

**ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA
PERUSAHAAN & *ABNORMAL RETURN* SAHAM
SEBELUM & SESUDAH MERGER DAN AKUISISI
(DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1998-2004)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagai syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh:

**DYAKSA WIDYAPUTRA, SPI
NIM : C4A 005037**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2006**

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh dari merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yaitu: PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*) dan EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE dan *abnormal return* disekitar pengumuman merger dan akuisisi. Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu kekuatan untuk memperkuat posisi perusahaan. Sedangkan akuisisi merupakan pengambil-alihan (*take over*) sebagian atau keseluruhan saham perusahaan lain sehingga perusahaan pengakuisisi mempunyai hak kontrol atas perusahaan target.

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data dokumenter. Sedangkan populasi penelitian ini meliputi perusahaan publik yang terdaftar di BEJ yang pernah melakukan merger dan akuisisi, dan perusahaan tersebut mengumumkan aktivitasnya tersebut pada periode 2002-2002. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yang mana terdapat 20 perusahaan yang masuk dalam kriteria penelitian ini. Metoda analisis data yang digunakan untuk menjawab hipotesis 1 sampai 9 (perhitungan rasio-rasio keuangan) digunakan normalitas data, uji beda Wilcoxon Sign Test, dan uji Manova. Sedangkan untuk menjawab hipotesis 10 digunakan analisis *event study* yang menggunakan pendekatan *abnormal return*, model yang digunakan adalah model pasar disesuaikan (*market adjusted model*).

Hasil dari test Manova menunjukkan bahwa pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan untuk 1 tahun sebelum dengan 1 tahun setelah Merger dan Akuisisi (M&A) dengan $\text{sig.}0.862 > 0.05$, 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A dengan $\text{sig.} 0.260 > 0.05$ yang artinya tidak berbeda secara signifikan. Sedangkan pengujian secara parsial (*Wilcoxon Sign Test*) menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk rasio keuangan EPS, OPM, NPM, ROE, dan ROA untuk pengujian 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A; rasio keuangan OPM, dan ROE untuk pengujian 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A; rasio keuangan PBV, dan OPM untuk pengujian 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A; rasio keuangan OPM untuk pengujian 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Hasil pengujian *abnormal return* perusahaan pada periode jendela sebelum pengumuman merger dan akuisisi (h-22 sampai dengan h-1) tidak berbeda dengan *abnormal return* pada periode jendela setelah merger dan akuisisi (h+1 sampai h+22).

Kata Kunci: Merger dan Akuisisi; Rasio Keuangan; *Abnormal Return*

Abstrack

This research aims to examine the effect of merger and acquisition on firm's performance at Jakarta Stock Exchange. Firm performance is measured using financial ratios: PER (price earning ratio), PBV (price to book value) dan EPS (earning per share), OPM (operating profit margin), NPM (net profit margin), Total Asset Turnover, ROA, ROE and abnormal return around merger and acquisition (M&A) announcement date. Merger is amalgamation two companies or more becoming one strengths to strengthen position of company. While acquisition is assumption take over partly or overall of other company stocks so that requisitionist company has control freehold asset to target company.

In this research data applied is documenter. While population of this research covers inscribed public company in BEJ which done merger and acquisition, and the company announces the activity at time line 2002-2002. Sampling method applied in this research is purposive sampling, which there are 20 companies entering in this research criterion. Data analysis method applied to answer hypothesis 1 until 9 (calculation standard ratios) applied data normality, difference test Wilcoxon Sign Test, and Manova test. While to answer hypothesis 10 applied by event study analysis using abnormal approach of return, model who applied is market adjusted model.

Result from test Manova yields that testing at a timely to all financial ratios for 1 year before with 1 year after M&A with sig. 0.862 > 005, 2 year before and 2 year after M&A with sig. 0.260 > 005 with the meaning different not in significance. While result testing parsially (Wilcoxon Sign Test) existence of difference which significance for financial ratios EPS, OPM, NPM, ROE, and ROA for testing of 1 year before and 1 year after M&A; financial ratios OPM, and ROE for testing of 1 year before and 2 year after M&A; financial ratios PBV, and OPM for testing of 2 year before and 1 year after M&A; financial ratios OPM for testing of 2 year before and 2 year after M&A. Result of abnormal testing of return company at window time line before announcement of merger and acquisition (h-22 up to h-1) doesn't differ from abnormal of return at window time line after merger and acquisition (h+1 until h+22).

Keyword: Merger and Acquisition; Financial ratios; Abnormal of Return

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Daftar Tabel	ix
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	8
1.3. Tujuan Penelitian	10
1.4. Manfaat Penelitian	11
BAB II TELAAH PUSTAKA	
2.1. Penggabungan Usaha	12
2.2. Tipe-Tipe Merger dan Akuisisi	16
2.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Merger & Akuisisi	19
2.4. Langkah-Langkah Merger dan Akuisisi	23
2.5. Kinerja Keuangan perusahaan	25
2.6. Event Studies	31
2.7. Penelitian Terdahulu	33
2.8. Kerangka Pemikiran Teoritis	40
2.9. Pengembangan Hipotesis	41
2.9.1. Pengaruh Merger & Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan	41
2.9.2. Pengaruh Merger & Akuisisi Terhadap Return Saham	44
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data	46
3.2. Populasi dan Sampel Serta Teknik Pengambilan Sampel	46
3.3. Definisi Operasional Variabel	47
3.4. Metode Pengumpulan Data	53
3.5. Metode Analisis	53
3.6. Teknik Analisis	55
3.6.1. Statistik Deskriptif	55
3.6.2. Uji Normalitas	55

3.6.3. Uji Hipotesis	56
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	60
4.1.1. Sampel Penelitian Berdasarkan Sektor Industri	60
4.1.2. Sampel Penelitian Berdasarkan Jumlah Aset	62
4.1.3. Sampel Penelitian Berdasarkan Jumlah Hutang.....	63
4.1.4. Sampel Penelitian Berdasarkan Jumlah Modal	64
4.1.5. Sampel Penelitian Berdasarkan Return Saham..	65
4.2. Statistik Deskriptif Variabel	66
4.2.1. Statistik Deskriptif Variabel Sebelum Merger dan Akuisisi	66
4.2.2. Statistik Deskriptif Variabel Setelah Merger dan Akuisisi	75
4.3. Analisis Data.....	83
4.3.1. Uji Normalitas Data	83
4.3.1.1. Uji Normalitas Data Rasio Keuangan...	83
4.3.1.2. Uji Normalitas Data Abnormal Return .	85
4.3.2. Analisis Kinerja Keuangan	86
4.3.2.1. Analisis Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger Dan Akuisisi.....	86
4.3.2.2. Analisis Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger Dan Akuisisi.....	89
4.3.2.3. Analisis Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger Dan Akuisisi.....	92
4.3.2.4. Analisis Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger Dan Akuisisi.....	95
4.3.3. Analisis Abnormal Return	97
4.3.3.1. Analisis Abnormal Return 22 Hari Sebelum Dan 22 Hari Setelah Pengumuman Merger Dan Akuisisi.....	97
4.3.4. Ringkasan dari Analisis Data.....	99

BAB V	KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1.	Kesimpulan	100
5.2.	Keterbatasan Penelitian.....	101
5.3.	Saran.....	102
REFERENSI		103
LAMPIRAN		107

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Data Empiris Rata-Rata Rasio Keuangan dari 20 Perusahaan Publik yang Melakukan Merger dan Akuisisi di BEJ Pada Tahun 2000-2002	7
Tabel 2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu	38
Tabel 3.1. Ringkasan Definisi Operasional Variabel.....	52
Tabel 3.2. Data-data yang Diperlukan dan Sumber Data yang Diperoleh.....	53
Tabel 4.1. Sektor Industri Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002	61
Tabel 4.2. Total Asset Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002.....	62
Tabel 4.3. Total Hutang Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002.....	63
Tabel 4.4. Total Modal Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002.....	64
Tabel 4.5. Return Saham Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002.....	65
Tabel 4.6. Deskriptif Variabel Sebelum Merger dan Akuisisi.....	66
Tabel 4.7. Deskriptif Variabel Setelah Merger dan Akuisisi.....	75
Tabel 4.8. Hasil Uji Normalitas Data Rasio Keuangan	84
Tabel 4.9. Hasil Uji Normalitas Data Abnormal Return.....	85
Tabel 4.10. Hasil Wilcoxon Sign Test dan Manova Untuk 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi	86
Tabel 4.11. Hasil Wilcoxon Sign Test dan Manova Untuk 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi	89

Tabel 4.12. Hasil Wilcoxon Sign Test dan Manova Untuk 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi	92
Tabel 4.13. Hasil Wilcoxon Sign Test dan Manova Untuk 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi	95
Tabel 4.14. Hasil Wilcoxon Sign Test Abnormal Return Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi	98

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Ilustrasi Merger	13
Gambar 2.2. Ilustrasi Akuisisi.....	15
Gambar 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	41

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian.....	106
Lampiran 2. Daftar Rasio Keuangan Perusahaan Sampel Penelitian	107
Lampiran 3. Daftar Abnormal Return Perusahaan Sampel Penelitian.....	114
Lampiran 4. Hasil Out Put Uji Normalitas	134
Lampiran 5. Hasil Out Put Statistik Deskriptif	136
Lampiran 6. Hasil Out Put Uji Wilcoxon sign Test.....	139
Lampiran 7. Hasil Out Put Uji MANOVA	144

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Memasuki era perdagangan bebas, persaingan usaha di antara perusahaan-perusahaan yang ada semakin ketat. Kondisi demikian menuntut perusahaan untuk selalu mengembangkan strategi perusahaan agar dapat bertahan atau bahkan berkembang. Perusahaan perlu mengembangkan suatu strategi yang tepat agar bisa mempertahankan eksistensinya dan memperbaiki kinerjanya. Salah satu usaha untuk menjadi perusahaan yang besar dan kuat adalah melalui ekspansi. Ekspansi perusahaan dapat dilakukan baik dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal. Ekspansi internal terjadi pada saat divisi-divisi yang ada dalam perusahaan tumbuh secara normal melalui kegiatan *capital budgeting*. Ekspansi eksternal dapat dilakukan dalam bentuk penggabungan usaha (*business combination*) (Swandari, 1999).

Menurut Ruddy Koesnadi (1991), bahwa salah satu strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan agar perusahaan bisa bertahan atau bahkan berkembang adalah dengan melakukan merger dan akuisisi (M&A). Merger merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu kekuatan untuk memperkuat posisi perusahaan. Akuisisi merupakan pengambil-alihan (*take over*) sebagian atau keseluruhan saham perusahaan lain sehingga perusahaan pengambil-alih mempunyai hak kontrol atas perusahaan target. Arti dari merger dan akuisisi memang berlainan tetapi pada prinsipnya sama yaitu dalam

membicarakan tentang penggabungan usaha (*business combination*), sehingga kedua istilah ini sering dibicarakan secara bersama dan dapat dipertukarkan (*interchangeable*).

Penggabungan usaha dapat dilakukan dengan berbagai cara yang didasarkan pada pertimbangan hukum, perpajakan atau alasan lainnya. Penggabungan usaha di Indonesia didorong oleh semakin besarnya pasar modal, transaksi merger dan akuisisi semakin banyak dilakukan. Isu merger dan akuisisi (M&A) di Indonesia sejak tahun 1990-an hangat dibicarakan baik oleh pengamat ekonomi, ilmuwan, maupun praktisi bisnis, bahkan pada periode 1989-1992 saja telah terjadi 32 kasus M&A terhadap 79 perusahaan (Santoso, 1992).

Alasan yang paling sering digunakan perusahaan adalah bahwa M&A lebih efisien dibanding harus membangun unit bisnis sendiri, disamping itu M&A dapat memberikan efek sinergi (Foster, 1994). Tujuan dilakukannya M&A pada umumnya adalah untuk mendapatkan sinergi atau nilai tambah. Nilai tambah yang dimaksud lebih bersifat jangka panjang dibanding nilai tambah yang hanya bersifat sementara saja, oleh karena itu ada tidaknya sinergi suatu M&A tidak bisa dilihat beberapa saat setelah M&A terjadi, tetapi diperlukan waktu yang relatif panjang. Sinergi yang terjadi sebagai akibat penggabungan usaha bisa berupa turunnya biaya rata-rata per unit karena naiknya skala ekonomis, maupun sinergi keuangan yang berupa kenaikan modal.

Keputusan M&A selain membawa manfaat tidak terlepas dari permasalahan (Suta, 1992), diantaranya biaya untuk melaksanakan M&A sangat mahal, dan hasilnya pun belum pasti sesuai dengan yang diharapkan. Pelaksanaan

akuisisi juga dapat memberikan pengaruh negatif terhadap posisi keuangan dari perusahaan pengakuisisi (*acquiring company*) apabila strukturisasi dari akuisisi melibatkan cara pembayaran dengan kas dan atau melalui peminjaman. Permasalahan yang lain adalah kemungkinan adanya *corporate culture*, sehingga berpengaruh pada sumber daya manusia yang akan dipekerjakan.

Merger dan Akuisisi selama dilakukan atas dasar untuk memperoleh sinergi, maka tindakan tersebut diharapkan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, sehingga akan meningkatkan jumlah permintaan saham perusahaan tersebut, selanjutnya akan mempengaruhi naiknya harga saham. Naiknya harga saham akan menambah nilai perusahaan (*value of the firm*) yang pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

Banyak penelitian telah dilakukan untuk menginvestigasi pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan & pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham, namun hasilnya tidak selalu konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh **Nurdin (1996)** bertujuan untuk menganalisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan *go public* di Indonesia, hasilnya adalah terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan yang digambarkan oleh rasio keuangan yaitu: rasio likuiditas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas dan rasio tingkat pengembalian atas total aktiva yang semakin membaik setelah akuisisi. Penelitian yang dilakukan oleh **Hutagalung (2002)**, mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi, hasil dari penelitian ini adalah ada perbedaan signifikan positif rata-rata *abnormal return* yang diterima perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Penelitian Hutagalung juga didukung oleh beberapa peneliti lainnya mengenai *abnormal return* yang positif setelah pengumuman merger dan akuisisi, seperti yang dilakukan oleh **Suryawijaya (1998)**, penelitian ini mengambil kasus disektor perbankan Amerika Serikat dengan prosedur *event study*, dan ditemukan bahwa segera setelah *event study* (yakni setelah pengumuman akuisisi) timbul *abnormal return* yang signifikan, kemudian dengan menggunakan uji statistik regresi berganda ditemukan hasil yang berhubungan positif dengan besarnya *abnormal return*. **Saiful (2003)**, melakukan penelitian terhadap pengumuman merger dan akuisisi dari tahun 1991-1997, hasil dari penelitian ini ditemukan rata-rata dan kumulatif *abnormal return* yang diperoleh perusahaan target dan non target dalam industri sejenis adalah positif.

Sedangkan menurut **Payamta & Setiawan (2004)**, bertujuan untuk menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan dengan rasio keuangan dan *return* saham, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan (likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas) perusahaan manufaktur setelah melakukan merger dan akuisisi ternyata tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan sebelum melaksanakan merger dan akuisisi. *Abnormal return* sesudah merger dan akuisisi adalah negatif dengan periode jendela 45 hari (22 hari sebelum dan 22 sesudah merger dan akuisisi). Hasil negatif juga dikemukakan oleh **Payamta & Sholikah (2001)** yang menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perbankan di Indonesia menggunakan CAMEL dengan hasil penelitian tidak adanya perbedaan yang signifikan pada

tingkat kinerja bank yang diukur dengan rasio CAMEL untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah merger dan akuisisi.

Penemuan **Yudyatmoko dan Na'im (2000)** yang melakukan pengujian terhadap 34 kasus merger dan akuisisi selama tahun 1989-1995 menemukan rata-rata *profit margin* selama tiga tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, menunjukkan hasil tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *profit margin* tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah M&A. **Rachmawati dan Tendelilin (2001)** juga melakukan penelitian terhadap pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham yang diukur dengan besarnya *abnormal return*. Jumlah perusahaan yang masuk sampel sebanyak 36, dengan menggunakan teknik *event study* dan *event period* yaitu 81 hari bursa yaitu (40 hari sebelum dan 40 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil penelitiannya dengan menggunakan uji beda dua rata-rata pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menunjukkan secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman M&A.

Gurendrawati dan Sudibyo (1999) melakukan pengujian terhadap volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman M&A, ternyata hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan. Kemudian penelitian ini dikembangkan lebih lanjut oleh **Sutrisno dan Sudibyo (1999)** dengan menggunakan alat variabel *dependent* yang berbeda, yaitu: *return* saham, hasilnya menunjukkan signifikan negatif. Pengumuman M&A direaksi negatif oleh pasar yang berakibat penurunan harga saham perusahaan *bidder* (perusahaan yang

mengakuisisi). Sutrisno dan Sudiby (1999) berpendapat volume perdagangan yang stabil (Gurendrawati dan Sudiby,1999) dan *return* saham yang menurun (Sutrisno dan Sudiby,1999) merupakan cerminan dari sikap investor yang menganggap M&A tidak menimbulkan sinergi.

Perbedaan hasil penelitian (*research gap*) yang dilakukan oleh **Suryawijaya (1998), Nurdin (1996), Hutagalung (2002) dan Saiful (2003)** yang menyatakan adanya sinergi positif setelah melakukan merger dan akuisisi dilihat dari perbedaan yang signifikan pada kinerja perusahaan (yang diproksikan dengan rasio keuangan) dan pengaruh pengumuman sebelum dan sesudah M&A terhadap *abnormal return*. Penelitian yang berlawanan seperti menurut **Gurendrawati dan Sudiby (1999), Sutrisno dan Sudiby (1999), Yudyatmoko dan Na'im (2000), Payamta & Sholikhah (2001), Rachmawati dan Tendelilin (2001) dan Payamta & Setiawan (2004)**, yang menyatakan tidak adanya perbedaan signifikan (tidak ada sinergi) sebelum dan sesudah M&A. Perbedaan dari beberapa penelitian yang disebutkan diatas maka tema ini menarik untuk diuji kembali yaitu mengenai kinerja perusahaan (melalui rasio-rasio keuangan) dan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah M&A. Pengambilan sampel pada semua perusahaan publik yang terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) agar lebih akurat dalam data yang diambil, karena tidak hanya pada sektor industri manufaktur atau perbankan saja seperti penelitian sebelumnya.

