

KINERJA KEUANGAN DAN RISIKO SISTEMATIS PERUSAHAAN *MERGER*

Kun Ismawati ¹⁾

Kim Budiwinarto ²⁾

Fakultas Ekonomi Universitas Surakarta

e-mail: ¹⁾ismawatik@yahoo.com

²⁾kimbudiwinarto@yahoo.com

ABSTRACT

Purpose of this research were to determine financial performance and systematical risk of the merged companies. This research based on social research. Purposes sampling used to identify the research samples in which related or unrelated characteristic. Hypothesis of this research tested by statistical method. There were two kinds of samples in this research: (1) companies with related merger; (2) companies with unrelated merger. The research results stated that; (1) there was a significant different in financial performance of the companies with related merger a year before merger and after 4 years merger; (2) there was a significant different in financial performance of the companies with unrelated merger a year before merger and after 4 years merger; (3) there was not a significant different in their financial performance between companies with related merger and unrelated merger; (4) there was a different systematical risk between companies with related merger and unrelated merger.

Keywords: *financial performance, systematical risk, merger*

PENDAHULUAN

Salah satu tujuan akuisisi/*merger* adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan yang saling bergabung serta menciptakan kekuatan bersama (Brigham dan Houston, 1998; Shaked (1984) dalam Yudyatmoko (2000); Eckbo, 2013). *Merger* menjadi alternatif yang harus dipilih perusahaan berkaitan dengan cara mereka bersaing (Markides, 1999). Banyak strategi yang bisa dilakukan perusahaan untuk mencapai keunggulan. Salah satu negara Asia yakni India, telah beranggapan bahwa *merger* dan akuisisi merupakan satu strategi tercepat untuk memperoleh keuntungan kompetitif perusahaan (Ceil, 2013).

Beberapa riset yang pernah ada tentang dampak *merger* terhadap kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang tidak selalu konsisten. Meek (1997) menyatakan bahwa pengaruh *merger* pada produktivitas tidak selalu positif. Collins and Kim (2014) juga berpendapat bahwa *merger* memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan yang saling bergabung. Penelitian mengenai pengaruh *merger* pada perusahaan Indonesia juga memberi hasil yang tidak konsisten. Widyanto (1997: 127) berpendapat bahwa akuisisi dapat meningkatkan kinerja perusahaan; Payamta (2001) dan Kristiyani (1999) beranggapan bahwa *merger* justru menurunkan rasio likuiditas dan rasio profitabilitas, namun meningkatkan rasio *leverage*. (Payamta, 2001; Yudyatmoko dan Na'im, 2000; dan Williyanti, 2001) hanya menguji kinerja perusahaan sebelum dan setelah *merger* tanpa melakukan identifikasi pada karakteristik atau jenis *merger*.

Penelitian Windarti, (2002); dan Agustiningsih, (2000) juga hanya menguji kinerja perusahaan dengan membandingkan antara perusahaan yang melakukan *merger* dengan perusahaan yang tidak melakukan *merger* tanpa mengidentifikasi jenis *merger*. Selain itu umumnya rentang waktu pengamatan relatif pendek (1 – 2 tahun). Perbedaan hasil riset ini dimungkinkan oleh tidak adanya variabel jenis *merger*. Perbedaan jenis *merger* diyakini

berdampak pada penciptaan nilai perusahaan dan kinerja perusahaan (Sing dan Montgomery, 1987; Lubatkin dan Chatterjee, 1994).

Sebagaimana diuraikan di atas, hasil penelitian yang berbeda-beda diduga karena penelitian-penelitian tersebut belum memasukkan variabel jenis *merger*; sehingga penulis termotivasi untuk menggali dampak *merger* terhadap kinerja keuangan dan risiko sistematis perusahaan dengan memasukkan jenis *merger*, yakni *merger* berkaitan (*related merger*) dan *merger* bebas (*unrelated merger*). Pada penelitian ini, kinerja keuangan diproksikan dengan rasio-rasio keuangan: likuiditas, aktivitas, *leverage* dan profitabilitas, sedangkan risiko sistematis ditunjukkan dengan β .

