

# ANALISIS PENENTUAN MODEL MERGER-AKUISISI YANG SINERGIS DI BURSA EFEK INDONESIA

**Muhamad Umar Mai**

Prodi Keuangan dan Perbankan Politeknik Negeri Bandung  
Jl. Geger Kalong Hilir Ds. Ciwaruga. Bandung, 40012 - Indonesia

## *Abstract*

*The aim of this study was as follow: a) to examine the differences in financial performance and the value of the firm before and after the merger-acquisition of go public companies in Indonesia Stock Exchange for the period of 2000-2012;b) to identify and analyze the critical success factors of mergers-acquisitions; c) designing a model of synergistic merger-acquisition. Wilcoxon signed ranks test results showed that the financial performance and the value of the company for certain years are different, in the sense of increased, significantly. The determinant factors of successfull merger-acquisition of 30 synergistic firms, are: a) current ratio and cash ratio was below the industry average; b) debt to asset ratio and debt to equity ratio is above the industry average; c) return on investment and return on equity also above the industry average. Analysis of the 30 synergisticbidders firm shows that the company has a very adequate corporate governance mechanism, namely: a) more than 50% of its stocks owned by other institutions; b) the shares held by the management is below 5%; c) the membership of the board of commissioners and directors have an independent boards and outside directors of more than 30%; and d) the average number of commissioners as many as six people.*

**Keywords:** *mergers-acquisitions, financial performance, the value of the firm, and corporate governance mechanism.*

## PENDAHULUAN

Tujuan berdirinya perusahaan adalah untuk memaksimumkan nilai perusahaan yang tercermin dari meningkatnya harga saham di pasar modal (Akinbuli dan Kelilume, 2013). Pencapaian tujuan ini semakin kompleks dan sulit, karena dunia usaha telah memasuki era dimana terjadi kemajuan yang sangat pesat dibidang komunikasi,

teknologi dan informasi. Ini menyebabkan terjadinya arus perpindahan berbagai sumber daya keluar dari batas-batas suatu negara, dan perkembangan perekonomian dunia telah bergerak ke arah perdagangan bebas (Idrus dan Irma, 2010).

Salah satu strategi yang dapat ditempuh untuk mempertahankan dan mengembangkan perusahaan adalah dengan melakukan penggabungan usaha

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Muhamad Umar Mai.** HP: +6281220357210

e-mail: [umar.mai@polban.ac.id](mailto:umar.mai@polban.ac.id)

## Analisis Penentuan Model Merger-Akuisisi yang Sinergis di Bursa Efek Indonesia

*Muhamad Umar Mai*

(Idrus dan Irma, 2010). Mengacu pada kondisi perekonomian dunia saat ini merger-akuisisi diprediksi dapat menciptakan momentum pertumbuhan dan upaya mengefisienkan biaya melalui pengurangan kelebihan kapasitas yang pada gilirannya akan meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan (Brealey *et al.* 2010; dan Azeem, 2011). Merger-akuisisi pernah menjadi fenomenabisnis di AS, dan lima tahun terakhir ini gelombang merger-akuisisi tersebar ke seluruh dunia. Merger-akuisisi saat ini digunakan untuk mengembangkan ekonomi, terutama di Asia (Kayani *et al.*, 2013).

Sejak berlakunya Peraturan Komisi Pengawas Persaingan Usaha Nomor 1 Tahun 2009 tentang Pra-Notifikasi Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan, Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) telah mencatat puluhan notifikasi merger-akuisisi (Nurviyani, 2014). Tahun 2010-2012 merupakan tahun-tahun dimana gelombang merger-akuisisi melanda Indonesia, jumlah notifikasi

mengalir sangat deras, dan diprediksi akan terus meningkat di masa yang akan datang (Nurviyani, 2014). Namun demikian, beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan terhadap capaian kinerja keuangan dari perusahaan-perusahaan yang menjalankan merger-akuisisi menemukan bukti yang saling bertentangan. Disajikan pada Tabel 1 berikut:

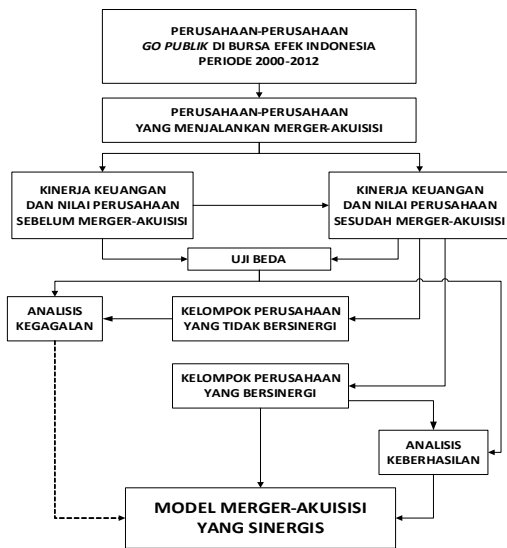
Berdasarkan pada fenomena semakin meningkatnya aktivitas merger-akuisisi baik di luar negeri maupun di Indonesia, dan adanya kontradiksi hasil penelitian tentang kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger-akuisisi. Penelitian ini bertujuan untuk: 1). Membandingkan kembali kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah merger-akuisisi; 2). Menganalisis faktor-faktor yang menentukan keberhasilan merger-akuisisi yang dijalankan perusahaan; dan 3). Merancang serta mengusulkan suatu model merger-akuisisi yang dapat menciptakan sinergis.

