini Karim No 4 tanggal 7 Oktober 1971 dan akta No 9 tanggal 6 Juni 1972 dengan nama PT. Asahimas Flat Glass Co, Ltd. Akta Notaris tersebut telah mendapat persetujuan dari menteri Kehakiman RI dengan surat Keputusan No. J.A. S/s/19 tanggal 17 Januari 1972. Sebagai pioner industri kaca di Indonesia dengan pengalaman selama lebih dari seperempat abad telah berhasil memproduksi kaca yang berkualitas tinggi melalui usaha keras berkesinambungan. Hal ini sejalan dengan visi perseroan untuk menjadi produsen yang disegani dan sebagai pemasok global untuk kaca serta produk-produk kaitannya.

♥ PT. Bat

PT. BAT, Tbk. telah berdiri lebih dari 80 tahun. Kekuatan perseroan terletak pada karyawan, sehingga terus diupayakan membina hubungan baik dengan mitra bisnis khususnya dengan kerjasama yang harmonis antara para karyawan dan mitra bisnis, yakni para petani yang memasok tembakau, juga dengan masyarakat luas. Dimana, pengetahuan, keterampilan dan pengalaman para karyawan adalah kekuatan bisnis perseroan, yang dipadukan dengan investasi dalam teknologi peralatan menghasilkan produk yang berkualitas. Dalam kancah kompetensi pasar yang semakin ketat PT. BAT tetap menjadi yang terdepan dengan program inovatif. Sistem *Distribusi Direct Supply Distribution System (DSOS)* adalah inovasi baru dalam *Suplai Chain*, di mana setiap perbaikan memberikan sumbangan yang berarti demi tercapainya kepuasan konsumen.

V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1. Hasil Penelitian

5.1.1. Hasil Uji Normalitas Data

Asumsi yang mendasari penggunaan analisis diskriminan adalah harus mempunyai sifat *Multivariate Normality* untuk variabel independennya. Untuk menguji apakah data yang digunakan telah memenuhi asumsi tersebut, maka dalam penelitian ini dipergunakan uji normalitas data *One-sampel Kolmogorof-Smirnof Test* dengan tingkat signifikansi 0,05. Untuk mengetahui lebih lanjut hasil pengujian normalitas data pada masing-masing variabel independen, dapat dilihat pada tabel 6 berikut ini:

Tabel: 6 Hasil Uji Normalitas Data dengan Kolmogorov-Smirnov Test

No	Variabel	Asymp. Sig. (2-Tailed P)	Keterangan	Distribusi
01.	CR (X1)	0,050	$P > 0,05$	Normal
02.	QR (X2)	0,082	$P > 0,05$	Normal
03.	ITR (X3)	0,532	$P > 0,05$	Normal
04.	FAT (X4)	0,515	$P > 0,05$	Normal
05.	TATO (X5)	0,651	$P > 0,05$	Normal
06.	DR (X6)	0,091	$P > 0,05$	Normal
07.	TDER (X7)	0,292	$P > 0,05$	Normal
08.	NPM (X8)	0,700	$P > 0,05$	Normal
09.	ROI (X9)	0,280	$P > 0,05$	Normal
10.	ROE (X10)	0,044	$P < 0,05$	Tidak Normal
11.	EP (X11)	0,242	$P > 0,05$	Normal
12.	PER (X12)	0,460	$P > 0,05$	Normal
13.	EPS (X13)	0,004	$P < 0,05$	Tidak Normal

Sumber: Data diolah (Lampiran 3)

Dari ketiga belas variabel independen di atas, dapat diketahui bahwa sebelas variabel bebas dalam penelitian ini dengan signifikansi 0,05 adalah berdistribusi normal, sedangkan variabel *Return on Equity* tidak berdistribusi normal karena hanya mempunyai nilai P 0.044 yang berarti kurang dari 0,05, begitu pula dengan variabel *Earning/Share* yang hanya mempunyai nilai P 0,004. Dengan demikian kedua variabel tersebut dinyatakan tidak lolos uji normalitas data, sehingga tidak diikutsertakan dalam analisis

selanjutnya. Proses pengujian selanjutnya adalah mengikutsertakan seluruh variabel bebas yang lolos uji normalitas, yakni terdiri atas *Current Ratio*; *Quick Ratio*; *Inventory Turnover Ratio*; *Fixed Assets Turnover*; *Total Assets Turnover*; *Debt Ratio*; *Total Debt to Equity Ratio*; *NPM*; *ROI*; *Rentabilitas Ekonomis*; dan *PER* dalam pengujian multikolinieritas yang harus dipenuhi, sebagai asumsi lain yang menjadi dasar dalam analisis diskriminan.

5.1.2. Hasil Uji Multikolinieritas

Selain data harus berdistribusi normal asumsi lain yang mendasari dari analisis diskriminan adalah variabel yang digunakan harus terbebas dari adanya multikolinieritas. Multikolinieritas adalah terjadinya korelasi atau hubungan yang hampir sempurna diantara variabel independen. Pengujian ini dapat mempengaruhi koefisien yang dihasilkan dan juga pada penggunaan model. Multikolinieritas dapat diketahui dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Faktor*) dengan menggunakan regresi berganda, dimana jika nilai VIF < 10 atau tidak ada yang melebihi 10, maka bisa dikatakan multikolinieritas yang terjadi tidak berbahaya atau lolos uji multikolinieritas (Hair: 1992). Berikut adalah variabel bebas yang lolos uji multikolinieritas, ditunjukkan pada tabel 7 berikut ini:

Tabel: 7 Variabel yang Lolos Uji Multikolinieritas

No.	Variabel	VIF	Keterangan	Multikolinieritas
01.	CR (X1)	8,903	VIF < 10	Bebas
02.	QR (X2)	5,214	VIF < 10	Bebas
03.	ITR (X3)	2,049	VIF < 10	Bebas
04.	FAT (X4)	3,210	VIF < 10	Bebas
05.	TATO (X5)	7,613	VIF < 10	Bebas
06.	DR (X6)	3,963	VIF < 10	Bebas
07.	TDER (X7)	2,363	VIF < 10	Bebas
08.	PER (X12)	2,730	VIF < 10	Bebas

Sumber: Data diolah (Lampiran 4)

Dari tabel tersebut di atas dapat diketahui bahwa delapan variabel bebas memiliki nilai VIF di bawah 10, artinya variabel telah terbebas dari adanya multikolinieritas sehingga asumsi yang mendasari dari penggunaan analisis diskriminan terpenuhi. Dengan demikian jumlah variabel independen yang akan diuji dengan analisis diskriminan sebanyak 8 variabel yaitu *Current Ratio (X1)*; *Quick Ratio (X2)*; *Inventory Turnover Ratio (X3)*; *Fixed Assets Turnover (X4)*; *Total Assets Turnover (X5)*; *Debt Ratio (X6)*; *Total Debt to Equity Ratio (X7)*; dan *Price Earning Ratio (X12)*.

5.1.3. Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Manufaktur

Nilai rata-rata rasio keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel 8 dan pada lampiran gambar 2.

Tabel: 8 Rata-Rata Rasio Keuangan

No	Variabel	Sebelum Merger & Akuisisi	Sesudah Merger & Akuisisi	Perubahan	Prosentase
1	CR	1,547105551	1,723963911	0,176858361	11,432 %
2	QR	1,098152591	1,109020197	0,010867606	0,990 %
3	ITR	5,984183393	9,532405306	3,548221913	59,293 %
4	FAT	2,778837601	4,118707592	1,339869991	48,217 %
5	TATO	0,740026663	0,826130547	0,086103884	11,635 %
6	DR	0,57755169	0,7685245	0,19097281	33,066 %
7	TDER	15,20801442	-3,919672965	-19,1276874	-125,774 %
8	NPM	0,0263622	-0,134293548	-0,16065575	-609,417 %
9	ROI	0,021526171	-0,018704921	-0,04023109	-186,894 %
10	ROE	-6,440368795	0,941479322	7,381848117	-114,618 %
11	EP	0,037726547	0,001425804	-0,03630074	-96,221 %
12	PER	14,28722362	43,27166076	28,98443714	202,870 %
13	EPS	188,5185185	58,24074074	-130,277778	-69,106 %

Sumber: Data diolah (Lampiran 2)

Dari tabel tersebut dapat diperoleh gambaran kondisi kinerja keuangan sebelum dan sesudah dilaksanakannya merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur adalah sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas, yang terdiri atas:

- *Current Ratio* (rasio Lancar), secara umum nilai rata-rata perusahaan sampel setelah melakukan merger dan akuisisi mengalami kenaikan sebesar 11,432%. Hal ini mengindikasikan bahwa keputusan merger dan akuisi akan memperkuat perusahaan dalam mempertahankan kelangsungan hidupnya, yaitu terdapat kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban-kewajiban finansial yang harus segera dilunasi, dimana adanya kemampuan aktiva untuk dikonversikan kedalam kas pada saat kewajiban jangka pendek jatuh tempo semakin kuat. Dengan demikian perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya lebih baik setelah melakukan merger dan akuisisi.
- *Quick Ratio* (Rasio cepat), rasio ini merupakan perimbangan antara jumlah aktiva lancar dikurangi persediaan dengan jumlah hutang lancar. Persediaan biasanya dianggap merupakan asset yang paling tidak likuid, ketidaklikuidan ini berkaitan dengan semakin panjangnya tahap yang dilalui untuk sampai menjadi kas (yang berarti waktu yang diperlukan untuk menjadi kas semakin lama), dan juga karena adanya ketidakpastian nilai persediaan. Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa secara umum nilai rata-rata perusahaan sampel setelah melaksanakan merger dan akuisisi, *Quick Ratio* (X2) mengalami kenaikan sebesar 0.99%. Hal ini menunjukkan bahwa adanya kemampuan perusahaan untuk membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan kas yang tersedia, efek/surat berharga dan piutang yang dapat segera diuangkan/likuid akan menjadi lebih baik setelah dilakukannya merger dan akuisisi, sehingga resiko likuiditas dapat dikurangi dan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan akan lebih baik.

