

ANALISIS DAMPAK MERGER DAN AKUISISI TERHADAP KINERJA KEUANGAN DAN *ABNORMAL RETURN* SAHAM PERUSAHAAN PUBLIK NON KEUANGAN DI INDONESIA PERIODE 2005-2007

RENNY YULYA DWI PUTRI, SH
NIM. 12010110400073

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are one way of external expansion the company with the primary objective in order to survive in the midst of business competition is getting tight and fierce. This research aims to analyze the effect of M&A of public company performance before and after the implementation of M&A. Company performance was measured using financial ratios that includes OPM (Operating Profit Margin), ROE (Return on Equity), DER (Debt to Equity Ratio), WCT (Working Capital Turnover), EPS (Earning per Share), and abnormal return around M&A announcement date.

This research used 12 companies which done M&A in Indonesia Stock Exchange in the period of 2005-2007. Data analysis method that used to prove hypothesis 1 until 6 (calculation standard ratios) are data normality, difference test Wilcoxon Signed Ranks Test, and Manova test. While event study analysis using abnormal approach of return with market adjusted model was used to prove the 7th hypothesis.

The result of Manova test (simultaneous test to all financial ratios) proved that there are no significant differences. While partial test (Wilcoxon Signed Ranks Test) proved that there are no significant differences for financial ratios of OPM, ROE, DER, and EPS in the 3 years period before and after M&A. But there is a slight difference between 1 year before and 1 year after M&A where financial ratio Working Capital Turnover (WCT) proved that there is a significant difference. The result of company abnormal return test in the windows period before the announcement of M&A ($h-5$ up to $h-1$) was not different with abnormal return in the windows period after the announcement of M&A ($h+1$ up to $h+5$).

Keywords: Mergers and Acquisitions (M&A), Financial Ratios, Abnormal Return, Wilcoxon Signed Ranks Test, and Manova Test.

I. Pendahuluan

Banyak penelitian telah dilakukan untuk menginvestigasi dampak M & A terhadap kinerja keuangan perusahaan dan pengaruh pengumuman M&A terhadap *return* saham, namun hasilnya tidak selalu konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh **Hutagalung (2002)**, mengenai reaksi pemegang saham terhadap pengumuman M & A pada tahun 1997-2002 dengan periode pengamatan 31 hari yaitu 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah pengumuman M & A. Metode analisis yang digunakan adalah Uji Beda dan hasil dari penelitian ini adalah perbedaan signifikan positif rata-rata *Abnormal Return* yang diterima perusahaan sebelum dan sesudah M & A dan selanjutnya **Saiful (2003)**, melakukan penelitian terhadap pengumuman M & A dari tahun 1991-1997 dengan periode pengamatan 11 hari yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M & A. Metode analisis yang digunakan adalah *Paired Sample*

t-test dan 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 **Rachmawati & Tandelilin (2001)** yang melakukan penelitian terhadap pengumuman M & A terhadap *return* saham yang diukur dengan besarnya *abnormal return*. Jumlah perusahaan yang masuk sampel sebanyak 36, dengan menggunakan teknik *even study* dan *event period* yaitu 81 hari bursa yaitu (40 hari sebelum dan 40 hari sesudah pengumuman M & A. Hasil penelitiannya dengan menguji uji beda dan rata-rata pada periode sebelum dan sesudah pengumuman M & A menunjukkan secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman M & A dan **Wibowo & Pakereng (2001)** melakukan penelitian terhadap pengumuman M & A dari tahun 1991-1997 dengan menguji pengaruh informasi M & A terhadap *return* saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor yang diukur dengan besarnya *abnormal return*. Jumlah perusahaan yang masuk sebanyak 35 perusahaan, dengan menggunakan teknik *event study* dan *event window* (periode pengamatan) yaitu selama 41 hari. Penelitian ini menggunakan *market adjusted model* dan rata-rata periode sebelum dan sesudah pengumuman M & A yang hasil penelitiannya adalah informasi tentang M & A yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor. Perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif di seputar pengumuman M & A.

Rahmawati (2007) melakukan penelitian tentang pengaruh M&A terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia yang diproksikan dengan rasio keuangan (*Current Ratio, Quick Ratio, Debt to Equity Ratio, Debt to Total Asset Ratio, Total Asset Turnover, Inventory Turnover Ratio, Gross Profit Margin, Operating Profit Margin, Net Profit Margin, Return on Investment, dan Return on Equity*) dari tahun 2001-2003 dengan periode amatan 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A. Metode analisis yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Rank Test* yang menemukan bahwa pengujian secara serentak kinerja keuangan perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah dilakukannya M&A. Selanjutnya **Sinha & Kaushik (2010)** melakukan penelitian pengaruh M & A terhadap kinerja keuangan perusahaan di India yang diproksikan dengan rasio keuangan (*Return on Equity Shareholders, Return on Net Worth, Earning Per Shares, Current Ratio, Debt to Equity, Profit Before Tax, Profit Before Tax to Total Income*) dari tahun 2000-2008 dengan periode amatan 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M & A. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Wilcoxon Signed Rank Test* yang menemukan bahwa kasus M & A menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara kinerja keuangan dan M & A dalam jangka panjang dan nilai perusahaan pengakuisisi meningkat secara keseluruhan.

Sedangkan menurut **Payamta & Setiawan (2004)** melakukan penelitian yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh M & A dari tahun 1990-1996 terhadap kinerja keuangan yang diproksikan bahwa pengujian secara serentak terhadap semua rasio keuangan (*Current Ratio, Quick Ratio, Total Assets to Debt Ratio, Net Worth to*

Debt Ratio, Total Asset Turnover, Fixed Asset Turnover, ROI, ROE, NPM, OPM) perusahaan manufaktur 2 tahun sesudah melakukan M & A. Metode analisis yang digunakan adalah Uji *Wilcoxon* dan uji *Manova* yang menemukan bahwa tidak ada perbaikan kinerja perusahaan dibandingkan dengan 2 tahun sebelum melaksanakan M & A. *Abnormal Return* sesudah M & A adalah negatif dengan periode jendela (22 hari sebelum dan 22 sesudah M & A). Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh **Prakarsa (2009)** dengan metode analisis yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Rank Test*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa tidak ada bukti pendukung M&A meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan *Working Capital Turnover, Operating Profit Margin, Earning Per Share, Return on Equity* dan *Debt to Equity Ratio* dari tahun 2000-2006 dengan membandingkan kinerja keuangan perusahaan *go-public* non bank 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah proses M&A.

Perbedaan hasil penelitian (*research gap*) yang dilakukan oleh **Hutagalung (2002), Saiful (2003), Rahmawati (2007), dan Sinha & Kaushik (2010)** yang menyatakan adanya sinergi positif sesudah melakukan M & A dilihat dari perbedaan yang signifikan pada kinerja perusahaan (yang diproksikan dengan rasio keuangan) dan pengaruh pengumuman sebelum dan sesudah M & A terhadap *abnormal return* saham. Penelitian yang berlawanan yaitu yang dilakukan oleh **Rachmawati & Tandelilin (2001), Wibowo & Pakereng (2001), Payamta & Setiawan (2004), dan Prakarsa (2009)**, 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 & sesudah M & A. Pengambilan sampel pada semua perusahaan publik non keuangan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) agar lebih akurat dalam data yang diambil, karena tidak hanya satu sektor seperti penelitian sebelumnya.

Perbedaan-perbedaan tersebut menarik untuk diteliti kembali yaitu mengenai bagaimana dampak M&A terhadap kinerja keuangan dan *abnormal return* saham disekitar pengumuman M&A tersebut pada perusahaan publik non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2007.