Perbedaan penelitian/ *research gap* yang telah dipaparkan diatas dapat dijadikan permasalahan dalam penelitian ini, tetapi selain dari *research gap* yang ada permasalahan juga dapat dilihat dari data empiris kinerja perusahaan yang

diproksikan melalui rasio-rasio keuangan pada perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang melakukan merger dan akuisisi dari tahun 2000-2002, yang mana terdapat 20 perusahaan yang masuk dalam kriteria penelitian ini yaitu: PT.HM Sampoerna Tbk, PT.Astra International Tbk, PT.Medco Tbk, PT.Siloam Health Care Tbk, PT.Sarasa Nugraha Tbk, PT.Indocement Tunggul Tbk, PT.Indomobil Sukses Tbk, PT.Gudang Garam Tbk, PT.Centrin Online Tbk, PT.Sierad Produce Tbk, PT.Siantar Top Tbk, PT.AGIS Tbk, PT.Alfa Retailindo Tbk, PT.Enterindo Wahana Tama Tbk, PT.SMART Tbk, PT.Telkom Tbk, PT. Indosat Tbk, PT.Dynaplast Tbk, PT.Tambang Timah Tbk, PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.

Data empiris kinerja keuangan dari ke 20 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi tidak semuanya mengalami kenaikan pada kinerja perusahaannya atau terdapat sinergi pada 1 tahun dan 2 tahun setelah merger dan akuisisi. Banyak perusahaan yang melakukan M&A tetapi justru mengalami penurunan, data empiris tersebut dapat dilihat pada tabel 1.1

Tabel 1.1 Data Empiris Rata-Rata Kinerja Perusahaan dari 20 Perusahaan Publik yang Melakukan Merger dan Akuisisi di BEJ Tahun 2000-2002

Tahun	2 Thn Sblm	1 Thn Sblm	Merger & Akuisisi	1 Thn Stlh	2 Thn Stlh
Kinerja Perusahaan					
<i>Price earning ratio (x)</i>	14.07	13.69	9.34	13.56	8.98
<i>Earning per share (Rp)</i>	113.45	286.60	174.52	114.81	323.49
<i>Price to book value (x)</i>	5.66	2.34	0.57	1.57	3.11
<i>Operating profit margin (x)</i>	0.19	0.17	0.13	0.11	0.11
<i>Net profit margin (x)</i>	0.07	0.10	0.00	0.01	0.09
<i>Total asset turnover (x)</i>	0.95	1.12	1.17	1.07	1.08
<i>Return on Assett (%)</i>	6.07	6.58	2.54	0.97	2.64
<i>Return on Equity (%)</i>	4.54	18.30	-3.51	2.09	2.08

Sumber : Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Dari tabel 1.1 diatas dapat dilihat bahwa beberapa perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dari tahun 2000-2002, mengalami perbedaan kinerja perusahaan yang dilihat dari rasio-rasio keuangannya. Beberapa Perusahaan yang setelah merger dan akuisisi ada yang mengalami kenaikan pada rasio-rasio keuangannya, tetapi adapula yang mengalami penurunan atau tidak ada sinergi yang dihasilkan.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan beberapa penelitian diatas terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh merger dan akuisisi yang menyatakan ada dan tidaknya sinergi, yang mana sinergi tersebut dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan yang mencerminkan profitabilitas perusahaan (skala ekonomi meningkat, *cost of capital* yang rendah, pangsa pasar luas, dll) dan *abnormal return* yang mencerminkan kesejahteraan pemegang saham. *Research gap* diatas juga didukung dengan data empiris yang memperlihatkan adanya perbedaan kinerja perusahaan (kenaikan atau penurunan) yang diproksikan melalui rasio-rasio keuangan setelah merger dan akuisisi pada tahun 2000-2002. Menurut teori Neoklasikal sebagaimana dikutip Franks dan Harris (1989) menyatakan bahwa akuisisi perusahaan sebagai aktifitas yang meningkatkan nilai bagi kinerja perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Tema ini menarik untuk diteliti kembali yaitu mengenai bagaimana pengaruh M&A terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan rasio-rasio keuangan dan *abnormal return* saham disekitar pengumuman M&A tersebut pada semua perusahaan publik yang terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) periode 2000-2002.

Praktik M&A yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) banyak mendapatkan perhatian publik, karena menyangkut kepentingan berbeda dari banyak pihak, diantaranya pemerintah, pemegang saham, calon investor, kreditur dan masyarakat umum. Manfaat M&A masing-masing dapat dilihat baik dari segi ekonomi maupun manfaat non ekonomi. Permasalahan dalam penelitian ini hanya dibatasi pada pengaruh M&A terhadap kinerja keuangan dan *abnormal return* saham disekitar pengumuman M&A, yang merupakan bagian dari aspek ekonomi saja. Berdasarkan perumusan masalah diatas maka untuk *research question/* pertanyaan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan publik sebelum dan sesudah merger & akuisisi berdasarkan rasio keuangan, yaitu: PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*) dan EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE secara parsial berbeda signifikan.
2. Apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan publik sebelum dan sesudah merger & akuisisi secara simultan berbeda signifikan.
3. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham perusahaan publik secara signifikan disekitar pengumuman merger & akuisisi

Aspek-aspek kinerja lain yang berkaitan dengan M&A setelah pelaksanaan merger dan akuisisi tidak diperhitungkan dalam penelitian ini termasuk merger yang bersifat konsolidasi (penggabungan yang menyebabkan terbentuknya perusahaan baru). Aspek-aspek tersebut meliputi aspek ekonomi dan non ekonomi

seperti: dampak terhadap teknologi, pajak, tenaga kerja, perluasan pasar, jaringan distribusi, kemampuan manajerial, kepuasan pelanggan, dan sebagainya yang mungkin sangat terpengaruh akibat peristiwa M&A yang dilakukan.

1.3 Tujuan Penelitian

1. Menganalisis apakah ada perbedaan kinerja perusahaan publik sebelum dan sesudah merger & akuisisi yang diukur berdasarkan rasio keuangan, yaitu: PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*) dan EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE secara parsial berbeda signifikan
2. Menganalisis apakah ada perbedaan kinerja perusahaan publik sebelum dan sesudah merger & akuisisi yang diukur berdasarkan rasio keuangan, yaitu: PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*) dan EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE secara simultan berbeda signifikan
3. Menganalisis apakah ada perbedaan *abnormal return* saham perusahaan publik secara signifikan disekitar pengumuman merger & akuisisi

1.4 Manfaat Penelitian

1. Memberikan bukti empiris tentang pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan yang diukur melalui rasio profitabilitas, rasio aktivitas, EPS, PER dan PBV serta pengaruh terhadap *abnormal return* disekitar pengumuman merger dan akuisisi.
2. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu manajemen keuangan, terutama yang berkaitan dengan masalah kinerja keuangan dan *abnormal return* saham disekitar pengumuman merger dan akuisisi.
3. Sebagai bahan dalam menambah khasanah teori dan pemahaman tentang pengaruh aktivitas merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dan *abnormal return* saham

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Penggabungan Usaha

Penggabungan usaha merupakan salah satu strategi untuk mempertahankan kelangsungan hidup dan mengembangkan perusahaan. Ikatan Akuntan Indonesia dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Indonesia Nomor 12 (PSAK No.22) mendefinisikan penggabungan badan usaha sebagai bentuk penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain ataupun memperoleh kendali (kontrol) atas aktiva dan operasi perusahaan lain (Ikatan Akuntan Indonesia, 1999). Jenis penggabungan usaha dapat dibedakan menjadi dua yaitu akuisisi dan penyatuan pemilikan (merger).

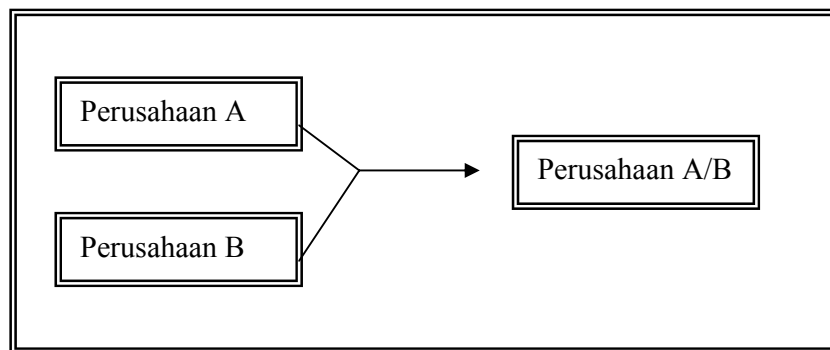
Istilah tentang merger dan akuisisi meskipun belum terdapat satu acuan baku, tetapi pengertian penggabungan usaha (*business combination*) secara umum adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Penggabungan usaha dapat berupa pembelian saham suatu perusahaan oleh perusahaan lain, atau pembelian aktiva neto suatu perusahaan. Secara teori penggabungan usaha dapat berupa merger, akuisisi, dan konsolidasi. Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lainnya dihilangkan. Sementara itu, akuisisi didefinisikan sebagai pembelian seluruh atau sebagian kepemilikan suatu

perusahaan, yang dapat dilakukan melalui merger atau *tender offer* (Foster, 1986). Merger sering diartikan sama dengan akuisisi karena itu dapat dipertukarkan (*interchangeable*). Untuk lebih jelasnya dibawah ini terdapat beberapa pengertian merger dan akuisisi serta ilustrasi bentuk dari merger dan akuisisi tersebut.

A. Pengertian Merger

Merger atau penggabungan usaha merupakan suatu tindakan menyatukan dua perusahaan dari industri yang sejenis menjadi satu perusahaan. Dalam hal ini salah satu perusahaan akan tetap ada, sedangkan yang satunya lagi menjadi hilang. Merger bisa merupakan suatu langkah yang dilakukan mengikuti tindakan akuisisi 100 persen namun dalam akuisisi 100 persen, kedua belah pihak tetap ada yaitu baik itu perusahaan pengakuisisi (*acquirer*) maupun perusahaan target (Ang Robert, 1997). Ilustrasi merger dapat dilihat pada gambar 2.1

Gambar 2.1. Ilustrasi Merger



Sumber: Ataina Hidayati (1997)

Merger adalah kombinasi dari dua atau lebih perusahaan, dengan salah satu nama perusahaan yang bergabung tetap digunakan sedangkan yang lain dihilangkan (Foster, 1986). Dari ilustrasi diatas sebagai contoh perusahaan A

akan merger dengan perusahaan B, kemudian hanya ada satu perusahaan saja yang akan tetap beroperasi sedangkan yang satu lagi akan hilang, misal hanya perusahaan A atau B saja yang akan ada.

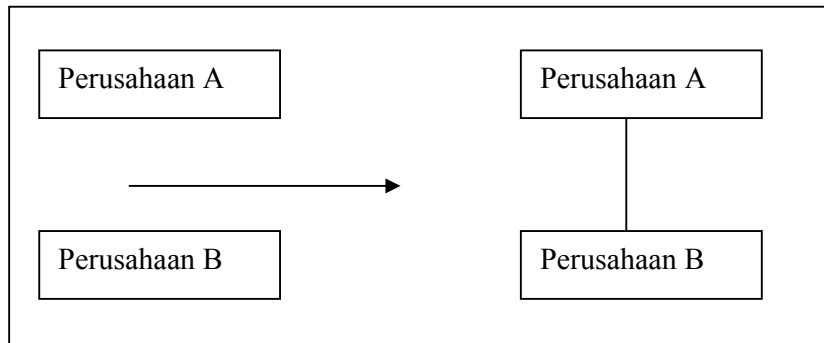
Sedangkan menurut Marcel (1992), merger adalah suatu penggabungan perseroan, dimana sebuah perseroan mengambil-alih satu atau lebih perseroan yang lain, setelah terjadi pengambil-alihan tersebut maka perseroan yang diambil-alih dibubarkan atau dilikuidasi. Sehingga eksistensinya sebagai badan hukum lenyap. Dengan demikian kegiatan usahanya dilanjutkan oleh perseroan yang mengambil alih.

B. Pengertian Akuisisi

Akuisisi merupakan salah satu bentuk pengambil-alihan. Akuisisi dapat dibedakan menjadi akuisisi saham dan akuisisi asset. Akuisisi saham merupakan pengambil-alihan atau pembelian saham suatu perusahaan dengan menggunakan kas, saham atau sekuritas lain. Akuisisi saham biasanya melalui tahap penawaran (*tender offer*) oleh perusahaan penawar (*bidder firm*) kepada para pemegang saham perusahaan target. Akuisisi ini tidak membutuhkan persetujuan pihak manajemen dan dapat dilakukan meskipun pihak manajemen tidak menyetujui pembelian saham perusahaan. Oleh karena itu akuisisi ini disebut bentuk pengambil-alihan yang tidak besahabat (*hostile takeover*). Sedangkan akuisisi asset dilakukan dengan cara membekukan sebagian aset perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi. Akuisisi jenis ini membutuhkan suara pemegang saham

perusahaan target untuk menyetujui pengambil-alihan perusahaan tersebut (Rahmawati, 2000). Ilustrasi akuisisi dapat dilihat pada gambar 2.2

Gambar 2.2 Ilustrasi Akuisisi



Sumber: Ataina Hidayati (1997)

Dari gambar ilustrasi akuisisi tersebut sebagai contoh, misal perusahaan A akan mengakuisisi perusahaan B dengan menggunakan pembelian saham atau asset perusahaan. Kemudian kedua perusahaan akan tetap ada yang mana perusahaan A akan mengambil alih perusahaan B atau dijadikan anak perusahaan oleh perusahaan A.

Pengertian lain akuisisi menurut Ang Robert (1997) merupakan tindakan pembelian saham suatu perusahaan yang melebihi 50 persen dari modal ditempatkan dan disetor penuh perusahaan target. Tindakan pembelian saham yang melebihi 50 persen tentunya berasal dari divestasi pemegang saham lama perusahaan target. Didalam proses akuisisi, secara jangka pendek dapat menguntungkan pihak yang diakuisisi (perusahaan target). Tindakan akuisisi ini mempunyai penyelamatan perusahaan target yang bersifat jangka pendek, ada yang memperkuat bisnis inti *acquirer* atau semata-mata sebagai diversifikasi usaha yang nilainya menguntungkan. Bila akuisisi dilakukan diantara perusahaan

dalam naungan satu grup sendiri, maka disebut akuisisi internal (*intenal acquisition*).

Merger dan akuisisi umumnya berdampak pada kinerja perusahaan, baik kinerja operasional berupa profitabilitas, maupun kinerja saham yang dapat berupa *return*. Dampak merger dan akuisisi terhadap kedua jenis kinerja tersebut mungkin saja negatif maupun positif, mungkin dalam jangka pendek atau jangka panjang. Didalam jangka pendek, dampak merger dan akuisisi terhadap perusahaan yang terlibat dalam transaksi merger dan akuisisi, maupun yang tidak terlibat dalam transaksi tersebut berlangsung tidak hanya disekitar pengumuman, tetapi juga disekitar penyelesaian merger dan akuisisi tersebut.

2.2 Tipe-Tipe Merger dan Akuisisi

A. Tipe Merger

Perusahaan dapat memilih beberapa alternatif dari tipe-tipe merger yang ada yaitu merger horizontal, merger vertikal, merger kongenerik maupun merger konglomerat (Swandari, 1999).

1. Merger horizontal, terjadi saat dua perusahaan atau lebih yang memiliki lini basis yang sama kemudian bergabung menjadi satu. Adapun tujuan dari merger horizontal adalah meningkatkan *asset*, meningkatkan pangsa pasar (*market synergy*) dan menekan biaya. Contoh merger ini, yaitu perusahaan TV melakukan merger dengan perusahaan TV lainnya.
2. Merger vertikal, merupakan gabungan dari perusahaan-perusahaan dimana perusahaan yang satu bertindak selaku *supplier* perusahaan lainnya.

Contohnya: yaitu perusahaan Du Point yang merger dengan perusahaan minyak Conoco karena Du Point menggunakan minyak dalam proses kimianya.

3. Merger Kongenerik, terjadi jika gabungan perusahaan dilakukan oleh dua perusahaan yang terkait tetapi tidak terkait secara vertikal atau horizontal. Misalnya, sebuah perusahaan komputer membeli sebuah *software*.
4. Merger konglomerat, merupakan gabungan dari perusahaan-perusahaan yang tidak mempunyai keterkaitan operasi. Misalnya, perusahaan otomotif membeli perusahaan kosmetik.

Tipe merger bila ditinjau dari prosesnya menurut Husnan (2002), merger dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

1. *Friendly merger*

Proses ini disepakati oleh dua belah pihak dengan cara sebagai berikut:

Pertama, mengidentifikasi perusahaan yang akan menjadi target merger dan akuisisi. Kedua, menentukan harga beli yang bersedia dibayarkan pada perusahaan target. Ketiga, manajer perusahaan yang akan membeli menghubungi perusahaan target untuk melakukan negosiasi. Jika pemegang saham perusahaan target menyetujui, maka penggabungan tersebut dapat dilaksanakan dengan baik melalui pembayaran tunai atau pembayaran dengan saham perusahaan.

2. *Hostile takeover*

Proses ini terjadi jika perusahaan target yang akan di merger tersebut berkeberatan dengan alasan harga yang ditetapkan terlalu rendah

(*undervalue*) atau karena manajer takut kehilangan jabatannya, sehingga terkadang pihak manajer melakukan berbagai cara untuk menggagalkan kegiatan merger ini.

B. Tipe Akuisisi

Menurut Marcel Go (1992) Akuisisi sebagai salah satu bentuk kombinasi bisnis dapat dibedakan dalam 2 tipe, yaitu :

a. 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 jual yang lebih tinggi. Namun demikian apabila transaksi tersebut dilaksanakan antar perusahaan yang berada dalam satu grup bisnis atau kepemilikan yang sama, maka harga belinya dapat menjadi lebih mahal ataupun lebih murah, tergantung pada kepentingan dan keuntungan yang akan diperoleh pemilik mayoritas perusahaan yang bersangkutan.

Motif utama akuisisi tipe ini adalah untuk mengeruk keuntungan sebesar-besarnya. Seringkali perusahaan target yang menjadi incaran akuisitor adalah perusahaan yang sedang mengalami kemerosotan dan dalam kondisi yang relatif lemah. Indikasinya adalah adanya beban hutang yang relatif besar, kemacetan pemasaran dan distribusi, harga

saham yang semakin melemah di lantai bursa, kapasitas produksi yang menganggur, dan sebaliknya.

Namun demikian tindakan akuisisi terhadap suatu perusahaan target tidak selalu mencerminkan indikasi-indikasi seperti tersebut diatas, karena dalam prakteknya yang menjadi incaran justru perusahaan target yang memiliki posisi keuangan yang cukup likuid dan perolehan laba yang relatif tinggi serta memiliki prospek yang cukup baik.

b. Akuisisi Strategis (*strategic acquisition*)

Akuisisi strategis merupakan suatu akuisisi yang dilaksanakan dengan tujuan untuk menciptakan sinergi dengan didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan jangka panjang. Sinergi ini tidak hanya terbatas pada sinergi keuangan, tetapi juga mencakup sinergi produksi, sinergi distribusi, sinergi pengembangan teknologi atau gabungan dari sinergi-sinergi tersebut.