2. Rasio Aktivitas, terdiri atas:

- *Inventory Turnover* (Perputaran Persediaan), setelah melakukan merger dan akuisisi pada umumnya perusahaan sampel rata-rata memperoleh manfaat yang cukup signifikan, yakni terdapat peningkatan pengelolaan perputaran persediaan yang cukup tinggi sebesar 59,293%, ini mengindikasikan bahwa dengan semakin tingginya persediaan berputar menandakan tercapainya efektivitas manajemen persediaan, dan semakin baiknya pengendalian persediaan yang lebih efektif.

- *Fixed Assets Turnover* (Perputaran Aktiva Tetap), secara umum perusahaan sampel setelah melakukan merger dan akuisisi mengalami peningkatan yang cukup tinggi atas rasio ini yaitu sebesar 48,217%. Ini mengindikasikan bahwa perusahaan berkemampuan menghasilkan penjualan yang relatif tinggi berdasarkan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, yaitu semakin tinggi dan efektif dalam penggunaan aktiva tersebut. Mengingat sampel dalam penelitian ini merupakan jenis industri yang mempunyai proporsi aktiva tetap yang tinggi, maka rasio ini cukup penting untuk diperhatikan.

- *Total Assets Turnover* (Perputaran Total Aktiva), nilai rata-rata rasio keuangan untuk perputaran total aktiva pada perusahaan sampel setelah melakukan merger dan akuisisi mengalami peningkatan sebesar 11,635%. Ini mengindikasikan bahwa setelah dilakukan merger dan akuisisi manajemen perusahaan membaik, baik strategi yang digunakan; pemasaran; maupun pengelolaan aktiva yang baik.

3. Leverage Ratio, terdiri atas:

- *Debt Ratio* (Rasio Hutang), secara umum nilai rata-rata dari rasio hutang pada perusahaan sampel meningkat sebesar 33,066%, ini mengindikasikan bahwa rasio hutang atas aktiva setelah pelaksanaan merger dan akuisisi tidak lebih baik, karena semakin besar rasio ini, yang menggambarkan bahwa semakin besar kebutuhan dana yang dibelanjai dengan hutang/dari kreditor. Dengan rasio hutang yang semakin tinggi ini, berarti perusahaan menggunakan leverage keuangan (*financial leverage*) yang tinggi, akibatnya

resiko yang harus ditanggung oleh perusahaan akan juga semakin tinggi, lebih-lebih jika nilai penjualan yang menurun.

- *Total Debt to Equity Ratio* (Rasio Total Hutang terhadap Modal Sendiri), secara umum nilai rata-rata rasio keuangan perusahaan sampel setelah dilakukannya merger dan akuisisi mengalami penurunan sebesar (125,774%). Hal ini menunjukkan bahwa setelah merger dan akuisisi perusahaan manufaktur mempunyai kemampuan yang lebih baik dalam membelanjai kegiatan operasionalnya. Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil/berkurang ketergantungan dana perusahaan terhadap hutang. Ini terjadi karena setelah proses penggabungan dilakukan dengan segala prosedur dan implikasinya, maka menambah kekuatan (*pooling kekuatan*) akan terjadi, termasuk dalam pembentukan modal sendiri yang akan lebih besar.

4. Profitability Ratio, terdiri atas:

- *Net Profit Margin* (Marjin Laba atas Penjualan), secara umum nilai rata-rata perusahaan sampel setelah melakukan merger dan akuisisi, rasio ini mengalami penurunan yang sangat tinggi yaitu sebesar (609,417%), hal ini mengindikasikan bahwa setelah merger dan akuisisi dilakukan, perusahaan semakin tidak berkemampuan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Profit yang rendah menandakan penjualan yang terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu, atau biaya yang terlalu tinggi untuk tingkat penjualan tertentu, atau kombinasi dari kedua hal tersebut. Secara umum rasio yang rendah ini bisa menunjukkan ketidakefisienan manajemen. Dengan demikian kondisi ini terjadi karena perusahaan tidak mampu menekan biaya-biaya (ukuran efisiensi) di perusahaan pada periode tertentu, yang mengakibatkan omzet penjualan tidak dapat diikuti oleh kenaikan laba bersih, bahkan semakin menurun, selain itu karena pelaksanaan operasional perusahaan (manajemen perusahaan) tidak tertangani dengan lebih baik setelah dilakukan keputusan merger dan akuisisi, sehingga berpengaruh pada pencapaian tujuan perusahaan yaitu tercapainya keuntungan yang semaksimal mungkin.

▪ *Return on Investment* (ROI) setelah merger dan akuisisi mengalami penurunan yang sangat tinggi yaitu sebesar (186,894%) pada nilai rata-rata ROI perusahaan sampel. Ini mengindikasikan bahwa perubahan jumlah assets/aktiva tidak diikuti oleh peningkatan jumlah laba bersih, sehingga margin laba bersih menurun yang menyebabkan nilai rasio profitabilitas semakin berkurang atau semakin menurunnya hasil atas investasi. Dengan demikian pada merger dan akuisisi, aktiva yang digunakan cenderung memberikan kontribusi laba yang sangat kecil, padahal perusahaan harus membayar bunga yang sudah jatuh tempo, akibatnya sampai terjadi kerugian.

▪ *Return on Equity* (ROE), secara umum nilai rata-rata ROE pada perusahaan sampel justru mengalami penurunan yaitu sebesar (114,618%) setelah merger dan akuisisi. Angka ini mengindikasikan bahwa kemampuan modal sendiri untuk menghasilkan laba atau rentabilitas modal sendiri menurun, yang berarti akan memberikan gambaran bahwa perusahaan tidak mampu meningkatkan laba bersih setelah dilakukannya merger dan akuisisi.

▪ *Earning Power* (Rentabilitas Ekonomis) secara umum nilai rata-rata rasio ini pada perusahaan sampel mengalami penurunan sebesar (96,221%) setelah merger dan akuisisi. Ini menunjukkan bahwa kemampuan aktiva untuk menghasilkan laba sebelum dipengaruhi oleh pajak dan leverage tidak lebih baik bahkan menurun setelah Merger dan Akuisisi.

5. Rasio Nilai Pasar, yang terdiri dari:

▪ *Price Earning Ratio* (Rasio Harga/Laba), setelah dilakukan merger dan akuisisi nilai rata-rata rasio ini pada perusahaan sampel menunjukkan peningkatan yang sangat tinggi yaitu sebesar 202,870%. Ini mengindikasikan kepada manajemen, bahwa setelah merger dan akuisisi investor atau calon investor menaruh kepercayaan kepada perusahaan tentang prestasi masa lalu dan prospeknya pada masa yang akan datang akan lebih baik.

Sehingga harga saham juga akan setinggi yang diperkirakan, karena perusahaan yang diharapkan akan tumbuh mempunyai prospek baik, karena mempunyai PER yang tinggi.

▪ *Earning per Share* (Penghasilan per Lembar Saham Biasa), dari tabel 8 di atas, dapat diketahui bahwa nilai rata-rata perusahaan sampel dalam penelitian ini, secara umum rasio ini menunjukkan angka penurunan yaitu sebesar (69,106%). Hal ini mengindikasikan bahwa setelah merger dan akuisisi, kinerja perusahaan dalam memperoleh jumlah pendapatan per lembar saham adalah tidak lebih baik atau mengalami penurunan. Hal ini tentu akan sangat dipengaruhi oleh image perusahaan yang ada di masyarakat, sehingga sangat mempengaruhi penilaian masyarakat terhadap tinggi/rendah harga suatu saham.

5.1.4. Hasil Uji t (Untuk Sampel berpasangan) untuk Menguji Hipotesis₁₋₁

Dari hasil uji t untuk sampel berpasangan (*paired sample t test*) diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel: 9 Hasil Uji t (Untuk Sampel Berpasangan)

No	Variable	Signifikan (2-tailed)	Keterangan
01.	CR (X1)	0,074	$P > 0,05$
02.	QR (X2)	0,023	$P < 0,05$
03.	ITR (X3)	0,476	$P > 0,05$
04.	FAT(X4)	0,440	$P > 0,05$
05.	TATO (X5)	0,806	$P > 0,05$
06.	DR (X6)	0,038	$P < 0,05$
07.	TDER (X7)	0,104	$P > 0,05$
08.	NPM (X8)	0,059	$P > 0,05$
09.	ROI (X9)	0,082	$P > 0,05$
10.	RE (X11)	0,029	$P < 0,05$
11.	PER (X12)	0,076	$P > 0,05$

Sumber: Lampiran 5

Dari tabel 9 tersebut di atas, dapat diketahui bahwa dari hasil uji statistik terhadap sebelas variabel bebas terlihat bahwa ada tiga variabel yaitu *Quick Ratio* (X2); *Debt Ratio* (X6); dan *Earning Power/Rentabilitas Ekonomis* (X11) yang terbukti berbeda secara nyata dan signifikan dalam menunjukan perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hal ini terlihat dan dapat dibuktikan pada taraf nilai signifikan 2 tailed kurang dari 0,05 atau kurang dari 5%, sedangkan untuk kedelapan

Variabel lainnya yaitu *Current Ratio* (X1); *Inventory Turnover* (X3); *Fixed Assets Turnover* (X4); *Total Assets Turnover* (X5); *Total Debt to Equity Ratio* (7); *Net Profit Margin* (X8); *ROI* (X9); dan *Price Earning Ratio* (X12) adalah terbukti tidak menunjukkan perbedaan secara nyata serta tidak signifikan dalam menunjukkan perbedaan kinerja keuangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, hal ini dibuktikan dengan angka signifikansi 2-tailed yang diketemukan $> 0,05$ terhadap delapan variabel independen tersebut.