**TABEL 1:** *Research Gap* Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger-Akuisisi

Gap	Hasil	Peneliti	Variabel Penelitian
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi	Menemukan bukti adanya kenaikan kinerja keuangan perusahaan.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Chuang dan Lee (2011)</li> <li>▪ Raniet <i>al.</i> (2013)</li> <li>▪ Kumara dan Satya-Narayana (2013).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Operating capability, Pofitability, dan Financial structure.</li> <li>▪ Struktur Modal, Laba Operasinal, EPS dan Debt Equity Ratio.</li> <li>▪ Current Ratio, Quick Ratio, DAR dan ROI.</li> </ul>
	Menemukan bukti tidak ada perubahan kinerja keuangan perusahaan.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Akinbuli dan Kelilume (2013)</li> <li>▪ Trivediet <i>al.</i> (2013)</li> <li>▪ Weberet <i>al.</i> (2011)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Profitability Ratio, Liquidity Ratio, dan Capital Adequacy.</li> <li>▪ Return on Asset, ROE, NPM, Debt to Equity Ratio.</li> <li>▪ Budaya Nasional dan Potensi Kinerja Perusahaan.</li> </ul>
	Menemukan bukti adanya penurunan kinerja keuangan perusahaan.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Shukla dan Gekara (2010).</li> <li>▪ Kayaniet <i>al.</i> (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Net Operating Profit After Tax, Return On Asset, EPS, <i>etc.</i></li> <li>▪ Return on Assets, ROE, Debt to Equity Ratio, <i>etc.</i></li> </ul>

Sumber: hasil-hasil penelitian sebelum yang dirangkum

Berdasarkan pada uraian pendahuluan di atas, Gambar 2 di bawah ini menyajikan diagram alur sebagai kerangka pemikiran dari penelitian ini.



Gambar 2: Alur Diagram Kerangka Pemikiran

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

### Penggabungan Usaha

Penggabungan usaha terbagi menjadi merger, akuisisi dan konsolidasi. Moin (2010) mendefinisikan merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan, kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum. Evaruth (2010) menjelaskan bahwa akuisisi adalah penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva *netto* dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*). Konsolidasi adalah penggabungan usaha yang dilakukan dengan mengalihkan aktiva dan kewajiban perusahaan yang bergabung dengan cara membentuk perusahaan baru (Widodo, 2012).

### Motif Merger dan Akuisisi

Pada prinsipnya ada dua motif yang mendorong perusahaan menjalankan merger-akuisisi yaitu

motif ekonomi dan motif non ekonomi. Motif ekonomi berkaitan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Motif non ekonomi adalah motif yang didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi dari pihak pemilik atau dari pihak manajemen perusahaan (Moin, 2010).

Moin (2010) menjelaskan manfaat merger-akuisisi adalah: 1) mendapatkan *cash flow* yang cepat karena produk, pasar dan pelanggan sudah jelas sehingga dapat mengurangi risiko gagal bisnis; 2) menghemat waktu bagi perusahaan untuk memasuki bisnis baru; 3) memperoleh kemudahan dana karena kreditor lebih percaya pada perusahaan yang telah berdiri. Kelemahan merger-akuisisi diantaranya: 1) proses integrasi tidak mudah, karena sulit untuk menentukan nilai perusahaan target secara akurat; 2) biaya konsultan dan koordinasi yang sangat mahal.

Berdasarkan pada uraian di atas dapat dipahami bahwa faktor keberhasilan dan gagalnya merger-akuisisi lebih ditentukan oleh kinerja keuangan, yang pada gilirannya akan berdampak pada capaian nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis yang pertama, yaitu sebagai berikut:

**H-1.1** : Capaian kinerja keuangan lebih sering berbeda secara signifikan setelah perusahaan menjalankan program merger-akuisisi;

**H-1.2** : Capaian nilai perusahaan lebih sering berbeda secara signifikan setelah perusahaan menjalankan program merger-akuisisi.

### Faktor Penentu Keberhasilan Merger-Akuisisi

Hitt (2002) dalam Wijaya (2013) menjelaskan bahwa konsep penting yang mengarah pada keberhasilan atau gagalannya merger-akuisisi adalah *due diligence*, pembiayaan, sumber daya komplementer, akuisisi bersahabat atau tidak bersahabat, penciptaan sinergi pembelajaran organisasional dan fokus pada bisnis inti.

### Mekanisme Corporate Governance

Haatetal. (2008) dalam Lukas dan Basuki (2014) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat mekanisme yang akan melindungi para investor terhadap aksi berbahaya atau merugikan yang dilakukan pihak manajemen perusahaan terhadap modal yang telah mereka (para investor) investasikan.

Sejalan dengan Argüden (2013), prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) yang tercantum pada pedoman umum GCG Indonesia adalah *transparency; accountability; responsibility; independency; dan fairness*. Penerapan GCG diyakini dapat menciptakan iklim yang kondusif dan landasan yang kokoh untuk menjalankan operasional perusahaan (Amanti, 2012). Kualitas mekanisme *corporate governance* yang dimiliki perusahaan mendorong capaian kinerja keuangan yang tinggi, dan pada gilirannya akan menjamin keberhasilan merger-akuisisi yang dilakukan perusahaan.

Berdasarkan pada uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesiskedua dan hipotesis ketiga, yaitu sebagaiberikut:

- H-2** : Kinerja keuangan perusahaan merupakan faktor penentu keberhasilan merger-akuisisi yang dijalankan perusahaan;
- H-3** : Mekanisme *corporate governance* yang dimiliki suatu perusahaan merupakan faktor penentu keberhasilan dari program merger-akuisisi yang dijalankan perusahaan.