II. Perumusan Masalah

Praktek M & A yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 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. Penelitian ini hanya dibatasi pada dampak M & A terhadap kinerja keuangan dan *abnormal return* saham di sekitar 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 keuangan antara periode tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah proses M & A pada perusahaan publik non keuangan yang melakukan M & A periode 2005-2007 berdasarkan rasio keuangan, yaitu *Operating Profit Margin (OPM)*, *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Working Capital Turnover (WCT)*, *Earning per Share (EPS)* berbeda.
2. Apakah terdapat perbedaan *abnormal return* saham perusahaan publik non keuangan disekitar pengumuman M & A.

III. Tujuan Penelitian

1. Menganalisis secara uji statistik apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan antara periode tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah proses M & A pada perusahaan publik non keuangan yang melakukan M & A periode 2005-2007 berdasarkan rasio keuangan, yaitu *Operating Profit Margin (OPM)*, *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Working Capital Turnover (WCT)*, *Earning per Share (EPS)* berbeda.
2. Menganalisis secara uji statistik apakah ada perbedaan *abnormal return* saham perusahaan publik non keuangan disekitar pengumuman M & A.

IV. Manfaat Penelitian

1. Memberikan bukti empiris tentang dampak M & A terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui rasio profitabilitas (*Operating Profit Margin (OPM)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Earning Per Share (EPS)*), rasio leverage (*Debt to Equity Ratio (DER)*), dan rasio aktivitas (*Working Capital Turnover*) serta dampak terhadap *abnormal return* saham disekitar pengumuman M & A.
2. Memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu manajemen keuangan, terutama yang berkaitan dengan masalah kinerja keuangan dan *abnormal return* saham disekitar pengumuman M & A.
3. Sebagai bahan dalam menambah khasanah teori dan pemahaman tentang pengaruh aktivitas M & A terhadap kinerja keuangan dan *abnormal return* saham.

V. Telaah Pustaka dan Pengembangan Model

5.1 Penggabungan Usaha

Penggabungan usaha menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 22 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 (Ikatan Akuntan Indonesia, 1999). Sedangkan dalam Surat Keputusan Ketua Bapepam No.52/PM/1997 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten, penggabungan usaha adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh 1 (satu) Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan dilakukan oleh 1 (satu) Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya Perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar.

Secara teori penggabungan usaha dapat berupa merger, akuisisi, dan konsolidasi. Bentuk penggabungan usaha yang sering dilakukan adalah Merger dan Akuisisi dimana strategi ini dipandang sebagai salah satu cara untuk mencapai beberapa tujuan yang lebih bersifat ekonomis dan jangka panjang.

5.2 Merger dan Akuisisi

Merger adalah salah satu strategi perusahaan dalam mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. Merger berasal dari kata *merger* (latin) yang berarti bergabung, bersama, berkombinasi yang menyebabkan hilangnya identitas akibat penggabungan ini. Merger didefinisikan penggabungan usaha dari dua atau lebih perusahaan yang pada akhirnya bergabung kedalam salah satu perusahaan yang telah ada sebelumnya, sehingga menghilangkan salah satu nama perusahaan yang melakukan merger. Dengan kata lain bahwa merger adalah kesepakatan dua atau lebih perusahaan untuk bergabung yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitas atau bubar (Moin, 2007).

Sedangkan akuisisi merupakan salah satu bentuk pengambilalihan perusahaan. akuisisi berasal dari kata *acquisitio* (Latin) dan *acquisition* (Inggris), secara harfiah akuisisi mempunyai makna membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Pada akuisisi, masing-masing perusahaan, baik perusahaan yang mengambilalih maupun perusahaan yang diambil alih tetap mempertahankan aktivitasnya, identitasnya, dan kedudukannya sebagai perusahaan yang mandiri.

5.3 Motivasi dan Motif Perusahaan Melakukan M&A

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 risiko 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 risiko 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.

5.4 Signaling Theory

Signaling Theory merupakan dorongan faktor ekonomi dari satu unit usaha untuk mengungkapkan satu kejadian sukarela. Aktivitas M&A mempunyai nilai informatif bagi investor sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi dalam bentuk perubahan harga saham karena adanya transaksi yang meningkat atau menurun (Sutrisno, 1998).

Signaling theory juga menunjukkan adanya informasi asimetri antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak lain yang dilakukan oleh manajemen. Diharapkan dapat direspon secara positif dalam bentuk investasi pada perusahaan yang melakukan M&A, atau tidak melakukan investasi (respon negatif). Signal, 1996

berpendapat bahwa pengumuman M&A dapat digunakan untuk mengetahui informasi baru tentang industri, permintaan, *cost* dan teknologi.

5.5 Kinerja Keuangan Perusahaan

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. Menurut Payamta (2001) dalam Widyaputra (2006) menyatakan bahwa untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dapat dianalisis dengan menggunakan rasio-rasio keuangan. Beberapa rasio keuangan yang dapat digunakan sebagai indikator keuangan perusahaan adalah *Operating Profit Margin* (OPM), *Return on Equity* (ROE), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Working Capital Turnover* (Rasio Perputaran Modal Kerja), dan *Earning Per Share* (EPS).

5.6 Hipotesis dan Kerangka Pemikiran Teoritis

Sinergi yang terjadi pada perusahaan yang melakukan M&A dapat tercermin dari kinerja perusahaan. Berdasarkan telaah pustaka maka ditetapkan kerangka pemikiran teoritis yang menyatakan kinerja perusahaan yang sinergis sesudah melakukan M&A dapat terukur dari rasio-rasio keuangan dan rasio saham. Rasio keuangan tersebut adalah rasio profitabilitas (OPM, ROE, dan EPS), rasio solvabilitas (DER), rasio aktivitas (WCT), dan rasio saham adalah *Abnormal Return* Saham.

Berdasarkan tinjauan pustaka serta beberapa penelitian terdahulu, maka peneliti mengindikasikan rasio-rasio keuangan dan rasio saham adalah sebagai berikut:

H1: *Operating Profit Margin* berbeda antara sebelum dan sesudah M&A.

H2: *Return on Equity* berbeda antara sebelum dan sesudah M&A.

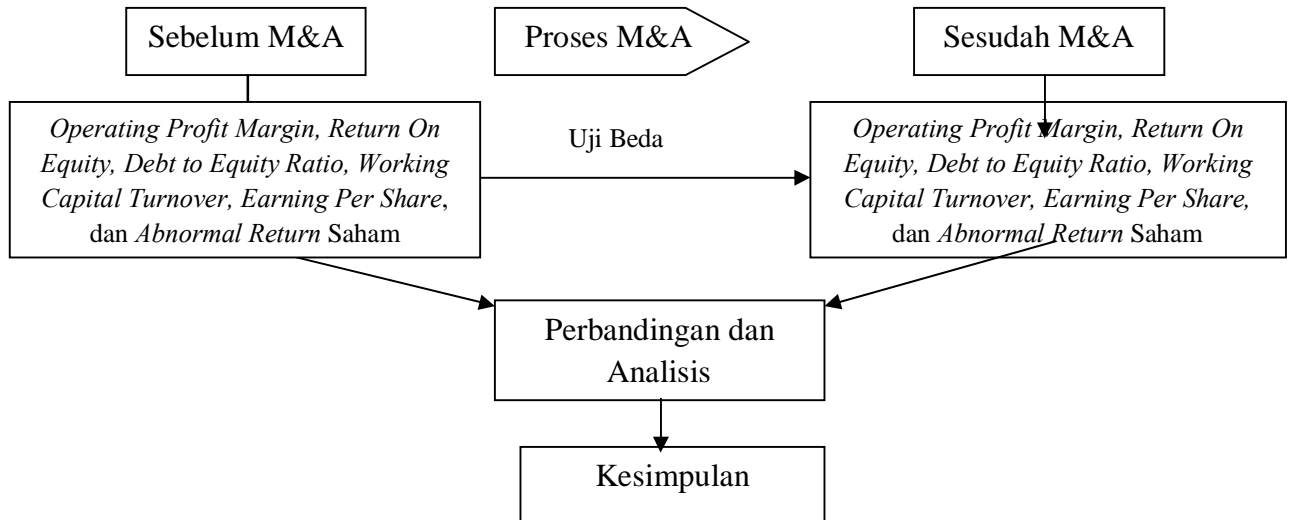
H3: *Debt to Equity Ratio* berbeda antara sebelum dan sesudah M&A.

