TESIS

PERBEDAAN KINERJA KEUANGAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN AKUISISI PERIODE 1993- 2001

R.A. SISTA PARAMITA
NIM : 090415391 M

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2007

UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA

TESIS

PERBEDAAN KINERJA KEUANGAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN AKUISISI PERIODE 1993- 2001

R.A. SISTA PARAMITA
NIM : 090415391 M

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2007

PERBEDAAN KINERJA KEUANGAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN AKUISISI PERIODE 1993- 2001

TESIS
Untuk Memperoleh Gelar Magister
Dalam Program Studi Ilmu Manajemen
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga

Oleh:
R.A. Sista Paramita
NIM : 090415391 M

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2007

Lembar Pengesahan:

TESIS INI TELAH DISETUJUI
TANGGAL 7/03/07

Oleh
Pembimbing

Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika, SE
NIP. 130531808

Mengetahui
Ketua Program Studi Ilmu Manajemen

Drs. Sri Gunawan, M.Com., DBA
NIP. 131653420

Halaman Penetapan Panitia Penguji Tesis

Telah diuji pada:

Tanggal 14 Maret 2007

PANITIA PENGUJI TESIS

Ketua : Drs. Ec. Windijiarto MBA

Anggota : 1. Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika, SE

2. Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE.

3. Andry Irwanto, Drs. MBA, Ak

4. Lilik Sugiharti, SE. M.Si

5. Noorlaily Fitdiarini, SE. MBA

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena berkat rahmat dan anugerah-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Tesis dengan judul "Perbedaan Kinerja Keuangan Industri Manufaktur Yang Melakukan Akuisisi Periode 1993-2001" yang disusun sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam Program Studi Ilmu Manajemen Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Dalam menyelesaikan penyusunan tulisan ini, penulis telah banyak mendapat bantuan, dukungan, dan saran dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika, SE, selaku dosen pembimbing yang telah banyak memberikan bimbingan, arahan, masukan dengan penuh kebijaksanaan disela-sela kesibukannya sehingga tulisan ini dapat diselesaikan.
2. Rektor Universitas Airlangga, yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk mengikuti pendidikan Program Pascasarjana di Universitas Airlangga.
3. Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga, beserta seluruh staf dan karyawan program pascasarjana yang telah memberikan bantuan, kesempatan, dan fasilitas kepada penulis selama menempuh proses belajar.
4. Ketua Program Sudi Ilmu Manajemen, yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk mengikuti pendidikan Program Pascasarjana di Universitas Airlangga.
5. Bapak dan Ibu penguji proposal, yang telah memberikan saran dan perbaikan sehingga proposal yang diajukan penulis dapat diajukan dan dilanjutkan menjadi tesis.

6. Staf pengajar, yang telah memberikan dasar-dasar teoritis yang menjadi bekal penulis untuk memperoleh jenjang pendidikan keilmuan yang lebih baik.
7. Kedua orang tuaku, yang telah memberikan semangat dan dukungan baik spirit dan materi dalam segala hal yang dilakukan dan diusahakan oleh penulis.
8. Teman-teman kelas IMAN (reguler dan paralel) dan MAKSI (reguler) yang seangkatan (2004-2005) ataupun para senior, yang telah saling memberikan semangat untuk menyelesaikan tugas ini dalam suka dan duka, menjadi teman seperjuangan, saling berbagi, dan bertukar pendapat.
9. Berbagai pihak yang telah membantu penulis dalam mengumpulkan serta memperoleh data-data yang diperlukan, diantaranya kepada pihak Pusat Referensi Pasar Modal dan pihak Perpustakaan Universitas Surabaya yang telah memberikan kemudahan dalam mengakses informasi, literatur, dan data-data untuk penelitian.

Akhir kata, walaupun masih banyak kekurangan dalam penyusunan tulisan ini, namun penulis tetap berharap agar tulisan ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan semua pihak.