2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi

Ada beberapa alasan kenapa perusahaan melakukan M&A. Ravenscraft dan Scherer (1998) menyatakan beberapa alasannya, diantaranya: (1) mengganti manager yang tidak efisien, (2) untuk mencapai skala ekonomis dalam produksi, (3) untuk menarik kekuatan monopoli, (4) untuk memanfaatkan kesempatan pengurangan pajak, (5) untuk membangun kerajaan bisnis.

Menurut Drebin (1993), penggabungan badan usaha diantaranya dimaksudkan agar perusahaan memperoleh daerah pemasaran lebih luas dan

volume penjualan lebih besar; maupun pengembangan organisasi yang lebih kuat dan produksi yang lebih baik serta manajemen yang baik/berbakat; penurunan biaya melalui penghematan dan efisiensi pada skala produksi yang lebih besar; peningkatan pengendalian pasar dan posisi bersaing; diversifikasi lini-lini produk; perbaikan posisi dalam kaitannya dengan sumber pengadaan bahan baku, dan peningkatan yang menitikberatkan pada modal untuk pertumbuhan sebagai biaya yang rendah atas pinjaman

Menurut Gaughan (1991) ada beberapa alasan yang menyebabkan perusahaan untuk melakukan transaksi akuisisi yaitu : sinergi, diversifikasi, dan motif ekonomi

a. Sinergi

Gaughan mengemukakan bahwa sinergi dapat terjadi dalam dua hal, yaitu sinergi operasional dan sinergi keuangan.

Sinergi operasional terjadi apabila perusahaan yang di akuisisi mempunyai proses produksi yang hampir sama, sehingga mesin-mesin ataupun peralatan pendukung lain bisa digunakan secara bersama- sama. Dengan demikian hal utama yang menjadi sumber dari terjadinya sinergi operasional ini adalah penurunan biaya yang terjadi sebagai akibat dari kombinasi dua perusahaan tersebut, selanjutnya akan terjadi efisiensi, yaitu penurunan biaya per unit sebagai akibat kenaikan dalam jumlah atau skala operasi perusahaan.

Sinergi keuangan adalah dampak dari akuisisi pada biaya modal terhadap perusahaan yang melakukan akuisisi, dimana dengan kombinasi dari perusahaan tersebut, maka resiko dapat diturunkan, hal ini terjadi apabila

aliran kas tidak terkait secara sempurna. Dalam arti apabila akuisisi tersebut tidak begitu berpengaruh terhadap fluktuasi dari aliran kas, maka resiko dapat diturunkan.

b. Diversifikasi

Satu hal yang menjadi alasan mengapa manajemen melakukan akuisisi dengan motif diversifikasi karena manajemen ingin mengembangkan usahanya dari industri dimana perusahaan awalnya berada dan beralih pada industri lain dimana perusahaan yang diakuisisi berada, sebab industri tersebut dianggap lebih dapat memberikan keuntungan (*profitable*). Hal ini biasanya terjadi apabila perusahaan pengakuisisi telah berada pada tahap kedewasaan (*mature stage*) atau sedang menghadapi tekanan persaingan yang tidak memungkinkan bagi perusahaan untuk meningkatkan harga jualnya untuk memperoleh tambahan keuntungan.

c. Motif Ekonomi

Ada dua motif ekonomi yang mendorong perusahaan melakukan transaksi akuisisi, yaitu: pertama, peningkatan pangsa pasar (*market share*) dan kekuatan pasar (*market power*) sebagai akibat integrasi horizontal. Kedua, berbagai keuntungan lain sebagai akibat dari integrasi vertikal. Jika perusahaan melakukan akuisisi dengan integrasi horizontal, berarti perusahaan mengakuisisi perusahaan lain yang berada pada industri yang sama atau sejenis. Dengan demikian industri yang dilayani akan lebih terkonsentrasi sehingga pangsa pasar dan kekuatan pasar dapat lebih ditingkatkan.

Konsentrasi disini didefinisikan sebagai persentase aktivitas perusahaan terhadap total aktivitas industri menjadi lebih besar, sedangkan jika perusahaan melakukan akuisisi dengan integrasi vertikal, maka perusahaan mendapat beberapa keuntungan karena dapat menguasai sumber bahan baku dan sekaligus pendistribusian produk jadinya.

Surtojo (1992) menggolongkan motivasi untuk melakukan M&A menjadi dua kelompok, yaitu motivasi ekonomi, motivasi non ekonomi:

1. Motivasi ekonomi, Perusahaan target mempunyai keunggulan kompetitif, yang diharapkan akan menghasilkan sinergi setelah digabung. Dalam jangka panjang sinergi tersebut akan mampu meningkatkan volume penjualan dan keuntungan perusahaan.
2. Motivasi non ekonomi, misalnya, karena perusahaan sudah lemah secara modal dan keterampilan manajemen; keinginan menjadi kelompok yang terbesar didunia; meskipun ada kemungkinan penggabungan usaha yang dilakukan tersebut tidak menguntungkan; karena diambil alih oleh pihak bank.

Akan tetapi pada umumnya M&A dipengaruhi oleh motif ekonomis, strategis, politis dan prestis (Aliamin, 1993):

- a. Motif Ekonomis, yaitu perusahaan melakukan merger dan akuisisi untuk mendapatkan keuntungan ekonomis baik jangka pendek maupun jangka panjang.
- b. Motif Strategis, terjadi bila perusahaan melakukan merger dan akuisisi untuk mendapatkan posisi strategis. Misalnya, untuk mendapatkan pasar

strategis dilakukan dengan mengambil alih perusahaan yang mapan dalam pemasaran produk, atau mengambil-alih perusahaan yang mempunyai posisi yang strategis.

- c. Motif Politis, terjadi dimana penggabungan perusahaan dilaksanakan karena adanya muatan politis didalamnya, baik politis perusahaan maupun politis negara. Politis perusahaan misalnya akuisitor melakukan akuisisi dengan perusahaan target untuk mendapatkan legalitas.
- d. Motif Prestis, yaitu bila perusahaan melakukan merger dan akuisisi dengan perusahaan target semata-mata hanya berdasarkan prestis yang dapat menunjukkan pada siapa saja bahwa akuisitor memang bonafit dan dapat dipercaya. Tujuan akhirnya adalah untuk mengakses kebutuhan dana dari pihak luar, bila sewaktu-waktu diperlukan.

2.4 Langkah –Langkah Merger Dan Akuisisi

A. Tahapan Merger

Dalam proses melakukan merger terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan sebelum, dalam, maupun setelah merger terjadi. Menurut Caves, langkah – langkah yang harus diambil dapat dibagi menjadi tiga bagian (Estanol, B *et al* 2004) yaitu :

1. Pre – Merger

Pre-merger dalam hal ini merupakan keadaan sebelum merger dimana dalam tahap ini, tugas dari seluruh jajaran direksi maupun manajemen kedua atau lebih perusahaan untuk mengumpulkan informasi yang

kompeten dan signifikan untuk kepentingan proses merger perusahaan – perusahaan tersebut.

2. Merger *Stage*

Pada saat perusahaan-perusahaan tersebut memutuskan untuk melakukan merger, hal yang harus dilakukan oleh mereka untuk pertama kalinya dalam tahap ini adalah menyesuaikan diri dan saling mengintegrasikan diri dengan *partner* mereka agar dapat berjalan sesuai dengan *partner* mereka.

3. *Post* - Merger

Pada tahapan ini, terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan. Langkah pertama (1) yang akan dilakukan oleh perusahaan adalah dengan melakukan restrukturisasi, dimana dalam merger, sering terjadi adanya *dualisme* kepemimpinan yang akan membawa pengaruh buruk dalam organisasi. Langkah kedua (2) yang diambil adalah dengan membangun suatu kultur baru dimana kultur atau budaya baru ini dapat merupakan gabungan dari keunggulan kedua budaya perusahaan atau dapat juga merupakan budaya yang sama sekali baru bagi perusahaan.

Langkah ketiga (3) yang diambil adalah dengan cara melancarkan transisi, dimana yang harus dilakukan dalam hal ini adalah dengan membangun suatu kerjasama, dapat berupa tim gabungan ataupun kerjasama mutual.

B. Tahapan Akuisisi

Menurut Ronnie H. Rusli (1992) bahwa proses akuisisi harus melalui tahapan sebagai berikut : (1) ijin dari pemegang saham antara kedua perusahaan, (2) proses negoisasi yang panjang dan mengikutsertakan akuntan, penasehat hukum, dan *investment banker*, (3) melakukan pembelian saham yang ada ditangan publik, baik investor minoritas maupun individu, (4) kewajiban atau hutang dari perusahaan target secara otomatis menjadi kewajiban perusahaan yang mengambil alih, (5) peleburan system manajemen ke dalam manajemen baru perusahaan yang mengambil alih, (6) proses perijinan mungkin akan lebih kompleks terlebih-lebih bila kedua perusahaan tersebut merupakan perusahaan publik, dan (7) dana yang dibutuhkan akan semakin besar jumlahnya karena pembelian saham akan bersifat pelelangan dengan tendering.

2.5 Kinerja Keuangan Perusahaan

Menurut Menteri Keuangan Republik Indonesia, bahwa yang dimaksud dengan kinerja adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut. Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu dasar penilaian mengenai kondisi keuangan perusahaan yang dapat dilakukan berdasarkan analisis terhadap rasio-rasio keuangan perusahaan, antara lain : rasio likuiditas, rasio solvabilitas, dan rasio rentabilitas yang dapat dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu.

Suad H dan Enny P (1984) mengemukakan bahwa yang dimaksud dengan kinerja yaitu, “Untuk menilai prestasi dan kondisi keuangan suatu perusahaan,

seorang analisis 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 dari pada analisis yang hanya mengemukakan data keuangan saja ”.

Analisis rasio pada dasarnya merupakan kejadian masa lalu, oleh karena itu faktor-faktor yang mungkin ada pada periode yang akan datang, mungkin akan mempengaruhi posisi keuangan atau hasil usaha di masa yang akan datang. Untuk itu seorang analisis dituntut agar dapat memberikan hasil analisis dan interpretasi yang baik dan cermat, sebab hasil analisis ini akan bermanfaat dalam menentukan kebijaksanaan manajemen untuk pengambilan di masa yang akan datang. Kondisi keuangan dari suatu perusahaan dapat diketahui dengan suatu tolak ukur yang biasanya dipakai, yakni : rasio-rasio keuangan, akan tetapi dengan menggunakan rasio keuangan hanya akan mengetahui besarnya angka-angka rasio saja. Oleh sebab itu dibutuhkan interpretasi dari angka-angka rasio yang telah diperolehnya serta memilih jenis-jenis rasio yang sesuai dengan tujuan analisis.

S Munawir (1991) mengemukakan bahwa, “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 kepada analis tentang perusahaan terutama apabila angka rasio tersebut dibandingkan dengan angka rasio perbandingan yang digunakan sebagai standar”. Menurut Payamta (2001) menyatakan bahwa untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan yang

melakukan merger atau akuisisi dapat dianalisa dengan menggunakan rasio –rasio keuangan. Beberapa rasio keuangan yang dapat digunakan sebagai indikator keuangan perusahaan adalah:

1. *PER (Price Earning Ratio)*

Keinginan investor untuk melakukan analisis kesehatan suatu perusahaan melalui rasio-rasio keuangan seperti PER (*Price Earning Ratio*) dikarenakan adanya keinginan investor atau calon investor akan hasil (*return*) yang layak dari suatu investasi saham. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi tersebut yang terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* (Hartono, 1998).

PER adalah istilah yang digunakan oleh para investor di bursa saham dan digunakan sebagai dasar menjual saham ketika nilai PER tinggi. PER sendiri adalah rasio antara saham pada saat penutupan dengan *earning per share*. Suad Husnan (1998) menyatakan analisis fundamental yang dapat digunakan untuk penilaian saham adalah dengan menggunakan pendekatan PER. Pendekatan ini digunakan untuk memperkirakan nilai saham dengan cara membagi harga saham (*price*) pada saat ini dengan EPS. Saham yang memiliki PER tinggi dianggap harga terlalu tinggi dari nilai interinsiknya, sedangkan nilai PER yang rendah menunjukkan harganya terlalu rendah yaitu lebih kecil dari nilai interinsiknya. PER adalah hasil perbandingan antara harga pasar saham dan laba per lembar saham, rumus untuk PER adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga pasar saham penutupan}}{\text{EPS (earning per share)}}$$

2. PBV (*Price To Book Value*)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Nilai buku (*book value* per lembar saham) menunjukkan aktiva bersih (*net asset*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham. Karena aktiva bersih adalah sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku per lembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham beredar.

Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa. Perusahaan yang berjalan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai diatas satu yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

PBV adalah indikator lain yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, semakin tinggi PBV-nya maka semakin tinggi pula perusahaan dinilai oleh para pemodal (*investor*) relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan. Rumus untuk PBV adalah:

$$\text{PBV} = \frac{\text{PS}}{\text{BVS}}$$

PS : adalah harga per lembar saham pada bulan ke t

BVS : adalah nilai dari book value perlembar saham pada bulan ke t

3. *Net Profit Margin*

Rasio ini menggambarkan secara relatif efisiensi perusahaan setelah memperhatikan semua pengeluaran biaya dan pajak pendapatan, tetapi tidak termasuk beban biaya luar biasa. Weston and Brigham (1994) mengemukakan bahwa *Net profit margin* dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{EAT}}{\text{Penjualan}}$$

4. *Operating profit margin*

Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari jumlah penjualan yang dicapai atau berapa laba operasi yang dapat dicapai dari setiap rupiah penjualan. Menurut Weston and Brigham (1994) mengemukakan rumus *Operating profit margin* sebagai berikut:

$$\text{Operating Profit Margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}}$$

5. **Pengembalian atas Investasi (ROA)**

Rasio laba bersih terhadap total aktiva mengukur tingkat pengembalian atas Aktiva (ROA) setelah bunga dan pajak. Untuk memperoleh rasio tersebut digunakan rumus berikut ini :

$$\text{Tingkat pengembalian Atas Aktiva (ROA)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

6. Tingkat Pengembalian atas Ekuitas Saham Biasa (ROE)

Rasio laba bersih setelah pajak terhadap ekuitas saham biasa mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa (ROE) yang dapat dihitung dengan rumus berikut ini :

$$\text{Tingkat pengembalian atas saham biasa (ROE)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{ekuitas saham biasa}}$$

7. *Total Asset turnover* (perputaran total aktiva)

Rasio aktivitas yang mengukur perputaran semua aktivitas yang dimiliki perusahaan. *Total asset turnover* (perputaran total aktiva) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aktiva}}$$

8. *Earning Per Share (EPS)*

Salah satu rasio keuangan yang sering digunakan oleh investor saham untuk menganalisis kemampuan perusahaan mencetak laba berdasarkan saham yang dipunyai adalah *earning per share* (EPS) atau laba per lembar saham. EPS merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dikurangi dengan dividen pada suatu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*out standing share*). Laba bersih setelah pajak ini biasa disebut NIAT (*Net Income After Tax*), rumus yang digunakan untuk menghitung EPS adalah:

$$\text{EPS} = \frac{(\text{NIAT} - \text{Dp})}{\text{Ss}}$$

Dimana: EPS : Adalah *earning per share*

NIAT : *Net Income After Tax*

Dp : Jumlah dividen yang dibagikan dalam satu tahun buku untuk saham preference

Ss : Total seluruh saham yang diterbitkan (*out standing share*)

Komponen dividen yang terdapat dalam rumus diatas hanya berlaku untuk saham preference, yaitu saham dengan dividen yang pasti dan dibagikan tiap tahun; tidak berlaku untuk saham biasa, sehingga untuk menghitung EPS bagi saham biasa maka komponen dividen dapat dihilangkan.

2.6 *Event Studies*

Penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas sering disebut dengan *event studies*. Penelitian *event studies* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga pasar. Menurut Eduardus (2001) standar metodologi yang biasa digunakan dalam *event studies* ini adalah: mengumpulkan sampel yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*), menentukan periode pengamatan biasanya dihitung dalam hari, menghitung *return* dan *abnormal return* dari masing-masing sampel.

Ada tiga model yang digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* yaitu, model yang disesuaikan dengan rata-rata (*Mean Adjusted Model*), model pasar (*Market Model*), model yang disesuaikan dengan pasar (*Market Adjusted Model*)

Return adalah tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham dalam penelitian ini adalah *return*

saham yang *abnormal* (*abnormal return*). *Abnormal return* merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

1. Menghitung *abnormal return*:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Kerangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

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

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

Actual return return saham yang diperoleh dengan mencari selisih antara harga saham penutupan harian dikurangi harga saham hari sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham hari sebelumnya.

2. Menghitung *actual return*:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

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

P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

Selanjutnya *expected return* dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model*. Dalam model ini *expected return* merupakan *return* saham yang diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *return* ini diperoleh dengan cara mencari selisih antara IHSG pada hari tertentu dikurangi IHSG hari sebelumnya kemudian dibagi IHSG hari sebelumnya.

3. Menghitung *return* pasar:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{t-1} - IHS_{t-2}}{IHS_{t-2}}$$

R_{mt} = *return* pasar

IHS_t = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t

IHS_{t-1} = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1

2.7 Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian telah dilakukan untuk menginvestigasi pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan & pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham, namun hasilnya tidak selalu konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh **Nurdin (1996)** bertujuan untuk menganalisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan *go public* di Indonesia, dari 55 perusahaan yang masuk kriteria yaitu sebanyak 40 perusahaan, perusahaan melakukan akuisisi dari tahun 1989 sampai 1992. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dan uji statistiknya menggunakan *t-test* sebelum dan setelah akuisisi. Hasil dari penelitian tersebut adalah terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan yang digambarkan oleh rasio keuangan yaitu: rasio likuiditas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas dan rasio tingkat pengembalian atas total aktiva yang semakin membaik setelah akuisisi dalam jangka waktu tiga tahun.

Penelitian yang dilakukan oleh **Hutagalung (2002)**, mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta, perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi adalah sebanyak 47

perusahaan dari tahun 1997 sampai 2002. Metode yang digunakan adalah *event studies* menggunakan *adjusted model*, yang mana hipotesis yang diajukan menyatakan bahwa adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* positif yang diterima perusahaan. Periode penelitian menggunakan periode pengamatan 31 hari (yaitu 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman) terhadap 47 perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah ada perbedaan signifikan positif rata-rata *abnormal return* yang diterima perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Penelitian Hutagalung juga didukung oleh beberapa peneliti lainnya mengenai *abnormal return* yang positif setelah pengumuman merger dan akuisisi, seperti yang dilakukan oleh **Suryawijaya (1998)**, penelitian ini mengambil kasus disektor perbankan Amerika Serikat bertujuan untuk mengetahui reaksi pemegang saham terhadap agresivitas perusahaan (bank) dalam melakukan akuisisi dengan prosedur *event study*, dan ditemukan bahwa segera setelah *event study* (yakni setelah pengumuman akuisisi) timbul *abnormal return* yang signifikan, kemudian dengan menggunakan uji statistik regresi berganda ditemukan berhubungan positif dengan besarnya *abnormal return*.