### METODE

#### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2000-2012. Penentuan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: 1) perusahaan menjalankan merger-kuisisi; 2) perusahaan memiliki laporan keuangan 1 dan 2 tahun sebelum dan sesudah menjalankan merger-akuisisi.

### Teknik Analisis Data

- 1) *Wilcoxon signed ranks test* digunakan untuk membandingkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan, sebelum dan sesudah merger-akuisisi yang dijalankan. Adapun rumus yang digunakan (Rangkuti, 2012) adalah sebagai berikut:

$$Z_o = \frac{J - \mu_j}{\sigma_j}, \text{ dengan: } \mu_j = \frac{n(n+1)}{4} \sigma_j = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}$$

Dimana:

$Z_o$  = Skala Z observasi/hitung  $J$  = Jumlah jenjang/rangking yang kecil

$\mu_j$  = Rataan jenjang/rangking  $\sigma_j$  = Simpangan baku jenjang/rangking

Langkah penggunaan: a) Menentukan  $\alpha = 5\%$ ; b) Jika  $z_{\text{output}} < z_{\text{table}}$  dan  $p\text{-value} > \alpha$ , tidak ada perbedaan rasio keuangan dan nilai perusahaan. Jadi,  $H_0$  diterima atau  $H_1$  ditolak; c) Jika  $z_{\text{output}} > z_{\text{table}}$  dan  $p\text{-value} < \alpha$ , ada perbedaan rasio keuangan dan nilai perusahaan, maka  $H_0$  ditolak yang berarti  $H_1$  diterima.

- 2) Analisis faktor-faktor penentu keberhasilan merger-akuisisi menggunakan test hipotesis untuk satu nilai rata-rata. Duakomponen sebagai faktor penentu keberhasilan merger-akuisisi dijadikan dasar evaluasi, yaitu: 1). Kondisi keuangan yang terdiri dari: rasio likuiditas; profitabilitas; dan solvabilitas. 2). Mekanisme *corporate governance* yang terdiri dari: rata-rata ukuran dewan komisaris (*board size*); proporsi *board independent; institutional ownership; dan managerial ownership*.

Test hipotesis untuk satu nilai rata-rata dikerjakan secara manual dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$t_0 = \frac{\bar{x} - u}{\frac{s}{\sqrt{n}}}$$

Dimana:  $\bar{x}$  = rata-rata sampel;  $\mu$  = rata-rata populasi;  $s$  = standar deviasi sampel; dan  $n$  = jumlah anggota sampel.

Kondisi kinerja keuangan dan kualitas mekanisme *corporate overnanced* dari perusahaan-perusahaan yang berhasil menjalankan merger-akuisisi, untuk 1 dan 2 tahun sebelum merger-akuisisi, dibanding dengan standar industri, teori, hasil penelitian sebelumnya serta peraturan yang berlaku. Standar industri untuk kinerja keuangan yang digunakan akan mengacu pada Kasmir (2008). Disajikan pada Tabel 2 berikut:

Kualitas mekanisme *corporate governance* dievaluasi menggunakan standar berikut: 1) *Board independent*, mengacu pada keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-339/BEJ/07-2001 butir C tentang *boards governance*. Keputusan tersebut menyatakan bahwa untuk mencapai *good corporate governance* maka jumlah anggota dewan komisaris dan atau dewan direksi independen sekurang-kurangnya 30%; 2). Ukuran *board of commissioners* mengacu pada temuan Grag (2007) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris yang optimal adalah sekitar 6 orang; 3). Besarnya proporsi *managerial ownership* mengacu pada temuan Morck *et al.* (1989) dalam Pakaryaningsih (2008) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan akan terjadi pada level 0%-5%; 4). Besarnya proporsi *institutional ownership* mengacu pada penjelasan *agency theory* yaitu bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan meningkatkan monitoring melalui *institutional ownership*. *Institutional ownership* yang mencapai paling sedikit 50% menunjukkan kekuatan pemilik dalam

memonitor manajemen (Bathala, *et al.*, 1994; dalam Darmono dan Bachtiar, 2015).

Pengujian akan dilakukan dengan menggunakan taraf nyata ( $\alpha$ ) sebesar 5% dan bentuk pengujian dua ujung yaitu ujung kiri dan kanan. Dengan demikian, dapat ditentukan daerah penerimaan dan penolakan Hipotesis nol ( $H_0$ ) sebagai berikut:

- 1).  $H_0$  diterima apabila:  $-2,045 \leq t_o \leq +2,045$ , berarti kinerja keuangan perusahaan dan mekanisme *corporate governance* sama (tidak berbeda signifikan) dengan standar industri, teori, hasil penelitian sebelumnya dan peraturan yang berlaku.
- 2).  $H_0$  ditolak apabila:  $t_o > +2,045$  atau  $t_o < -2,045$ , berarti capaian kinerja keuangan perusahaan dan mekanisme *corporate governance* berbeda secara signifikan dengan standar industri, teori, hasil penelitian sebelumnya dan peraturan yang berlaku.