Surabaya, Maret 2007

Penulis

SUMMARY

Merger and acquisition is not only a long term investment decision, but also an alternative to enlarge the business, to achieve company's goal through long term competitive advantage. Combining and running business efficiently can also bring benefit, such as increasing sales growth, create cost efficiency (including using the same channel of distribution for more product kind), increasing market share which can lowered level of competition in market. Ability to create efficiency, which is considered as operating synergy, can improve profitability.

This research is conducted to test whether any performance differences occur between post and pre-acquisition, also examine any positive abnormal performance for acquirer firm. This research's population is all manufacturing company that doing acquisition between 1993-2001. Then by using purposive sampling, the final sample consist of 34 companies.

Variable that will be tested are: 1) net profit margin, 2) asset turnover, 3) abnormal asset turnover, 4) asset growth, and 5) current ratio. Then, we adjust each of these variable by using industry adjusted performance the same as used by Ooghe (2001) and Soliman (2004). Those variables then be called as adjusted net profit margin, adjusted asset turnover, adjusted sales growth, adjusted asset growth and adjusted current ratio. This hypotheses then be tested using t-test.

The result for the hypothesis are : 1) for the period (-1,+1) and (-1,+2), *significant difference appear only for adjusted asset growth*, 2) *for the period* (-1,+3), *significant differences appear on adjusted asset turnover* dan *adjusted asset growth. Our comparison result shows that almost all variables differences decline after acquisition, except for variable adjusted net profit margin, which increase each year.*

The conclusion based on the empirical evidence from this research, shows that sample firms which conducted acquisition can not show better performance. Based on the fact, most of the acquirer translate synergy as making huge cost cut, for examples decision for downsizing, restructuring, and reorganizing, which cause their employee fired from their job or closing their plants, factories, or selling their assets. Those decision may bring benefit for short term, but in the long run, it can bring disadvantage for the firm (performance decline).

ABSTRACT

This research investigates the conceptual arguments that acquisition will create better performance sometimes after acquisition take place. Variable that will be tested are: 1) net profit margin, 2) asset turnover, 3) abnormal asset turnover, 4) asset growth, and 5) current ratio. Then, we adjust each of these variable with their industry (industry adjusted) which is then be calculated by using industry adjusted performance by Ooghe (2001) and Soliman (2004), we name them as adjusted net profit margin, adjusted asset turnover, adjusted sales growth, adjusted asset growth and adjusted current ratio. Those variables then be computed using t-test to test the hypotesis.

The result for the hypothesis are : 1) for the period (-1,+1) and (-1,−2), *significant difference appear only for adjusted asset growth*, 2) *for the period* (-1,+3), *significant differences appear on adjusted asset turnover* dan *adjusted asset growth. Our comparison result shows that almost all variables differences decline after acquisition, except for variable adjusted net profit margin, which increase each year.*

According to the empirical evidence from this research, sample firms which conducted acquisition can not show better performance. Based on the fact, that the acquirer translate synergy as making huge cost cut (downsizing, restructuring, and reorganizing), this decision may bring benefit for short term, but in the long run, it can bring disadvantage for the firm (performance decline).

Keyword: Acquisition, Synergy, Industry adjusted, Performance

DAFTAR ISI

Halaman

LEMBAR JUDUL DALAM i
LEMBAR PRASYARAT GELAR ii
LEMBAR PENGESAHAN iii
LEMBAR PENETAPAN PANITIA PENGUJI TESIS iv
UCAPAN TERIMA KASIH v
SUMMARY vii
ABSTRACT viii
DAFTAR ISI ix
DAFTAR TABEL xii
DAFTAR GAMBAR xiii
DAFTAR LAMPIRAN xiv

BAB I PENDAHULUAN 1
1.1. Latar Belakang Masalah 1
1.2. Rumusan Masalah 5
1.3. Tujuan Penelitian 5
1.4. Manfaat Penelitian 6