Saiful (2003), melakukan penelitian terhadap pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* perusahaan target dan industri sejenis dari tahun 1991-1997, penelitian menggunakan teknik *event study*. Sampel akhir yang memenuhi kriteria adalah 30 perusahaan target dan 241 perusahaan non target dalam industri sejenis. Hasil dari penelitian ini telah ditemukan rata-rata dan

kumulatif *abnormal return* yang diperoleh perusahaan target dan non target dalam industri sejenis adalah positif.

Sedangkan menurut **Payamta & Setiawan (2004)**, bertujuan untuk menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan dengan rasio keuangan dan *return* saham terhadap 53 perusahaan dan yang masuk dalam sampel adalah 16 perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan (likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas) perusahaan manufaktur setelah melakukan merger dan akuisisi ternyata tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan sebelum melaksanakan merger dan akuisisi. *Abnormal return* sesudah merger dan akuisisi adalah negatif dengan periode jendela 45 hari (22 hari sebelum dan 22 sesudah merger dan akuisisi). Hasil negatif juga dikemukakan oleh **Payamta & Sholikhah (2001)** yang menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perbankan di Indonesia terhadap 87 bank dari tahun 1990 sampai 1995 dan yang masuk sampel adalah 9 bank, metode yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kinerja bank dianalisis menggunakan CAMEL (aspek permodalan, kualitas aktiva, manajemen, rentabilitas dan likuiditas), dengan hasil penelitian tidak adanya perbedaan yang signifikan pada tingkat kinerja bank yang diukur dengan rasio CAMEL untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah merger dan akuisisi.

Penemuan **Yudyatmoko dan Na'im (2000)** yang melakukan pengujian terhadap 34 kasus merger dan akuisisi selama tahun 1989-1995 menemukan rata-rata *profit margin* selama tiga tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi,

menunjukkan hasil tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *profit margin* tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah M&A. **Rachmawati dan Tendelilin (2001)** juga melakukan penelitian terhadap pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham yang diukur dengan besarnya *abnormal return*. Jumlah perusahaan yang masuk sampel sebanyak 36, dengan menggunakan teknik *event study* dan *event period* adalah 81 hari bursa yaitu (40 hari sebelum dan 40 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil pengujian statistik menggunakan uji beda dua rata-rata pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menunjukkan secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman M&A.

Wibowo dan Pakereng (2001) melakukan pengujian terhadap pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan akuisitor dalam sektor industri. Teknik sampling menggunakan *purposive sampling*, dari 35 perusahaan industri manufaktur yang masuk kriteria adalah 7 perusahaan dari tahun 1991 sampai 1997. Metoda penelitian ini merupakan *event studies* yang menggunakan pendekatan *abnormal return*, model yang digunakan adalah *market adjusted model*. Pengujian yang dilakukan hasilnya adalah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor. Perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Gurendrawati dan Sudiby (1999) melakukan pengujian terhadap volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman M&A, selama periode 1990-1995, dengan menggunakan 34 perusahaan serta melakukan pengujian beda dua mean (*t-test*), ternyata hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan.

Penelitian Gurendrawati dan Sudiby ini dikembangkan lebih lanjut oleh **Sutrisno dan Sudiby (1999)** dengan menggunakan alat variabel *dependent* yang berbeda, yaitu: *return* saham, terhadap 57 perusahaan selama periode 1990-1997 dan melakukan uji t menunjukkan hasilnya signifikan negatif. Pengumuman M&A direaksi negatif oleh pasar yang berakibat penurunan harga saham perusahaan *bidder* (perusahaan yang mengakuisisi). Sutrisno dan Sudiby (1999) berpendapat volume perdagangan yang stabil (Gurendrawati dan Sudiby,1999) dan *return* saham yang menurun (Sutrisno dan Sudiby,1999) merupakan cerminan dari sikap investor yang menganggap M&A tidak menimbulkan sinergi. Untuk lebih jelas ringkasan hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada tabel 2.1

Tabel 2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

Hasil positif / ada sinergi setelah merger dan akuisisi				
N o.	Penulis/Tahun	Variabel yang digunakan	Uji Hipotesis	Hasil
1.	Nurdin (1996)	Rasio keuangan yaitu: rasio likuiditas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas dan rasio tingkat pengembalian atas total aktiva	Uji beda	Hasilnya adalah terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan yang digambarkan oleh rasio keuangan yaitu: rasio likuiditas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas dan rasio tingkat pengembalian atas total aktiva yang semakin membaik setelah akuisisi dalam jangka waktu tiga tahun
2.	Hutagalung (2002)	<i>Abnormal return</i>	Uji beda	Hasil dari penelitian ini adalah ada perbedaan signifikan positif rata-rata <i>abnormal return</i> yang diterima perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi
3.	Suryawijaya (1998)	<i>Abnormal return</i>	Regresi berganda	Ditemukan bahwa segera setelah <i>event study</i> (yakni setelah pengumuman akuisisi) timbul <i>abnormal return</i> yang signifikan, kemudian dengan menggunakan regresi berganda ditemukan berhubungan positif dengan besarnya <i>abnormal return</i> .
4.	Saiful (2003)	<i>Abnormal return</i>	<i>Paired sample t-test</i>	Hasil dari penelitian ini telah ditemukan rata-rata dan kumulatif <i>abnormal return</i> yang diperoleh perusahaan target dan non target dalam industri sejenis adalah positif.
Hasil negatif/ tidak ada sinergi setelah merger dan akuisisi				
N o.	Penulis/Tahun	Variabel yang digunakan	Metode	Hasil
5.	Payamta & Setiawan (2001)	Kinerja perbankan: CAMEL: (aspek permodalan, kualitas aktiva, manajemen, rentabilitas dan likuiditas)	Uji Wilcoxon, Uji -t	Hasil penelitian ini tidak adanya perbedaan yang signifikan pada tingkat kinerja bank yang diukur dengan rasio CAMEL untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah merger dan akuisisi.
6.	Payamta & Sholikah (2004)	Rasio keuangan: (likuiditas,	Uji Wilcoxon, uji Manova	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa

		solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas) dan Abnormal return		pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan (likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas) perusahaan manufaktur setelah melakukan merger dan akuisisi ternyata tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan sebelum melaksanakan merger dan akuisisi
7.	Yudyatmoko dan Na'im (2000)	Rasio keuangan: profit margin	<i>Paired sample t test</i>	Hasil tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata <i>profit margin</i> tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah M&A
8.	Rachmawati dan Tendelilin (2001)	<i>Abnormal return</i>	Uji beda dua rata-rata	Hasil penelitian dengan uji statistik uji beda dua rata-rata pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menunjukkan secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman M&A.
9.	Wibowo dan Pakereang (2001)	<i>Abnormal return</i>	Uji -t dua sisi	Hasilnya adalah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh akuisitor mengakibatkan adanya <i>abnormal return</i> saham perusahaan akuisitor. Perusahaan pengakuisisi memperoleh <i>abnormal return</i> yang negatif di seputar pengumuman merger dan dan akuisisi.
10.	Gurendrawati dan Sudibyo (1999)	Volume saham	Uji- t	Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan, kemudian penelitian ini dikembangkan lebih lanjut
11.	Sutrisno dan Sudibyo (1999)	<i>Return</i> saham	Uji- t	Menunjukkan hasilnya signifikan negatif, berarti pengumuman M&A direaksi negatif oleh pasar yang berakibat penurunan harga saham perusahaan <i>bidder</i> (perusahaan yang mengakuisisi).

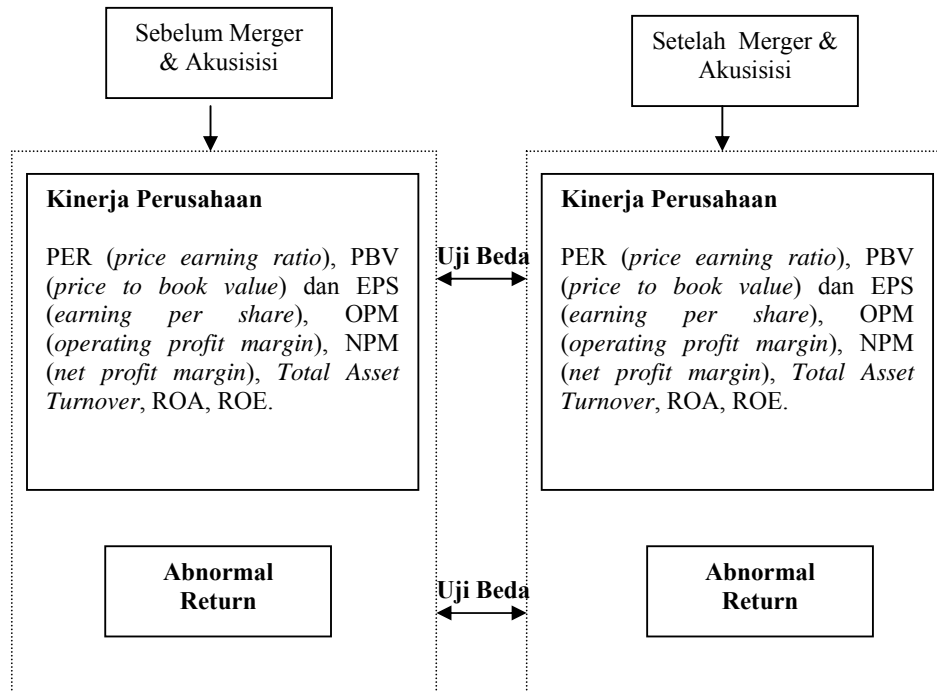
Sumber: (dikumpulkan dari berbagai jurnal)

2.8 Kerangka Pemikiran Teoritis

Penelitian ini melihat pada pendapat Gaughan (1991), Swandari (1992), Surtojo (1992), dan Aliamin (1993), bahwa akuisisi dapat menimbulkan sinergi, antara lain : sinergi operasional, sinergi keuangan dan sinergi manajemen. Sinergi yang timbul sebagai akibat adanya kegiatan akuisisi membuat perusahaan lebih efisien dalam proses produksinya. Dengan tercapainya efisiensi akan berakibat pada semakin baiknya kinerja keuangan yang dicerminkan oleh rasio keuangan perusahaan. Jika rasio keuangan perusahaan sesudah melakukan akuisisi lebih baik dari rasio keuangan perusahaan sebelum akuisisi, maka diharapkan permintaan saham akan meningkat terutama oleh investor yang menggunakan pendekatan analisis fundamental.

Dengan naiknya permintaan saham akan berpengaruh pada naiknya harga saham perusahaan di pasar modal. Dengan demikian nilai perusahaan (*value of the firm*) semakin meningkat yang pada akhirnya kinerja perusahaan juga meningkat. Adapun kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.3 dibawah ini.

Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis



2.9 Pengembangan Hipotesis

2.9.1 Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan

Isu dan trend merger dan akuisisi berkembang sejak tahun 1960-an. Ide ini berkembang tak terkecuali di Indonesia. Aktivitas merger dan akuisisi mulai berkembang di Indonesia pada tahun 1970-an dan strategi ini banyak dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi yang sudah *go public* dengan perusahaan target yang belum *go public*. Alasan utama perusahaan di Indonesia melakukan merger dan akuisisi adalah untuk menghemat pajak, tetapi alasan tersebut berubah sejak krisis ekonomi yang mengakibatkan sebagian besar perusahaan di Indonesia mengalami kesulitan likuiditas (Anita H, 2002).

Alasan merger dan akuisisi yang sering diungkapkan perusahaan yaitu memberikan efek sinergi positif dalam produksi, pemasaran, penjualan, dan distribusi untuk meningkatkan efisiensi, produktifitas, dan solvabilitas. Dengan strategi tersebut diharapkan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan dapat meningkatkan likuiditas perusahaan dalam rangka globalisasi (Anita H, 2002).

Penelitian oleh Nurdin (1996) bertujuan untuk menganalisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan *go public* di Indonesia, dari 55 perusahaan yang masuk kriteria yaitu sebanyak 40 perusahaan, perusahaan melakukan akuisisi dari tahun 1989 sampai 1992. Hasilnya adalah terdapat perbedaan antara kinerja perusahaan yang digambarkan oleh rasio keuangan yaitu: rasio likuiditas, rasio rentabilitas, rasio solvabilitas dan rasio tingkat pengembalian atas total aktiva yang semakin membaik setelah akuisisi dalam jangka waktu tiga tahun.

Caves (1989) menemukan bahwa merger dan *takeover* berpengaruh positif terhadap efisiensi ekonomi, karena adanya sinergi dan perubahan terhadap kontrol perusahaan dan pangsa pasarnya. Vennet (1996) berhasil membuktikan adanya peningkatan keuntungan dan efisiensi biaya yang dialami bank-bank di Uni Eropa yang melakukan merger dan akuisisi

Sinergi yang diperoleh saat merger dan akuisisi juga dirasakan oleh perusahaan tersebut, yang dapat berupa keunggulan *cost* yang semakin rendah, akses terhadap sumber daya yang semakin baik (Foster, 1994). Dengan demikian kinerja dan efisiensi perusahaan *bidder* (pengakuisisi) dan target akan meningkat.

Vennet (1996) melakukan pengujian terhadap efisiensi dan profitabilitas bank di Uni Eropa yang melakukan M&A. Kombinasi yang efektif antar bank domestik, memberikan kesempatan untuk mengurangi tumpang tindih operasi mengeksploitasi sinergi. Merger dan akuisisi merupakan titik balik bagi pelakunya untuk meningkatkan efisiensi operasi dan keuntungan. Keuntungan yang diperoleh memang tidak dalam jangka waktu yang pendek, tetapi dalam waktu jangka yang panjang.

Berdasarkan telaah literatur dan beberapa peneliti mengenai kinerja perusahaan yang telah melakukan merger dan akuisisi, maka hipotesis pada penelitian ini adalah:

- H1: *Price earning ratio* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H2: *Price to book value* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H3: *Earning pershare* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H4: *Operating profit margin* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H5: *Net profit margin* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H6: *Total asset turnover* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H7: *Return on Asset* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi
- H8: *Return on equity* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi

H9: Kinerja Perusahaan berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi

2.9.2 Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham

Strategi merger dan akuisisi dipandang sebagai salah satu alternatif strategi yang dapat memacu pertumbuhan sebuah perusahaan atau kelompok usaha secara signifikan. Hitt (2002), menyatakan merger dan akuisisi dilakukan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Selain itu ada pendapat bahwa merger dan akuisisi sebaiknya hanya dilakukan jika pemegang saham pengakuisisi mendapat keuntungan. Dalam merger dan akuisisi “nilai” tercipta jika manfaat sinergi diperoleh melalui penggabungan tersebut.

Disamping itu jauh sebelum pengumuman efektif merger perusahaan pengakuisisi telah menginformasikan rancangan merger kepada pemegang saham. Reaksi pemegang saham akan tercermin pada harga saham perusahaan, jika investor menganggap pengumuman merger dan akuisisi merupakan sinyal positif, maka harga saham akan meningkat dan investor mendapatkan *abnormal return* yang positif diseperti pengumuman merger dan akuisisi.

Penelitian yang dilakukan oleh Hutagalung (2002), mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta, yang mana hipotesisnya menyatakan bahwa adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* positif yang diterima perusahaan. Hasil dari penelitian ini adalah ada perbedaan signifikan positif rata-rata *abnormal return* yang diterima perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Suryawijaya (1998), penelitian ini mengambil kasus disektor perbankan Amerika Serikat bertujuan untuk mengetahui reaksi pemegang saham terhadap agresivitas perusahaan (bank) dalam melakukan akuisisi dengan perosedur *event study*, dan ditemukan bahwa segera setelah *event study* (yakni setelah pengumuman akuisisi) timbul *abnormal return* yang signifikan, kemudian dengan menggunakan regresi berganda ditemukan berhubungan positif dengan besarnya *abnormal return*.

Saiful (2003), melakukan penelitian terhadap pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* perusahaan target dan industri sejenis dari tahun 1991-1997, penelitian menggunakan teknik *event study*. Sampel akhir yang memenuhi kriteria adalah 30 perusahaan target dan 241 perusahaan non target dalam industri sejenis. Hasil dari penelitian ini telah ditemukan rata-rata dan kumulatif *abnormal return* yang diperoleh perusahaan target dan non target dalam industri sejenis adalah positif.

Berdasarkan telaah literatur dan beberapa peneliti mengenai pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* maka hipotesis yang diajukan adalah:

H10: *Abnormal return* berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger & akuisisi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data dokumenter, yaitu data yang dipublikasikan oleh lembaga-lembaga yang bergerak dalam bidang pasar modal. Data diperoleh dari berbagai sumber informasi dari BEJ, BAPEPAM dan Publikasi Laporan Keuangan (ICMD). Guna melengkapi kajian pustaka yang relevan dengan bahasan ini, maka dalam penelitian ini juga dikumpulkan data atau informasi dari berbagai sumber bacaan seperti manajemen keuangan, majalah-majalah, jurnal, surat kabar, dan sebagainya.

3.2 Populasi dan Sampel Serta Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan publik yang terdaftar di BEJ yang pernah melakukan merger dan akuisisi, dan perusahaan tersebut mengumumkan aktivitasnya tersebut pada periode 2000-2002 yaitu sebanyak 30 perusahaan. Jadi merger dan akuisisi dilakukan setelah perusahaan publik tersebut listing di BEJ terlebih dahulu.

Dipilihnya periode waktu merger dan akuisisi antara 2000-2002 karena merupakan data tahun terakhir yang dapat diambil jika akan dilakukan pengukuran 2 tahun setelah merger dan akuisisi, selain itu agar menghindari pengaruh krisis ekonomi yang besar pada tahun 1997-1998 dan pada tahun tersebut keadaan ekonomi sudah mulai perbaikan setelah krisis ekonomi. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive*

sampling, dimana pengambilan sampel disesuaikan dengan tujuan dan ukuran sampel tidak dipersoalkan. Kriteria-kriteria yang harus dipenuhi sampel adalah berikut ini.

1. Perusahaan publik terdaftar di BEJ
2. Melakukan aktivitas M&A pada periode 2000-2002
3. Tersedia laporan keuangan untuk dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah aktivitas M&A (1998-2004)
4. Tanggal dilakukannya M&A diketahui dengan jelas.
5. Perusahaan tersebut tidak melakukan aktivitas M&A kembali dalam jangka waktu dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah tanggal M&A yang dipilih.

Dari hasil pengambilan sampel dengan menggunakan *purposive sampling* didapat 20 perusahaan yang memenuhi syarat-syarat tersebut.