H4: *Working Capital Turnover* berbeda antara sebelum dan sesudah M&A.

H5: *Earning Per Share* berbeda antara sebelum dan sesudah M&A.

H6: *Abnormal Return* Saham berbeda antara sebelum dan sesudah pengumuman M&A.

Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: dikembangkan dari Rachmawati & Tandelilin (2001), Wibowo & Pakereng (2001), Hutagalung (2002), Saiful (2003), Payamta & Setiawan (2004), Rahmawati (2007), Prakarsa (2009), dan Sinha & Kaushik (2010).

VI. Metodologi Penelitian

6.1 Sampel Penelitian

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 sebagai berikut:

1. Melakukan aktivitas M&A pada periode 2005-2007.
2. Perusahaan pengakuisisi atau *bidder*.
3. Tanggal dilakukannya M&A diketahui dengan jelas.
4. Perusahaan tersebut tidak melakukan aktivitas M&A kembali dalam jangka waktu 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah tanggal M&A yang dipilih.
5. Tersedia laporan keuangan untuk 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A.
6. Tersedia harga saham penutupan harian untuk 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M&A.

Tabel 6.1 dibawah ini menjelaskan proses seleksi sampel adalah sebagai berikut:

Tabel 6.1
Proses Seleksi Sampel

No	Kriteria Sampel	Jumlah (Perusahaan)
1	Melakukan aktivitas M&A pada periode 2005-2007.	36
2	Perusahaan pengakuisisi atau <i>bidder</i>	18
2	Tanggal dilakukannya M&A diketahui dengan jelas.	18
3	Perusahaan tersebut tidak melakukan aktivitas M&A kembali dalam jangka waktu 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah tanggal M&A yang dipilih.	16
4	Tersedia laporan keuangan untuk 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A.	12
5	Tersedia harga saham penutupan harian untuk 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M&A.	12

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2012

Berdasarkan sampling yang dilakukan, diperoleh sampel sebanyak 12 perusahaan dari 277 perusahaan untuk periode 2005-2007 antara lain dapat dilihat pada Tabel 6.2.

Tabel 6.2
Daftar Perusahaan Sampel

Perusahaan	Tanggal M&A (D-M-Y)
1. PT Global Mediacom Tbk	18-03-2005
2. PT Bat Indonesia Tbk	30-06-2005
3. PT Duta Pertiwi Tbk	07-07-2005
4. PT Medco Energy International Tbk	23-09-2005
5. PT Kalbe Farma Tbk	29-11-2005
6. PT Akasha Wira International Tbk	22-05-2006
7. PT Bumi Resources Tbk	19-09-2006
8. PT Suryo Toto Tbk	02-06-2006
9. PT Nusantara Infrastruktur Tbk	08-11-2006
10. PT Selamat Sempurna Tbk	02-01-2007
11. PT Centrin Online Tbk	30-10-2007
12. PT Barito Pasific Tbk	06-12-2007

Sumber: Pusat Data Bisnis Indonesia (PDBI)

6.2 Definisi Operasional Variabel

Penilaian kinerja perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari dua segi yaitu, analisis laporan keuangan perusahaan berupa rasio kinerja keuangan maupun dari segi *Abnormal Return* Saham. Definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 6.3 di bawah ini:

Tabel 6.3
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukuran	Pengukuran
1	<i>Operating Profit Margin (OPM)</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	$OPM = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Penjualan}}$
2	<i>Return on Equity (ROE)</i>	Adalah rasio laba bersih sesudah pajak terhadap ekuitas saham biasa mengukur tingkat pengembalian atas ekuitas saham biasa	Rasio	$ROE = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas saham Biasa}} \times 100\%$
3	<i>Earning Per Share (EPS)</i>	Merupakan perbandingan antara laba bersih sesudah pajak dikurangi dengan dividen pada suatu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (<i>out standing share</i>)	Rasio	$EPS = \frac{(\text{NIAT } \acute{o} \text{ Dp})}{S_s}$
4	<i>Working Capital Turnover</i>	Rasio ini menunjukkan kemampuan modal kerja berputar dalam suatu periode tertentu. Dengan menghitung rasio ini akan dapat diketahui apakah perusahaan telah menggunakan modal kerjanya secara efektif atau tidak.	Rasio	$\text{Working Capital Turnover} = \frac{\text{Penjualan Netto}}{\text{Jumlah Aktiva Lancar}}$
5	<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	Rasio ini membandingkan antara sumber modal dari luar (hutang) baik jangka pendek maupun jangka panjang dengan modal dari dalam yang berupa modal sendiri (modal saham, agio saham, dan laba ditahan).	Rasio	$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Jumlah Hutang}}{\text{Jumlah Modal Sendiri}}$
6	<i>Abnormal Return</i>	Merupakan selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya (<i>actual return</i>) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (<i>expected</i>	Rasio	$AR_{it} = Rit - R_{mt}$ $AR_{it} = \text{abnormal return saham } i \text{ pada hari ke } t$

		<i>return</i>).		Rit = <i>actual return</i> saham i pada hari ke t Rmt = <i>return</i> pasar saham pada hari ke t
--	--	------------------	--	---

Sumber : Lukman Syamsuddin (2004), Suad Husnan dan Enny Pujiastuti (2004), Brigham dan Houston (2006), Jogiyanto Hartono (2009), ICMD, dan *finance.yahoo.com*

6.3 Uji Hipotesis

1. Untuk hipotesis 1 sampai 5 mengenai rasio-rasio keuangan

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji statistik non parametrik, pemilihan uji statistik non parametrik didasarkan jumlah data atau sampel dalam penelitian terlalu sedikit sehingga tidak memenuhi prosedur uji statistik parametrik yaitu 30 data atau lebih dan jenis data bertipe Interval atau Rasio, namun distribusi datanya tidak berdistribusi normal (Santoso, 2010). Kemudian menurut Manurung (1996) dalam Widyaputra (2006) 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 Bursa Efek Indonesia. Uji non parametrik yang digunakan adalah *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

Uji Peringkat Tanda *Wilcoxon (Wilcoxon Signed Ranks Test)* digunakan untuk mengevaluasi perlakuan (*treatment*) tertentu pada dua pengamatan, antara sebelum dan sesudah adanya perlakuan tertentu. Uji non parametrik digunakan metode ini tidak mengharuskan kriteria sampel terdistribusi secara normal (Santoso, 2001). Uji ini untuk menguji hipotesis H1 sampai H5, dengan menggunakan tingkat signifikansi =5%, maka jika $prob < \text{taraf signifikansi yang telah ditetapkan} = 5\%$, maka variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, berarti terdapat perbedaan yang secara statistik signifikan masing-masing rasio keuangan antara sebelum dan sesudah M&A. Dengan demikian langkah-langkah pengujiannya dilakukan sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis
- b. Menentukan daerah kritis dengan $\alpha = 5\%$
- c. Menghitung probabilitas dengan menggunakan *software* SPSS
- d. Membandingkan antara probabilitas dan taraf signifikansi yang telah ditetapkan (5%).