TINJAUAN PUSTAKA

Beberapa penelitian tentang perusahaan *merger* dengan menggunakan rasio keuangan sebagai proksi dari kinerja perusahaan adalah sebagai berikut: Theoudossiou et al. (1996) menguji faktor ekonomi yang berpengaruh terhadap keputusan keuangan perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang menjelang bangkrut di U.S. Variabel-variabel penelitian yang digunakan adalah: *financial leverage*, *profitability*, *turnover activity*, *firm size*, *liquidity position*, *firm production assets* dan *firm growth*, *insider control*. Penelitiannya memperoleh hasil bahwa rasio *turnover activity* dan *liquidity* secara positif dihubungkan dengan perusahaan yang melakukan akuisisi; sedangkan *insider control* dan *financial leverage* secara negatif dihubungkan dengan perusahaan yang melakukan akuisisi.

Manson dkk (1994) dalam Sudarsanam (1995) menyatakan bahwa *merger* mendorong *cash flow* operasional yang lebih baik dan peningkatan *cash flow* berhubungan positif dengan total pendapatan abnormal dari kedua perusahaan selama penawaran. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham dengan tepat mengantisipasi dan mengkapitalisasi peningkatan *cash flow* yang diharapkan dari *merger*, sehingga mendorong terjadinya perubahan pada harga saham perusahaan yang ditunjukkan pada *price to book ratio*.

Sorensen (2000) melakukan identifikasi pada motif *merger* dengan menguji karakteristik keuangan perusahaan yang melakukan *merger* pada tahun 1990-an. Rasio keuangan yang digunakan meliputi rasio profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *turnover* dan *growth*. Hasilnya menunjukkan bahwa rasio profitabilitas secara keseluruhan diidentifikasi positif dan perusahaan pengakuisisi (*bidder*) cenderung lebih *profitable* daripada perusahaan target dan perusahaan non *merger*. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi biasanya sukses mengembangkan bisnisnya dengan akuisisi eksternal.

Meeks (1977) dalam Sudarsanam (1995) meneliti pengaruh *merger/* akuisisi terhadap profitabilitas perusahaan yang melakukan *merger*. Hasilnya menunjukkan terdapat perubahan profitabilitas yang menurun secara signifikan pada perusahaan-perusahaan *merger* di Inggris yang melakukan *merger* selama lebih dari 3 dan 5 tahun. Namun sejumlah *merger* yang diteliti (sekitar 40%) ternyata meningkatkan profitabilitas meskipun kinerja rata-rata sampelnya adalah negatif. Efektivitas manajemen ini tercermin dalam rasio ROE. Aktivitas *merger* juga mendorong adanya pertumbuhan yang cukup pesat bagi perusahaan pasca *merger* yang tercermin dalam nilai *price earning ratio*.

Penelitian di Indonesia antara lain Payamta (2001) yang meneliti pengaruh keputusan *merger* terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia yang hasilnya tidak secara tegas meningkatkan kinerja keuangan. Kinerja perusahaan dalam penelitian itu dilihat dari dua segi, yaitu analisis laporan keuangan berupa rasio-rasio keuangan dan analisis fluktuasi harga saham. Rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah: likuiditas, aktivitas, profitabilitas dan solvabilitas. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah *merger*, baik dari segi harga saham maupun dari segi rasio keuangan. Hanya beberapa rasio keuangan yaitu *total asset*

turnover, *fixed asset turnover*, *ROA* dan *ROE* yang memberikan indikasi adanya perbedaan untuk periode sebelum dan sesudah *merger*, namun sifatnya hanya temporer dan tidak konsisten.

Yudyatmoko dan Na'im (2000) menguji pengaruh akuisisi terhadap perubahan saham dan kinerja perusahaan yang meliputi 34 perusahaan pengakuisisi dan 30 perusahaan kontrol dalam periode yang sama. Hasil pengujian terhadap *profit margin* selama tiga tahun sebelum dan sesudah akuisisi tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Peneliti Windarti (2002) menganalisis rasio keuangan perusahaan yang melakukan *merger*. Hasilnya, pengujian terhadap kinerja perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *merger* menunjukkan perbedaan yang signifikan; sedangkan pengujian yang menggunakan sampel kontrol yaitu perusahaan yang tidak melakukan *merger* dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan *merger* tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Alasan *merger* untuk menurunkan atau membagi risiko telah ditunjukkan dalam beberapa studi, misalnya: Hitt, et al (1996) menunjukkan bahwa alasan akuisisi antara lain untuk mengurangi risiko memasuki bisnis baru. Shaked (1984) mengemukakan beberapa alasan akuisisi yang salah satunya akan mempengaruhi risiko sistematis dari perusahaan yang bergabung. Secara total risiko dari perusahaan yang bergabung akan berkurang secara signifikan. Dengan menurunkan risiko sistematis, perusahaan yang bergabung dapat saling memberikan keahliannya, sehingga dapat mempertahankan posisinya di pasar. Hal tersebut akan mengurangi risiko sistematis dari pengakuisisi/*bidder* (Salter dan Weinhold, 1979, Lubatkin dan O'Neill, 1994).