3.3 Definisi operasional Variabel

Penilaian kinerja perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari dua segi yaitu, analisis laporan keuangan perusahaan berupa rasio keuangan maupun dari segi *abnormal return*. Dalam penelitian ini rasio kinerja keuangan yang dipergunakan diwakili oleh 8 rasio keuangan, yaitu meliputi rasio:

1 *PER (Price Earning Ratio)*

PER adalah hasil perbandingan antara harga pasar saham setelah hari penutupan dan laba per lembar saham, rumus untuk PER adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga pasar saham penutupan}}{\text{EPS (earning per share)}}$$

2. PBV (*Price To Book Value*)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Nilai buku (*book value* per lembar saham) menunjukkan aktiva bersih (*net asset*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham. Rumus untuk PBV adalah:

$$PBV = \frac{PS}{BVS}$$

PS : adalah harga per lembar saham pada bulan ke-t

BVS : nilai dari book value perlembar saham pada bulan ke-t

3 *Net Profit Margin*

Rasio ini menggambarkan secara relatif efisiensi perusahaan setelah memperhatikan semua pengeluaran biaya dan pajak pendapatan, tetapi tidak termasuk beban biaya luar biasa. Weston and Brigham (1994) mengemukakan bahwa *Net Profit Margin* dapat dihitung dengan rumus :

$$Net\ Profit\ Margin = \frac{EAT}{Penjualan}$$

4 *Operating profit margin*

Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari jumlah penjualan yang dicapai atau berapa laba operasi yang dapat dicapai dari setiap rupiah penjualan. Menurut Weston and Brigham (1994) mengemukakan rumus *Operating profit margin* sebagai berikut:

$$\text{Operating profit margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}}$$

5 Pengembalian atas Aktiva (ROA)

Rasio laba bersih terhadap total aktiva mengukur tingkat pengembalian atas Total Aktiva (ROA) setelah bunga dan pajak.

Untuk memperoleh rasio tersebut digunakan rumus berikut ini :

$$\text{Tingkat pengembalian Atas Aktiva (ROA)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

6 Tingkat Pengembalian atas Ekuitas Saham Biasa (ROE)

Rasio laba bersih setelah pajak terhadap ekuitas saham biasa mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa (ROE)

yang dapat dihitung dengan rumus berikut ini :

$$\text{Tingkat pengembalian atas saham biasa (ROE)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{ekuitas saham biasa}}$$

7. *Total Asset turnover* (perputaran total aktiva)

Rasio aktivitas yang mengukur perputaran semua aktivitas yang dimiliki perusahaan. *Total asset turnover* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Perputaran total aktiva} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aktiva}}$$

8 *Earning Per Share (EPS)*

EPS merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dikurangi dengan dividen pada suatu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*out standing share*). Laba bersih setelah pajak ini biasa disebut NIAT (*Net Income After Tax*), rumus yang digunakan untuk menghitung EPS adalah:

$$\text{EPS} = \frac{(\text{NIAT} - \text{Dp})}{\text{Ss}}$$

Dimana: EPS : Adalah *earning per share*

NIAT : *Net Income After Tax*

Dp : Jumlah dividen yang dibagikan dalam satu tahun buku untuk saham preference

Ss : Total seluruh saham yang diterbitkan (*out standing share*)

Segi yang kedua adalah dilihat dari *return* saham adalah tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham dalam penelitian ini adalah *return* saham yang *abnormal* (*abnormal return*). *Abnormal return* merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

1. Menghitung *abnormal return*:

$$\text{AR}_{it} = \text{R}_{it} - \text{R}_{mt}$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

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

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

Actual return return saham yang diperoleh dengan mencari selisih antara harga saham penutupan harian dikurangi harga saham hari sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham hari sebelumnya.

2. Menghitung *actual return*:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

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

P_{it} = harga saham i pada hari ke t

P_{it-1} = harga saham i pada hari ke t-1

Selanjutnya *expected return* dihitung dengan menggunakan *Market Adjusted Model*. Dalam model ini *expected return* merupakan *return* saham yang diukur dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *return* ini diperoleh dengan cara mencari selisih antara IHSG pada hari tertentu dikurangi IHSG hari sebelumnya kemudian dibagi IHSG hari sebelumnya.

3. Menghitung *return* pasar:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_{mt} = *return* pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1

Ringkasan definisi operasional variabel dapat dilihat pada tabel 3.1 di bawah ini:

Tabel 3.1. Ringkasan Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukuran	Pengukuran
1	<i>PER (Price Earning Ratio)</i>	Adalah hasil perbandingan antara harga saham penutupan dan laba per lembar saham	rasio	$PER = \frac{\text{Harga pasar saham penutupan}}{\text{EPS (earning per share)}}$
2	<i>PBV (Price To Book Value)</i>	Adalah perbandingan yang menunjukkan berapa kali harga pasar dari suatu saham jika dibandingkan dengan nilai bukunya	rasio	$PBV = \frac{\text{harga saham penutupan}}{\text{nilai book value perlembar saham}}$
3	<i>Net Profit Margin</i>	Menggambarkan secara relatif efisiensi perusahaan setelah memperhatikan semua pengeluaran biaya dan pajak pendapatan,	rasio	$Net Profit Margin = \frac{EAT}{\text{Penjualan}}$
4	<i>Operating Pofit Margin</i>	Adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari jumlah penjualan yang dicapai atau berapa laba operasi yang dapat dicapai dari setiap rupiah penjualan	rasio	$Operating profit margin = \frac{EBIT}{\text{Net Sales}}$
5	ROA	Adalah rasio laba bersih terhadap total aktiva.	rasio	$\text{Tingkat pengembalian Atas Aktiva (ROA)} = \frac{\text{Pendapatan bersih}}{\text{Total Aktiva}}$
6	ROE	Adalah rasio laba bersih setelah pajak terhadap ekuitas saham biasa mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa	rasio	$ROE = \frac{\text{Laba bersih yang tersedia Bagi pemegang saham biasa}}{\text{ekuitas saham biasa}}$
7	<i>Total Asset turnover</i>	Adalah rasio aktivitas terakhir mengukur perputaran semua aktivitas yang dimiliki perusahaan	rasio	$\text{Perputaran total aktiva} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aktiva}}$
8	<i>Earning Per Share (EPS)</i>	Merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dikurangi dengan dividen pada suatu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (<i>out standing share</i>)	rasio	$EPS = \frac{(NIAT - Dp)}{\text{Total saham yang diterbitkan}}$

9	<i>Abnormal return</i>	Merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (<i>actual return</i>) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (<i>expected return</i>).	rasio	$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ AR_{it} = <i>abnormal return</i> saham i pada hari ke t R_{it} = <i>actual return</i> saham i pada hari ke t R_{mt} = <i>return</i> pasar saham pada hari ke t
---	------------------------	--	-------	---

3.4 Metoda Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dapat digunakan dalam melaksanakan penelitian ini adalah studi pustaka, yaitu pengumpulan data yang diperoleh dari buku-buku, bahan-bahan kepustakaan, penelitian terdahulu, dan referensi lain yang berkaitan dengan pokok permasalahan. Data-data yang diperlukan dan sumber data yang ada dapat dilihat pada tabel 3.2 dibawah ini :

Tabel 3.2. Data-Data yang Diperlukan dan Sumber data yang Diperoleh

Data yang diperlukan	Sumber Data
1. Tanggal listing perusahaan di BEJ	Bapepam dan JSX
2. Tanggal perusahaan melakukan M&A	Bapepam dan JSX
3. Laporan keuangan	ICMD
4. Harga saham harian	JSX

3.5 Metode Analisis

Untuk menjawab hipotesis 1 sampai 9 langkah –langkah yang digunakan adalah:

Pengujian ini akan membandingkan kinerja keuangan perusahaan tahun sebelum dan setelah merger dan akuisisi sebagai berikut:

- a. Satu tahun sebelum dengan satu tahun setelah merger dan akuisisi
- b. Satu tahun sebelum dengan dua tahun setelah merger dan akuisisi

- c. Dua tahun sebelum dengan satu tahun setelah merger dan akuisisi
- d. Dua tahun sebelum dengan dua tahun setelah merger dan akuisisi

Untuk menjawab hipotesis 10 digunakan analisis *event study* yang menggunakan pendekatan *abnormal return* untuk menguji kandungan informasi. Menurut Jogiyanto (1998) dan Weston *et al* (1990), ada tiga model yang digunakan untuk mengestimasi *abnormal return* yaitu model rata-rata disesuaikan, model pasar, dan model pasar disesuaikan. Penelitian ini menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*). *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Pertimbangan model ini adalah: 1) model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti model lain, 2) pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), pada tahap tersebut pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak *liquid* sehingga saham tersebut jarang diperjual belikan. Akibatnya masih banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi, yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien β .

3.6. Teknik analisis

3.6.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, dan varian dengan prosedur sebagai berikut:

1. Menentukan tingkat rata-rata (*mean*), standar deviasi dan varian indikator kinerja keuangan perusahaan dari rasio keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi ditinjau dari kinerja perusahaan yang terdaftar di BEJ.
2. Menentukan perbedaan mean (naik/turun) indikator keuangan perusahaan antara sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

3.6.2 Uji Normalitas

Untuk mendeteksi normalitas data dapat dilakukan dengan uji *metode kolmogorov-smirnov test*, pemilihan metode ini didasarkan bahwa *kolmogorov-smirnov test* merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data (Hair, 1998). Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal atau tidak. Sampel berdistribusi normal apabila *Asymptotic sig* > tingkat keyakinan yang digunakan dalam pengujian, dalam hal ini adalah 95% atau α 5%. Sebaliknya dikatakan tidak normal apabila *Asymptotic sig* < tingkat keyakinan. Pengujian ini menggunakan program SPSS versi 13.0. Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini

adalah uji parametrik (*paired sampel t-test*). Tetapi apabila sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik (*wilcoxon sign test*).

3.6.3 Uji Hypotesis

1 Untuk hipotesis 1 sampai 9 mengenai rasio-rasio keuangan

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji statistik non parametrik, pemilihan uji statistik non parametrik didasarkan bahwa menurut Manurung (1996) data yang ada di Bursa Efek Jakarta tidak mencerminkan data yang berdistribusi secara normal, sehingga dengan metode statistik non parametrik lebih sesuai dalam melakukan penelitian yang menggunakan data BEJ. Kemudian menurut Payamta (1998) didasarkan kelebihan yang ada dibandingkan dengan uji t beda dua sampel (*paired sampel t-test*), karena alat uji ststistik tersebut akan memberikan hasil yang tepat untuk dua populasi yang berdistribusi kelanjutan, tidak memerlukan pengujian asumsi normalitas, dan lebih konservatif untuk dua populasi yang berdistribusi diskrit. Uji non parametrik yang digunakan adalah:

a. *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Uji Peringkat Tanda *Wilcoxon* digunakan untuk mengevaluasi perlakuan (*treatment*) tertentu pada dua pengamatan, antara sebelum dan sesudah adanya perlakuan tertentu. Uji ini untuk menguji hipotesis H_1 sampai H_8 , dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$, maka jika $\text{prob} < \text{taraf signifikansi}$ yang telah ditetapkan $\alpha=5\%$, maka variabel independen

tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, berarti terdapat perbedaan yang secara statistik signifikan masing-masing rasio keuangan antara sebelum dan setelah merger & akuisisi. Dengan demikian

Langkah-langkah pengujiannya dilakukan sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis
2. Menentukan daerah kritis dengan $\alpha = 5\%$
3. Menghitung probabilitas dengan menggunakan *software* SPSS
4. Membandingkan antara probabilitas dan taraf signifikansi yang telah ditetapkan (5%)

b. *Manova*

Untuk mengetahui signifikansi perubahan kinerja perusahaan secara simultan dari semua rasio keuangan antara sebelum dan setelah merger & akuisisi. Dengan menggunakan tingkat sig $\alpha=5\%$, jika prob < taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha=5\%$), maka secara *simultan* variable *independent* tersebut berpengaruh signifikan terhadap variable *dependent*, berarti terdapat perbedaan yang secara simultan signifikan antara kinerja keuangan berdasarkan keseluruhan rasio keuangan sebelum dan setelah merger & akuisisi.

2. Untuk hipotesis 10 mengenai *abnormal return*

Mengacu pada model yang digunakan yaitu (*market adjusted model*), maka untuk menguji hipotesis ke 10 dilakukan tahapan sebagai berikut:

- a. Menentukan periode peristiwa yang disebut juga periode pengamatan atau periode jendela (*event window*). Penelitian ini menggunakan periode jendela 45 hari (-22 hari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan +22 setelah pengumuman), yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi. Alasan lain pemilihan periode pengamatan tersebut didasarkan pada hasil penelitian Sartono dan Yamanto dalam Payamta (2001) yang menyatakan bahwa kemampuan pasar untuk menyerap informasi secara sempurna di BEJ membutuhkan waktu 22 hari.
- b. Pengujian hipotesis ini menggunakan uji non parametrik yaitu uji *Wilcoxon test*. Pemilihan uji *Wilcoxon test* didasarkan pada penelitian Payamta (1998) yang juga menggunakan metode yang sama untuk menguji kinerja perusahaan dengan saham sebelum dan setelah merger & akuisisi. Juga didasarkan bahwa menurut Manurung (1996) data yang ada di Bursa Efek Jakarta tidak mencerminkan data yang berdistribusi secara normal, sehingga dengan metode statistik non parametrik lebih sesuai dalam melakukan penelitian yang menggunakan data BEJ. Langkah-langkah dalam pengujian adalah sebagai berikut:

- 1 Merumuskan hipotesis
- 2 Memproses data dengan *Wlcoxon sign test* dengan bantuan *software* SPSS vers.13. Data-data *abnormal retrun* sebelum dan setelah merger & akuisisi digunakan sebagai input data.
- 3 Membuat kesimpulan

Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$, maka jika prob < taraf signifikansi yang telah ditetapkan $\alpha=5\%$, maka variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variable dependen, berarti terdapat perbedaan yang secara statistik signifikan masing-masing rasio keuangan antara sebelum dan setelah merger & akuisisi.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan tentang gambaran umum sampel penelitian serta deskriptif variabel. Selanjutnya dilakukan analisis terhadap data-data tersebut. Analisis data ini menggunakan bantuan *Software* komputer SPSS Vers.13. Analisis data ini bertujuan untuk menjawab hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam penelitian ini, obyek yang dijadikan populasi adalah semua perusahaan yang melakukan Merger dan Akuisisi periode 2000-2002 yaitu sebanyak 30 perusahaan. Dari populasi tersebut kemudian akan dipilih untuk menjadi sampel penelitian dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang kriterianya telah ditetapkan pada teknik pengambilan sampel. Hasil akhir, didapat 20 perusahaan yang memenuhi syarat-syarat yang telah ditetapkan. Berikut akan dijelaskan tentang data-data perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

4.1.1. Sampel Penelitian Berdasarkan Sektor Industri

Sampel penelitian yang didapat tersebut terdiri dari beberapa sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, seperti dijelaskan oleh tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1 Sektor Industri Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002

Sektor Industri	Jumlah Perusahaan	Persentase (%)
<i>1. Manufacture</i>	6	30%
<i>2. Apparel and Other Textile Product</i>	1	5%
<i>3. Cement</i>	1	5%
<i>4. Automotive and Allied Product</i>	2	10%
<i>5. Mining and Mining Service</i>	2	10%
<i>6. Communication</i>	2	10%
<i>7. Chemical and Allied Product</i>	1	5%
<i>8. Others</i>	2	10%
<i>9. Plastic and Glass Product</i>	1	5%
<i>10. Whole Sale and Retail Trade</i>	2	10%
Total	20	100%

Sumber: Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Tabel 4.1 memperlihatkan bahwa sektor manufaktur merupakan sektor dimana jenis perusahaan yang paling banyak melakukan merger dan akuisisi (M&A) yaitu sebesar 30% dari 20 perusahaan yang masuk kedalam sampel penelitian. Sedangkan perusahaan yang melakukan (M&A) disektor *Automotif*, *Mining and mining service*, *Communication*, *Whole sale and retail*, dan *Others* sebanyak dua buah atau sebesar 10% dari 20 perusahaan yang masuk kedalam sample penelitian. Dan perusahaan di sektor *Apparel and other textile*, *Cement*, *Chemical* dan *Plastic and glass* masing-masing sebanyak satu buah atau sebesar 5% dari 20 perusahaan yang masuk kedalam sampel penelitian.

4.1.2. Sampel Penelitian Berdasarkan Jumlah Asset

Pada tabel 4.2 ditampilkan *total asset* masing-masing perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

Tabel 4.2 Total Asset Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002

Periode	Keterangan	Total Asset Perusahaan (Milyar)			Total
		< 500	500-1000	>1000	
2 Thn sbmlm	Jmlh prshn	6	1	13	20
	Persentase (%)	30%	5%	65%	100%
1 Thn sbmlm	Jmlh prshn	6	1	13	20
	Persentase (%)	30%	5%	65%	100%
M & A	Jmlh prshn	6	1	13	20
	Persentase (%)	30%	5%	65%	100%
1 Thn stlh	Jmlh prshn	5	2	13	20
	Persentase (%)	25%	10%	65%	100%
2 Thn stlh	Jmlh prshn	3	4	13	20
	Persentase (%)	15%	20%	65%	100%

Sumber: Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Dari tabel 4.2 dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada periode tahun 2000-2002 (yaitu sebanyak 13 atau 65% dari perusahaan yang masuk kedalam sampel penelitian) memiliki total asset > 1 trilyun. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang mengakuisisi (akuisitor) merupakan tergolong perusahaan besar, sehingga mempunyai kemampuan untuk membeli perusahaan target. Setelah 1 dan 2 tahun melakukan merger dan akuisisi, ada beberapa perusahaan yang mengalami kenaikan jumlah dari asset < 500 milyar menjadi diantara 500-1000 milyar. Hal ini menunjukkan setelah merger dan akuisisi ada beberapa perusahaan yang mengalami sinergi finansial yaitu dengan bertambahnya jumlah nilai asset perusahaan.

4.1.3. Sampel Penelitian Berdasarkan Jumlah Hutang

Pada tabel 4.3 ditampilkan total hutang masing-masing perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

Tabel 4.3 Total Hutang Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002

Periode	Keterangan	Total Hutang Perusahaan (Milyar)			Total
		< 500	500-1000	>1000	
2 Thn sbllm	Jmlh prshn	8	1	11	20
	Persentase (%)	40%	5%	55%	100%
1 Thn sbllm	Jmlh prshn	8	0	12	20
	Persentase (%)	40%	0%	60%	100%
M & A	Jmlh prshn	8	0	12	20
	Persentase (%)	40%	0%	60%	100%
1 Thn stlh	Jmlh prshn	8	0	12	20
	Persentase (%)	40%	0%	60%	100%
2 Thn stlh	Jmlh prshn	7	1	12	20
	Persentase (%)	35%	5%	60%	100%

Sumber: Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Dari tabel 4.3 dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada periode 2000-2002 memiliki total hutang > 1 triliun. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang mengakuisisi (akuisitor) memerlukan dana yang besar didalam kegiatan operasional perusahaannya dan perusahaan memilih bank untuk mendanai kegiatan tersebut. Setelah 1 dan 2 tahun melakukan merger dan akuisisi, ada beberapa perusahaan yang mengalami kenaikan jumlah hutangnya. Hal ini menunjukkan setelah merger dan akuisisi ada beberapa perusahaan yang tidak mengalami sinergi *financial*, dilihat dari bertambahnya jumlah hutang perusahaan.