2. Untuk hipotesis 6 mengenai *Abnormal Return* Saham

Model yang digunakan untuk mengestimasi *Abnormal Return* Saham yaitu *Market Adjusted Model*, maka untuk menguji hipotesis ke 6 dilakukan tahapan sebagai berikut:

- a. Menentukan periode peristiwa yang disebut juga periode pengamatan atau periode jendela (*event window*)

Penelitian ini menggunakan periode jendela 11 hari (-5 hari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan +5 sesudah pengumuman), yang cukup untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman M&A. Alasan lain pemilihan periode pengamatan tersebut didasarkan pada hasil penelitian Saiful (2003) yang menyatakan bahwa kemampuan pasar untuk menyerap informasi secara sempurna di BEI membutuhkan waktu 5 hari dan untuk menghindari pengaruh pengumuman peristiwa lainnya terhadap harga saham.

- b. Pengujian hipotesis ini menggunakan uji non parametrik yaitu uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Pemilihan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* didasarkan pada penelitian Payamta (1998) yang juga menggunakan metode yang sama untuk menguji kinerja perusahaan dengan saham sebelum dan sesudah M&A. Langkah-langkah dalam pengujian adalah sebagai berikut:

- 1) Merumuskan hipotesis
- 2) Memproses data dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan bantuan *software SPSS*. Data-data *abnormal return* sebelum dan sesudah M&A digunakan sebagai input data.
- 3) Membuat kesimpulan

Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, maka jika $\text{prob} < \alpha$ taraf signifikansi yang telah ditetapkan $\alpha = 5\%$, maka variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, berarti terdapat perbedaan yang secara statistik signifikan *Abnormal Return* antara sebelum dan sesudah M&A.

VII. Analisis Data dan Pembahasan

7.1 Analisis Kinerja Keuangan

Analisis/pengujian hipotesis ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kinerja keuangan yang diprosikan kedalam lima rasio keuangan setelah M&A terdapat perbedaan dibandingkan dengan kinerja keuangan perusahaan sebelum M&A. Pengujian/analisis ini dilakukan untuk menguji H_1 sampai H_5 yang menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan (diukur dengan rasio keuangan) secara parsial berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

7.1.1 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.5 berikut:

Tabel 7.5
Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 1 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 1 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 1 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.374	-0.01	0.04
H ₂	ROE (%)	0.814	21.84	-5.33
H ₃	DER (x)	0.784	1.2	1.12
H ₄	WCT (x)	0.041*	1.62	2.36
H ₅	EPS (Rp)	0.48	61.75	11.08

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

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

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.374. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.374 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 1 tahun sebelum M&A sebesar -0.01 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.04, berarti variabel OPM mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang diproksi dengan variabel OPM sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk memperbaiki laba operasi tidak terwujud.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.814. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.814 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 1 tahun sebelum M&A sebesar 21.84 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar -5.33, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A, karena perusahaan tidak mampu meningkatkan laba bersih dengan modal sendiri. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan dalam variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.784. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.784 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.2 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.12, berarti variabel DER

mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meminimalisir penggunaan atas ekuitas perusahaan tidak terwujud. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak menjadi lebih baik dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.041. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 ($0.041 < 0.05$) diartikan bahwa ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.62 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.36, berarti variabel WCT mengalami peningkatan yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk mengefektifkan manajemen perusahaan dalam penggunaan modal kerjanya menjadi terwujud. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan variabel WCT menjadi lebih baik untuk 1 tahun sebelum sampai 1 tahun sesudah kejadian M&A.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.48. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.48 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 1 tahun sebelum M&A sebesar 61.75 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.08, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk memperbaiki pendapatan yang diperoleh tiap lembar saham menjadi tidak terwujud sesudah kejadian M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak menjadi lebih baik dalam variabel EPS.

7.1.2 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.6 berikut:

Tabel 7.6

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 1 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 1 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 2 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.142	-0.01	0.11
H ₂	ROE (%)	0.48	21.84	7.51
H ₃	DER (x)	0.754	1.2	1.55
H ₄	WCT (x)	0.583	1.62	1.71
H ₅	EPS (Rp)	0.41	61.75	1.14

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.142. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.142 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 1 tahun sebelum M&A sebesar -0.01 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.11, berarti variabel OPM mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan menjadi lebih baik. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi sinergi yang baik untuk memperbaiki tingkat profitabilitas perusahaan. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi sinergi untuk 1 tahun sebelum sampai dengan 2 tahun sesudah kejadian M&A.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.48. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.48 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 1 tahun sebelum M&A sebesar 21.84 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 7.51, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk menghasilkan laba dan meningkatkan modal perusahaan yang diperoleh dari per lembar saham tidak terwujud sesudah kejadian M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan dalam variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.754. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.754 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.2 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.55, berarti variabel DER mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (DER) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah M&A. Kesertaan modal perusahaan tidak cukup baik dalam menjalankan usahanya yang akan berdampak pada penggunaan ekuitas perusahaan (DER) untuk menjalankan perusahaan tidak dapat diminimalisir. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.583. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.583 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.62 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.71, berarti variabel WCT

mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang diproksi dengan variabel WCT sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini bahwa tidak terjadi sinergi atas M&A karena perusahaan belum cukup efektif dalam menggunakan modal kerjanya. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum sampai dengan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan yang signifikan dalam variabel WCT.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.41. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.41 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 1 tahun sebelum M&A sebesar 61.75 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.14, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A, dimana perusahaan belum mendapatkan keuntungan lebih yang akan mempengaruhi pendapatan yang diperoleh per lembar saham. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan dalam variabel EPS.

7.1.3 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 1 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.7 berikut:

Tabel 7.7

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 1 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 1 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 3 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.17	-0.01	0.12
H ₂	ROE (%)	0.695	21.84	11.39
H ₃	DER (x)	0.875	1.2	1.43
H ₄	WCT (x)	0.583	1.62	1.74
H ₅	EPS (Rp)	0.638	61.75	2.97

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.17. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.17 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 1 tahun sebelum M&A sebesar -0.01 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.12, berarti variabel OPM

mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (OPM) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk memperbaiki tingkat profitabilitas tidak terwujud yang menandakan tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 1 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.695. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.695 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 1 tahun sebelum M&A sebesar 21.84 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.39, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan laba dan modal perusahaan tidak tercapai sesudah kejadian M&A. Berdasarkan pengujian ini dinyatakan bahwa variabel ROE tidak menjadi lebih baik setelah 1 tahun sebelum sampai dengan 3 tahun sesudah kejadian M&A.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.875. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.875 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.2 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.43, berarti variabel DER mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa variabel DER sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan modal dengan meminimalisir penggunaan atas ekuitas perusahaan tidak terwujud, sehingga akan mempengaruhi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 1 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.583. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.583 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.62 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.74, berarti variabel WCT mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa variabel WCT sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A. Penggunaan modal kerja dalam perusahaan belum efisien dalam menjalankan bisnisnya. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 1 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel WCT.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.638. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.638 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 1 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 1 tahun sebelum M&A sebesar 61.75 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.97, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan keuntungan yang akan berpengaruh pada peningkatan pendapatan yang diperoleh per lembar saham tidak terwujud sesudah proses M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 1 tahun sebelum sampai dengan 3 tahun sesudah M&A tidak menjadi lebih baik dalam variabel EPS.