BAB II TINJAUAN PUSTAKA 7
2.1. Penelitian Sebelumnya 7
2.2. Landasan Teori 14
2.2.1. Pengertian Akuisisi 14
2.2.2. Ekspansi Internal atau Akuisisi 17
2.2.3. Kelebihan dan kekurangan akuisisi 18
2.2.4. *Operating* dan *Financial Synergy* Sebagai Motif Akuisisi 21
2.2.5. Tipe Akuisisi 24
2.2.6. *Efficiency Hypothesis* 26
2.2 7. Kinerja Keuangan perusahaan 29
2.2.7.1. *Growth* 31
2.2.7.2. Evaluasi *Overall Profitabilitas* 33
2.2.7.2.1. Evaluasi *Operating Management* : *Net Profit Margin* 35
2.2.7.2.2. Evaluasi *Investment Management* : *Asset Turnover* 36
2.2.7.2.3. Evaluasi *Financial Management*: *Leverage* dan *Liquidity* 37

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN 38
3.1. Kerangka Konseptual Penelitian 38
3.2. Hipotesis 41

BAB IV MATERI DAN METODE PENELITIAN 42
4.1. Jenis atau Rancangan Penelitian 42

4.2. Identifikasi Variabel 42
4.3. Definisi Operasional Variabel 43
4.4. Prosedur Penentuan Populasi dan Sampel 46
4.5. Jenis dan Sumber Data 47
4.6. Metode Pengambilan Data 48
4.7. Model dan Teknik Analisis 48
4.7.1. Model analisis 48
4.7.2. Teknik analisis 48

BAB V ANALISIS HASIL PENELITIAN 53
5.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia 53
5.2. Perkembangan *Merger* dan Akuisisi di Indonesia 55
5.3. Diskripsi Variabel Penelitian 57
5.4. Analisis dan Hasil Penelitian 68

BAB VI PEMBAHASAN 71
6.1. Pembahasan Hasil Pengujian Dugaan Terdapat Perbedaan Kinerja Sebelum dan Sesudah Akuisisi Menggunakan *Industry Adjusted* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Melakukan Akuisisi Tahun 1993-2001 71
6.1.1. *Adjusted Net Profit Margin* 72
6.1.2. *Adjusted Total Asset Turnover* 79
6.1.3. *Adjusted Asset Growth* 84
6.1.4. *Adjusted Sales Growth* 87
6.1.5. *Adjusted Current Ratio* 89

BAB VII PENUTUP 93
7.1. Kesimpulan 93
7.2. Saran 95

DAFTAR PUSTAKA 97

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Halaman

Tabel 1.1.	Perkembangan Perusahaan Yang melakukan *Merger* dan Akuisisi di Indonesia Sejak Tahun 1990-2002	2
Tabel 5.1.	Perkembangan Jumlah Perusahaan Publik di PT Bursa Efek Jakarta Periode 1989-2004	54
Tabel 5.2.	Diskripsi Data *Adjusted Net Profit Margin Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi	58
Tabel 5.3.	Diskripsi Data *Adjusted Asset Turnover Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi	60
Tabel 5.4.	Diskripsi Data *Adjusted Asset Growth* Sebelum dan Sesudah Akuisisi	62
Tabel 5.5.	Diskripsi Data *Adjusted Sales Growth* Sebelum dan Sesudah Akuisisi	64
Tabel 5.6	Diskripsi Data *Adjusted Current Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi	66
Tabel 5.7.	Hasil Uji Statistik *Adjusted Net Profit Margin, Asset Turnover, Asset Turnover, Asset Growth, Sales Growth*, dan *Current Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Sebelum dan Sesudah Akuisisi	69
Tabel 6.1.	Ringkasan Hasil Uji Beda *Adjusted Net Profit Margin* Pada Temuan Penelitian De Langhe dan Ooghe (2001) dan Hasil Temuan Penelitian Ini.	73
Tabel 6.2.	Ringkasan Perubahan Jumlah Karyawan Perusahaan Sampel Setelah Melakukan Akuisisi.	78
Tabel 6.3	Ringkasan Hasil Uji Beda *Adjusted Total Asset Turnover* pada Temuan Penelitian Dewi (2003), dan Hasil Temuan Penelitian ini...	79
Tabel 6.4	Ringkasan Hasil Uji Beda *Adjusted Current Ratio* Pada Temuan Penelitian Dewi (2003), De Langhe dan Ooghe (2001) dan Hasil Temuan Penelitian Ini.	89