5.1.5. Hasil Uji Analisis Diskriminan

Dalam menggunakan analisis diskriminan ini, maka harus memenuhi 3 tahap yang hasilnya adalah sebagai berikut:

1. Tahap Derivasi

Tahap ini merupakan tahap awal sebelum data yang ada dihitung. Dalam tahap ini perlu dilakukan beberapa langkah, yaitu meliputi 1) *variable selection*; 2) *sample division*; dan 3) *computational method*. Dari ketiga langkah ini, dihasilkan output sebagai berikut:

Tabel: 10 Prior Probabilities for Groups

Prior Probabilities for Groups			
Sebelum	,500	54	54,000
Sesudah	,500	54	54,000
Total	1,000	108	108,000

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Tabel: 11 Group Statistics

GROUP		Mean	Std. Deviation	Valid N (listwise)	
				Unweighted	Weighted
Sebelum	x1	,29781389	,504408527	54	54,000
	x2	-,0448751	,650472001	54	54,000
	x3	1,233158	,578760614	54	54,000
	x4	,56587291	,973852337	54	54,000
	x5	-,48167725	,591204914	54	54,000
	x6	-,63160699	,459083253	54	54,000
	x7	,79840127	2,481895443	54	54,000
	x12	4,5781813	2,562596010	54	54,000
Sesudah	x1	,00084330	1,174456948	54	54,000
	x2	-,57824078	1,328309264	54	54,000
	x3	1,7025688	,836789464	54	54,000
	x4	,67178777	1,381332337	54	54,000
	x5	-,50253994	,883610938	54	54,000
	x6	-,46524467	,669130166	54	54,000
	x7	1,5443459	2,932189595	54	54,000
	x12	3,6564862	3,528119270	54	54,000
Total	x1	,14932860	,911870609	108	108,000
	x2	-,34136414	1,067788624	108	108,000
	x3	1,6629423	,717173529	108	108,000
	x4	,61883034	1,190678975	108	108,000
	x5	-,49210860	,748314014	108	108,000
	x6	-,54842583	,577194082	108	108,000
	x7	1,1713736	2,729508811	108	108,000
	x12	4,1173340	3,103671146	108	108,000

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

2. Tahap Validasi

Dalam tahap ini mencakup beberapa output validasi yang perlu untuk dipertimbangkan, yaitu:

a. Cutting Score

Rata-rata group centroid untuk kelompok kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi (kurang sehat) adalah -0,329 sedangkan sesudah merger dan akuisisi (sehat) adalah 0,329. Adapun aturan penggunaan *cutting score* ini adalah:

- 1) Jika *cutting score* hitung = 0, berarti pengelompokan sudah benar
- 2) Jika *cutting score* hitung $\neq$ 0, berarti pengelompokan kurang benar.

Adapun batas nilai Z dari pengelompokkan tersebut di atas, digunakan rumus untuk menghitung *cutting score* sebagai berikut:

$$Z_{ct} = \frac{Z_1 + Z_2}{2}$$

Dimana:

Z_{ct} = Nilai kritis *cutting score* untuk kelompok yang mempunyai ukuran yang sama

Z_1 = Centroid untuk kelompok 1

Z_2 = Centroid untuk kelompok 2

Adapun tabel klasifikasi hasil diskriminan adalah pada tabel berikut ini:

Tabel: 12 Functions at group Centroids

Group	Function
	1
Sebelum	-,329
Sesudah	,329

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Z sebelum merger dan akuisisi = -,329

Z sesudah merger dan akuisisi = 0,329

Jadi nilai *cutting score* dapat dihitung sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Z_{ct} &= \frac{Z_1 + Z_2}{2} \\ &= \frac{-,329 + 0,329}{2} = 0 \end{aligned}$$

Berdasarkan perhitungan di atas, maka jika suatu perusahaan mempunyai nilai $Z_{ct} < 0$ maka perusahaan tersebut masuk kedalam kelompok yang mempunyai kinerja kurang sehat (Group 1) dan jika suatu perusahaan mempunyai nilai $Z_{ct} > 0$ maka masuk kedalam kelompok perusahaan yang berkinerja sehat (Group 2).

b. Pengujian keandalan (kestabilan)

Pengujian ini untuk mengetahui keandalan atau kestabilan fungsi diskriminan, yaitu dengan membandingkan jumlah pengklasifikasian yang benar dari total ukuran sampel dan jumlah kelompok. Adapun aturan dalam menggunakan *Press'Q Statistic* adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Press}'Q &= \left[\frac{N - (n \times K)}{N(K - 1)} \right]^2 \\ &= \left[\frac{27 - (27 \times 2)}{27(2 - 1)} \right]^2 \\ &= 27\end{aligned}$$

Dari perhitungan diatas dapat dilihat bahwa hasil *Press's Q Statistic* sama besarnya dengan klasifikasi hasil diskriminan yaitu sebesar 27. Hal ini menunjukkan bahwa klasifikasi yang dilakukan sudah benar.

Berdasarkan kedua perhitungan *Cutting Score* dan *Press'Q Statistic* di atas dalam tahap validasi ini, dapat disimpulkan bahwa nilai klasifikasi data dari masing-masing kelompok antara sebelum dan sesudah pelaksanaan merger dan akuisisi sudah sesuai dan sudah benar. Untuk selanjutnya diperlukan tahap ketiga yaitu interpretasi terhadap hasil uji diskriminan.

2. Tahap Interpretasi

Dalam tahap ini selain untuk menginterpretasikan hasil uji statistik, juga untuk membuktikan hipotesis. Terdapat 3 bagian yang perlu diperhatikan yaitu:

1) Nilai F (F Value)

Dari output yang dihasilkan dari uji diskriminan untuk nilai F dihasilkan output berikut ini:

Tabel: 13 Tests of Equality of Group Means

Varabel	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
X1	,973	2,915	1	106	,091
X2	,50	5,540	1	106	,020
X3	,997	,328	1	106	,568
X4	,998	,212	1	106	,646
X5	1,000	,021	1	106	,886
X6	,979	2,270	1	106	,135
X7	,981	2,036	1	106	,157
X12	,978	2,413	1	106	,123

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Dari tabel 13 diatas, dapat diketahui bahwa terdapat beda nyata pada taraf signifikansi 5% antara sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisi untuk *quick ratio* (X2). Sedangkan untuk *current ratio* (X1), *inventory turnover* (X3), *fixed assets turnover* (X4), *total assets turnover* (X5), *debt ratio* (X6), *total debt to equity ratio* (X7), dan *price earning ratio* (X12) tidak terbukti adanya beda nyata antara sebelum dan sesudah pelaksanaan merger dan akuisisi, karena memiliki taraf signifikansi lebih besar dari 5%. Dari temuan ini, tampaknya *quick ratio* (X2) selain memiliki perbedaan yang nyata juga mempunyai nilai pembeda terbesar (dominan) terhadap kinerja keuangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi karena memiliki F ratio terbesar yaitu 5,540 dengan Wilks' Lambda terkecil yaitu 0,50 pada signifikansi sebesar 0,020 yang berarti di bawah 5%..

2) Koefisien Diskriminan

Berdasarkan uji diskriminan dengan metode langsung (*Force Method*), terhadap 8 variabel untuk melihat baik dari arah maupun besarnya koefisien diskriminan yang diperoleh baik yang distandarisasi (SCDF) maupun tidak distandarisasi (UCDF) adalah sebagai berikut:

Tabel: 14 Koefisien Fungsi Diskriminan yang Distandarisasi (SCDF) dan Tidak Distandarisasi (UCDF)

Variabel	Yang Standarisasi	Yang Tidak Standarisasi
X1	1,454	1,609
X2	-1,632	-1,560
X3	,511	,710
X4	,644	,539
X5	-,797	-,1061
X6	,367	,639
X7	,172	,063
X12	-,362	-,117
Constant		-2,049

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Keterangan: SCDFC : *Standarized Cannonical Discriminant Function Coefficient*

UCDFC : *Unstandarized Cannonical Discriminant Function Coefficient*

Berdasarkan nilai SCDF dan UCDF pada tabel 14 diatas, dapat diketahui tingkat kontribusi masing-masing variabel terhadap kinerja keuangan perusahaan yang melakukan Merger dan Akuisisi, sehingga dapat dirumuskan fungsi diskriminan baik untuk *standardized coefficient* maupun *unstandardized* sebagai berikut:

Dilihat dari *Standardized Canonical Discriminant Function Coefficient* (SCDFC) adalah:

$$Z = 1,454X_1 - 1,632X_2 + 0,511X_3 + 0,644X_4 - 0,797X_5 + 0,367X_6 + 0,172X_7 - 0,362X_{12}$$

Dari persamaan tersebut diatas menunjukkan bahwa untuk *standardized coefficient*, variabel yang paling dominan perbedaannya adalah 1,632 atau pada rasio Likuiditas yang diwakili oleh variabel *Quick Ratio* (X2) karena memiliki koefisien terbesar.