7.1.4 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.8 berikut:

Tabel 7.8

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 2 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 2 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 1 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.906	-0.11	0.04
H ₂	ROE (%)	0.859	-24.58	-5.33
H ₃	DER (x)	0.209	2.9	1.12
H ₄	WCT (x)	0.099	1.57	2.36
H ₅	EPS (Rp)	0.754	88.27	11.08

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.906. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.906 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 2 tahun sebelum M&A sebesar -0.11 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.04, berarti variabel OPM mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (OPM) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini membuktikan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari jumlah penjualan yang dicapai tidak terwujud.

Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.859. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.859 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 2 tahun sebelum M&A sebesar -24.58 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar -5.33, berarti variabel ROE mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (ROE) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini membuktikan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A karena perusahaan tidak mampu mewujudkan keinginan ekonomis yaitu ingin meningkatkan laba yang akan berdampak pada penambahan jumlah ekuitas perusahaan. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa tingkat pengembalian atas ekuitas (ROE) tidak menjadi lebih baik selama 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai Z sebesar -1.255 dengan signifikansi sebesar 0.209. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.209 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 2 tahun sebelum M&A sebesar 2.9 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.12, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi pasca M&A. Jadi selama 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.099. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.099 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 2 tahun sebelum M&A sebesar 1.57 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.36, berarti variabel WCT mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (WCT) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa penggunaan modal kerja suatu perusahaan selama 1 tahun sesudah M&A tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan 2 tahun sebelum melakukan M&A.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.754. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.754 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 2 tahun sebelum M&A sebesar 88.27 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.08, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa keinginan ekonomis perusahaan

untuk meningkatkan jumlah pendapatan yang diperoleh dari saham yang beredar tidak tercapai. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan pada variabel EPS.

7.1.5 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.9 berikut:

Tabel 7.9

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 2 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 2 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 2 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.328	-0.11	0.11
H ₂	ROE (%)	0.695	-24.58	7.51
H ₃	DER (x)	0.346	2.9	1.55
H ₄	WCT (x)	0.213	1.57	1.71
H ₅	EPS (Rp)	0.875	88.27	1.14

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.328. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.328 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 2 tahun sebelum M&A sebesar -0.11 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.11, berarti variabel OPM mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (OPM) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A. Karena perusahaan tidak mampu mewujudkan keinginan ekonomis untuk meningkatkan laba operasinya. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi perbaikan pada variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.695. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.695 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 2 tahun sebelum M&A sebesar -24.58 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 7.51, berarti variabel ROE mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (ROE) sesudah melakukan M&A

mengalami perbaikan. Hal ini membuktikan bahwa tidak terjadi sinergi pasca M&A. Jadi secara statistik selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak mengalami perbaikan yang signifikan pada variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.346. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.346 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 2 tahun sebelum M&A sebesar 2.9 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.55, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meminimalisir pendanaan perusahaan dari hutang tidak terwujud. Jadi berdasarkan uji statistik selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak ada kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.213. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.213 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 2 tahun sebelum M&A sebesar 1.57 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.71, berarti variabel WCT mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (WCT) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan bahwa secara statistik sinergi tidak terjadi pasca M&A, karena perusahaan belum mampu menggunakan modal kerjanya secara efektif. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa variabel WCT tidak menjadi lebih baik untuk 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.875. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.875 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 2 tahun sebelum M&A sebesar 88.27 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.14, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan belum mampu menghasilkan laba yang tinggi berdasarkan jumlah saham yang dimilikinya. Jadi selama 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak ada kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel EPS.

7.1.6 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 2 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.10 berikut:

Tabel 7.10
Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 2 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 2 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 3 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.582	-0.11	0.12
H ₂	ROE (%)	0.53	-24.58	11.39
H ₃	DER (x)	0.182	2.9	1.43
H ₄	WCT (x)	0.48	1.57	1.74
H ₅	EPS (Rp)	0.53	88.27	2.97

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.582. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.582 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 2 tahun sebelum M&A sebesar -0.11 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.12, berarti variabel OPM mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (OPM) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan bahwa secara statistik perusahaan tidak mewujudkan keinginan ekonomis untuk meningkatkan laba operasi pasca M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan pada variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.53. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.53 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 2 tahun sebelum M&A sebesar -24.58 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.39, berarti variabel ROE mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (ROE) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini membuktikan bahwa secara statistik sinergi tidak terjadi pasca M&A. Perusahaan tidak dapat mewujudkan keinginan ekonomis untuk memperbaiki tingkat profitabilitas yang diperoleh dari pengembalian atas ekuitas. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa variabel ROE tidak menjadi lebih baik untuk 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.182. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.182 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 2 tahun sebelum

dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 2 tahun sebelum M&A sebesar 2.9 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.43, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi pasca M&A. Perusahaan tidak dapat meminimalisir pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak mengalami perbaikan pada variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.48. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.48 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 2 tahun sebelum M&A sebesar 1.57 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.74, berarti variabel WCT mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa kinerja perusahaan (WCT) sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan bahwa secara statistik keinginan ekonomis perusahaan untuk mengefektifkan perputaran modal kerja tidak tercapai. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa variabel WCT tidak mengalami perbaikan untuk 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.53. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.53 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 2 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 2 tahun sebelum M&A sebesar 88.27 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.97, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa secara statistik keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan laba yang berasal dari pendapatan yang diperoleh tiap lembar saham yang beredar tidak tercapai. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan (EPS) tidak menjadi lebih baik selama 2 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A.

7.1.7 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 3 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 3 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.11 berikut:

Tabel 7.11
Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 3 Tahun Sebelum dan 1 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 3 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 1 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.561	0.28	0.04
H ₂	ROE (%)	0.239	15.78	-5.33
H ₃	DER (x)	0.937	1.67	1.12
H ₄	WCT (x)	0.388	1.86	2.36
H ₅	EPS (Rp)	0.239	2.75	11.08

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.561. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.561 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 3 tahun sebelum M&A sebesar 0.28 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.04, berarti variabel OPM mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk memperbaiki laba operasi tidak terwujud. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa variabel OPM tidak menjadi lebih baik untuk 3 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah kejadian M&A.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.239. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.239 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 3 tahun sebelum M&A sebesar 15.78 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar -5.33, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini membuktikan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A karena perusahaan tidak mampu mewujudkan keinginan ekonomis yaitu ingin meningkatkan laba yang akan berdampak pada penambahan jumlah ekuitas perusahaan. Jadi selama 3 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak ada kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.937. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.937 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.67 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.12, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan modal dengan meminimalisir penggunaan atas ekuitas

perusahaan tidak terwujud, sehingga akan mempengaruhi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 3 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan yang signifikan dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.388. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.388 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.86 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.36, berarti variabel WCT mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa variabel WCT sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini bahwa secara statistik tidak terjadi sinergi atas M&A karena perusahaan belum cukup efektif dalam menggunakan modal kerjanya. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun sebelum sampai dengan 1 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel WCT.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.239. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.239 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 3 tahun sebelum M&A sebesar 2.75 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.08, berarti variabel EPS mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa variabel EPS sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini membuktikan bahwa secara statistik perusahaan belum mampu menghasilkan laba yang tinggi berdasarkan jumlah saham yang dimilikinya. Jadi selama 3 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A tidak ada kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel EPS.