### Operasionalisasi Variabel Penelitian

#### Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas yang digunakan adalah *Current Ratio* (CRR) dan *Cash Ratio* (CHR). Digunakan oleh Kumara dan Satyanarayana (2013); Akinbuli dan Kelilume (2013); dan Trivediet *al.* (2013), dengan rumus sebagai berikut:

$$CRR = \frac{\text{Current Ratio}}{\text{Current Liabilities}} \quad CHR = \frac{\text{Current Asset} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}}$$

#### Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas menggunakan *Return on Investment* (ROI) dan *Return on Equity* (ROE), telah

Tabel 2: Standar Industri Rasio Keuangan

JENIS RASIO	STANDAR INDUSTRI	JENIS RASIO	STANDAR INDUSTRI
<i>Current Ratio</i>	200%	<i>Debt to Equity Ratio</i>	90%
<i>Cash Ratio</i>	50%	<i>Return on Investment</i>	30%
<i>Debt to Asset Ratio</i>	35%	<i>Return on Equity</i>	40%

Sumber: Kasmir (2008)

## Analisis Penentuan Model Merger-Akuisisi yang Sinergis di Bursa Efek Indonesia

*Muhamad Umar Mai*

digunakan oleh: Chuang dan Lee (2010); Akinbuli dan Kelilume (2013); dan Trivediet al. (2013). Berikut rumus kedua rasio ini:

$$ROI = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset} \quad ROE = \frac{Net\ Income}{Total\ Equity}$$

### Rasio Leverage

Rasio *leverage* menggunakan *Debt to Total Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Total Asset Ratio* (DAR), telah digunakan oleh: Rani et al. (2013); Kumara dan Satyanarayana (2013); dan Kayani et al. (2013). Rumus kedua rasio ini adalah:

$$DER = Total\ Debt / Total\ Equity;$$

$$DAR = Total\ Debt / Total\ Asset$$

### Rasio Pasar

Rasio pasarakan menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Price to Book Ratio* (PBV). Sebagaimana telah digunakan oleh penelitian sebelumnya, yaitu: Syanas (2008) dan Stella (2009). Rumus dari kedua rasio ini adalah sebagai berikut:

$$PER = Share\ Price / Earnings\ Per\ Share;$$

$$PBV = Share\ Price / Book\ Value\ Per\ Share$$

### Institutional Ownership

*Institutional ownership* menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki institusi

lain atas seluruh saham yang diterbitkan perusahaan. Digunakan oleh penelitian sebelumnya yaitu Fernandez dan Anson (2006) dan Abbasi, et al (2012).

$$INWN = \frac{Jumlah\ Saham\ Dimiliki\ Institusi}{Jumlah\ Seluruh\ Saham\ Beredar}$$

### Managerial Ownership

Variabel ini menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen atas seluruh saham yang diterbitkan perusahaan. Digunakan oleh penelitian sebelumnya, yaitu: Shen et al. (2006) dan Velnampy (2013).

$$MGWN = \frac{Jumlah\ Saham\ Dimiliki\ Manajemen}{Jumlah\ Seluruh\ Saham\ Beredar}$$

### Komposisi Dewan Komisaris Independen

Proporsi jumlah anggota dewan komisaris dari luar perusahaan terhadap seluruh anggota dewan komisaris, digunakan Garg (2007) dan Pathan et al. (2007).

$$BIND = \frac{Anggota\ Komisaris\ Independen}{Jumlah\ Seluruh\ Anggota\ Komisaris}$$

### Ukuran Dewan Direksi dan Komisaris

Variabel ukuran dewan direksi dan dewan komisaris (BSIZE) ditentukan dengan mengguna-

**TABEL 3:** Perusahaan Yang Menjalankan Merger-Akuisisi Tahun 2000-2012 di Bursa Efek Indonesia

Tahun	Jumlah Perusahaan		Tahun	Jumlah Perusahaan	
	Bidder Firm	Target Firm		Bidder Firm	Target Firm
2000	10 Perusahaan	13 Perusahaan	2006	6 Perusahaan	6 Perusahaan
2001	11 Perusahaan	16 Perusahaan	2007	2 Perusahaan	3 Perusahaan
2002	9 Perusahaan	10 Perusahaan	2008	11 Perusahaan	11 Perusahaan
2003	4 Perusahaan	5 Perusahaan	2009	5 Perusahaan	5 Perusahaan
2004	7 Perusahaan	8 Perusahaan	2011	1 Perusahaan	1 Perusahaan
2005	6 Perusahaan	9 Perusahaan	2012	0 Perusahaan	0 Perusahaan
<b>Jumlah</b>	<b>47 Perusahaan</b>	<b>61 Perusahaan</b>	<b>Jumlah</b>	<b>25 Perusahaan</b>	<b>26 Perusahaan</b>

Sumber: Bursa Efek Indonesia periode tahun 2000-2012

kan indikator jumlah anggota dewan direksi dan dewan komisaris. Sebagaimana telah digunakan oleh penelitian sebelumnya, yaitu: Garg (2007); Bennedsen *et al.* (2008); Gill dan John (2012); dan Velnampy (2013).

**HASIL**

Hasil pengumpulan data menunjukkan bahwa terdapat 159 perusahaan yang menjalankan merger-akuisisi, yang terdiri dari 72 perusahaan pengakuisisi (*bidder firm*) dan 87 perusahaan yang diakuisisi (*target firm*). Disajikan pada Tabel 3.