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 3.1 Kerangka Konseptual Penelitian. 40

Gambar 5.1. Tampilan Data Dan Grafik *Adjusted Net Profit Margin Ratio* Satu Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan Tiga Tahun Setelah Akuisisi Selama Periode Uji 58

Gambar 5.2. Tampilan Data Dan Grafik *Adjusted Total Asset Turnover* Satu Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan Tiga Tahun Setelah Akuisisi Selama Periode Uji 60

Gambar 5.3. Tampilan Data Dan Grafik *Adjusted Asset Growth* Satu Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan Tiga Tahun Setelah Akuisisi Selama Periode Uji 62

Gambar 5.4. Tampilan Data Dan Grafik *Adjusted Sales Growth* Satu Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan Tiga Tahun Setelah Akuisisi Selama Periode Uji 64

Gambar 5.5. Tampilan Data Dan Grafik *Adjusted Current Ratio* Satu Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan Tiga Tahun Setelah Akuisisi Selama Periode Uji 67

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran I	Perbedaan dan Persamaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Terdahulu
Lampiran IIa.	Populasi Perusahaan Manfaktur Yang Melakukan Akuisisi Saham Periode 1993-2001
Lampiran IIb.	Seleksi Sampel Perusahaan Manfaktur Yang Melakukan Akuisisi Satu Kali Periode 1993-2001
Lampiran IIc.	Sampel Perusahaan Manfaktur Yang Melakukan Akuisisi Periode 1993-2001
Lampiran III.	Proses Pengujian Normalitas
Lampiran IV.	Tampilan Data Untuk Masing-masing Pengujian Hipotesis Dari Perusahaan Sampel Selama Periode Penelitian
Lampiran V.	Hasil Pengujian Hipotesis
Lampiran VI.	Jumlah Karyawan Pada Tiap Perusahaan Sampel Selama Tiga Tahun Setelah Akuisisi

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kinerja keuangan menjadi hal yang sangat penting dan menjadi pokok perhatian utama. Hampir seluruh badan usaha menggunakan kinerja keuangan untuk mengukur kemampuan, keberhasilan maupun kegagalannya dalam mengelola sumber daya serta pencapaian tujuan secara efektif dan efisien. Kegagalan pencapaian kinerja keuangan yang diharapkan tidak terjadi secara tiba-tiba, tetapi merupakan akumulasi serangkaian kegagalan atau kesulitan baik di bidang keuangan ataupun bidang manajerial lainnya di masa lalu.

Suatu badan usaha pasti mengharapkan agar kegiatan operasionalnya dapat berjalan dengan baik dan terus berlangsung sepanjang masa. Akan tetapi dengan keadaan yang selalu berubah, maka stabilitas keuangan tentu tidak bisa dicapai sepanjang masa. Oleh karena itu, pemilik dan pengelola bisnis perlu mempertimbangkan keputusan untuk mengembangkan atau memperluas usaha dengan memperhatikan perkembangan perekonomian, peningkatan persaingan, dan keinginan untuk membangun keunggulan kompetitif jangka panjang.

Merger dan akuisisi merupakan bentuk keputusan investasi jangka panjang dan juga merupakan alternatif untuk melakukan ekspansi secara eksternal untuk mencapai tujuan badan usaha melalui keunggulan kompetitif jangka panjang. Akuisisi melibatkan badan usaha pengakuisisi (*acquiring firm*) dan badan usaha yang diakuisisi (*target firm*), dimana pada dasarnya proses ini dilakukan dengan

SURABAYA

harapan agar tercipta efisiensi setelah melakukan akuisisi. Penggabungan dan pengambilalihan serta pengelolaan yang efisien dan akan memberikan manfaat berupa pertumbuhan penjualan, efisiensi biaya usaha (termasuk didalamnya keuntungan dalam mengunakan saluran distribusi yang sama untuk lebih banyak produk), meningkatkan penguasaan pasar sehingga memperkecil tingkat persaingan. Kemampuan menciptakan efisiensi dalam badan usaha akan meningkatkan profitabilitas.