7.1.8 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 3 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.12 berikut:

Tabel 7.12
Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 3 Tahun Sebelum dan 2 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 3 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 2 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.563	0.28	0.11
H ₂	ROE (%)	0.347	15.78	7.51
H ₃	DER (x)	0.937	1.67	1.55
H ₄	WCT (x)	0.799	1.86	1.71
H ₅	EPS (Rp)	0.695	2.75	1.14

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.563. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.563 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 3 tahun sebelum M&A sebesar 0.28 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.11, berarti variabel OPM mengalami penurunan. Hal ini membuktikan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan laba operasi tidak terwujud. Jadi berdasarkan uji statistik selama 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.347. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.347 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 3 tahun sebelum M&A sebesar 15.78 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 7.51, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A, karena perusahaan tidak mampu meningkatkan laba bersih dengan modal sendiri. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan dalam variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.937. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.937 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.67 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.55, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meminimalisir pendanaan perusahaan dari hutang tidak terwujud. Jadi

berdasarkan uji statistik selama 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan pada variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.799. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.799 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.86 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.71, berarti variabel WCT mengalami penurunan. Hal ini bahwa tidak terjadi sinergi atas M&A karena perusahaan belum cukup efektif dalam menggunakan modal kerjanya. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan pada variabel WCT.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah diperoleh nilai Z sebesar -0.392 dengan signifikansi sebesar 0.695. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.695 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 3 tahun sebelum M&A sebesar 2.75 kemudian 2 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.14, berarti variabel EPS mengalami penurunan. Hal ini menandakan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan laba yang berasal dari pendapatan yang diperoleh tiap lembar saham yang beredar tidak tercapai. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan (EPS) tidak menjadi lebih baik selama 3 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah M&A.

7.1.9 Analisis Rasio-Rasio Keuangan 3 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hasil analisis kinerja keuangan yang diukur dengan rasio-rasio keuangan untuk 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.13 berikut:

Tabel 7.13

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata 3 Tahun Sebelum dan 3 Tahun Sesudah M&A

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 3 Tahun Sebelum M&A	Rata-Rata 3 Tahun Sesudah M&A
H ₁	OPM (x)	0.859	0.28	0.12
H ₂	ROE (%)	0.695	15.78	11.39
H ₃	DER (x)	0.695	1.67	1.43
H ₄	WCT (x)	0.937	1.86	1.74
H ₅	EPS (Rp)	0.844	2.75	2.97

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hasil analisis data pada variabel OPM, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.859. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.859 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata OPM 3 tahun sebelum M&A sebesar 0.28 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 0.12, berarti variabel OPM mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk memperbaiki tingkat profitabilitas tidak terwujud yang menandakan tidak terjadi sinergi sesudah melakukan M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan pada variabel OPM.

Hasil analisis data pada variabel ROE, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.695. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.695 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata ROE 3 tahun sebelum M&A sebesar 15.78 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 11.39, berarti variabel ROE mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk menghasilkan laba dan meningkatkan modal perusahaan yang diperoleh dari per lembar saham tidak terwujud sesudah kejadian M&A. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak menjadi lebih baik pada variabel ROE.

Hasil analisis data pada variabel DER, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.695. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.695 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata DER 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.67 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.43, berarti variabel DER mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan modal dengan meminimalisir penggunaan atas ekuitas perusahaan tidak terwujud, sehingga akan mempengaruhi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi kemajuan/perubahan yang signifikan dalam variabel DER.

Hasil analisis data pada variabel WCT, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.937. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.937 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel WCT dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata WCT 3 tahun sebelum M&A sebesar 1.86 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 1.74, berarti variabel WCT mengalami penurunan. Berdasarkan pengujian ini dapat dinyatakan bahwa penggunaan modal kerja suatu perusahaan selama 3 tahun sesudah M&A tidak mengalami perbaikan dibandingkan dengan 3 tahun sebelum melakukan M&A.

Hasil analisis data pada variabel EPS, dengan membandingkan kinerja 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah diperoleh nilai Z sebesar -0.178 dengan signifikansi sebesar 0.844. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.844 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS dengan masa periode 3 tahun sebelum dengan 3 tahun sesudah M&A. Rata-rata EPS 3 tahun sebelum M&A sebesar 2.75 kemudian 3 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.97, berarti variabel EPS mengalami peningkatan. Namun dengan adanya peningkatan tersebut tidak cukup kuat untuk menyatakan bahwa variabel EPS sesudah melakukan M&A mengalami perbaikan. Hal ini menandakan bahwa keinginan ekonomis perusahaan untuk meningkatkan jumlah pendapatan yang diperoleh dari saham yang beredar tidak tercapai. Jadi berdasarkan uji statistik selama 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah M&A tidak terjadi perubahan yang signifikan pada variabel EPS.

7.2 Analisis *Abnormal Return* Saham 5 Hari Sebelum dan 5 Hari Sesudah Pengumuman M&A

Analisis/pengujian ini dilakukan untuk menguji H_7 yang menyatakan bahwa kinerja saham perusahaan (diukur dengan *abnormal return* saham) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil perbandingan kinerja saham perusahaan yang diukur dengan *abnormal return* saham 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah M&A tersaji pada Tabel 7.14 berikut:

Tabel 7.14

Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test* dan Nilai Rata-Rata *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Sesudah M&A

Sumber: Data yang telah diolah, 2012

Hipotesis	Variabel	Signifikan (2-tailed)	Rata-Rata 5 Hari Sebelum M&A	Rata-Rata 5 Hari Sesudah M&A
H_7	<i>abnormal return</i> saham	0.596	-0.001272	0.003462

Hasil analisis data pada variabel *abnormal return* saham, dengan membandingkan kinerja 5 hari sebelum dengan 5 hari sesudah diperoleh nilai Z sebesar -0.53 dengan signifikansi sebesar 0.596. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.596 > 0.05$) diartikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel *abnormal return* saham dengan masa periode 5 hari sebelum dengan 5 hari sesudah pengumuman M&A. Rata-rata *abnormal return* saham sebelum M&A menunjukkan nilai yang negatif -0.001272 kemudian rata-rata setelah M&A sebesar 0.003462. Artinya *abnormal return* saham setelah M&A tidak jauh berbeda dengan *abnormal return* saham sebelum M&A. Jadi secara uji statistik investor beranggapan bahwa M&A tidak memberikan sinergi bagi perusahaan atau dengan kata lain M&A tidak memberikan manfaat ekonomis bagi pelaku M&A itu sendiri.

7.3 Pembahasan

Pengujian data menggunakan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan taraf signifikansi 5% membuktikan bahwa hampir seluruh rasio keuangan yang digunakan

dalam penelitian ini dan *abnormal return* saham sesudah M&A tidak mengalami perbedaan yang signifikan dibandingkan dengan sebelum dilakukannya proses M&A. Pada saat pengujian data secara parsial periode 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A membuktikan adanya perbedaan yang signifikan pada variabel *Working Capital Turnover* (WCT) dengan nilai signifikansi 0.041.