Penelitian tentang pengaruh *merger* terhadap risiko sistematis (β) juga dilakukan oleh Yudyatmoko dan Na'im (2000) yang meliputi 34 perusahaan pengakuisisi dan 30 perusahaan kontrol dalam periode yang sama. Hasil pengujiannya menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata beta saham sebelum dan sesudah akuisisi. Dari berbagai pendapat tersebut diekspektasi bahwa risiko sistematis perusahaan setelah *merger* berbeda dengan risiko sistematis sebelum *merger*.

Sing dan Montgomery (1987) menyelidiki argumen konseptual bahwa *merger* perusahaan yang berkaitan (dalam artian produk, pasar atau teknologi) menciptakan nilai yang lebih tinggi dari pada *merger* yang tidak berkaitan. *Merger* yang berkaitan ditemukan mempunyai keuntungan (*gain*) yang lebih besar dari pada *merger* yang tidak berkaitan. Chatterjee dan Lubatkin (1990), mengemukakan bahwa *merger* perusahaan yang saling berkaitan (*related acquisition*) akan menciptakan berbagai keunggulan dibanding dengan *merger* perusahaan yang tidak berhubungan (*unrelated acquisition*).

Bukti empiris juga menunjukkan bahwa *merger* berkaitan dapat digunakan untuk mengurangi risiko. Penelitian yang dilakukan oleh Lubatkin dan Chatterjee (1994) menemukan bahwa perusahaan yang lebih banyak unit-unit yang berkaitan memiliki risiko yang lebih rendah dari pada unit-unit perusahaan yang tidak berkaitan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa mendapatkan jangkauan ekonomis melalui berbagai aktivitas dan sumber daya lintas unit dalam satu perusahaan dapat berperan penting dalam mengurangi risiko dan menghasilkan laba positif dari upaya-upaya diversifikasi. Dari uraian di atas maka diekspektasi bahwa risiko sistematis *merger* perusahaan berkaitan lebih kecil dari pada risiko sistematis *merger* perusahaan tidak berkaitan.

Dari uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1: diekspektasi bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam kinerja perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan, satu tahun sebelum *merger* dan 4 tahun sesudah *merger*.
- H2: diekspektasi bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam kinerja perusahaan yang melakukan *merger* bebas, satu tahun sebelum *merger* dan 4 tahun sesudah *merger*.
- H3: diekspektasi bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam kinerja perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan dengan *merger* bebas.
- H4: diekspektasi bahwa terdapat risiko sistematis yang berbeda diantara perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan dengan *merger* bebas.

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel

Penentuan sampel dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Dalam *purposive sampling*, populasi adalah yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti (Zikmund, 1997). Adapun kriteria-kriteria sampel yang dikemukakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

- a. Perusahaan manufaktur publik yang terdaftar di Bursa Efek;
- b. Melakukan aktivitas *merger* antara tahun 2005–2010;
- c. Perusahaan yang *merger* tersebut tetap eksis sampai tahun 2014;
- d. Tanggal *merger* dapat diketahui dengan jelas;
- e. Tersedia laporan keuangan tahunan auditan untuk masa 1 tahun sebelum *merger* sampai dengan 4 tahun sesudah *merger*.

Sampel yang memenuhi kriteria tersebut selanjutnya diidentifikasi sesuai dengan karakteristik terikat dan bebas. Dengan demikian ada dua jenis sampel yang dipakai dalam penelitian ini, yaitu: (1) sampel perusahaan yang *merger* berkaitan (terikat), dan (2) sampel perusahaan yang *merger* tidak berkaitan (bebas).