**Perbandingan Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan**

Tabel 4 berikut menyajikan hasil analisis perbandingan kinerja keuangan dan nilai perusahaan antara sebelum dan sesudah merger-akuisisi:

Berdasarkan Tabel 4, secara ringkas dapat dijelaskan bahwa: a). Kinerja keuangan, yaitu ROE berbeda signifikan 3 kali (tahun 2004, 2008, 2009) dan ROI hanya 1 kali (tahun 2006); b). Nilai Perusahaan, yaitu PER berbeda signifikan 4 kali (tahun 2000, 2000, 2001, 2006) dan PBV 3 kali (tahun, 2001, 2004 dan 2004); c). Likuiditas, yaitu CRR dan CHR masing-masing berbeda 1 kali, yaitu

tahun 2000 dan 2006; d). DAR dan DER tidak berbeda signifikan; e). Tahun-tahun yang tidak tercantum pada Tabel 4, menunjukkan tidak ada variabel yang berbeda secara signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian *wilcoxon signed ranks*, maka H-1.1 yang menyatakan bahwa capaian kinerja keuangan (ROE) lebih sering berbeda secara signifikan setelah perusahaan menjalankan program merger-akuisisi, **diterima**. Demikian pula H-1.2 yang menyatakan bahwa capaian nilai perusahaan (PER) lebih sering berbeda secara signifikan setelah perusahaan menjalankan program merger-akuisisi, **diterima**.

**Daftar Perusahaan Yang Mencapai Sinergis Menjalankan Merger-Akuisisi**

Variabel yang sering berbeda secara signifikan adalah profitabilitas dan nilai perusahaan, sehingga untuk menentukan keberhasilan merger-akuisisi didasarkan pada capaian kedua variabel tersebut. Terbatasnya informasi tentang *target firm*, karena hampir seluruh *target firm* tidak go public di Bursa Efek Indonesia, maka faktor-faktor yang menentukan keberhasilan dan gagalnya merger-akuisisi yang dijalankan perusahaan ditetapkan dengan cara menganalisis kondisi dari *bidder firm*.

**Tabel 4:** Ringkasan Hasil *Wilcoxon Signed Ranks Test*

Thn	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG
2000	CHR t2	0,015	PER t2	0,09	PER t1	0,013	PBV t1	0,047								
2001					PER t1	0,050										
2004							PBV t1	0,018	ROE t1	0,018	PBV t2	0,028				
2006					PER t1	0,046							CRR t2	0,046	ROI t2	0,028
Thn	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG	VAR	SIG
2008									ROE t1	0,028						
2009									ROE t1	0,049						
Σ Sig	1		1		3		2		3		1		1		1	

Sumber: Hasil analisis menggunakan *wilcoxon signed ranks test*

## Analisis Penentuan Model Merger-Akuisi yang Sinergis di Bursa Efek Indonesia

*Muhamad Umar Mai*

Hasil analisis perbandingan menunjukkan bahwa terdapat 30 *bidder firm* yang memenuhi kriteria berhasil yaitu minimal 4 kali mencapai kenaikan profitabilitas dan atau nilai perusahaan, dari 6 kali (seluruh) kemungkinan. Adapun, variabel

profitabilitas dan nilai perusahaan yang dijadikan dasar untuk melakukan evaluasi adalah *return on invesment*, *return on equity*, dan *price earnings ratio*. Tabel 5 di bawah ini menyajikan 30 *bidder firm* yang masuk dalam kategori berhasil atau bersinergis.

**Tabel 5:** *Bidder Firm* Yang Memenuhi Kriteria Sinergis

THN	NO	KODE PERUSAHAAN	1 THN SEBELUM DIBANDING1 THN SESUDAH			1 THN SEBELUM DIBANDING2 THN SESUDAH		
			ROI	ROE	PER	ROI	ROE	PER
2000	1	DYNA	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Naik
	2	BATI	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	3	SMAR	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Naik
	4	TLKM	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Turun
	5	AQUA	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2001	6	INDF	Naik	Naik	Naik	Turun	Turun	Naik
	7	TOTO	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	8	SMBC	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
	9	DVLA	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
2002	10	AALI	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
	11	SKLT	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	12	SULI	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2003	13	ISAT	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
	14	BUMI	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2004	15	MLPL	Naik	Naik	Naik	Turun	Naik	Turun
	16	PICO	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	17	MPPA	Naik	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik
	18	SDPC	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	19	CPIN	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
	20	UNVR	Turun	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik
2005	21	SRSN	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
	22	KLBF	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun	Naik
	23	INDP	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2006	24	MITI	Naik	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik
	25	BUMI	Naik	Naik	Naik	Naik	Turun	Turun
	26	META	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik	Turun
2007	27	SMSM	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2008	28	PLAS	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2009	29	TKIM	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik	Naik
2011	30	EMTK	Naik	Naik	Naik	Turun	Naik	Naik



**PEMBAHASAN**

**Analisis Terhadap Faktor-Faktor Keberhasilan Merger-Akuisisi**

Dalam upaya untuk merancang model merger-akuisisi yang sinergis, maka dilakukan analisis terhadap 30 *bidder firm* yang memenuhi kriteria sinergis yang dite-tapkan. Analisis data ditujukan pada capaian kinerja keuangan dan kondisi mekanis-me *corporate governance*, untuk 1 dan 2 tahun sebelum merger-akuisisi dijalankan.

Variabel kinerja keuangan terdiri dari: *return on invesment*(ROI); *return on equity* (ROE); *current ratio* (CRR); *cash ratio*(CHR); *debt to equity ratio* (DER); dan *debt to asset ratio*(DAR). Variabel kondisi mekanisme *corporate governance* terdiri dari: *institutional ownership* (INWN); *board independent* (BIND); *managerial ownership* (MGWN); dan *Board Size* (BSIZE). Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 6 dan Tabel 7 berikut:

Tabel 6 menunjukkan rata-rata *return on invesment* dan *return on equity* berada di daerah penerimaan  $H_0$ , ini menunjukkan 30 *bidder firm* yang bersinergis menjalankan merger-akuisisi mempunyai latar belakang capaian profitabilitas yang baik. Tingkat likuiditas 30 *bidder firm* sebelum merger-akuisisi, baik untuk *current ratio* maupun *cash ratio* berada di bawah rata-rata industri, walaupun hanya *current ratio* yang signifikan. Hal ini

menunjukkan 30 *bidder firm* tersebut mempunyai latar belakang likuiditas yang tidak baik. Namun, dapat pula di interpretasikan bahwa para manajer perusahaan lebih memprioritaskan melakukan investasi pada aset-aset produktif guna mengejar profitabilitas, karena ada *trade-off* antara likuiditas dan profitabilitas.