Rasio WCT menunjukkan semakin cepat tingkat perputaran modal kerja (WCT) maka semakin efektif manajemen perusahaan menggunakan modal kerjanya dalam rangka menjalankan bisnisnya. Tingkat perputaran modal kerja (WCT) yang cepat juga menunjukkan adanya kekurangan modal kerja yang mungkin disebabkan tingginya perputaran persediaan, piutang atau adanya saldo kas yang terlalu kecil. Modal kerja sebaiknya tersedia dalam jumlah yang cukup agar memungkinkan perusahaan untuk beroperasi secara ekonomis dan tidak mengalami kesulitan keuangan dengan menutupi kerugian-kerugian dan dapat mengatasi keadaan kritis atau darurat tanpa membahayakan keadaan keuangan perusahaan. Berikut adalah tabel rekapitulasi hasil output perhitungan data yang menggunakan metode *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

Tabel 7.15
Tabel Interpretasi Rasio Keuangan *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Variabel	1 Tahun Sebelum			2 Tahun Sebelum			3 Tahun Sebelum		
	1 Tahun Sesudah	2 Tahun Sesudah	3 Tahun Sesudah	1 Tahun Sesudah	2 Tahun Sesudah	3 Tahun Sesudah	1 Tahun Sesudah	2 Tahun Sesudah	3 Tahun Sesudah
OPM (x)	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda
ROE (%)	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda
DER (x)	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda
WCT (x)	Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda
EPS (Rp)	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda	Tidak Berbeda

Sumber: rekapitulasi hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Tabel 7.16
Tabel Interpretasi *Abnormal Return Saham Wilcoxon Signed Ranks Test*

Variabel	5 Hari Sebelum dan 5 Hari Sesudah
AR Saham	Tidak Berbeda

Sumber: rekapitulasi hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Hasil analisis data terhadap variabel WCT diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.041, karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 ($0.041 < 0.05$) maka H_4 diterima berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A. Hasil ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan variabel WCT pada 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah yang berarti ada pengaruh M&A terhadap WCT. Rasio keuangan yang berbeda/ signifikan (WCT) membuktikan indikasi rata-

rata kinerja perusahaan mengalami peningkatan untuk 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A, yaitu rata-rata WCT 1 tahun sebelum M&A sebesar 1.6258 kemudian 1 tahun sesudah M&A menjadi sebesar 2.3667.

Signifikannya pengaruh pengumuman M&A terhadap WCT membuktikan bahwa keefektifan penggunaan modal kerja perusahaan dengan bergabungnya perusahaan membutuhkan modal kerja yang cukup agar memungkinkan perusahaan untuk beroperasi secara ekonomis. Hasil analisis data pada pengujian pada periode yang lain, variabel WCT tidak mengalami perbedaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh **Prakarsa (2009)** yang melakukan pengujian secara parsial yang menyatakan bahwa *Working Capital Turnover* mempunyai perbedaan yang signifikan pada 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A yang menandakan sinergi sesudah melakukan M&A.

Hasil analisis terhadap rasio profitabilitas membuktikan bahwa M&A tidak ada perbedaan yang signifikan baik variabel OPM maupun ROE. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian **Payamta & Setiawan (2004)** dimana OPM dan ROE tidak berbeda pasca M&A. Hal ini menunjukkan bahwa keinginan ekonomis yang ingin memperbaiki profitabilitas pasca M&A menjadi tidak terwujud yang kemungkinan disebabkan alasan non-ekonomi seperti menyelamatkan perusahaan lain dari ancaman kebangkrutan dan alasan yang sifatnya pribadi yang mungkin lebih banyak dipertimbangkan. Oleh karena itu H_1 dan H_2 ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test* pada penelitian ini.

Pengujian pada tingkat profitabilitas membuktikan bahwa tidak mengalami perbedaan maka variabel EPS juga tidak mengalami perbedaan yang signifikan, H_5 ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian **Prakarsa (2009)**, dimana variabel EPS tergantung dari jumlah pendapatan dengan saham yang beredar. Pengujian ini memberikan indikasi bahwa tujuan ekonomis yang diharapkan terjadi sesudah M&A tidak tercapai. Hal ini kemungkinan besar karena ketika manager keuangan pengakuisisi mengharapkan harga saham yang tinggi pada tanggal persetujuan M&A. Kenaikan harga saham ini memberikan peluang bagi manajemen perusahaan untuk menaikkan laba akuntansi karena semakin tinggi harga saham perusahaan pengakuisisi, semakin sedikit biaya yang diperlukan untuk membeli perusahaan target. Dengan demikian M&A tidak menghasilkan sinergi bagi perusahaan.

Hasil analisis terhadap rasio solvabilitas membuktikan bahwa tidak mengalami perbedaan yang signifikan pada variabel DER maka H_3 ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh **Rahmawati (2007)** dan **Prakarsa (2009)** dimana variabel DER tidak mengalami perbedaan yang signifikan pasca M&A. Dengan demikian tidak menghasilkan sinergi pasca M&A. Proporsi modal sendiri yang tinggi untuk membiayai aktiva sehingga penggunaan atas ekuitas perusahaan (DER) untuk menjalankan perusahaan tidak dapat diminimalisir.

Hasil analisis terhadap kinerja pasar dari segi *abnormal return* saham membuktikan bahwa tidak mengalami perbedaan yang signifikan pasca pengumuman

M&A, H_0 ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh **Widyaputra (2006)**. *Mean abnormal return* saham sebelum M&A menunjukkan nilai yang negatif -0.001272 kemudian mean setelah M&A sebesar 0.003462. Artinya *abnormal return* saham setelah M&A tidak jauh berbeda dengan *abnormal return* saham sebelum M&A. Jadi pemegang saham beranggapan bahwa M&A tidak memberikan sinergi bagi perusahaan atau dengan kata lain M&A tidak memberikan manfaat ekonomis bagi perusahaan itu sendiri. Hal ini kemungkinan telah terjadi kebocoran informasi dari pihak manajemen, yaitu pasar telah mengetahui informasi M&A sebelum pengumuman dilaksanakan, sehingga pada saat pengumuman informasi telah diketahui publik sehingga *abnormal return* saham tidak terjadi disekitar pengumuman tetapi terjadi jauh sebelum pengumuman tersebut.

Berdasarkan pengujian secara statistik dapat dinyatakan bahwa kinerja perusahaan tidak menjadi lebih baik untuk 1 tahun sampai 3 tahun sesudah kejadian M&A. Hasil pengujian ini membuktikan bahwa keinginan ekonomis yang ingin memperbaiki kinerja pasca M&A menjadi tidak terwujud sampai akhir tahun ketiga sesudah kejadian tersebut. Hal ini kemungkinan besar disebabkan karena periode pengamatan masih terlalu pendek sehingga pengaruh atas keputusan M&A belum kelihatan sampai pada tahun ketiga.

VIII. Kesimpulan dan Implikasi Kebijakan

8.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan terhadap hipotesis yang telah dirumuskan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian secara parsial membuktikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel OPM antara sebelum dan sesudah M&A. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *Operating Profit Margin* (OPM) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.
2. Hasil pengujian secara parsial membuktikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel ROE antara sebelum dan sesudah M&A. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *Return on Equity* (ROE) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.
3. Hasil pengujian secara parsial membuktikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel DER antara sebelum dan sesudah M&A. Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.
4. Hasil pengujian secara parsial membuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel WCT untuk periode perbandingan 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A. Dengan demikian hipotesis keempat yang

menyatakan bahwa *Working Capital Turnover* (WCT) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, diterima berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

5. Hasil pengujian secara parsial membuktikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel EPS antara sebelum dan sesudah M&A. Dengan demikian hipotesis kelima yang menyatakan bahwa *Earning Per Share* (EPS) berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.
6. Hasil pengujian membuktikan bahwa *abnormal return* saham perusahaan pada periode pengamatan sebelum pengumuman M&A (h-5 sampai dengan h-1) tidak berbeda dengan *abnormal return* saham pada periode pengamatan sesudah pengumuman M&A (h+1 sampai dengan h+5). Dengan demikian hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa *abnormal return* saham berbeda antara sebelum dan sesudah M&A, ditolak berdasarkan uji *Wilcoxon Signed Ranks Test*.

8.2 Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa rasio OPM, ROE, DER, WCT, EPS dan *abnormal return* saham mampu menganalisis kinerja keuangan dan *return* saham perusahaan sampel dalam penelitian ini periode 2005-2007 sebelum dan sesudah M&A. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Payamta & Setiawan (2004), Widyaputra (2006), Rahmawati (2007), dan Prakarsa (2009) yang membuktikan bahwa rasio OPM, ROE, DER, WCT, EPS dan *abnormal return* saham mampu menganalisis kinerja keuangan dan *return* saham perusahaan sampel dalam penelitian ini periode 2005-2007 sebelum dan sesudah M&A.