Pengukuran variabel

Sesuai dengan definisi yang dikemukakan di atas, penelitian ini akan menggunakan beberapa variabel. Pengukuran masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

1. Rasio likuiditas (*liquidity ratio*) diukur dengan:
 $Current\ ratio = \frac{current\ assets}{current\ liabilities}$,
2. Rasio aktivitas (*activity ratio*), diukur dengan:
 $Total\ asset\ turnover = \frac{sales}{total\ asset}$,
3. *Financial leverage ratio*, diukur dengan:
A. $Debt\ to\ equity\ ratio = \frac{total\ debt}{total\ equity}$,
B. $Leverage\ ratio = \frac{total\ debt}{total\ assets}$,
4. *Profitability ratio*, diukur dengan:
A. $Operating\ profit\ margin = \frac{earnings\ before\ interest\ and\ tax}{sales}$,
B. $Net\ profit\ margin = \frac{earnings\ after\ tax}{sales}$,
C. $Return\ on\ investment = \frac{earnings\ after\ tax}{total\ asset}$,
D. $Return\ on\ equity = \frac{earnings\ after\ tax}{stockholders\ equity}$,
5. Risiko sistematis diukur dengan beta (β); dalam penelitian ini digunakan beta koreksi, yaitu beta mentah harian setahun yang sudah dikoreksi karena adanya perdagangan yang tidak sinkron (*Indonesian Securities Market Database*, 2010).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Kinerja Keuangan *Related Merger*

Hipotesis pertama (H1) diekspektasi bahwa pada perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan (*related merger*) kinerja keuangannya sesudah *merger* berbeda dengan kinerja keuangan sebelum *merger*. Kinerja keuangan dalam penelitian ini diprosikan dengan rasio-rasio keuangan perusahaan. Karena data berbentuk rasio dan tidak berdistribusi normal, maka untuk pembuktian hipotesis, data diuji dengan menggunakan *Wilcoxon signed rank test* (uji peringkat bertanda Wilcoxon). Pengujian ini dilakukan untuk 1 tahun sebelum *merger* dan 4 tahun sesudah *merger*.

Perbandingan Rasio Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 4 Tahun Sesudah *Merger*

Untuk memperjelas hasil pengujian *merger* dalam perubahan kinerja keuangan, maka akan diuji kembali rasio-rasio tersebut dengan memperpanjang periode pengamatan sampai dengan 4 tahun sesudah *merger*. Pada tabel 1 disajikan ringkasan hasil pengujian hipotesis dengan

menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test* untuk membuktikan adanya perbedaan rasio keuangan 1 tahun sebelum dan 4 tahun sesudah *merger*.

Hasil uji menunjukkan bahwa dengan taraf signifikansi 5%, dari delapan rasio keuangan yang diuji, hanya rasio TATO dan DTE saja yang tidak berbeda secara signifikan untuk 1 tahun sebelum dan 4 tahun sesudah *merger*. Sedangkan ketujuh rasio lainnya, yakni CR, LR, OPM, NPM, ROI dan ROE menunjukkan perbedaan yang signifikan antara 1 tahun sebelum *merger* dengan 4 tahun setelah *merger*. Kesimpulan ini ditunjukkan dengan nilai *asym sig. (2 tailed)* yang lebih kecil dari taraf signifikan yang ditentukan atau $\alpha = 5\%$.

Tabel 1: Ringkasan Hasil Uji H1 dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* Untuk 1 Tahun Sebelum dan 4 Tahun Sesudah *Merger*

No	Rasio	Z Hitung	<i>Asym Sig. (2 tailed)</i>	Kesimpulan
1	CR	-1,955	0,051*	Ha diterima*
2	TATO	-1,443	0,149	Ha ditolak
3	DTE	-1,261	0,207	Ha ditolak
4	LR	-2,153	0,031	Ha diterima
5	OPM	-4,361	0,000	Ha diterima
6	NPM	-4,070	0,000	Ha diterima
7	ROI	-2,247	0,025	Ha diterima
8	ROE	-2,760	0,006	Ha diterima

*) Ha diterima pada $\alpha = 10\%$

Sumber: lampiran 1

Hasil penelitian ini memperkuat dukungan hasil penelitian Windarti (2002) sebagaimana tersebut di atas. Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian Payamto (2001) yang menyebutkan tidak terdapat perbedaan kinerja perusahaan manufaktur sebelum dan sesudah *merger*. Perbedaan itu dimungkinkan terjadi karena periode pengamatan yang dilakukan Payamto hanya dalam jangka waktu yang relatif pendek, yakni 1 sampai 2 tahun sebelum dan sesudah *merger*. Kemungkinan, waktu 2 tahun belumlah cukup bagi manajemen untuk mengintegrasikan perusahaan yang bergabung, mengingat adanya bermacam-macam aspek ekonomis maupun non ekonomis masing-masing perusahaan yang berbeda. Dengan demikian dalam kurun waktu tersebut kinerja manajemen belum terlihat secara jelas.