4.1.4. Sampel Penelitian Berdasarkan Modal

Pada tabel 4.4 ditampilkan total modal masing-masing perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

Tabel 4.4 Total Modal Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002

Periode	Keterangan	Total Modal Perusahaan (Milyar)			Total
		< 500	500-1000	>1000	
2 Thn sbllm	Jmlh prshn	10	2	8	20
	Persentase (%)	50%	10%	40%	100%
1 Thn sbllm	Jmlh prshn	8	2	10	20
	Persentase (%)	40%	10%	50%	100%
M & A	Jmlh prshn	8	2	10	20
	Persentase (%)	40%	10%	50%	100%
1 Thn stlh	Jmlh prshn	8	2	10	20
	Persentase (%)	40%	10%	50%	100%
2 Thn stlh	Jmlh prshn	10	1	9	20
	Persentase (%)	50%	5%	45%	100%

Sumber: Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Dari data tabel 4.4 dapat dilihat bahwa komposisi jumlah modal perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi periode 2000-2002 memiliki modal > 1 triliun. Hal ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang mengakuisisi adalah perusahaan yang besar.

4.1.5. Sampel Penelitian Berdasarkan *Return* Saham

Return saham yang didapat oleh suatu perusahaan dapat dibedakan menjadi *return* harian negatif, *return* harian nol (0), dan *return* harian positif.

Tabel 4.5 berikut menjelaskan tentang *return* saham yang didapat oleh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada periode pengamatan.

Tabel 4.5 *Return* Saham Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi Periode 2000-2002

Periode	Keterangan	Return Saham yang Didapat Perusahaan			Total
		Ret.harian negatif	Ret.harian nol (0)	Ret.harian positif	
22 hari sbllm	Jmlh prshn	9	1	11	20
	Persentase (%)	45%	5%	55%	100%
Saat M&A	Jmlh prshn	9	7	4	20
	Persentase (%)	45%	35%	20%	100%
22 hari stlh	Jmlh prshn	11	2	7	20
	Persentase (%)	55%	10%	35%	100%

Sumber: Data ICMD (Indonesia Capital Market Directory) 2000-2005

Tabel 4.5 memperlihatkan bahwa persentase perusahaan untuk mendapatkan *return* positif adalah lebih kecil dibandingkan dengan persentase untuk mendapatkan *return* negatif. *Return* positif yang didapat oleh perusahaan pada periode 22 hari setelah merger dan akuisisi lebih sedikit dibandingkan dengan periode 22 hari sebelum merger dan akuisisi. Dari kejadian tersebut, dapat disimpulkan bahwa harga saham setelah merger dan akuisisi tidak lebih tinggi dari pada sebelum merger dan akuisisi.

4.2. Statistik Derkriptif Variabel

Berikut dijelaskan gambaran variable yang digunakan dalam penelitian ini, yang meliputi PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*), EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE dan Return Saham. Dimana hasil perhitungan variabel-variabel tersebut dapat dilihat pada lampiran 5.

4.2.1 Statistik Deskriptif Variabel Sebelum Merger dan Akuisisi

Berikut akan ditampilkan deskriptif variabel yang ditinjau dari nilai rata-rata, standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum untuk periode sebelum merger dan akuisisi

Tabel 4.6. Deskriptif Variabel Sebelum Merger dan Akuisisi

Periode	Variabel	Mean	Standar Deviasi	Max	Min
22 Hari sebelum M&A	Abnormal return	0.0012	0.03831	0.1924	-0.0259
2Th sebelum M&A	PER (<i>price earning ratio</i>) (x)	14.0660	17.7443	68.19	-12.09
	PBV (<i>price to book value</i>) (x)	5.6600	8.2603	26.37	-2.67
	EPS (<i>earning per share</i>) (Rp)	113.45	607.654	1540	-1586
	OPM (<i>operating profit margin</i>) (x)	0.192	15.08	0.6	0
	NPM (<i>net profit margin</i>) (x)	0.071	0.2259	0.5	-0.4
	<i>Total Asset Turnover</i> (x)	0.9490	0.8003	0.377	0.16
	ROA (%)	6.0670	11.3902	27.71	-16.30
	ROE (%)	4.5380	29.4235	45.83	-61.13
1Th sebelum M&A	PER (<i>price earning ratio</i>) (x)	13.6890	16.7799	68.53	-12.60
	PBV (<i>price to book value</i>) (x)	2.3405	1.9368	6.66	-1.02
	EPS (<i>earning per share</i>) (Rp)	286.60	481.60	1586	-670
	OPM (<i>operating profit margin</i>) (x)	0.1690	0.1511	0.52	-0.02
	NPM (<i>net profit margin</i>) (x)	0.1025	0.1884	0.55	-0.47
	<i>Total Asset Turnover</i> (x)	1.1220	1.0310	4.59	0.18
	ROA (%)	6.5825	10.5647	22.45	-30.09
	ROE (%)	18.29752	25.6052	73.94	-50.32

Hasil deskriptif variabel sebelum M&A seperti ditampilkan tabel 4.6 dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Abnormal return

Nilai rata-rata abnormal return untuk 22 hari sebelum M&A sebesar 0.0012 dengan standar deviasi 0.03831. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum (Santoso, 2000). Nilai rata-rata dari abnormal return sebesar 0.0012 menunjukkan bahwa secara umum pemegang saham perusahaan memperoleh peningkatan kemakmuran (abnormal return positif) pada periode sebelum M&A. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimum variable abnormal return adalah sebesar 0.1924 dan -0.0259.

2. Rasio keuangan

- a. Periode dua tahun sebelum M&A

1. Nilai rata-rata PER untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 14.0660 dengan standar deviasi 17.7443. Nilai standar deviasi yang tidak berbeda jauh dengan nilai mean-nya menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 17.7443 maka rata-rata PER akan menjadi -3.678 sampai 31.810.

Nilai rata-rata PER sebesar 14.0660 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara harga saham dan laba per lembar saham adalah 14.0660 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 69.19 dan -12.09.

2. Nilai rata-rata PBV untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 5.66 dengan standar deviasi 8.2603. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 8.2603 maka rata-rata PBV akan menjadi -2.6 sampai 13.92 .

Nilai rata-rata PBV sebesar 5.66 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan yang menunjukkan berapa kali harga pasar dari suatu saham jika dibandingkan dengan nilai bukunya adalah 5.66 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 26.37 dan -2.67 .

3. Nilai rata-rata EPS untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 113.45 dengan standar deviasi 607.654. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 607.654 maka rata-rata EPS akan menjadi -494.20 sampai 721.10 .

Nilai rata-rata EPS sebesar 113.45 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham yang diterbitkan adalah 113.45 rupiah. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 1540 dan -1586

4. Nilai rata-rata OPM untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 0.192 dengan standar deviasi 15.08. Nilai standar deviasi yang besar tersebut

yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 15.08 maka rata-rata OPM akan menjadi -14.88 sampai 15.27.

Nilai rata-rata OPM sebesar 0.192 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian operasional perusahaan adalah sebesar 0.192 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.6 dan 0

5. Nilai rata-rata NPM untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 0.071 dengan standar deviasi 0.2259. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.2259 maka rata-rata NPM akan menjadi -0.154 sampai 0.296.

Nilai rata-rata NPM sebesar 0.071 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian keuntungan bersih perusahaan adalah sebesar 0.071 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.5 dan -0.4

6. Nilai rata-rata Total asset turnover untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 0.949 dengan standar deviasi 0.8. Nilai standar deviasi yang tidak berbeda jauh dengan nilai mean-nya menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.8 maka rata-rata Total asset turnover akan menjadi -0.149 sampai 1.749.

Nilai rata-rata Total asset turnover sebesar 0.949 menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan *revenue* adalah sebesar 0.949 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.377 dan 0.16

7. Nilai rata-rata ROA untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 6.0670 dengan standar deviasi 11.3902. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 11.3902 maka rata-rata ROA akan menjadi -5.32 sampai 17.457 .

Nilai rata-rata ROA sebesar 6.0670 menunjukkan bahwa rata-rata efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki adalah sebesar 6.0670 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 27.71 dan -16.30

8. Nilai rata-rata ROE untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 4.538 dengan standar deviasi 29.423. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 29.423 maka rata-rata ROE akan menjadi -24.88 sampai 33.961 .

Nilai rata-rata ROE sebesar 4.538 menunjukkan bahwa rata-rata untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa sebesar

4.538 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 45.83 dan -61.13.

b. Periode satu tahun sebelum M&A

1. Nilai rata-rata PER untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 13.6890 dengan standar deviasi 16.7799. Nilai standar deviasi yang tidak berbeda jauh dengan nilai mean-nya menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 16.7799 maka rata-rata PER akan menjadi -3.09 sampai 30.46.

Nilai rata-rata PER sebesar 13.6890 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara harga saham dan laba per lembar saham adalah 13.6890 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 68.53 dan -12.60.

2. Nilai rata-rata PBV untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 2.34 dengan standar deviasi 1.93. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan tidak adanya variasi yang sangat besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 1.93 maka rata-rata PBV akan menjadi 0.41 sampai 4.27.

Nilai rata-rata PBV sebesar 2.34 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan yang menunjukkan berapa kali harga pasar dari suatu saham jika dibandingkan dengan nilai bukunya adalah 2.34 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 6.66 dan -1.02.

3. Nilai rata-rata EPS untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 286.60 dengan standar deviasi 481.60. Nilai standar deviasi yang besar tersebut

yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 481.60 maka rata-rata EPS akan menjadi -195 sampai 768.2.

Nilai rata-rata EPS sebesar 286.60 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham yang diterbitkan adalah 286.60 rupiah. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 1586 dan -670

4. Nilai rata-rata OPM untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 0.169 dengan standar deviasi 0.151. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan tidak adanya variasi yang sangat besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.151 maka rata-rata OPM akan menjadi 0.018 sampai 0.32.

Nilai rata-rata OPM sebesar 0.169 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian operasional perusahaan adalah sebesar 0.169 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.52 dan -0.47

5. Nilai rata-rata NPM untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 0.1025 dengan standar deviasi 0.1884. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.1884 maka rata-rata NPM akan menjadi -0.08 sampai 0.29.

Nilai rata-rata NPM sebesar 0.1025 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian keuntungan bersih perusahaan adalah sebesar 0.1025 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.55 dan -0.47

6. Nilai rata-rata Total asset turnover untuk satu tahun sebelum M&A sebesar 1.1220 dengan standar deviasi 1.031. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 1.031 maka rata-rata Total asset turnover akan menjadi 0.091 sampai 2.153.

Nilai rata-rata Total asset turnover sebesar 1.1220 menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan *revenue* adalah sebesar 1.1220 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 4.59 dan -0.18

7. Nilai rata-rata ROA untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 6.582 dengan standar deviasi 10.564. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 10.564 maka rata-rata ROA akan menjadi -3.98 sampai 17.14.

Nilai rata-rata ROA sebesar 6.582 menunjukkan bahwa rata-rata efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki adalah sebesar 6.582 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 22.45 dan -30.09

8. Nilai rata-rata ROE untuk dua tahun sebelum M&A sebesar 18.297 dengan standar deviasi 25.605. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 25.605 maka rata-rata ROE akan menjadi -7.30 sampai 43.90

Nilai rata-rata ROE sebesar 18.297 menunjukkan bahwa rata-rata untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa sebesar 18.297 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 73.94 dan -50.32.

4.2.2 Statistik Deskriptif Variabel Setelah Merger dan Akuisisi

Berikut akan ditampilkan deskriptif variabel yang ditinjau dari nilai rata-rata, standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum untuk periode setelah merger dan akuisisi

Tabel 4.7. Deskriptif Variabel Setelah Merger dan Akuisisi

Periode	Variabel	Mean	Standar Deviasi	Max	Min
22 Hari setelah M&A	Abnormal return	-0.0014	0.0374	0.2584	-0.1460
2Th setelah M&A	PER (<i>price earning ratio</i>) (x)	8.9780	23.4802	92.34	-26.48
	PBV (<i>price to book value</i>) (x)	3.11	6.327	29	-1
	EPS (<i>earning per share</i>) (Rp)	323.49	461.314	1394	-57
	OPM (<i>operating profit margin</i>) (x)	0.1095	0.1386	0.44	-0.15
	NPM (<i>net profit margin</i>) (x)	0.0875	0.2062	0.74	-0.32
	<i>Total Asset Turnover</i> (x)	1.0760	0.8994	4.40	0.32
	ROA (%)	2.6430	17.8027	23.34	-64.91
1Th setelah M%A	ROE (%)	2.0770	40.5546	55.96	-90.16
	PER (<i>price earning ratio</i>) (x)	13.5575	19.0237	69.94	-18.57
	PBV (<i>price to book value</i>) (x)	1.5700	1.3469	4.58	-0.40
	EPS (<i>earning per share</i>) (Rp)	114.81	263.982	956	-304
	OPM (<i>operating profit margin</i>) (x)	0.1080	0.1383	0.47	-0.16
	NPM (<i>net profit margin</i>) (x)	0.014	0.1227	0.3	-0.3
	<i>Total Asset Turnover</i> (x)	1.0680	1.1059	5.44	0.29
ROA (%)	0.966	10.040	13.9	-29.4	
ROE (%)	2.0875	28.4173	45.58	-69.90	

Hasil deskriptif variabel setelah M&A seperti ditampilkan tabel 4.7 dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Abnormal return

Nilai rata-rata abnormal return untuk 22 hari sebelum M&A sebesar -0.0014 dengan standar deviasi 0.0374. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai

maximum dan minimum (Santoso, 2000). Nilai rata-rata dari abnormal return sebesar -0.0014 menunjukkan bahwa secara umum pemegang saham perusahaan memperoleh penurunan kemakmuran (abnormal return negatif) pada periode setelah M&A. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimum variabel abnormal return adalah sebesar 0.2584 dan -0.1460.

2. Rasio keuangan

a. Periode dua tahun setelah M&A

1. Nilai rata-rata PER untuk dua tahun setelah M&A sebesar 8.978 dengan standar deviasi 23.4802. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 23.4802 maka rata-rata PER akan menjadi -14.50 sampai 32.45.

Nilai rata-rata PER sebesar 8.978 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara harga saham dan laba per lembar saham adalah 8.978 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 92.34 dan -26.48.

2. Nilai rata-rata PBV untuk dua tahun setelah M&A sebesar 3.11 dengan standar deviasi 6.327. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 6.327 maka rata-rata PBV akan menjadi -3.217 sampai 9.437.

Nilai rata-rata PBV sebesar 3.11 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan yang menunjukkan berapa kali harga pasar dari suatu saham jika dibandingkan dengan nilai bukunya adalah 3.11 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 29 dan -1.

3. Nilai rata-rata EPS untuk dua tahun setelah M&A sebesar 323.49 dengan standar deviasi 461.314. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 461.314 maka rata-rata EPS akan menjadi -137.824 sampai 784.804.

Nilai rata-rata EPS sebesar 323.49 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham yang diterbitkan adalah 323.49 rupiah. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 1394 dan -57

4. Nilai rata-rata OPM untuk dua tahun setelah M&A sebesar 0.1095 dengan standar deviasi 0.1386. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.1386 maka rata-rata OPM akan menjadi -0.029 sampai 0.2481.

Nilai rata-rata OPM sebesar 0.1095 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian operasional perusahaan adalah sebesar 0.1095 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.44 dan -0.15

5. Nilai rata-rata NPM untuk dua tahun setelah M&A sebesar 0.0875 dengan standar deviasi 0.2062. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.2062 maka rata-rata NPM akan menjadi -0.118 sampai 0.293
Nilai rata-rata NPM sebesar 0.0875 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian keuntungan bersih perusahaan adalah sebesar 0.0875 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.74 dan -0.32
6. Nilai rata-rata Total asset turnover untuk dua tahun setelah M&A sebesar 1.0760 dengan standar deviasi 0.8994. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.8994 maka rata-rata Total asset turnover akan menjadi 0.176 sampai 1.975.
Nilai rata-rata Total asset turnover sebesar 1.0760 menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan *revenue* adalah sebesar 1.0760 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 4.40 dan 0.32
7. Nilai rata-rata ROA untuk dua tahun setelah M&A sebesar 2.643 dengan standar deviasi 17.8027. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup

besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 17.8027 maka rata-rata ROA akan menjadi -15.15 sampai 20.44. Nilai rata-rata ROA sebesar 2.643 menunjukkan bahwa rata-rata efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki adalah sebesar 2.643 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 23.34 dan -64.91

8. Nilai rata-rata ROE untuk dua tahun setelah M&A sebesar 2.077 dengan standar deviasi 40.55. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 40.55 maka rata-rata ROE akan menjadi -38.47 sampai 42.62.

Nilai rata-rata ROE sebesar 2.077 menunjukkan bahwa rata-rata untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa sebesar 2.077 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 55.96 dan -90.16.

b. Periode satu tahun setelah M&A

1. Nilai rata-rata PER untuk satu tahun setelah M&A sebesar 13.557 dengan standar deviasi 19.023. Nilai standar deviasi yang tidak berbeda jauh dengan nilai mean-nya menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 19.023 maka rata-rata PER akan menjadi -5.46 sampai 32.58.

Nilai rata-rata PER sebesar 13.557 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara harga saham dan laba per lembar saham adalah 13.557 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 69.94 dan -18.57.

2. Nilai rata-rata PBV untuk satu tahun setelah M&A sebesar 1.57 dengan standar deviasi 1.34. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan tidak adanya variasi yang besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 1.34 maka rata-rata PBV akan menjadi 0.23 sampai 2.91.

Nilai rata-rata PBV sebesar 1.57 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan yang menunjukkan berapa kali harga pasar dari suatu saham jika dibandingkan dengan nilai bukunya adalah 1.57 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 4.58 dan -0.4.

3. Nilai rata-rata EPS untuk satu tahun setelah M&A sebesar 114.81 dengan standar deviasi 263.982. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 263.982 maka rata-rata EPS akan menjadi -149.172 sampai 378.792.

Nilai rata-rata EPS sebesar 114.81 menunjukkan bahwa rata-rata perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham yang diterbitkan adalah 114.81 rupiah. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 956 dan -304

4. Nilai rata-rata OPM untuk satu tahun setelah M&A sebesar 0.108 dengan standar deviasi 0.1383. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan tidak adanya variasi yang besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.1383 maka rata-rata OPM akan menjadi -0.03 sampai 0.24.