8.3 Implikasi Managerial

Implikasi managerial dalam penelitian ini adalah manajemen perusahaan yang akan melakukan kegiatan M&A sebaiknya lebih cermat dalam membuat kebijakan pada penggunaan modal kerja, sehingga pada akhirnya modal kerja yang digunakan dapat efisien. Untuk meningkatkan perputaran modal kerja (WCT), perusahaan dapat meningkatkan penjualan dan mengendalikan modal kerja dengan melakukan perhitungan untuk mengetahui besarnya modal kerja yang sesungguhnya dibutuhkan. Semakin tinggi perputaran modal kerja (WCT) maka semakin cepat dana/kas yang diinvestasikan dalam modal kerja kembali menjadi kas, hal itu berarti keuntungan perusahaan dapat lebih cepat diterima. Berdasarkan hasil yang diperoleh dari penelitian ini terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel WCT untuk periode perbandingan 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah M&A. Jadi dengan melakukan M&A, kinerja keuangan perusahaan (WCT) menjadi lebih baik sesudah kejadian M&A. Dengan demikian manajemen perusahaan harus benar-benar memperhitungkan apakah dengan melakukan M&A sesuai dengan esensi tujuan perusahaan seperti untuk mencapai sinergi dan motif untuk mencapai posisi strategis yang dimaksudkan

untuk membangun keunggulan kompetitif jangka panjang perusahaan yang pada akhirnya bermuara kepada peningkatan nilai perusahaan atau peningkatan kemakmuran pemegang saham.

8.4 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti berikutnya agar mendapatkan hasil yang lebih baik. Keterbatasan tersebut antara lain:

1. Penelitian ini hanya menganalisis kinerja berdasarkan rasio keuangan dan *abnormal return* saham suatu perusahaan non keuangan saja, sementara banyak perusahaan-perusahaan keuangan dan perusahaan asing yang melakukan M&A tidak dimasukkan ke dalam sampel penelitian ini.
2. Waktu yang digunakan dalam penelitian ini kurang mewakili sehingga manfaat dari M&A belum kelihatan. Kemudian penelitian ini juga tidak membedakan jenis M&A yang dilakukan, ukuran perusahaan, nilai akuisisi, dan alat pembayaran yang digunakan dalam M&A.

8.5 Agenda Penelitian Mendatang

Berikut adalah agenda penelitian mendatang antara lain:

1. Penelitian mendatang hendaknya lebih mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi jangka waktu keberhasilan suatu proses M&A sehingga dapat diperoleh gambaran yang lebih lengkap mengenai kinerja perusahaan dan meningkatkan kualitas penelitian.
2. Penelitian mendatang hendaknya melakukan penelitian yang membedakan kondisi perusahaan antara periode baik atau buruk seperti kondisi kritis atau non kritis baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target, sehingga dapat meningkatkan kualitas hasil penelitian.

IX. Daftar Referensi

- Agrawal, Anup, J.F.Jaffe, and Gershon N.Mandelker, 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", **The Journal Of Finance**, Vol. XLVII, No. 4
- Ataina, H, 1997, Merger dan Akuisisi: "Berbagai Permasalahannya dan Kemungkinan Penyalahgunaannya", **Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia**, Vol.1, No. 2, September
- Dyaksa Widyaputra, 2006, **Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan & Abnormal Return Saham Sebelum & Sesudah Merger dan Akuisisi (Di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2004)**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (dipublikasikan)

- Foster, G, 1986, ” **Financial Statement Analysis**”, Englewood cliffs, NJ; Practice Hall, Second Edition
- F. Brigham, Eugene and Joel F. Houston, 2006, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan ed.10**, Salemba Empat, Jakarta
- Galih Prakarsa, 2009, **Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Go Public Non Bank di Indonesia**, Tesis Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia (tidak dipublikasikan)
- Gaughan, Patrick A., 1991, **Merger and Acquisitions**, Harper, Collins Publishers Inc, New York
- Ghozali, Imam, 2006, **Statistik Non-Parametrik: Teori & Aplikasi dengan Program SPSS**, Universitas Diponegoro, Semarang
- Hair, J.F, R.E Anderson, R.L Tatham dan W.C. Black, 1998, **Multivariate Data Analysis: With Readings, 5th**, Mac Millan Publishing Company
- Hartono, Jogiyanto, 2009, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPF, Yogyakarta
- Hitt, et.al., 2002, **Merger dan Akuisisi**, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Husnan, Suad dan Enny Pujiastuti, 2004, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, YKPN**, Yogyakarta
- 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, **Standar Akuntansi Indonesia**, Jakarta: Salemba Empat
- Junaidi, 2004, ”Strategi dan Valuasi Merger Akuisisi”, **KOMPAK**, No.11, Mei-Agustus, pp.268-283
- Kumar, Satish and Lalit.K. Bansal, 2008, ”The Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Performance in India”, **Emerald Management Decisions**, Vol. 46, No.10, pp.1531-1543
- Koesnadi, Roedy, 1991, ”Unsur-Unsur dalam Merger dan Akuisisi di Indonesia”,

Usahawan, No.3, Maret, Jakarta

- Moin, Abdul, 2007, **Merger, Akuisisi, dan Divestasi**, Ekonisia, Yogyakarta
- Payamta dan Setiawan, 2004, öAnalisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesiaö, **Jurnal Riset akuntansi Indonesia**, Vol.7, No.3
- Rachmawati.E.N dan E. Tandelilin, 2001, öPengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta,ö **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi**,1 (2), pp153-169
- Rahmawati, Indah, 2007, **Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Go Public di Indonesia**, Skripsi Program Sarjana Universitas Negeri Sebelas Maret (tidak dipublikasikan)
- Saiful, 2003, ö Abnormal Return Perusahaan Target dan Industri Sejenis Sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisiö, **Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen**, Vol 3, N0.1
- Santoso, Singgih, 2010, **Statistik Nonparametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS**, Gramedia, Jakarta
- Singh, Fulbag and Monika Mogla, 2010, öProfitability Analysis of Acquiring Companiesö, **The IUP Journal of Applied Finance**, Vol.16, No.5, pp.72-83
- Sinha, Neena and Kaushik, 2010, öMeasuring Post Merger and Acquisition Performance: An Investigation of Select Financial Sector Organizations in Indiaö, **International Journal of Economics and Finance**, Vol.2, No.4
- SUBALNO, 2009, **Analisis Pengaruh Faktor Fundamental dan Kondisi Ekonomi terhadap Return Saham**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (dipublikasikan)
- Surat Keputusan Ketua Bapepam No.52/PM/1997 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten
- Swoongswang, Amporn, 2010, öM&A for Value Creation: The Experience in Thailandö, **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business**, pp.28-50
- Syamsuddin, Lukman, 2004, **Manajemen Keuangan Perusahaan**, RajaGrafindo, Jakarta

- Tandelilin, Eduardus, 2001, **Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio**, UGM, Yogyakarta
- Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa, 1996, "Kamus Besar Bahasa Indonesia Edisi Kedua", Departemen Pendidikan Kebudayaan, Balai Pustaka, Jakarta
- Van Horne, James C dan John M. Wachowicz, 2005, **Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan**, Ed.12, Salemba Empat, Jakarta
- Wibowo, Amin dan Yulita Milla 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
- Yudyatmoko., dan Ainun Na'im, 2000, "Pengaruh Akuisisi Terhadap Perubahan Return Saham dan Kinerja Perusahaan", **Makalah Disampaikan pada SNA III**, Jakarta