Sedangkan model persamaan untuk fungsi diskriminan *unstandardized coefficient* (UCDFC) adalah sebagai berikut:

$$Z = -2,049 + 1,609X_1 - 1,560X_2 + 0,710X_3 + 0,539X_4 - 1,061X_5 + 0,639X_6 + 0,063X_7 - 0,117X_{12}$$

Koefisien fungsi *unstandardized coefficient* dapat dipakai untuk melihat kontribusi variabel X terhadap skor diskriminan. Dari persamaan tersebut diketahui bahwa, variabel yang memiliki skor terbesar adalah X1 yaitu *Current Ratio* dengan nilai sebesar 1,609.

3) Diskriminan Loading

Interpretasi ini melihat hubungan antara variabel independen dengan fungsi diskriminannya. Jika koefisien relasinya tinggi berarti menunjukkan hubungan yang erat antara fungsi diskriminan dengan variabel independennya. Dari output yang dihasilkan dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel: 15 Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	,110 ^a	100,0	100,0	,315

Sumber: Data diolah

Dari output diatas dapat dihitung kuadrat dari *Canonical Correlation* disebut juga dengan Fit Model, yang gunanya untuk mengetahui seberapa besar variabel terikat dapat dijelaskan oleh variabel bebas. Dengan menggunakan metode langsung besarnya Canonical Correlation dari 8 variabel rasio keuangan adalah 0,315. Sehingga $(CR)^2$ nya adalah $(0,315)^2 = 0,0992$ atau 9,92%. Artinya kedelapan rasio keuangan yang digunakan secara bersama-sama mampu menjelaskan perbedaan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi adalah sebesar 9,92% sedangkan 90,08% dipengaruhi oleh faktor lain diluar model, baik dari faktor eksternal maupun internal diluar model yang digunakan.

5.1.6. Hasil Uji Analisis Diskriminan Untuk Menguji Hipotesis₁₋₂

Pada metode ini, kedelapan rasio keuangan sebagai variabel bebas yang telah lolos uji normalitas dan multikolinieritas dimasukkan secara bersama-sama (secara simultan) dalam proses analisisnya, untuk dapat membedakan kinerja perusahaan manufaktur dalam dua kelompok yaitu kinerja keuangan sebelum merger dan akuisisi (kelompok 1) dan kinerja keuangan sesudah merger dan akuisisi (kelompok 2). Hasil analisis diskriminan masing-masing variabel diuji. Dari *Test of Equality of Group Means* diperoleh nilai *Wilks' Lambda*, F ratio dan tingkat signifikansi masing-masing variabel tersebut. Pemilihan terhadap rasio keuangan tersebut untuk menentukan prioritas utama sebagai variabel pembeda dan mempunyai kekuatan diskriminan yang tinggi dengan nilai F rasio maksimum dan lebih besar satu. Adapun hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel: 16 Hasil Uji Wilks' Lambda, F ratio dan signifikansi masing-masing variabel

Variabel	Rasio Keuangan	Wilks' Lambda	F	Signifikansi
X1	Current Ratio	0,973	2,915	0,091
X2	Quick Ratio	0,950	5,540	0,020
X3	Inventory Turnover	0,997	0,328	0,568
X4	Fixed Assets Turnover	0,998	0,212	0,646
X5	Total Assets Turnover	1,000	0,021	0,886
X6	Debt Ratio	0,979	2,270	0,135
X7	Total Debt to Equity Ratio	0,981	2,036	0,157
X12	Price Earning Ratio	0,978	2,413	0,123

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Tabel: 17 Wilks' Lambda

Test of Significance	Wilks' Lambda	Chi-Square	Df	Sig.
1	,901	10,686	8	,220

Sumber: Data diolah (Lampiran 6)

Dari tabel 16 diatas menunjukkan bahwa ternyata terdapat beda nyata pada taraf signifikansi 5% antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi untuk rasio cepat/*Quick Ratio* (X2) sebesar 0,020 karena memiliki signifikansi lebih kecil dari 5%. Sedangkan untuk *Current Ratio* (X1), *Inventory Turnover* (X3), *Fixed Assets Turnover* (X4), *Total Assets Turnover* (X5), *Debt Ratio* (X6), *Total Debt to Equity Ratio* (X7), dan *Price Earning Ratio* (X12) tidak terbukti adanya beda nyata antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi karena memiliki taraf signifikansi lebih besar dari 5%.

Untuk membuktikan hipotesis kedua yaitu bahwa “diduga ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”, dengan menggunakan kriteria signifikansi 5% dan pengujian secara statistik diperoleh hasil bahwa secara simultan didapatkan nilai Wilk's Lambda 0,901; nilai Chi-Square 10,686; df = 8, signifikansi 0,220 artinya kedelapan rasio keuangan yang digunakan secara simultan tidak mampu membedakan kinerja keuangan

sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, dengan melihat tingkat signifikansi sebesar 0,220 yang jauh diatas 0,05.

5.1.7. Hasil Uji Analisis Diskriminan untuk Menguji Hipotesis₁₋₃

Untuk membuktikan hipotesa ketiga yang menyatakan “diduga bahwa rasio likuiditas akan memberikan kontribusi dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”. Kriteria yang digunakan adalah jika Wilks’ lambda kecil, F ratio besar dan signifikansi dibawah 5% serta memiliki koefisien pembeda dan kontribusi terbesar. Dari hasil uji analisis diskriminan tersebut, diperoleh variabel dominan yang memiliki kontribusi terbesar adalah Quick Ratio (X2), karena memiliki F ratio terbesar yaitu 5,540; Wilks’ Lambda terkecil yaitu 0,950 dan taraf signifikansi dibawah 5% yaitu 0,020. Dengan demikian rasio Likuiditas yang diwakili oleh *Quick Ratio* (X2) mempunyai kontribusi yang dominan.

5.2. Pembahasan

5.2.1. Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis₁₋₁

Dari hasil uji t untuk sampel berpasangan (*paired sample t test*) diperoleh hasil bahwa dari 11 variabel bebas terlihat bahwa variabel *Quick Ratio* (X2) dan *Debt Ratio* (X6); dan rasio *Rentabilitas Ekonomis* (X11) yang terbukti secara signifikan berbeda secara nyata dalam menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hal ini terlihat pada nilai signifikan 2-tailed kurang dari 0,05, sedangkan kedelapan variabel lainnya yaitu *Current Ratio* (X1); *Inventory Turnover* (X3); *Fixed Assets Turnover* (X4); *Total Assets Turnover* (X5); *Total Debt to Equity Ratio* (7); *NPM* (X8); *ROI* (X9); dan *Price Earning Ratio* (X12) adalah terbukti tidak menunjukkan perbedaan secara nyata serta tidak signifikan dalam menunjukkan perbedaan kinerja keuangan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, hal ini dibuktikan dengan angka signifikansi 2-tailed yang diketemukan $> 0,05$ terhadap kedelapan variabel

independen tersebut. Secara berurutan kontribusi dari rasio keuangan yang signifikan dalam membedakan kinerja sebelum dan sesudah merger dan akuisisi adalah sebagai berikut:

1. Quick Ratio (X2)

Dari hasil uji t untuk sampel berpasangan (*paired sample t test*) telah diperoleh hasil sig. 2-tailed sebesar 0,023, menunjukkan bahwa Quick Ratio (X2) secara nyata dapat membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Dimana dengan adanya tambahan dana/modal pada perusahaan dari hasil pelaksanaan merger dan akuisisi menunjukkan semakin kuatnya kemampuan perusahaan di dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang segera jatuh tempo, maka kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya menjadi lebih baik. Sehingga dapat dikatakan bahwa dengan pelaksanaan merger dan akuisisi merupakan salah satu alternatif pemerolehan sumber dana yang relatif lebih murah yang dapat dimanfaatkan perusahaan. Dengan adanya peningkatan sumber dana berarti dana operasional meningkat yang akhirnya akan dapat meningkatkan laba perusahaan.

2. Debt Ratio (X6)

Dengan angka sig. 2-tailed 0,038, menunjukkan bahwa *Debt Ratio* (X6) secara nyata dapat membedakan terhadap kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Artinya bahwa semakin besar kekayaan perusahaan dari hutang untuk membebanai usahanya, perusahaan akan mampu bertahan untuk mendanai kebutuhan operasional perusahaan, sehingga ada harapan untuk memperbaiki kinerja meningkatkan. Ini berarti bahwa setiap pertambahan jumlah hutang akan disertai dengan bertambahnya aktiva, yang mana dengan jumlah aktiva yang membesar akan semakin eksis suatu perusahaan dan *imagenya* menjadi bagus dimasyarakat sehingga sahamnya banyak yang meminati, walaupun pelaksanaan Merger dan Akuisisi dilakukan dengan hutang akan membawa perubahan kinerja yang lebih baik.

3. Rentabilitas Ekonomis (X11)

Angka sig. 2-tailed sebesar 0,029 menunjukkan bahwa rasio Rentabilitas Ekonomis (X11) secara nyata dapat membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Artinya rasio ini memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan, walaupun rasio ini mengalami penurunan dan menunjukkan arah yang negatif setelah melakukan merger dan akuisisi, hal ini dikarenakan bahwa untuk menghasilkan laba sebelum dipengaruhi oleh pajak dan leverage tidak diimbangi dengan membesarnya aktiva perusahaan.