Tingkat solvabilitas 30 *bidder firm* sebelum merger-akuisisi, baik untuk *debt to asset ratio* maupun *debt to equity ratio* secara signifikan di atas rata-rata industri, ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki latar belakang solvabilitas yang buruk. Kondisi solvabilitas 30 *bidder firm* tersebut menunjukkan bahwa para manajer cenderung bersifat *risk taker*, dan risiko yang mungkin dihadapi perusahaan adalah acaman yang berat ketika perekonomian memburuk. Namun, *agency theory* menjelaskan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol diantaranya dengan cara meningkatkan pendanaan melalui utang. Utang mewajibkan perusahaan untuk mengembalikan pokok pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik, akibatnya manajer akan bekerja keras untuk memenuhi semua kewajibannya (Jensen, 1986 dalam Mai, 2015). *Agency theory* selanjutnya menjelaskan bahwa *debt* merupakan salah satu komponen mekanisme *corporate governance*.

**Tabel 6;** Hasil Uji Statistik Kinerja Keuangan Prusahaan

Variabel	n	$\bar{x}$	s	$\mu$	Bentuk Pengujian	t tabel $\alpha = 0,05$	t hitung	Kesimpulan
ROI	30	0,582	1,047	0,30	Dua arah	+/- 2,045	1,467	$H_0$ diterima
ROE	30	0,821	1,447	0,40	Dua arah	+/- 2,045	1,585	$H_0$ diterima
CRR	30	1,416	0,913	2,00	Dua arah	+/- 2,045	-3,476	$H_0$ ditolak
CHR	30	0,377	0,460	0,50	Dua arah	+/- 2,045	-1,456	$H_0$ diterima
DER	30	2,254	2,567	0,90	Dua arah	+/- 2,045	2,869	$H_0$ ditolak
DAR	30	0,624	0,369	0,35	Dua arah	+/- 2,045	4,029	$H_0$ ditolak

Sumber: Hasil analisis data kinerja keuangan 30 *bidder firm*

## Analisis Penentuan Model Merger-Akuisisi yang Sinergis di Bursa Efek Indonesia

Muhamad Umar Mai

**Tabel 7;** Hasil Uji Statistik Kondisi Mekanisme Corporate Governance

Variabel	n	$\bar{x}$	s	$\mu$	Bentuk Pengujian	t tabel $\alpha = 0,05$	t hitung	Kesimpulan
INWN	30	0,697	0,173	0,50	Dua arah	+/- 2,045	6,156	H <sub>0</sub> ditolak
BIND	30	0,346	0,020	0,30	Dua arah	+/- 2,045	12,432	H <sub>0</sub> ditolak
MGWN	30	0,019	0,055	0,05	Dua arah	+/- 2,045	-3,083	H <sub>0</sub> diterima
BSIZE	30	5,333	2,496	6,00	Dua arah	+/- 2,045	-1,456	H <sub>0</sub> diterima

Sumber: Hasil analisis data mekanisme corporate governance 30 bidder firm

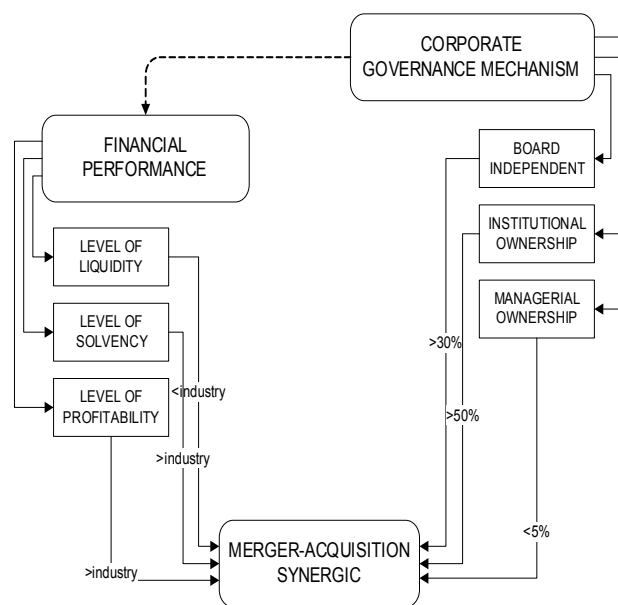
Tabel 7 menunjukkan bahwa rata-rata nilai INWN berada di daerah penolakan H<sub>0</sub>, ini menunjukkan bahwa saham dari 30 *bidder firm* dimiliki oleh institusi lain lebih dari 50%. Sebagaimana telah dikemukakan bahwa *institutional ownership* yang lebih besar dari 50% menunjukkan kekuatan para investor dalam memonitor kinerja manajemen (Bathala, *et al.*, 1994; dalam Darmono dan Bachtiar, 2015). Nilai BIND berada di daerah penolakan H<sub>0</sub>, artinya secara signifikan 30 *bidder firm* memiliki anggota komisaris independen lebih dari 30%. Kondisi ini menunjukkan 30 *bidder firm* telah sejalan dengan keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-339,/BEJ/07-2001 butir C tentang *boards governance*. Keputusan tersebut menyatakan bahwa untuk mencapai *good corporate governance* maka jumlah anggota dewan komisaris dan/dewan direksi independen sekurang-kurangnya 30% dari seluruh anggota dewan.