Dari hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H1) dapat diterima. Hasil pengujian menyatakan bahwa kinerja perusahaan yang melakukan *merger* terikat (*related merger*) pada masa sesudah *merger* berbeda dengan sebelum *merger*.

Pengujian Kinerja Keuangan *Unrelated Merger*

Hipotesis kedua (H2) diekspektasi bahwa pada perusahaan yang melakukan *merger* bebas (*unrelated merger*) kinerja keuangannya sesudah *merger* berbeda dengan kinerja keuangan sebelum *merger*. Sebagaimana dalam pengujian hipotesis pertama, untuk pembuktian hipotesis kedua ini data diuji dengan menggunakan *Wilcoxon signed rank test* (uji peringkat bertanda Wilcoxon), dikarenakan data berbentuk rasio dan terdistribusi tidak normal. Pengujian ini juga dilakukan untuk periode 1 tahun sebelum *merger* dibandingkan dengan 4 tahun sesudah *merger*.

Perbandingan Kinerja Keuangan 1 Tahun Sebelum dan 4 Tahun Sesudah *Merger*

Tabel 2: Ringkasan Hasil Uji H2 dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* untuk 1 Tahun Sebelum dan 4 Tahun Sesudah *Merger*

No	Rasio	Z Hitung	<i>Asym Sig. (2 tailed)</i>	Kesimpulan
1	CR	-2,528	0,011	Ha diterima
2	TATO	-0,168	0,866	Ha ditolak
3	DTE	-0,250	0,802	Ha ditolak
4	LR	-2,551	0,011	Ha diterima
5	OPM	-3,052	0,002	Ha diterima
6	NPM	-2,403	0,016	Ha diterima
7	ROI	-2,482	0,013	Ha diterima
8	ROE	-1,366	0,172	Ha ditolak

Sumber: Lampiran 2

Dari perbandingan rasio-rasio keuangan 1 tahun sebelum *merger* dengan 4 tahun sesudah *merger* seperti yang disajikan pada tabel 2 di atas, menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan untuk *current ratio (CR)*, *leverage ratio (LR)*, *operating profit margin ratio (OPM)*, *net profit margin ratio (NPM)* dan *Return On Investment (ROI)*. Hanya *total asset turn over (TATO)*, *debt to equity (DTE)* dan *return on equity (ROE)* yang tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara 1 tahun sebelum *merger* dengan 4 tahun sesudah *merger*.

Hasil pengujian kinerja keuangan pada *unrelated merger* ini ternyata tidak jauh berbeda dengan hasil pengujian kinerja keuangan pada *related merger* di mana hampir semua rasio keuangan menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada periode 4 tahun sesudah *merger*, kecuali TATO, DTE dan ROE. Dengan demikian bisa disimpulkan bahwa secara umum terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan sebelum *merger* dengan kinerja sesudah *merger* pada perusahaan yang *unrelated merger*, setelah 4 tahun melakukan *merger* (H2 diterima).

Pengujian Kinerja Keuangan Antara *Related* dan *Unrelated Merger*

Dalam hipotesis ketiga (H3) diekspektasi bahwa *merger* perusahaan yang berkaitan (*related merger*) memiliki potensi yang berbeda dalam meningkatkan kinerja perusahaan dibandingkan dengan perusahaan dengan *merger* bebas (*unrelated merger*). Untuk menguji perbedaan kinerja keuangan antara *related merger* dengan *unrelated merger* akan digunakan alat uji statistik *Mann Whitney Test*. Pengujian dilakukan dengan membandingkan rasio-rasio keuangan antara perusahaan yang tidak saling berhubungan (*independent*) yaitu antara perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan (*related merger*) dengan perusahaan yang melakukan *merger* bebas (*unrelated merger*). Pengolahan data dilakukan dengan komputer Program SPSS.