Sedangkan rasio-rasio lain, yaitu *Current Ratio* (X1); *Inventory Turnover* (X3); *Fixed Assets Turnover* (X4); *Total Assets Turnover* (X5); *Total Debt to Equity Ratio* (X7); *Net Profit Margin* (X8); ROI (X9); dan PER (X12) tidak signifikan dan tidak dapat membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hal ini disebabkan pada saat dilakukan penelitian ini perusahaan menghadapi masa-masa yang sulit (dampak krisis ekonomi yang kompleks) yang mengancam perusahaan dari kebangkrutan serta kondisi ekonomi makro yang masih sulit, sehingga berimbas pada kondisi pasar yang kurang bagus akibat daya beli masyarakat yang merosot. Dalam kondisi pasar yang tidak bagus ini, tentu penjualan turun, rentetan dampak dari penjualan menurun ini adalah profit yang rendah. Sehingga walaupun perusahaan mampu meningkatkan nilai harga sahamnya (PER) sebesar 202,870% namun demikian tetap terjadi penurunan profitabilitas, sebagai akibat dari kurs Dollar yang membumbung tinggi dan harga bahan baku operasional perusahaan yang meningkat dengan drastis. Apalagi sebelum krisispun tingkat profitabilitas perusahaan di Indonesia rendah, hal ini karena pengelolaan perusahaan yang kurang baik. Praktek bisnis perusahaan yang tak terpuji membuat perusahaan harus menanggung biaya operasional yang makin tinggi, sehingga menyebabkan perolehan laba menciut, misalnya praktek *mark-up* dan suap-menyuap. Jadi,

pembengkakan biaya sebetulnya bukan berarti semata-mata perusahaan tak mampu mengontrol biaya.

Dengan demikian meningkatnya nilai PER yang sangat tinggi, hanya sebagai sinyal bahwa pelaksanaan merger dan akuisisi diharapkan akan mampu merubah kondisi perusahaan yang serba sulit kearah pertumbuhan perusahaan yang akan membaik, sehingga harga saham meningkat dan banyak masyarakat yang meminati terhadap saham tersebut.

Dari uraian tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa hipotesis₁₋₁ yang menyatakan bahwa” Apakah ada perbedaan antara kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi” dalam penelitian ini tidak dapat dibuktikan, sehingga Hipotesis₀₋₁ diterima dan Hipotesis₁₋₁ ditolak, karena dari sebelas rasio keuangan yang digunakan, hanya sebagian saja yaitu tiga rasio keuangan saja yang mampu membedakan/menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, dimana tujuan dilakukannya Merger dan Akuisisi untuk memperkuat posisi perusahaan, ternyata setelah melakukan Merger dan Akuisisi kinerjanya masih belum menunjukkan kondisi yang membaik bahkan semakin menurun. Hal ini akibat faktor distorsi eksternal yang sangat kuat yakni krisis ekonomi yang terjadi pada pertengahan tahun 1997, berpengaruh negatif terhadap kegiatan operasional perusahaan yang ditandai dengan menurunnya tingkat profitabilitas bahkan mengalami kerugian, seperti yang tercantum pada tabel 8 tersebut di atas. Dengan demikian walaupun hasil penelitian ini belum menunjukkan kemanfaatan akan dilaksanakan Merger dan Akuisisi, bukan berarti penggabungan usaha menjadi tidak perlu, tetapi diharapkan setelah kondisi membaik (*recovery*) akan membawa implikasi yang lebih baik sehingga permasalahan tentang Merger dan Akuisisi akan masih tetap diperlukan

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya oleh Payamta (2000) yang menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan kinerja perusahaan manufaktur publik

yang diukur dari rasio keuangan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah merger dan akuisisi. Dimana dari 10 rasio keuangan yang dianalisis hanya ada 1 rasio yaitu *Fixed Asset Turnover* yang memberi indikasi adanya perbedaan yang signifikan, namun demikian perbedaan kinerja tersebut sifatnya hanya sementara karena tidak didukung oleh hasil uji Manova. Begitu pula dengan penelitian dari Yudyatmoko (2000) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan (*Net Profit Margin*) selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah dilakukannya akuisisi. Namun demikian penelitian ini tidak mampu mendukung hasil temuan dari penelitian yang telah dilakukan seperti Venet (1996) yang dari hasil penelitiannya menemukan adanya indikasi bahwa efek dari merger dan akuisisi akan mampu meningkatkan kinerja, dan Habir Singh and Cyntia (1987) yang menemukan bahwa pelaksanaan akuisisi akan mampu memberikan nilai yang besar dan memberikan usaha yang positif. Begitu pula dengan penelitian Sorenson (2000) yang menemukan bahwa perusahaan yang melakukan akuisisi secara signifikan lebih menguntungkan dan adanya peningkatan profitabilitas. Serta Nurdin (1995) yang telah menemukan adanya perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, yakni pada rasio rentabilitas; likuiditas; dan solvabilitas. Ada beberapa kemungkinan penyebab tidak terbuktinya hipotesis satu ini adalah:

- Periode pelaksanaan penelitian ini adalah tepat pada saat krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia, yaitu antara tahun 1997 – 1999. Akibat kondisi ini menyebabkan tingkat suku bunga menjadi sangat tinggi, yang diikuti banyaknya perusahaan kolep karena tidak mampu membayar kredit yang sudah jatuh tempo, sehingga banyak perusahaan yang mengalami kurang adanya jaminan pasokan bahan baku, tentu ini akan berpengaruh terhadap operasional kegiatan perusahaan dan akhirnya akan berpengaruh terhadap kemampuan profitabilitas yang menurun.

- Rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam mengukur kinerja keuangan dalam penelitian ini terdapat beberapa perbedaan dengan rasio yang digunakan oleh penelitian sebelumnya.
- Analisis yang digunakan untuk menguji temuannya terdapat perbedaan, dimana Vennet (1996) menggunakan *Univariate Comparison*; Habir Singh and Cyntia (1987) menggunakan *Capital Assets pricing Model (CAPM)*; Sorenson (2000) menggunakan analisis faktor dan regresi logit; dan Nurdin (1995) yang menggunakan *Multivariate Discriminant Analysis (MDA)*, sedang dalam penelitian ini, untuk menguji hipotesis₁₋₁ menggunakan *Paired t Sample Test*.

5.2.2. Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis₁₋₂

Untuk membuktikan hipotesis kedua yaitu bahwa “diduga ada perbedaan secara simultan terhadap aspek-aspek kinerja keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”, dengan menggunakan kriteria signifikansi 5% dan pengujian secara statistik diperoleh hasil bahwa secara simultan didapatkan nilai *Wilk's Lambda* 0,901; nilai *Chi-Square* 10,686; $df = 8$, signifikansi 0,220 artinya kedelapan rasio keuangan yang digunakan secara simultan tidak mampu membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, dengan melihat tingkat signifikansi sebesar 0,220 yang jauh diatas 0,05. Rasio yang secara nyata dapat membedakan kinerja keuangan perusahaan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi adalah *Quick ratio* (X2) pada taraf signifikansi 5%.sebesar 0,020 karena memiliki signifikansi lebih kecil dari 5%. Sedangkan untuk *Current Ratio* (X1), *Inventory Turnover* (X3), *Fixed Assets Turnover* (X4), *Total Assets Turnover* (X5), *Debt Ratio* (X6), *Total Debt to Equity Ratio* (X7), dan *Price Earning Ratio* (X12) tidak terbukti adanya beda nyata antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi karena memiliki taraf signifikansi lebih besar dari 5%.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa hipotesis₁₋₂ dalam penelitian ini tidak terbukti sehingga diterima hipotesis₀₋₂, karena dari 8 (delapan) rasio keuangan yang digunakan hanya 1 (satu) rasio keuangan saja yaitu *Quick Ratio* (X2) yang mempunyai signifikansi 5% dan berbeda secara nyata dalam membedakan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Sedangkan 7 (tujuh) rasio keuangan yang lain tidak mampu membedakannya. Hal ini mengindikasikan bahwa pada saat terjadinya kondisi ekonomi yang sulit (krisis ekonomi), pelaksanaan merger dan akuisisi akan mampu meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan kas yang tersedia, selain itu juga dengan merger dan akuisisi assets perusahaan akan menjadi besar, karena terkumpulnya dana akibat penggabungan sehingga menghindarkan diri dari masalah kebangkrutan, atau paling tidak perusahaan mampu bertahan dan mampu mengurangi resiko likuiditas. Sebab pada dasarnya banyak perusahaan yang gulung tikar bukan karena tidak mampu menghasilkan laba, tetapi karena tidak mampu membayar hutangnya dari kreditor. Temuan ini tidak mendukung dari penelitian Payamta (2000) yang menemukan bahwa dari 10 rasio yang digunakan untuk menganalisis kinerja, rasio *Fixed Asset Turnover* yang memberi indikasi adanya perbedaan yang signifikan. Demikian juga dengan penelitian dari Steven (1973) yang menemukan bahwa dari 20 rasio keuangan yang digunakan untuk menganalisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi didapat 6 (enam) rasio keuangan yang memberikan kontribusi yaitu EBIT/Sales; NWC/TA; Sales/TA; LTD/TA; DPR; dan EPS.

Beberapa kemungkinan penyebab tidak terbuktinya hipotesis ini adalah:

- Penelitian ini menggunakan *multivariate* untuk menguji kedelapan rasio keuangan secara simultan/bersama-sama, untuk membedakan perbedaan kinerja keuangan perusahaan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Dimana hanya 1 (satu) saja yang rasio yang mampu membedakan kinerja, yaitu *Quick Ratio* (X2). Bila digunakan analisis diskriminan dengan cara *stepwise* hasilnya diprediksi akan berbeda (ada perbedaan).

Memang pada kenyataannya dengan dilakukan penggabungan akan terjadi peningkatan assets yang lebih besar, sehingga akan terjaminnya pasokan bahan baku yang lancar dan ini menjadi keharusan bagi perusahaan agar tercapai tujuannya. Demikian juga dengan kondisi perusahaan yang likuid akan mampu mencegah perusahaan dari kebangkrutan.