Nilai MGWN berada di daerah penerimaan H<sub>0</sub>, ini menunjukkan bahwa jumlah saham dari 30 *bidder firm* yang dimiliki oleh pihak manajemen kurang dari 5%. Sejalan dengan temuan Morck *et al.* (1989) dalam Pakaryaningsih (2008) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan capaian kinerja keuangan perusahaan akan terjadi pada *level* kepemilikan 0%-5% dan negatif pada *level* 5%-25%. Nilai BSIZE berada di daerah penerimaan H<sub>0</sub>, hal ini menunjukkan bahwa rata-rata jumlah anggota dewan komisaris yang dimiliki oleh 30 *bidder firm* sekitar 6 orang. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Grag

(2007) yang membuktikan bahwa ukuran *board of commissioners* yang ideal bagi perusahaan adalah sekitar 6 orang.

### Model Merger-Akuisisi Yang Sinergis

Berdasarkan pada hasil analisis data selanjutnya dapat dirancang suatu model merger-akuisisi yang diprediksi akan mampu menciptakan sinergis, dalam bentuk piktografik. Model tersebut dikemukakan pada Gambar 3 berikut:



**Gambar 3:** Model Merger-Akuisisi yang Sinergis

Sumber: dirancang berdasarkan hasil penelitian

## KESIMPULAN

Mengacu pada hasil analisis, berikut adalah beberapa simpulan yang dapat ditarik:

- 1). Hasil pengujian terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelum dan sesudah program merger-akuisisi di jalankan perusahaan, menunjukkan bahwa variabel ROE, ROI dan PER sering berbeda secara signifikan;
- 2). Terbatasnya informasi mengenai kondisi *target firm*, maka faktor-faktor penentu keberhasilan merger-akuisisi diarahkan pada kondisi *bidder firm*. Keberhasilan merger-akuisisi ditentukan oleh capaian ROE, ROI dan PER, dan berdasarkan hal tersebut diperoleh 30 *bidder firm* yang memenuhi kriteria bersinergis.
- 3). Model merger-akuisisi yang sinergis dirancang dengan menganalisis capaian kinerja keuangan dan kondisi mekanisme *corporate governance* 30 *bidder firm* untuk 1 dan 2 tahun sebelum merger-akuisisi di jalankan perusahaan. Hasil analisis menunjukkan 30 *bidder firm* tersebut memiliki: a). Capaian profitabilitas di atas rata-rata industri; b). *Good corporate governance* sangat memadai; c). Tingkat likuiditas di bawah rata-rata industri dan solvabilitas di atas rata-rata industri.
- 4). Kondisi likuiditas dan solvabilitas dari 30 *bidder firm* yang sinergis menjalankan merger-akuisisi menunjukkan bahwa para manajer perusahaan bersifat *risk taker*, dan salah satu prinsip dalam manajemen keuangan adalah *high risk high return*.

## SARAN

Bagi pemerintah (pembuat regulasi), bagi perusahaan yang akan menjalankan merger-akuisisi dan bagi para investor. Berikut adalah saran yang dapat dikemukakan: Merger-akuisisi akan berhasil apabila di jalankan oleh perusahaan-perusahaan dengan latar belakang sebagai berikut: a). Memiliki kinerja keuangan yang baik, terutama

capaian profitabilitasnya; b). Memiliki *corporate governance* yang memadai, terutama dalam struktur kepemilikan saham, struktur keanggotaan dewan komisaris; dan c). Para manajer perusahaan hendaknya bersifat *risk taker*.

Berdasarkan keterbatasan yang ada pada penelitian ini, rekomendasi untuk penelitian yang akan datang adalah, sebagai berikut: 1). Mengikutsertakan *target firm*, sehingga tipe merger-akuisisi dapat dianalisis; 2). Menganalisis perusahaan-perusahaan yang mengalami kegagalan dalam menjalankan merger-akuisisi, sehingga kondisinya dapat dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang berhasil; 3). Menambah jangka waktu analisis, sehingga evaluasi terhadap hasil merger-akuisisi yang di jalankan perusahaan dapat dilakukan baik untuk jangka pendek, menengah maupun untuk jangka panjang.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M., E. Kalantari, dan H. Abbasi. 2012. Impact of Corporate Governance Mechanism on Firm Value: Evidence From The Food Industry in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2(5): 4712-4721.
- Akinbuli, S. F. dan I. Kelilume. 2013. The Effects Of Mergers And Acquisition On Corporate Growth And Profitability: Evidence From Nigeria. *Global Journal Of Business Research*. 7 (1): 43-58.
- Amanti, L. 2012. Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* sebagai Variabel Pemoderasi. *Diponegoro Journal of Accounting*. 1 (2): 1-9.
- Argüden, Y. 2013. A Corporate Governance Model: Building Responsible Boards and Sustainable Business. *A Global Corporate Governance Forum Publication. Private Sector Opinion* (7): 1-24.
- Azeem, A. K. 2011. Merger and Acquisitions (M&A) in the Indian Banking Sector in Post Liberalization Regime. *International Journal of Contemporary Business Studies*. 2 (11): 31-45.