Untuk mempertegas perbedaan kinerja keuangan antara *related merger* dan *unrelated merger* akan dilakukan pengujian kembali dengan membandingkan rasio-rasio keuangan antara perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan dengan yang melakukan *merger* bebas untuk periode 4 tahun setelah *merger*.

Tabel 3: Ringkasan Hasil *Mann Whitney Test* Periode 4 Tahun Sesudah *Merger*

No	Rasio	Z Hitung	<i>Asym Sig. (2 tailed)</i>	Kesimpulan
1	CR	-1,506	0,132	Ha ditolak
2	TATO	-0,455	0,649	Ha ditolak
3	DTE	-2,452	0,014	Ha diterima
4	LR	-0,533	0,594	Ha ditolak
5	OPM	-0,756	0,450	Ha ditolak
6	NPM	-0,884	0,376	Ha ditolak
7	ROI	-0,267	0,789	Ha ditolak
8	ROE	-1,220	0,222	Ha ditolak

Sumber: Lampiran 3

Hasil uji menunjukkan bahwa dari delapan rasio yang diuji, kecuali rasio DTE pada masa 4 tahun sesudah *merger* tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang *related merger* dengan *unrelated merger*. Ketujuh rasio yang tidak signifikan tersebut adalah: CR, TATO, LR, OPM, NPM, ROI dan ROE. Kesimpulan ini ditunjukkan dengan angka *Asym sig. (2-tailed)* dari ketujuh rasio tersebut yang mempunyai nilai lebih besar dari tingkat signifikan yang disyaratkan ($\alpha= 5\%$), seperti terlihat pada tabel 3 di atas.

Dari hasil pengujian dengan *Mann Whitney Test* tersebut dapat dinyatakan bahwa pada masa 4 tahun sesudah *merger* tidak ada perbedaan yang signifikan antara rasio-rasio keuangan perusahaan yang *related merger* dengan *unrelated merger*, kecuali DTE. Berdasarkan uraian tersebut, maka dugaan bahwa kinerja keuangan pada perusahaan dengan *merger* berkaitan berbeda dengan kinerja keuangan pada *merger* bebas, tidak terbukti kebenarannya.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sing dan Montgomery (1987); juga penelitian Chatterjee dan Lubatkin (1990) yang menyatakan bahwa *merger* berkaitan mempunyai kinerja yang lebih baik dari pada *merger* perusahaan tidak berkaitan. Hal ini menunjukkan *merger* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak dipengaruhi oleh jenis *merger* (*related* dan *unrelated*).

Pengujian Risiko Sistematis Pada *Related* dan *Unrelated Merger*

Dalam hipotesis keempat (H4) diekspektasi bahwa *merger* perusahaan yang berkaitan memiliki potensi yang berbeda dalam menurunkan risiko sistematis dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan *merger* bebas. Hipotesis keempat ini juga diuji dengan menggunakan analisis *Mann-Whitney Test*, karena data sampel berdistribusi tidak normal.

Pengujian risiko sistematis ini dilakukan dengan membandingkan beta antara perusahaan yang melakukan *merger* berkaitan (*related merger*) dengan perusahaan yang melakukan *merger* bebas (*unrelated merger*). Pengolahan data dilakukan dengan komputer Program SPSS.

Tabel 4: Ringkasan pengujian *Mann-Whitney Test* untuk Beta 3 Bulan Setelah *Merger* pada *Related* dan *Unrelated Merger*

Variabel	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
Beta	-5,936	0,000	Ha diterima

Sumber: Lampiran 4

pengujian di atas dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat (H4) yang menyatakan bahwa risiko sistematis *Related merger* berbeda dengan risiko sistematis *Unrelated Merger* dapat diterima kebenarannya. Hasil ini memang sesuai dengan beberapa studi sebelumnya yang menemukan bahwa secara total risiko dari perusahaan yang bergabung akan berkurang secara signifikan, karena mereka saling memberikan keahliannya, sehingga dapat mempertahankan posisinya di pasar (Salter dan Weinghold, 1979, Lutbatkin dan O'Neill, 1987).