- Pengelolaan manajemen setelah dilakukan penggabungan usaha kurang profesional dan bahkan terkesan buru-buru, sehingga upaya untuk tercapainya efisiensi biaya dan upaya untuk meningkatkan profit kurang bisa dilaksanakan. Hal ini tercermin dari beberapa rasio keuangan yang sebagian besar tidak menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan setelah melaksanakan strategi penggabungan usaha.

Quick Ratio (X2) sebagai variabel yang mampu membedakan kinerja keuangan sebelum dan sesudah dilakukan merger dan akuisisi, ini berarti bahwa tujuan dilakukan penggabungan usaha masih membawa makna dan manfaat, paling tidak mencegah perusahaan dari kebangkrutan atau perusahaan mempunyai kemampuan likuiditas.

5.2.3. Berkaitan dengan Tujuan dan Hipotesis_{1,3}

Hipotesa ketiga menyatakan bahwa “diduga rasio likuiditas yang akan memberikan kontribusi dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi”. Kriteria yang digunakan adalah jika Wilks’ lambda kecil, F ratio besar dan signifikansi dibawah 5% serta memiliki koefisien pembeda dan kontribusi terbesar. Dari hasil uji analisis diskriminan, terbukti bahwa variabel dominan yang memiliki kontribusi terbesar adalah Quick Ratio (X2), karena memiliki F ratio terbesar yaitu 5,540; Wilks’ Lambda terkecil yaitu 0,950 dan taraf signifikansi dibawah 5% yaitu 0,020. Dengan demikian rasio likuiditas yang diwakili oleh *Quick Ratio* (X2) mempunyai kontribusi yang dominan/kemampuan pembeda terbesar.

Hasil temuan ini tidak mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Steven (1973) bahwa rasio keuangan yang mempunyai kontribusi yang dominan dalam

menjelaskan karakteristik kinerja keuangan adalah LTD/LTA; juga hasil temuan dari Nurdin (1995) bahwa rasio rentabilitas mempunyai kontribusi dominan terhadap prestasi kinerja keuangan perusahaan, Sorenson (2000) bahwa satu-satunya rasio keuangan yang mampu menjadi karakteristik yang signifikan adalah rasio profitabilitas, dan Akhigbe; Borde and Whyte (2000) bahwa faktor yang paling dominan adalah faktor mengurangi persaingan. Temuan ini berbeda dengan beberapa penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya yang menemukan bahwa rasio rentabilitas mempunyai kontribusi yang dominan, hal ini wajar karena pada saat dilakukan penelitian ini krisis ekonomi masih belum pulih bahkan semakin buruk, sehingga jangankan untuk memperoleh keuntungan untuk bertahan diri dari ancaman likuidasi atau kebangkrutan saja terasa sulit, mengingat permasalahan yang dihadapi oleh perusahaan semakin kompleks dan rumit. Sehingga pada kondisi ini tampaknya rasio likuiditaslah yang membawa dampak yang signifikan pada pelaksanaan Merger dan Akuisisi, hal ini logis mengingat perusahaan-perusahaan sampel pada masa krisis sebagian besar tepat jatuh untuk membayar hutang, sementara itu banyak perusahaan yang gulung tikar bukan karena tidak mampu menghasilkan keuntungan, akan tetapi mengalami kebangkrutan karena adanya tekanan-tekanan dari para kreditor. Untuk itu dengan pemerolehan assets yang memadai dan cepat untuk dicairkan, maka akan menghindarkan perusahaan ke arah kebangkrutan, ini sesuai dengan tujuan dan manfaat dilaksanakan Merger dan Akuisisi.

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil temuan ini adalah bahwa rasio likuiditas yang diwakili oleh variabel *Quick Ratio* (X2) merupakan rasio yang mempunyai kontribusi dominan yang membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

5.3. Implikasi Penelitian

Kinerja keuangan perusahaan manufaktur sangat memburuk pada saat terjadi krisis ekonomi yang berawal dari krisis moneter sejak pertengahan tahun 1997 memangkas kinerja perusahaan secara drasiis. Adanya kenaikan kurs Dollar Amerika Serikat terhadap rupiah akibat krisis ekonomi ini telah membangkrutkan hampir sebagian besar perusahaan. Memang untuk mengantisipasi dampak yang lebih parah, penggabungan usaha menjadi salah satu alternatif pilihan yang menjanjikan. Tujuan dilakukan penggabungan usaha jelas adalah didalam rangka memperoleh sinergi usaha; pooling kekuatan; serta mencegah perusahaan dari kebangkrutan.

Dari hasil penelitian ini, dapat dilihat bahwa walaupun kemampuan perusahaan untuk dapat meningkatkan dan memperbesar keuntungan kurang dapat direalisasikan seperti, ROI mengalami penurunan sebesar (186,894%); ROE mengalami penurunan sebesar (114,618%); rasio NPM turun sebesar (609,417%); *Earning Power* menurun sebesar (96,417%); *Total Debt to Equity Ratio* (125,774%); dan *Earning Pershare* (69,106%), namun rasio-rasio keuangan yang lain mengalami kenaikan seperti *Current Ratio* 11,432% dan *Quick Ratio* sebesar 0,990%; *Inventory Turnover* naik sebesar 59,293; *Fixed Asset Turnover* naik sebesar 48,217%; *Total Assets Turnover* naik sebesar 11,635; *Debt Ratio* naik sebesar 33,066%; dan PER naik sebesar 202,870%. Hal ini mengindikasikan bahwa manfaat dilakukan penggabungan usaha masih ada, untuk itu agar supaya pelaksanaan merger dan akuisisi dapat maksimal, hendaknya prosedur melakukan penggabungan usaha harus lebih berhati-hati dilaksanakan, tentu dengan mempraktekkan *due diligence* (uji tuntas); pengelolaan manajemen yang efektif dan profesional akan memberikan peiuang peningkatan kinerja yang lebih baik.

Berdasarkan uji analisis diskriminan, terbukti bahwa rasio likuiditas yang diwakili oleh *Quick Ratio* (X_2) mempunyai signifikansi 5% dan secara nyata dapat membedakan kinerja dan memberikan kontribusi yang dominan terhadap kinerja keuangan sebelum dan

sesudah merger dan akuisisi atau dengan kata lain tercapai suatu sinergi dalam bidang keuangan. Hal ini disebabkan bahwa perusahaan melakukan strategi usaha yaitu merger dan akuisisi, bertujuan untuk *pooling* kekuatan, yang mana menggabungkan perusahaan menjadi satu, maka volume perusahaan menjadi cukup besar. Perusahaan akan memanfaatkan dana untuk investasi pada usaha yang sudah mapan (*to obtain capital financial*) dan perusahaan hasil merger dan akuisisi ini akan memperoleh manfaat di pasar uang atau di pasar modal karena meningkatnya ukuran (*size*) termasuk efisiensi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa pelaksanaan merger dan akuisisi dapat mencegah perusahaan dari kebangkrutan. Dimana banyak perusahaan yang bangkrut tidak karena perusahaan tidak mampu memperoleh laba tetapi karena perusahaan sudah tidak likuid lagi. Oleh karenanya perusahaan tidak mampu lagi memenuhi kewajibann pembayaran cicilan dan hutangnya, sehingga terdesak oleh para kreditornya kearah kebangkrutan. Dalam keadaan yang demikian ini, melalui merger dan akuisisi dengan perusahaan yang lebih sehat struktur keuangannya, perusahaan bisa diselamatkan dari kebangkrutan. Demikian pula sumber daya keuangan yang diperoleh dari hasil penggabungan usaha dapat dimanfaatkan secara efisien serta dilakukan investasi di bidang usaha lain yang lebih menguntungkan, memiliki posisi pasar yang baik dan potensi pertumbuhan yang kuat (*merger as use for surplus fund*).

Sementara itu dampak krisis ekonomi masih terasa, dimana banyak sektor riil berhenti bergerak bahkan banyak yang merosot atau berhenti operasi, maka jika tidak dilakukan usaha-usaha untuk menggerakkan sektor riil tersebut, sehingga memerlukan penanganan yang serius baik dari Pemerintah; Bank; maupun dari perusahaan itu sendiri. Beberapa langkah diantaranya mendapatkan pinjaman dari luar negeri oleh Pemerintah yang dipinjamkan kembali (*two-step-loan*) kepada sektor riil melalui perbankan untuk modal kerja perusahaan-perusahaan, untuk itu perlu diusahakan penurunan tingkat bunga perbankan kepada tingkat yang wajar, bukan saja untuk memberikan *positive spread*

kepada perbankan, tetapi juga agar tingkat inflasi tidak terlalu tinggi. Selain itu juga perlu strategi usaha yang akan mampu meningkatkan kekuatan posisi suatu perusahaan dan mengembangkan sejumlah kemampuan khusus atau kompetensi inti yang dapat diandalkan yang pada gilirannya akan menjadi nilai tambah, yakni dengan penggabungan usaha. Penggabungan usaha ini perlu diletakkan dalam konteks bisnis perusahaan yang lebih luas dan kerangka kerja strategis bisnis.

Berdasarkan hasil penelitian ini, akan dapat memberi masukan bagi pihak-pihak yang berkepentingan (Stakeholder) terhadap kinerja perusahaan terutama bagi para pelaku bisnis dalam mengambil keputusan, yaitu terutama yang menyangkut keputusan merger dan akuisisi. Masukan ini menjadi berguna, karena pada dewasa ini masalah merger dan akuisisi sering terjadi akhir-akhir ini, terutama selama krisis ekonomi berlangsung. Bahkan pada saat krisis ekonomi berlangsung, strategi merger telah menjadi trend sampai terjadinya gelombang merger, sehingga Bapepam mengantisipasi dengan mengeluarkan peraturan Nomor: IX.G.I tentang “Penggabungan usaha atau peleburan usaha perusahaan publik atau emitan”, yang tata cara penggabungan usaha tersebut dengan mengacu pada Undang-Undang Perseroan Terbatas dan Undang-Undang Pasar Modal. Untuk itu bagi para pelaku bisnis agar lebih seksama dan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan merger dan akuisisi agar tujuan dilakukan strategi ini dapat dicapai tujuan secara efektif, baik prosedurnya maupun pengelolaannya supaya lebih professional.