## Analisis Penentuan Model Merger-Akuisisi yang Sinergis di Bursa Efek Indonesia

Muhamad Umar Mai

- Bennedsen, M., H. Kongsted dan K. Nielson. 2008. The casual effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance* 32 (4): 1098-1109.
- Brealey, R. A., Cooper, I. A., dan E. Kaplanis. 2010. Excess comovement in international equity markets: Evidence from cross-border mergers. *Review of Financial Studies*. 23 (4): 1718-1740.
- Chuang, Y. L, dan T. L. Hung. 2010. The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations Empirical Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance & Trade*. 46 (1): 96-107.
- Darmono, P. C., dan Y. Bachtiar. 2015. Perspektif Keputusan Investasi Dan Kebijakan Dividen Terhadap Biaya Keagenan, Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Socioscientia*7 (1): 123-130.
- Evaruth. 2010. Bentuk-bentuk Badan Usaha. <http://evaruth.wordpress.com/2010/10/18/bentuk-bentuk-badan-usaha>. Diakses 4 Januari 2014.
- Fernandez, C. dan S. G. Anson. 2006. Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From A Continental-Type Governance System. *Corporate Ownership of Control*. 3 (2): 27-45.
- Garg, A. K. 2007. Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers* 32 (2): 39-60.
- Gill, A. dan O. John. 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*91 (2): 46-56.
- Idrus, O. dan Irma. 2010. *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)*. Laporan Penelitian, Universitas Terbuka.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2007. Standar Akuntansi Keuangan. *Salemba Empat*, Jakarta.
- Kasmir. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Jakarta, PT Raja Grafindo Persada.
- Kayani, A. J., M. B. Javed, A. Majeed, dan A. Shaukat. 2013. Impact Of Merger And Acquisition On Operating Performance And Shareholder Wealth In Pakistan Banking Sector. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*. 5 (6): 385-391.
- Kumara. N.V, dan M. Satyanarayana. 2013. Comparative Study of Pre and Post Corporate Integration through Mergers and acquisition. *International Journal of Business and Management Invention*. 2 (3): 31-38.
- Lukas, S. dan Basuki. 2014. The Implementation of Good Corporate Governance and its Impact on The Financial Performance of Banking Industry Listed In Idx. *SNA 17, Lombok. Universitas Mataram*. (24-27 Sept 2014): 1-25.
- Mai, U.M. 2015. Corporate Governance dan Interdependensi antara Leverage, Profitabilitas Serta Kebijakan Dividen dalam Mencapai Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 19 (2): 213-225.
- Moin, A. 2010. *Merger Akuisisi dan Divestasi*, Yogyakarta: Ekonisia Kampus Fakultas. Ekonomi UIL.
- Nurviyani, N. 2014. Gelombang Merger Melanda: Bangga atau Waspada. <http://www.kppu.go.id/id/blog/2013/01/>. Diakses tanggal 2 Mei 2015.
- Pakaryaningsih, E. 2008. Peranan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Tinjauan Hubungan Non-Linear Kasus Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *BENEFIT Jurnal Manajemen dan Bisnis*. 12 (2): 128-137.
- Pathan, S., M. Skully, dan J. Wickramanayake. 2007. Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks. *Asia-Pacific Financial Markets*. 4 (3): 211-227.
- Rani, N, S. S. Yadav, dan P. K. Jain. 2013. Post-M&A Operating Performance of Indian Acquiring Firms: A Du Pont Analysis. *International Journal of Economics and Finance*. 5 (8): 65-73.
- Rangkuti, R. K. 2012. *The Wilcoxon Matched Pairs Signed Ranks Test*. Makalah. Fakultas Keguruan dan Ilmu Pendidikan. Universitas Islam Sumatra Utara. Medan.
- Shen, M. J., C. C. Hsu, dan M. C. Chen. 2006. A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance - The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*. 8 (1): 184-191.
- Shukla, A., dan M. Gekara. 2010. Effects of Multinational Mergers and Acquisitions on Shareholders'

- Wealth and Corporate Performance. *IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*. 9(2): 44-62.
- Stella. 2009. Pengaruh Price To Earning Ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Asset, dan Price To Book Value Terhadap Harga Pasar Saham. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. 11(2): 97-196.
- Syanas, K.L. 2008. Analisis Determinan Price Earning Ratio pada Perusahaan Perbankan yang terdaftar di BEI. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. 8 (2): 57– 64.
- Trivedi, A., J. Desai, dan N. A. Joshi. 2013. A Study on Mergers & Acquisitions in Oil & Gas Sector in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholders' Wealth. *Working Paper Series No.CPI/MBA,(2)*: 1-30.
- Velnampy, T. 2013. Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development* 4 (3): 228-235.
- Weber, Y., T. Shlomo, dan A. Reichel. 2011. A Model of the Influence of Culture on Integration Approaches and International Mergers and Acquisitions Performance. *International Studies of Mgt. & Org*.41 (9-24).
- Widodo. 2012. Merger dan Akuisisi, perkembangan dan kritisinya. [http: /setiyowidodo.blogspot.com/ merger-dan-akuisisi-perkembangan-](http://setiyowidodo.blogspot.com/merger-dan-akuisisi-perkembangan-). Diakses tanggal 2 Januari 2014.
- Wijaya, A. 2013. Pengaruh Informasi Merger Terhadap Harga Saham Dan Volume Perdagangan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. [https://qinkagung.files.wordpress.com/ .../artikel-ai-agung-wijaya-121010](https://qinkagung.files.wordpress.com/.../artikel-ai-agung-wijaya-121010). Diakses 20 Mei 2014.