KESIMPULAN

Hasil pengujian terhadap H1 menyatakan bahwa nilai perusahaan/ kinerja perusahaan yang melakukan *merger* terikat (*related merger*) pada masa sesudah *merger* berbeda dengan sebelum *merger*. Hasil pengujian terhadap H2 menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan 1 tahun sebelum *merger* dengan kinerjanya sesudah 4 tahun *merger* pada perusahaan yang melakukan *unrelated merger*. Hipotesis 3 (H3) yang menduga bahwa kinerja keuangan pada *merger* perusahaan berkaitan (*related merger*) berbeda dengan kinerja keuangan pada perusahaan dengan *merger* bebas (*unrelated merger*), tidak terbukti kebenarannya. Hipotesis keempat (H4) yang menyatakan bahwa risiko sistematis perusahaan dengan *related merger* berbeda dengan risiko sistematis *unrelated merger* dapat diterima kebenarannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustiningsih, Hiqma Nur. 2000. "Analisis Kinerja dan Karakteristik Keuangan Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi di Indonesia." Tesis S2, Universitas Gadjah Mada.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, JF. 1998. *Fundamental Of Financial Management*. Eighth Edition. Terjemahan. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Ceil, Cenoy. 2013. "Role of Due Diligence in Mergers and Acquisition". SSRN Journal Number 2294836.
- Chatterjee, Sayan dan Lubatkin, Michael. 1990. "Corporate Mergers, Stockholder Diversification, And Changes in Systematic Risk". *Strategic Management Journal*, Vol. 11: 255-268.
- Collins, Daniel W., Jaewoo Kim. 2014. Illusion of Growth: Merger-Related Transitory Growth and Its Implications for Growth and Accrual Mispricing. *Journal SSRN* Number 2172843.
- Eckbo, B. Espen. 2013. Corporate Takeovers and Economic Efficiency. ECGI-Finance Working Paper No. 391/2013.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.A. Johnson, dan D.D. Moesel. 1996. "The Market For Corporate Control And Firm Innovation". *Academy Of Management Journal*, 39: 1084-1119.
- Lubatkin, M Dan S. Chatterjee. 1994. "Extending Modern Portofolio Theory Into The Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?" *Academy Management Journal*, 37: 109-136.
- Lubatkin Dan O'neill. 1994. "Merger Strategies And Stockholder Value." *Strategic Management Journal* 8: 39-53

- Kristiani, Narti, Kwik Kian Gie. 1992. "*Merger dan Akuisisi: Kemungkinan dan Penyalahgunaan dan Efek Sinerginya pada Unit-Unit Group Bisnis.*" Manajemen dan Usahawan. No 3 Th XXI, Maret. Jakarta: LMFE UI.
- Markides, C. C. 1999. "*A Dynamic View Of Strategy*". Sloan Management Review, 40(3): 55-63
- Meek, Gery K. Robert, Clare B. And Gray, Sidney J. 1995. "*Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By US, And Continental European Multinational Corporations.*" Journal of International Business Studies. 23, 3th Quarter.
- Payamta. 2001. "*Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia.*" Simposium Nasional Akuntansi IV. Bandung: IAI.
- Salter, Malcom S. dan W.A. Weinhold. 1979. *Diversification Through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value.* New York: The Free Press.
- Sing, Harbir dan Chintia A. Montgomery. 1987. "*Corporate Acquisition Strategies And Economic Performance*" Strategic Management Journal, Vol. 8: 377-386.
- Shaked, I. dan M Allen. 1984. "*Does Business Diversification Effect Performance.*" Financial Management
- Sorensen, Donald E. 2000. "*Characteristics of Merger Firm.*" The Journal of Economic And Business: 52. P.P. 423-433.
- Sudarsanam, Sp. 1995. *The Merger And Acquisition.* First Edition. Prestice Hall Europe.
- Theodossiou, E. Kahya, S. Reze And G. Thilittates. 1996. "*Financial Distress And Corporate Acquisition.*" Futheer Empirical Evident: *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (5) & (6). Juli P.P. 699-719
- Widyanto, Edy. 1997. "*Merger dan Akuisisi sebagai Upaya Memperoleh Synergy.*" Skripsi S1, Universitas Gadjah Mada.
- Windarti. 2002. "*Analisis Rasio Keuangan Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi.*" Tesis S2, Universitas Gadjah Mada.
- Yudyatmoko dan Na'im, Ainun. 2000. "*Pengaruh Akuisisi terhadap Perubahan Return Saham dan Kinerja Perusahaan.*" Simposium Nasional Akuntansi III, IAI.