VI. KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian yang telah diuraikan dimuka maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil uji *t* untuk sampel berpasangan (*paired sample t test*) untuk menguji hipotesis₁₋₁ diperoleh hasil bahwa dari 11 rasio keuangan yang digunakan, rasio yang terbukti mempunyai signifikansi dan secara nyata menunjukkan perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi ada 3 (tiga) rasio yaitu *Quick Ratio* (X2); *Debt Ratio* (X6); dan *Earning Power* (X11). Sedangkan 8 (delapan) variabel yang lain yaitu *Current Ratio* (X1); *Inventory Turnover* (X3); *Fixed Asset Turnover* (X4); *Total Assets Turnover* (X5); *Total Debt to Equity Ratio* (X7); *Net profit Margin* (X8); *ROI* (X9); dan *Price Earning* (X12) terbukti tidak signifikan dalam membedakan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Dari uraian ini dapat disimpulkan bahwa hipotesis₁₋₁ dalam penelitian ini tidak terbukti dan ditolak, sedang hipotesis₀₋₁ dapat diterima, karena dari 11 (sebelas) rasio keuangan yang diuji, hanya 3 (tiga) rasio saja yang berbeda secara nyata dalam membedakan kinerja. Hal ini sejalan dengan penelitian Payamta (2000) yang menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan kinerja perusahaan manufaktur yang diukur dari rasio keuangan untuk 2 tahun dan 2 tahun sesudah merger dan akuisisi, serta penelitian dari Yudyatmoko (2000) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan (*Net Profit Margin*) selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah dilakukannya akuisisi. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Habir Singh and Cyntia (1987) dan Sorenson (2000) yang menemukan bahwa pelaksanaan akuisisi secara signifikan mampu memberikan nilai yang lebih besar dan memberikan usaha yang positif.

Dari temuan ini, dapat diartikan bahwa kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan merger dan akuisisi justru relatif menurun. Hal ini kemungkinan besar disebabkan oleh adanya pengaruh dari kondisi krisis ekonomi di Indonesia yang semakin kompleks dan rumit. Lebih-lebih pada saat terjadinya krisis sebagian besar perusahaan di Indonesia (termasuk perusahaan sampel) mempunyai hutang dalam bentuk mata uang asing, terutama dolar Amerika baik yang berasal dari impor bahan baku bahkan naik hingga 85% maupun hutang dari pemberian kredit uang dari bank luar negeri, yang mana saat terjadinya krisis ekonomi di Indonesia nilai Dollar naik secara drastis, sebaliknya nilai Rupiah menjadi sangat rendah. Tentu kondisi ini sangat mempengaruhi kinerja perusahaan, sehingga penerapan strategi penggabungan usaha (Merger dan Akuisisi) yang mestinya mampu memperbaiki kinerja yaitu *pooling* kekuatan; komplementaritas; efisiensi biaya dan pajak; peningkatan sinergi; mencegah dari kebangkrutan dan lain-lain, nampaknya masih belum secara maksimal memberikan kebermaknaan perubahan kinerja perusahaan. Pengaruh langsung dari efek krisis ekonomi ini adalah terjadinya kerugian yang cukup besar pada perusahaan di Indonesia (perusahaan sampel) selanjutnya menyebabkan terjadinya penurunan dalam pencapaian profitabilitas, seperti yang diketemukan dalam penelitian ini.

2. Hasil pengujian hipotesis₁₋₂ dengan analisis diskriminan metode langsung (*force method*) adalah tidak dapat dibuktikan, karena dari 8 (delapan) rasio keuangan yang digunakan sebagai ukuran kinerja keuangan perusahaan ternyata secara simultan tidak memiliki kontribusi yang nyata dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, sehingga ditolak hipotesis₁₋₂ dan diterima hipotesis₀₋₂. Walaupun demikian dari hasil uji *Wilk's Lambda*, *F ratio* dan signifikansi masing-masing variabel, dapat dibuktikan hanya *Quick Ratio* (X2) yang secara nyata berbeda dalam menunjukkan kinerja keuangan perusahaan. Implikasi dari temuan ini, maka calon investor; pihak manajemen dan masyarakat bisa menggunakan

Quick Ratio ini sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan merger dan akuisisi, dan paling tidak tujuan dilakukan penggabungan usaha masih membawa manfaat yaitu mencegah perusahaan dari kebangkrutan, karena efek dari merger dan akuisisi ini perusahaan mempunyai kemampuan likuiditas, sebagai akibat assets/dana yang bertambah atau semakin membesar.

3. Hasil pengujian hipotesis₁₋₃ yang menduga bahwa “rasio likuiditas akan memberikan kontribusi yang dominan dalam membedakan kinerja keuangan perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah merger dan akuisisi” ditemukan bahwa rasio likuiditas yang diwakili oleh *Quick Ratio* (X2) merupakan rasio yang dominan dalam membedakan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dan memiliki kontribusi terbesar. Penemuan ini mengindikasikan bahwa pada saat krisis ekonomi melanda, yaitu tepat saat penelitian ini dilakukan, tampaknya *Quick Ratio* (X2) sebagai salah satu aspek rasio likuiditas mampu membedakan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Ini berarti bahwa walaupun perusahaan di Indonesia (perusahaan sampel) belum mampu meningkatkan keuntungan, tapi paling tidak dengan perolehan asset yang cepat dapat menghindarkan perusahaan kearah kebangkrutan, karena masih mempunyai rasio likuiditas yang tinggi.
4. Dari hasil penelitian ini, ditemukan bahwa efek dari pelaksanaan keputusan Merger dan Akuisi belum terlihat secara nyata atau tidak menampakkan adanya perbedaan kinerja. Temuan ini mendukung ini mendukung penelitian dari Yudyatmoko (2000) dan Payanta (2000), namun demikian bertentangan dengan hasil temuan dari Habir Singh and Cyinthia (1987); Venet (1996). Selain itu rasio yang memberikan kontribusi dominan adalah rasio likuiditas, hal ini tidak mendukung penelitian dari Steven (1973), juga bertentangan dengan temuan dari Nurdin (1995) dan Sorenson

(2000) yang menyatakan bahwa rasio yang dominan dalam membedakan kinerja adalah rasio profitabilitas.

6.2. Saran-saran

Beberapa saran yang dapat dikemukakan untuk penelitian berikutnya berdasarkan penelitian ini antara lain:

1. Bagi investor dan calon investor

Hasil penelitian ini dapat dipakai sebagai masukan dalam memutuskan untuk membentuk portfolio saham yang akan dibentuk. Oleh karena itu, dalam membentuk portfolio saham pada perusahaan yang akan melaksanakan merger dan akuisisi harus lebih berhati-hati, jika tidak maka return saham diprediksi akan mengalami penurunan.

Untuk itu harus selalu dicermati kinerja keuangan suatu perusahaan yang akan ditanami investasi atau sudah, khususnya pada kondisi ekonomi yang tidak stabil (krisis ekonomi), serta melihat trend pertumbuhan perusahaan yang harus membaik, supaya investasi yang dimasukkan akan terhindar dari kerugian.

2. Bagi perusahaan yang akan melaksanakan keputusan merger dan akuisisi, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan dalam melakukan pengembangan usaha, apakah tepat dilakukan penggabungan usaha atau cara lain. Mengingat hasil dari penelitian ini yang relatif kinerja perusahaan menurun setelah melakukan merger dan akuisisi. Untuk itu supaya mendapatkan manfaat yang besar dari efek merger dan akuisisi maka dalam prosedur pelaksanaannya sebaiknya perusahaan melaksanakan *due diligence* (uji tuntas) terlebih dahulu.

3. Bagi pihak manajemen, mengingat permasalahan perusahaan setelah dilakukan merger dan akuisisi semakin kompleks seperti kepemimpinan; sumberdaya manusia; budaya perusahaan; manajemen; dan lain-lain, hendaknya pihak manajemen mampu mengelola lebih profesional. Lebih lanjut karena dari hasil penelitian membuktikan bahwa Likuiditas yang diwakili oleh *Quick Ratio* (X2) menjadi variabel yang dominan

dan mampu membedakan kinerja, maka pihak manajemen harus betul-betul mampu mengelola supaya rasio likuiditas ini tidak justru menjadi beban, tetapi harus mampu mengelolanya lebih efektif, dengan diversifikasi usaha atau menginvestasikan pada usaha yang lebih menjanjikan dan prospektif.

4. Bagi peneliti berikutnya

Hendaknya dilakukan penelitian tentang penggabungan usaha, dengan menggunakan dimensi waktu di atas tahun 1999 yang walaupun akibat krisis masih terasa tetapi relatif kondisinya lebih stabil, sehingga bisa diperbandingkan dengan temuan penelitian ini supaya dapat menambah khazanah pengetahuan berkenaan dengan penggabungan usaha dan dapat diketahui manfaat yang sebenarnya dari keputusan strategi penggabungan usaha.