Nilai rata-rata OPM sebesar 0.108 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian operasional perusahaan adalah sebesar 0.108 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.47 dan -0.16

5. Nilai rata-rata NPM untuk satu tahun setelah M&A sebesar 0.014 dengan standar deviasi 0.1227. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 0.1227 maka rata-rata NPM akan menjadi -0.108 sampai 0.136.

Nilai rata-rata NPM sebesar 0.014 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat pengembalian keuntungan bersih perusahaan adalah sebesar 0.014 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 0.3 dan -0.3

6. Nilai rata-rata Total asset turnover untuk satu tahun setelah M&A sebesar 1.068 dengan standar deviasi 1.105. Nilai standar deviasi yang kecil menunjukkan variasi yang tidak begitu besar antara nilai maksimum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 1.105 maka rata-rata Total asset turnover akan menjadi -0.03 sampai 2.173.

Nilai rata-rata Total asset turnover sebesar 1.068 menunjukkan bahwa rata-rata kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan *revenue* adalah sebesar 1.068 kali. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 5.44 dan 0.29

7. Nilai rata-rata ROA untuk dua tahun setelah M&A sebesar 0.966 dengan standar deviasi 10.04. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 10.04 maka rata-rata ROA akan menjadi -9.07 sampai 11.

Nilai rata-rata ROA sebesar 0.966 menunjukkan bahwa rata-rata efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki adalah sebesar 0.966 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 13.9 dan -29.4

8. Nilai rata-rata ROE untuk dua tahun setelah M&A sebesar 2.0875 dengan standar deviasi 28.417. Nilai standar deviasi yang besar tersebut yaitu (lebih besar dari 30% mean) menunjukkan adanya variasi yang sangat besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara nilai maximum dan minimum. Dengan standar deviasi sebesar 28.417 maka rata-rata ROE akan menjadi -26.32 sampai 30.504

Nilai rata-rata ROE sebesar 2.0875 menunjukkan bahwa rata-rata untuk mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa sebesar 2.0875 %. Sedangkan masing-masing nilai maksimum dan minimumnya adalah 45.58 dan -69.90.

4.3 Analisis Data

Analisis data pada penelitian ini dimulai dengan menguji normalitas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Sehingga dapat ditentukan uji parametrik atau non parametrik yang akan digunakan. Setelah uji normalitas dilakukan, akan dilakukan analisis data yang menyangkut kinerja keuangan (diproksikan melalui rasio-rasio keuangan) dan *abnormal return*.

4.3.1 Uji Normalitas Data

Pada uji normalitas data ini menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov* Test. Pemilihan metode ini didasarkan bahwa *kolmogorov-smirnov* test merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data (Hair et al, 1998). Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdistribusi normal atau tidak. Sampel berdistribusi normal jika nilai probabilitas > taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$). Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik. Tetapi apabila sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik.

4.3.1.1 Uji Normalitas Data Rasio-Rasio Keuangan

Uji normalitas data rasio-rasio keuangan yang dilakukan dengan menggunakan metode *kolmogorov-smirnov* untuk periode sebelum dan sesudah merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel 4.8 berikut

Tabel 4.8 Hasil Uji Normalitas Data Rasio-Rasio Keuangan

Periode	Variabel	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha=0,05$	Kesimpulan
2 thn sbllm M&A	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.067	0.05	Normal
	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.006	0.05	Tidak normal
	<i>Price to book value</i> (x)	0.000	0.05	Tidak normal
	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.200	0.05	Normal
	<i>Net profit margin</i> (x)	0.003	0.05	Tidak normal
	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.045	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Assett</i> (%)	0.200	0.05	Normal
	<i>Return on Equity</i> (%)	0.001	0.05	Tidak normal
1 thn sbllm M&A	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.001	0.05	Tidak normal
	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.002	0.05	Tidak normal
	<i>Price to book value</i> (x)	0.071	0.05	Normal
	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.049	0.05	Tidak normal
	<i>Net profit margin</i> (x)	0.003	0.05	Tidak normal
	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.015	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Assett</i> (%)	0.127	0.05	Normal
	<i>Return on Equity</i> (%)	0.200	0.05	Normal
1 thn stlh M&A	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.022	0.05	Tidak normal
	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.022	0.05	Tidak normal
	<i>Price to book value</i> (x)	0.200	0.05	Normal
	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.200	0.05	Normal
	<i>Net profit margin</i> (x)	0.005	0.05	Tidak normal
	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.001	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Assett</i> (%)	0.004	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Equity</i> (%)	0.004	0.05	Tidak normal
2 thn stlh M&A	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.001	0.05	Tidak normal
	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.001	0.05	Tidak normal
	<i>Price to book value</i> (x)	0.000	0.05	Tidak normal
	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.133	0.05	Normal
	<i>Net profit margin</i> (x)	0.001	0.05	Tidak normal
	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.010	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Assett</i> (%)	0.002	0.05	Tidak normal
	<i>Return on Equity</i> (%)	0.029	0.05	Tidak normal

Sumber: Data yang telah diolah 2006

Berdasarkan hasil uji normalitas data diatas, terlihat bahwa kebanyakan nilai prob < taraf signifikan yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), dari hal tersebut dapat disimpulkan bahwa data rasio-rasio keuangan berdistribusi tidak normal. Hal ini sesuai dengan asumsi awal didalam pemilihan metode untuk menguji data rasio keuangan perusahaan pada Bursa Efek Jakarta, bahwa karena data tidak normal maka untuk pengujian digunakan *Wlcoxon Sign Test* dan *Manova*. Pendapat ini

juga didukung oleh hasil penelitian oleh Payamta (2004) dan Payamta & Solikah (2001), yang menggunakan metode non parametrik dalam penelitiannya mengenai merger dan akuisisi. Sehingga untuk menguji data rasio keuangan dalam penelitian ini akan digunakan *Wilcoxon Sign Test* untuk uji hipotesis secara parsial.

4.3.1.2 Uji Normalitas Data *Abnormal Return*

Uji normalitas data *abnormal return* yang dilakukan dengan menggunakan metode *kolmogorov-smirnov* untuk periode 22 hari sebelum dan 22 hari setelah merger dan akuisisi dapat dilihat pada tabel 4.9 berikut

Tabel 4.9 Hasil Normalitas Data *Abnormal Return*

Periode	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha = 0,05$	Kesimpulan
22 hari sblm M&A	0.000	0.005	Tidak normal
22 hari stlh M&A	0.000	0.005	Tidak normal

Sumber: Data yang telah diolah 2006

Berdasarkan hasil uji normalitas data diatas, terlihat bahwa nilai prob < taraf signifikansi yang ditetapkan ($\alpha=0,05$), dari hal tersebut dapat disimpulkan bahwa data abnormal return berdistribusi tidak normal. Pemilihan uji statistik non parametrik didasarkan bahwa menurut Manurung (1996) data yang ada di Bursa Efek Jakarta tidak mencerminkan data yang berdistribusi secara normal, sehingga dengan metode statistik non parametrik lebih sesuai dalam melakukan penelitian yang menggunakan data BEJ. Sehingga untuk menguji *abnormal return* dalam penelitian ini akan digunakan *Wilcoxon Sign Test*.

4.3.2 Analisis Kinerja Keuangan

Analisis ini dilakukan untuk menguji H_1 sampai H_8 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan (diukur dengan rasio keuangan) secara parsial berbeda signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi, dengan menggunakan uji *Wilcoxon Sign Test*. Juga untuk menguji H_9 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan (diukur dengan rasio PER (*price earning ratio*), PBV (*price to book value*) dan EPS (*earning per share*), OPM (*operating profit margin*), NPM (*net profit margin*), *Total Asset Turnover*, ROA, ROE) secara simultan berbeda signifikan antara sebelum dan sesudah merger & akuisisi dengan menggunakan uji *Manova*.

4.3.2.1 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger & Akuisisi

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan secara parsial untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.10

Tabel 4.10 Hasil Wilcoxon Sign Test dan *Manova* Untuk 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi

Hipotesis	Keterangan Var	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha=0,05$
H_1	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.550	0.05
H_2	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.048*	0.05
H_3	<i>Price to book value</i> (x)	0.108	0.05
H_4	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.020*	0.05
H_5	<i>Net profit margin</i> (x)	0.008*	0.05
H_6	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.911	0.05
H_7	<i>Return on Assett</i> (%)	0.021*	0.05

H ₈	Return on Equity(%)	0.011*	0.05
H ₉	PER, EPS, PBV, OPM, NPM, Tot Asset Turnover, ROA, ROE	0.862	0.05

Sumber: Data yang telah diolah 2006

* Signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$

Pengujian data dengan menggunakan *Wicoxon Signed Test* untuk membuktikan adanya perbedaan rasio keuangan 1 tahun sebelum dengan 1 tahun setelah merger dan akuisisi, pada tabel 4.10 hasil menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5% ($=0,05$) terdapat rasio keuangan yang berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Rasio keuangan tersebut adalah EPS, OPM, NPM, ROA, ROE, hal ini disebabkan nilai Prob kurang dari tingkat signifikansi 5%. Pada rasio PER, PBV dan Total Asset Turnover tidak menunjukkan adanya perbedaan signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih besar daripada $\alpha = 5\%$. Dengan kata lain H₂, H₄, H₅, H₇, H₈ tidak dapat ditolak (didukung) pada taraf signifikansi 5% untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A.

Beberapa rasio keuangan yang berbeda/signifikan (EPS, OPM, NPM, ROA, ROE) menunjukkan indikasi rata-rata kinerja perusahaan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A mengalami penurunan (yaitu rata-rata EPS= 286.60 sesudah M&A menjadi 114.81, rata-rata OPM= 0.17 sesudah M&A menjadi 0.11, rata-rata NPM= 0.10 sesudah M&A menjadi 0.01, rata-rata ROA= 6.58 sesudah M&A menjadi 0.97, rata-rata ROE= 18.30 sesudah M&A menjadi 2.09)

Pengujian selanjutnya menggunakan *Manova* untuk mengetahui apakah secara serentak rasio-rasio keuangan berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Uji *Manova* dimaksudkan untuk menguji H_0 . Hasil uji *Manova* menunjukkan nilai $F= 0.479$ dan nilai *Asym Sig.*= 0.862. Jadi, tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Hal ini berarti bahwa H_0 tidak didukung dan menerima H_0 , yang berarti bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio keuangan tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A.

Dari tabel 4.10 dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan taraf signifikansi 5%, kinerja keuangan yang diprosikan dengan rasio-rasio keuangan dengan menggunakan *Wilcoxon Sign Test* terdapat beberapa rasio yang berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Sedangkan pengujian secara serentak dengan *Manova* tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Hasil pengujian memberikan indikasi bahwa tujuan ekonomis dari keputusan M&A belum tercapai sampai akhir tahun pertama setelah kejadian tersebut. Hal ini mungkin disebabkan manajemen perusahaan masih belum dapat menyesuaikan dengan lingkungan perusahaan yang baru, mengingat adanya budaya perusahaan (*culture organization*) yang berbeda.

Budaya kerja adalah suatu pola dari kepercayaan dan ekspektasi dari anggota-anggota organisasi. Kepercayaan dan ekspektasi tersebut membentuk suatu norma yang menjadi panutan baik individu maupun grup. Adanya merger

atau akuisisi seperti kawin paksa, menyatukan dua orang yang tidak kenal sebelumnya akan menemui hambatan yang cukup banyak. Dalam merger dan akuisisi lebih baik menyusun budaya kerja baru daripada menyatukan kedua budaya yang telah ada sebelumnya. Pembentukan budaya kerja yang baru ini menghindarkan dari perselisihan dan akan mendorong suatu kerja sama untuk mencapai tujuan.

4.3.2.2. Analisis Rasio-Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger & Akuisisi

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan secara parsial untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.11

Tabel 4.11 Hasil Wilcoxon Sign Test dan *Manova* Untuk 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi

Hipotesis	Keterangan Var	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha= 0,05$
H ₁	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.100	0.05
H ₂	<i>Earning per share</i> (Rp)	1.000	0.05
H ₃	<i>Price to book value</i> (x)	0.478	0.05
H ₄	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.008*	0.05
H ₅	<i>Net profit margin</i> (x)	0.278	0.05
H ₆	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.717	0.05
H ₇	<i>Return on Asset</i> (%)	0.370	0.05
H ₈	<i>Return on Equity</i> (%)	0.010*	0.05
H ₉	PER, EPS, PBV, OPM, NPM, Tot Asset Turnover, ROA, ROE	0.691	0.05

Sumber: Data yang telah diolah 2006

* Signifikan pada tingkat $\alpha= 5\%$

Pengujian data dengan menggunakan *Wicoxon Signed Test* untuk membuktikan adanya perbedaan rasio keuangan 1 tahun sebelum dengan 2 tahun setelah merger dan akuisisi, pada tabel 4.11 hasil menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5% ($=0,05$) terdapat dua rasio keuangan yang berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Rasio keuangan tersebut adalah OPM dan ROE, Hal ini disebabkan nilai Prob kurang dari tingkat signifikansi 5%. Sedangkan pada rasio PER, EPS, PBV, NPM, Total Asset Turnover dan ROA tidak menunjukkan adanya perbedaan signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A.

Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih besar daripada $\alpha = 5\%$. Dengan kata lain H_4 dan H_8 tidak dapat ditolak (didukung) pada taraf signifikansi 5% untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Beberapa rasio keuangan yang berbeda/signifikan (OPM dan ROE) menunjukkan indikasi rata-rata kinerja perusahaan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A mengalami penurunan (yaitu rata-rata OPM= 0.17 sesudah M&A menjadi 0.11, rata-rata ROE= 18.30 sesudah M&A menjadi 2.08).

Pengujian selanjutnya menggunakan *Manova* untuk mengetahui apakah secara serentak rasio-rasio keuangan berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Uji *Manova* dimaksudkan untuk menguji H_9 . Hasil uji *Manova* menunjukkan nilai $F= 0.698$ dan nilai $Asym Sig.= 0.691$. Jadi, tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Hal ini berarti bahwa H_9 tidak didukung dan menerima H_0 , yang berarti bahwa kinerja perusahaan yang diukur

dengan rasio keuangan tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A.

Dari tabel 4.11 dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan taraf signifikansi 5%, kinerja keuangan yang diprosikan dengan rasio-rasio keuangan dengan menggunakan *Wilcoxon Sign Test* terdapat dua rasio yang berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Sedangkan pengujian secara serentak dengan *Manova* tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A.

Berdasarkan pengujian diatas, dapat dinyatakan bahwa M&A kinerja perusahaan tidak menjadi lebih baik untuk 1 tahun sampai 2 tahun setelah kejadian merger dan akuisisi. Pengujian ini semakin memperjelas bahwa tujuan ekonomis dari keputusan M&A belum tercapai sampai akhir tahun kedua sesudah kajadian tersebut. Temuan diatas menunjukkan bahwa keinginan ekonomis yang ingin memperbaiki kinerja pasca merger dan akuisisi menjadi tidak terwujud. Hal ini kemungkinan besar disebabkan (1) alasan non ekonomi seperti menyelamatkan perusahaan lain dari ancaman kebangkrutan dan alasan yang sifatnya pribadi mungkin lebih banyak dipertimbangkan. (2) selain karena motif non ekonomi yang kemungkinan lebih dominan periode yang diamati juga masih terlalu pendek, sehingga pengaruh atas keputusan itu belum kelihatan sampai pada tahun kedua. (3) Keputusan merger dan akuisisi merupakan penggabungan usaha bersifat internal sehingga secara keseluruhan menjadi tidak nampak pengaruhnya

karena masih dikelola dalam satu manajemen yang sama. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Santoso (1992) dan Payamta & Setiawan (2004).

4.3.2.3. Analisis Rasio-Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger & Akuisisi

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan secara parsial untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.12

Tabel 4.12 Hasil Wilcoxon Sign Test dan Manova Untuk 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi

Hipotesis	Keterangan Var	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha= 0,05$
H ₁	Price earning ratio (x)	0.737	0.05
H ₂	Earning per share (Rp)	0.575	0.05
H ₃	Price to book value (x)	0.010*	0.05
H ₄	Operating profit margin (x)	0.002*	0.05
H ₅	Net profit margin (x)	0.177	0.05
H ₆	Total asset turnover (x)	0.538	0.05
H ₇	Return on Asset (%)	0.156	0.05
H ₈	Return on Equity (%)	0.411	0.05
H ₉	PER, EPS, PBV, OPM, NPM, Tot Asset Turnover, ROA, ROE	0.190	0.05

Sumber: Data yang telah diolah 2006

* Signifikan pada tingkat $\alpha= 5\%$

Pengujian data dengan menggunakan *Wicoxon Signed Test* untuk membuktikan adanya perbedaan rasio keuangan 2 tahun sebelum dengan 1 tahun setelah merger dan akuisisi, pada tabel 4.12 hasil menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5% ($=0,05$) terdapat dua rasio keuangan yang berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Dua rasio keuangan

tersebut adalah OPM dan PBV. Hal ini disebabkan nilai Prob kurang dari tingkat signifikansi 5%. Sedangkan pada rasio PER, EPS, NPM, Total Asset Turnover, ROA dan ROE tidak menunjukkan adanya perbedaan signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih besar daripada $\alpha = 5\%$. Dengan kata lain H_3 dan H_4 tidak dapat ditolak (didukung) pada taraf signifikansi 5% untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Beberapa rasio keuangan yang berbeda/signifikan (OPM dan PBV) menunjukkan indikasi rata-rata kinerja perusahaan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A mengalami penurunan (yaitu rata-rata OPM= 0.19 sesudah M&A menjadi 0.11, rata-rata PBV= 5.66 sesudah M&A menjadi 1.57).

Pengujian selanjutnya menggunakan *Manova* untuk mengetahui apakah secara serentak rasio-rasio keuangan berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Uji *Manova* dimaksudkan untuk menguji H_9 . Hasil uji *Manova* menunjukkan nilai $F = 1.522$ dan nilai *Asym Sig.* = 0.190. Jadi, tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Hal ini berarti bahwa H_9 tidak didukung dan menerima H_0 , yang berarti bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio keuangan tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A.

Dari tabel 4.12 dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan taraf signifikansi 5%, kinerja keuangan yang diprosikan dengan rasio-rasio keuangan dengan menggunakan *Wilcoxon Sign Test* terdapat dua rasio yang berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A. Sedangkan pengujian

secara serentak dengan *Manova* tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun setelah M&A.