6.3. Keterbatasan Penelitian

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain:

1. Penggunaan data rasio keuangan 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah merger dan akuisisi merupakan suatu keterbatasan penelitian ini karena akan berpengaruh terhadap output statistiknya, barangkali dengan menambah dimensi waktunya hasil temuannya akan lebih baik, yaitu dapat mencerminkan dampak merger dan akuisisi seperti yang diharapkan dan tingkat akurasinya akan semakin tinggi.
2. Pengambilan data rasio keuangan di ICMD sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi di antara perusahaan sampel, mempunyai perbedaan kondisi sehingga memungkinkan tingkat akurasi data menjadi lemah.
3. Tolok ukur kinerja yang digunakan dalam penelitian ini hanya menganalisis kinerja berdasar rasio keuangan saja yang merupakan faktor ekonomis, sementara beberapa faktor non ekonomis yang cukup penting seperti teknologi; sumberdaya manusia;



service; pajak; budaya perusahaan; dan manajemen perusahaan tidak dimasukkan dalam analisis, yang hasilnya tidak dapat menggambarkan keseluruhan aspek kinerja. .

4. Penelitian ini tidak membedakan antara merger dan akuisisi, jenis merger dan akuisisi yang dilakukan apakah berbentuk vertikal; horisontal atau konglomerat, serta apakah merger dan akuisisi internal atau eksternal. Sehingga hasil penelitian ini perlu dipersempit jenis sampelnya, supaya hasilnya akan lebih akurat.



DAFTAR PUSTAKA

- Akhigbe, A., S.F., Borde, and A.M., Whyte, 2000. Evidence Based The Source of Gains to Target and Their Industry Rivals: on Terminated Merger Proposals, *Financial Management (Winter)*: 101–118.
- Alimin, 1993. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi Pada Perusahaan Go Publik di Indonesia*, Tesis, Program Pascasarjana Universitas Gajahmada, Yogyakarta.
- Beaver, W.H., 1968. The Information Content of Annual Earning Announcement, *Journal of Accounting Research*, Vol.v6, 67-92.
- Boseman, Glenn and Arvind Parhak. 1989. *Strategic Management*, 2nd Edition, Singapore: Jhon Willey dan Sonc Inc.
- Brigham, E. F. and L.C. Gapenski., 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, The Dryden Press, New York.
- Budiawan, A., 1992. Unsur-unsur Dalam Merger dan Akuisisi di Indonesia, *Usahawan*, Maret: 31.
- Calem, P.S., A., Dor, and J.A., Rizzo, 1999. The Welfare Effects of Mergers in the Hospital Industry, *Journal of Economics and Business*, 51: 197 – 213.
- Cybo–Ottone, A., 2000. Mergers and Shareholder Wealth in European Banking, *Journal of Banking & Finance*, 24: 831 – 859
- David, F.R., 1993. *Strategic Management*, 4th Edition, BPFE., Yogyakarta.
- Dennis, D.K., and J.J., Mc Connell, 1986. Corporate Mergers and Securities Return. *Journal of Financial Economics*, 16: 143–187.
- Foster, G., 1994. *Financial statement Analysis*. 2nd ed. Toronto: Prentice Hall International Inc.
- Freir, Jerold. 1990, *Succesfull Corporate Acquisition*, New Jersey: Frentice Hall Inc, Engglewood Eliffs.
- French, K.R., and R., Roll, 1986. Stock Return Variances (The Arrival of Information and The Reaction of Traders, *Journal Of Financial Economics*, Vol 17: 121–142.
- Gie, Kwik-Kian, 1992. Merger dan Akuisisi. Sinergi dan Penyalahgunaan, *Usahawan*, Maret-April, 13.
- Hair, Jr., Josep, F.A, Rolp. E. Ronald, B. William. C. 1992. *Multivariate Data Analysis*, With reading. Macmillan publishing Company. Thirth Edition. New York.



Hasan, M. I. 2002. *Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*. Ghalia Indonesia. Jakarta.

Helfert, E.A., 1996. *Technique of Financial Analysis*, 7th, Alih Bahasa, Herman Wibowo, Homewood Illinois, Richard D. Irwin Inc.

Hitt, M.A., J.S., Harison, and R.D., Ireland, 2002. *Merger dan Akuisisi (Panduan Meraih Laba Bagi Para Pemegang Saham)*, Terjemahan, Hariyanto S., dan Umi Rohimah, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Horne, J.C.V., 1999. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi 9, Terjemahan: Heru Sutojo, Salemba, Jakarta.

Husnan, S., dan E. Pudjiastuti, 1994. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Ikatan Akuntansi Indonesia. 1999. *Pernyataan Standart Akuntansi Keuangan*. Buku 2, Salemba Empat, Jakarta.

Jones, C.P., 1998. *Investment Analysis and Management*, Sixth Edition, John Wiley & Sons, New York.

Kartini Mulyadi (1992). Problem Pokok Dalam Merger dan Akuisisi, *Bisnis Indonesia*, 7 Agustus, 6.

Kusnaedy, R., 1992. Unsur-Unsur Dalam Merger dan Akuisisi, *Usahawan*, Maret, 30.

Leeth, J.D., and J.R., Borg, 2000. The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave, *Journal of Financial and Quatitative Analysis*, Vol 35 (2) : 217 – 238

Lev, B., *Observations on The Merger Phenomenon and a Review of the Evidence*, The Berkeley Conference. Tel Aviv University, 521– 31.

Marcel, Go. 1992. *Akuisisi Bisnis Analisis dan Pengelolaanya*, Rineka Cipta. Jakarta.

Martin, J.D. dkk., *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Martono dan D.A., Harjito., 2002. *Manajemen Keuangan*, Ekonisia, Kampus Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.

Michael, A., I., Shaked, and You-Tay, Lee, 1991. An Evaluation of Investment Banker Acquisition Advice: The Shareholders' Perspective, *Financial Management (Summer)*: 40 – 49.

Munawir, S., 1995. *Analisa Laporan Keuangan*, Liberty, Yogyakarta.

Muslimin,. 1997. *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Farmasi/Kimia Sebelum dan Sesudah Go Public Di Bursa Efek Surabaya*, Tesis. Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.



- Nuridin, Djayani, 1995. *Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Akuisisi pada Perusahaan Go Public Di Indonesia*. Karya Tulis Utama, Program Magister Manajemen, Universitas Airlangga.
- Payamta, 2000. *Analisis Pengaruh keputusan Merger dan Akuisisi Terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi IV.
- Phillipatos, George C., and W.W., Sihler, 1991. *Financial Management*, Second Edition, Allyn and Bacon, Massachussets.
- Richard A.B., and C.M., Stewart, *Fundamental Of Corporate Finance*, International Edition, USA: Mc. Groaw. Hill Inc.
- Ronnie, H.R., 1992. Konsolidasi atau Akuisisi yang terjadi di dalam kelompok Bisnis di Indonesia, *Usahawan*, Edisi XXI, No. 8, Agustus, Yogyakarta.
- Saragih Simon, 2001., *Sebuah Pelajaran dari Sejarah Merger*, Kompas, 29 Mei, 29.
- Sartono, A., 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi I. BPFE., Yogyakarta.
- Singh, Harbir and Montgomery, Cynthia A., 1987. Corporate Acquisition Strategy and Economic Performance, *Journal Of Business Finance*, Vol 5, No. 3, PP: 55-71.
- Singarimbun, M., dan S., Effendi. 1995. *Metode Penelitian Survei*. LP3ES. Jakarta.
- Soebroto, B., 1984. *Analisa Laporan Keuangan*, Universitas Brawijaya, Malang.
- Sorenson, D.E., 2000. Characteristics of Merging Firms, *Journal Of Economis and Business*, 52: 423-433.
- Stevens, D.L., 1973. *Financial Characteristics of Mergeed Firm: A Multivariate Analysis*, March, PP: 149-158.
- Sudarsanam, P.S., 1999. *The Essence of "Merger dan Akuisisi"*. Andy. Yogyakarta.
- Surtojo, Heru. 1992. *Tujuan Ekonomi & Non Ekonomi pada Merger dan Akuisisi*, Jakarta, Manajemen dan Usahawan, Maret, No. 3 th XXI.
- Suta, I.P.G.A, 1992. *Akuisisi dan Implikasinya Bagi Perusahaan Publik*. Makalah disajikan dalam Seminar " Akuisisi Dan Dampak Globalisasi Terhadap Pasar Modal Indonesia", Jakarta , 25 Agustus, 1 - 20.
- _____, 1997. Empat Alasan Ekonomis dalam Merger-Akuisisi, *Manajemen dan Usahawan*, Januari: 27.
- Syamsudin, L., 1994. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Ke-Dua, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.



Ujianto, 2001. *Metodologi Penelitian Sosial Ekonomi*, Makalah di Sampaikan Pada Penataran : "Penelitian dan Statistik" bagi Dosen Tetap DPK dan Dosen Yayasan Perguruan Tinggi Swasta – Kopertis Wil. VII, 25-30 Juni, BAPELKES Murnajati, Lawang.

Usman Umedi. 2000. *Analisis Keuangan Bank Umum Swasta Nasional sebelum dan sesudah Akuisisi*, Tesis, Programa Pasca Sarjana Universitas Brawijaya.

Vennet, R.V., 1996, The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions, *Journal Of Banking & Finance*, No. 20, 1531 – 1558.

Weston, J.F. and E.F., Brigham, 1990. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 2, Terjemahan, Sirait Alfonsus, Erlangga, Jakarta.

Weston, J.F., and T.E., Copeland, 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 2, Terjemahan, Kibrandoko dan Wasana Jaka, Binarupa Aksara, Jakarta.

Yudyatmoko, dan Na'im, A., 2000. *Pengaruh Akuisisi Terhadap perubahan Return Saham Dan Kinerja Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi IV.