Berdasarkan pengujian diatas, dapat dinyatakan bahwa M&A kinerja perusahaan tidak menjadi lebih baik untuk 2 tahun sampai 1 tahun setelah kejadian merger dan akuisisi. Pengujian ini memberikan indikasi bahwa memang tujuan ekonomis yang diharapkan terjadi setelah merger dan akuisisi tidak tercapai seperti telah dijelaskan pada paragraph sebelumnya. Hal ini kemungkinan telah terjadi tindakan *windows dressing* terhadap pelaporan keuangan *bidder company* (pengakuisisi) menjelang diputuskannya tindakan merger dan akuisisi, guna menunjukkan bahwa *bidder company* mempunyai power ekonomi yang hebat dan baik. Atau sebaliknya, kemungkinan keputusan merger dan akuisisi dilandasi motivasi untuk menyelamatkan *target company* yang sudah terpuruk dari ancaman kebangkrutan.

Tindakan *window dressing* atas laporan keuangan dapat terjadi ketika manager keuangan pengakuisisi mengharapkan harga saham yang tinggi pada tanggal persetujuan akuisisi. Keinginan untuk menaikkan harga saham memberi peluang bagi manajemen perusahaan pengakuisisi untuk menaikkan laba akuntansi. Ketika laba perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan tinggi, maka harga pasar saham perusahaan tersebut cenderung naik. Semakin tinggi harga saham perusahaan pengakuisisi, maka semakin sedikit biaya yang diperlukan untuk membeli perusahaan target.

4.3.2.4. Analisis Rasio-Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger & Akuisisi

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan secara parsial untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.13

Tabel 4.13 Hasil *Wilcoxon Sign Test* Untuk 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Setelah Merger dan Akuisisi

Hipotesis	Keterangan Var	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha= 0,05$
H ₁	<i>Price earning ratio</i> (x)	0.135	0.05
H ₂	<i>Earning per share</i> (Rp)	0.550	0.05
H ₃	<i>Price to book value</i> (x)	0.100	0.05
H ₄	<i>Operating profit margin</i> (x)	0.001*	0.05
H ₅	<i>Net profit margin</i> (x)	0.952	0.05
H ₆	<i>Total asset turnover</i> (x)	0.087	0.05
H ₇	<i>Return on Asset</i> (%)	0.668	0.05
H ₈	<i>Return on Equity</i> (%)	0.737	0.05
H ₉	PER, EPS, PBV, OPM, NPM, Tot Asset Turnover, ROA, ROE	0.260	0.05

Sumber: Data yang telah diolah 2006

* Signifikan pada tingkat $\alpha= 5\%$

Pengujian data dengan menggunakan *Wicoxon Signed Test* untuk membuktikan adanya perbedaan rasio keuangan 2 tahun sebelum dengan 2 tahun setelah merger dan akuisisi, pada tabel 4.13 hasil menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5% ($=0,05$) terdapat satu rasio keuangan yang berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Rasio keuangan tersebut adalah OPM. Hal ini disebabkan nilai Prob kurang dari tingkat signifikansi 5%. Sedangkan pada rasio PER, PBV, EPS, NPM, Total Asset

Turnover, ROA dan ROE tidak menunjukkan adanya perbedaan signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih besar daripada $\alpha = 5\%$. Dengan kata lain H_4 tidak dapat ditolak (didukung) pada taraf signifikansi 5% untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Rasio keuangan yang berbeda/signifikan (OPM) menunjukkan indikasi rata-rata kinerja perusahaan mengalami penurunan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. (yaitu rata-rata OPM= 0.19 sesudah M&A menjadi 0.11).

Pengujian selanjutnya menggunakan *Manova* untuk mengetahui apakah secara serentak rasio-rasio keuangan berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Uji Manova dimaksudkan untuk menguji H_9 . Hasil uji *Manova* menunjukkan nilai $F = 1.344$ dan nilai *Asym Sig.* = 0.260. Jadi, tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Hal ini berarti bahwa H_9 tidak didukung dan menerima H_0 , yang berarti bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan rasio keuangan tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A.

Dari tabel 4.13 dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan taraf signifikansi 5%, kinerja keuangan yang diprosikan dengan rasio-rasio keuangan dengan menggunakan *Wilcoxon Sign Test* terdapat dua rasio yang berbeda secara signifikan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A. Sedangkan pengujian secara serentak dengan *Manova* tidak ada perbedaan yang signifikan pada keseluruhan rasio keuangan yang diuji untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun setelah M&A.

Berdasarkan pengujian diatas, dapat dinyatakan bahwa M&A kinerja perusahaan tidak menjadi lebih baik untuk 2 tahun sampai 2 tahun setelah kejadian merger dan akuisisi. Pengujian ini juga memberikan indikasi bahwa keputusan perusahaan untuk melakukan merger dan akuisisi untuk tujuan ekonomi belum tercapai, hal ini dibuktikan dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan terhadap pengujian rasio-rasio keuangan dua tahun sebelum dan dua tahun setelah merger dan akuisisi, jadi merger dan akuisisi tidak menghasilkan sinergi bagi perusahaan untuk jangka waktu 2 tahun setelah terjadi merger dan akuisisi.

4.3.3 Analisis *Abnormal Return*

Pengujian ini dilakukan untuk menguji H_{10} yang menyatakan bahwa kinerja saham perusahaan (diukur dengan *abnormal return*) berbeda secara signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger & akuisisi. Pengujian data dilakukan dengan *Wilcoxon Sign Test*.

4.3.3.1 Analisis *Abnormal Return* 22 Hari Sebelum dan 22 Hari Setelah Pengumuman Merger & Akuisisi

Hasil analisis kinerja saham perusahaan (diukur dengan *abnormal return*) untuk 22 hari sebelum dan 22 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi disajikan pada tabel 4.14.

Tabel 4.14 Hasil Wilcoxon Sign Test *Abnormal Return* Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Hipotesis	Keterangan Var	Prob	Nilai Prob. terhadap $\alpha=0,05$
H ₁₀	<i>Abnormal Return</i>	0.369	0.05

Sumber: Data yang telah diolah 2006

* Signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$

Pengujian data dengan menggunakan *Wicoxon Signed Test* untuk membuktikan adanya perbedaan abnormal return 22 hari sebelum dengan 22 hari setelah pengumuman merger dan akusisi, pada tabel 4.14 hasil menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5% ($=0,05$) dapat dinyatakan bahwa ternyata *abnormal return* saham publik yang diamati setelah pengumuman M&A tidak berbeda dengan *abnormal return* saham perusahaan tersebut untuk periode sebelumnya. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja pasar dari segi *abnormal return* saham untuk 22 hari sebelum dan 22 hari setelah M&A.

Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai prob yang lebih besar dari taraf signifikansi yang telah ditentukan. *Mean abnormal return* sebelum M&A menunjukkan nilai yang positif sebesar 0.001251 kemudian *abnormal return* setelah M&A menunjukkan nilai yang negatif sebesar -0.001493 . Artinya *abnormal return* setelah M&A tidak jauh berbeda dengan *abnormal return* sebelum M&A, sehingga hasil uji tidak adak perbedaan antara sebelum dan setelah M&A (tidak signifikan). Jadi Investor beranggapan merger dan akuisisi tidak memberikan sinergi bagi perusahaan atau dengan kata lain merger dan akuisisi tidak memberikan manfaat ekonomis bagi pelaku M&A itu sendiri. Hal

ini kemungkinan telah terjadi kebocoran informasi dari pihak manajemen, yaitu pasar telah mengetahui informasi merger dan akuisisi sebelum pengumuman dilaksanakan, sehingga pada saat pengumuman, informasi telah diketahui publik sehingga abnormal return tidak terjadi disekitar pengumuman tetapi terjadi jauh sebelum pengumuman tersebut.

4.3.4 Ringkasan dari Analisis Data

Pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan secara simultan setelah satu dan dua tahun yang di uji dengan Manova memperlihatkan secara statistik tidak mengalami perbedaan atau tidak signifikan karena $> 0,05$, tetapi pengujian secara parsial terhadap kinerja keuangan, ada satu variable yang berbeda secara signifikan untuk satu dan dua tahun setelah merger dan akuisisi yaitu *Operating Profit Margin (OPM)*.

Operating Profit Margin menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari jumlah penjualan yang dicapai atau berapa laba operasi yang dapat dicapai dari setiap rupiah penjualan. Setelah merger dan akuisisi, sinergi operasional terjadi apabila perusahaan yang di akuisisi mempunyai proses produksi yang hampir sama, sehingga mesin-mesin ataupun peralatan pendukung lain bisa digunakan secara bersama- sama. Dengan demikian hal utama yang menjadi sumber dari terjadinya sinergi operasional ini adalah penurunan biaya yang terjadi sebagai akibat dari kombinasi dua perusahaan tersebut, selanjutnya akan terjadi efisiensi, yaitu penurunan biaya per unit sebagai akibat kenaikan dalam jumlah atau skala operasi perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan untuk satu tahun sebelum dengan satu tahun setelah Merger dan Akuisisi dengan $\text{sig.} 0.862 > 0.05$, dua tahun sebelum dan dua tahun setelah merger dan akuisisi dengan $\text{sig.} 0.260 > 0.05$ yang artinya tidak berbeda secara signifikan. Kinerja perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta setelah melakukan merger dan akuisisi ternyata tidak mengalami perbaikan dibandingkan sebelum melaksanakan merger dan akuisisi untuk jangka waktu satu sampai dua tahun kedepan. Manfaat dari merger dan akuisisi akan terlihat dalam jangka waktu yang panjang, selain hal tersebut juga karena pada tahun-tahun awal perusahaan dalam tahap penyesuaian budaya dan manajemen.

Sedangkan pengujian secara parsial menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan untuk rasio keuangan EPS, OPM, NPM, ROE, dan ROA untuk pengujian satu tahun sebelum dan satu tahun setelah merger dan akuisisi; rasio keuangan OPM, dan ROE untuk pengujian satu tahun sebelum dan dua tahun setelah merger dan akuisisi; rasio keuangan PBV, dan OPM untuk pengujian dua tahun sebelum dan satu tahun setelah merger dan akuisisi; rasio keuangan OPM untuk pengujian dua tahun sebelum dan dua tahun setelah merger dan akuisisi.

Rasio keuangan tersebut mengalami penurunan setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Berdasarkan analisis kinerja keuangan perusahaan

dari sisi rasio keuangan, merger dan akuisisi tidak menimbulkan sinergi bagi perusahaan. Atau dengan kata lain, motif ekonomi belum tercapai bagi perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi untuk satu dan dua taun kedepan.

Hasil pengujian terhadap rasio keuangan diperkuat dengan hasil pengujian terhadap *abnormal return* perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Hasil pengujian menunjukkan *abnormal return* perusahaan pada periode jendela sebelum pengumuman merger dan akuisisi (h-22 sampai dengan h-1) tidak berbeda dengan *abnormal return* pada periode jendela setelah merger dan akuisisi (h+1 sampai h+22).

Abnormal return setelah pengumuman merger dan akuisisi justru negatif yaitu -0.001493 , sedangkan sebelum pengumuman merger dan akuisisi *abnormal return* positif yaitu sebesar 0.001251 . Artinya, kinerja perusahaan dari sisi saham (*abnormal return*) justru mengalami penurunan setelah pengumuman merger dan akuisisi. Investor menganggap merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan tidak menimbulkan sinergi bagi perusahaan, bahkan menjadi *reverse synergy* (pembalikan).

5.2. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan yang terdapat pada penelitian ini antara lain:

1. Pertama, menyangkut penggunaan tolak ukur kinerja yang dipergunakan. Dalam penelitian ini hanya menganalisis kinerja berdasarkan rasio keuangan dan *abnormal return* yang merupakan aspek ekonomi saja, sementara banyak faktor non ekonomis yang tidak

dapat dimasukkan kedalam ukuran kuantitatif. Beberapa kinerja non ekonomis seperti teknologi, sumber daya manusia, budaya perusahaan dan sebagainya. Oleh karena itu penelitian ini tidak dapat menggambarkan keseluruhan aspek kinerja perusahaan.

2. Kedua, waktu yang digunakan kurang panjang sehingga manfaat dari merger dan akuisisi belum kelihatan. kemudian dalam penelitian ini juga tidak membedakan jenis merger dan akuisisi yang dilakukan apakah itu merger dan akuisisi vertikal, horisontal atau konglomerat, serta apakah itu merger dan akuisisi internal atau eksternal. Selain jenis merger dan akuisisi, ukuran perusahaan yang dilakukan juga tidak diperhitungkan dalam penelitian ini.

5.3. Saran

Hasil dari analisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan belum terlihat pada satu dan dua tahun kedepan, sehingga saran bagi peneliti selanjutnya adalah sebaiknya untuk lebih memperpanjang tahun pengamatan dari 2 tahun menjadi 4 sampai 5 tahun kedepan. Memasukan pula aspek-aspek non ekonomis yang mungkin berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat diperoleh gambaran yang lebih lengkap mengenai kinerja perusahaan.

Daftar Referensi

- Aliamin, 1993, *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia*, Tesis, Program Pascasarjana Universitas Gajahmada (tidak dipublikasikan).
- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intellegent Guide to Indonesia Capital Market)*, Mediasoft Indonesia, Jakarta.
- Ataina, H, 1997, Merger dan Akuisisi: "Berbagai Permasalahannya dan Kemungkinan Penyalahgunaannya", *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol.1 No. 2, September.
- Caves, R, 1989, "Mergers, Take Overs and Economical Efficiency". *International Journal of Industrial Organization*, 7: 151-174.
- Drebin, Alan, 1993, *Advanced Accounting*, South Western Publishing, Co.USA.
- Eduardus Tandelilin, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, edisi pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Estanol, B., Albert and Seldeslachts Jo, 2004, *Merger Failures*, University Autonoma de Barcelona, Barcelona, Spanyol.
- Foster, G, 1994, *Financial Statement Analysis* 2nd.ed, Prentice-Hall International: New Jersey.
- Foster, G, 1986," *Financial Statement Analysis*", Englewood cliffs, NJ; Practice Hall, Second Edition.
- Frank, J., R. Haris, 1989, "Sahreholder wealth effect of Corporate Takeover: The U.K. Experience 1997-1985", *Journal of Financial Economic* 23.
- Gaughan, Patrick A., 1991, *Merger and Acquisitions*, Harper, Collins Publishers Inc, New York.
- Gurendrawati dan Sidiby, 1999," Studi Empiris tentang Pengaruh Pemilihan Metoda Akuntansi untuk Merger dan Akuisisi terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan Publik di Indonesia", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 2 Juli.
- Hair, J.F, R.E Anderson, R.L Tatham dan W.C. Black, 1998, *Multivariate Data Analysis: With Readings*, Indianapolis, 5th. Mac Millan Publishing Company.

- Hartono, M.J, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Hitt, M. A, 2002, *Merger dan Akuisisi: Panduan Bagi Para Pemegang Saham Untuk Meaih Laba*, Terjemahan, Cetakan Pertama, Erlangga, Jakarta.
- Hutagalung. A, 2002, "Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi di Bursa Efek Jakarta", *Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen*, Vol. 4, No.2.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 1999, *Prinsip Akuntansi Indonesia*, Jakarta.
- Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi pertama. BPFE. Yogyakarta
- Marcel Go, 1992, *Akuisisi Bisnis*, Rineka Cipta, Jakarta.
- Menteri Keuangan Republik Indonesia, Keputusan No:740/KMK.oo/ 1989, tanggal 28 Juni 1989," Tentang Peningkatan Efisiensi dan Produktivitas Badan Usaha Milik Negara", Jakarta.
- Nurdin. D, 1996,"Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Go Publik di Indonesia", *Jurnal Siasat Bisnis*, Th 1.Vol.3.
- Payamta dan Setiawan, 2004, "Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia", *Jurnal Riset akuntansi Indonesia*, Vol.7, No.3.
- Payamta dan Sholikah, 2004, "Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Perbankan di Indonesia", *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol1.No.1.
- Rachmawati, 2000, *Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta*, Thesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Rachmawati.E.N dan E. Tandelilin, 2001, "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta," *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*,1 (2), pp153-169.
- Ravenscraft and Scherer, 1998, "The Profitability of Merger", *International Journal of Industrial Organization*,7.
- Ronnie H. Rusli, 1992, "Konsolidasi atau Akuisisi Yang Terjadi Di Dalam Kelompok Bisnis Di Indonesia", *Usahawan*, No.8 TH XXI Agustus, Jakarta.

- Ruddy Koesnadi, 1991, "Unsur-Unsur dalam Merger dan Akuisisi di Indonesia", *Usahawan*, No.3 Maret, Jakarta.
- Santoso, Kanto, 1992, *Praktek, Manfaat, Dampak Akuisisi Ditinjau dari Perusahaan Publik dan Pemegang Saham*. Artikel dalam Makalah Seminar "Akuisisi dan Dampak Globalisasi Terhadap Pasar Modal Indonesia", Jakarta, 25 Agustus.
- Saiful, 2003, " Abnormal Return Perusahaan Target dan Industri Sejenis Sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi", *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol 3.N0.1.
- S. Munawir, 1991, *Analisa Laporan Keuangan*, Cetakan Kedua, Penerbit Liberty, Yogyakarta.
- Suad Husnan, et al, 1998, *Perangkat dan Teknik analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta
- Suad Husnan, 2002, *Managemen Keuangan: Teori dan Penerapan*, BPFE, Yogyakarta.
- Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti, 1984, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Suryawijaya, 1998, "Banking Acquisition: Acquirer's aggresiveness and Stock Return (A Case Study in the American Banking System)." *Jurnal Riset Akuntansi* 1 (2).
- Suta, I.P.G. Ary, 1992, *Akuisisi dan Implikasinya bagi Perusahaan Publik*. Makalah Disajikan dalam Seminar "Akuisisi dan Dampak Globalisasi Terhadap Pasar Modal Indonesia", Jakarta, 25 Agustus, pp1-20.
- Surtojo Heru, 1992, "Tujuan Ekonomis dan Non Ekonomis Pada Merger dan Akuisisi", *Usahawan*, 3 (XXI):68.
- Sutrisno dan Bambang Sudibyo, 1999, *The Influence of Accounting Selection for Merger and Acquisition on The Stock Price Public Companies in Indonesia*, Makalah disampaikan pada SNA II di Malang.
- Swandari, F, 1999, *Dampak Jangka Panjang Akuisisi Terhadap Kemakmuran Pemegang Saham: Perbandingan Akuisisi Internal dan Ekternal*, Thesis, UGM, Yogyakarta.
- Vennet, R. Vander, 1996, "The Effect of Mergers and Acquisition on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institution", *Journal of Banking & Finance*,20.

- Wibowo dan Pakereng, 2001, “Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor dan Non Akuisitor dalam Sektor Industri Yang Sama di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol 16.No.4.
- Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham, 1994, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* ed.9, Erlangga, Jakarta.
- Yudyatmoko., dan Ainun Na'im, 2000, *Pengaruh Akuisisi Terhadap Perubahan Return Saham dan Kinerja Perusahaan*, Makalah Disampaikan pada SNA III di Jakarta.