Di Indonesia, aktivitas *merger* dan akuisisi sudah dilakukan sejak tahun 1989. Akuisisi yang pertama dilakukan oleh Ometraco dan Bimantara Group pada tanggal 12 Desember 1989 dengan nilai transaksi Rp. 83 milyar. Perkembangan perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi ditampilkan pada tabel 1.1.

Tabel 1.1:
Perkembangan Perusahaan Yang melakukan Merger dan Akuisisi di Indonesia Sejak Tahun 1990-2002

Tahun	Jumlah Perusahaan	Kasus Merger	Kasus Akuisisi
1990 #)	10	2	8
1991 #)	21	1	20
1992 #)	19	-	19
1993 #)	26	1	25
1994 #)	33	1	32
1995 #)	17	-	17
1996 #)	19	-	19
1997 #)	85	7	78
1998 #)	13	3	10
1999 *)	6	2	4
2000 *)	18	3	15
2001 *)	13	2	11
2002 *)	13	6	7

Sumber:
#) Pusat Data Bisnis Indonesia 1998
*) *Indonesian Capital Market Directory* 2005 dan Pusat Referensi Pasar Modal (BES), diolah

Berdasarkan tabel 1.1, tampak di tahun 1997 terjadi lonjakan jumlah perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi. Hal ini terjadi karena pada 1997, Indonesia mengalami krisis, dimana banyak perusahaan yang mengalami peningkatan jumlah hutang dan bunga yang ditanggung sehingga perusahaan lokal banyak yang mengalami kebangkrutan atau berpotensi untuk bangkrut. Salah satu jalan keluarnya adalah melakukan *merger* atau menjual aktivanya. Pemerintah juga memberikan kemudahan bagi investor asing untuk mengakuisisi perusahaan lokal sehingga terjadi peningkatan *merger* dan akuisisi pada tahun 1997.

Beberapa penelitian tentang *merger* dan akuisisi telah banyak dilakukan, yang umumnya juga melihat perubahan jangka panjang yang terjadi, umumnya tiga sampai dengan lima tahun setelah akuisisi. Studi mengenai *merger* dan akuisisi selain menggunakan *market based study* juga menggunakan *acounting-based study*. Asumsi yang umum digunakan dalam penelitian semacam ini adalah akuisisi berperan penting untuk membawa perubahan pada kinerja berdasarkan tolok ukur *earning*, *margin*, atau produktivitas, (Kaplan, 2006).

Penelitian ini dilakukan untuk melihat perbaikan kinerja fundamental perusahaan dan menilai apakah akuisisi mampu memberikan manfaat bagi perusahaan. Umumnya kinerja perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi dievaluasi berdasarkan *cash flow*, *margin*, produktivitas aktiva, profitabilitas, dan apakah terjadi perbaikan tingkat efisiensi atau tidak. Peningkatan efisiensi sebagai hasil akuisisi dianggap sebagai *operational synergy*. Jika sinergi berhasil diciptakan melalui *merger* dan akuisisi, maka kinerja akan menjadi lebih baik

Beberapa penelitian *long term operating performance* menghasilkan temuan yang *mixed*, misalnya Ravenscraft dan Scherer (1987) dalam Kruse et al., (2002) menemukan hasil berlawanan dengan prediksi perbaikan efisiensi, yaitu sampel perusahaan besar di *United States* yang mengalami *takeover*, ternyata setelah *takeover* menghasikan kinerja yang buruk. Hasil berlawanan diajukan Healy, Palepu, dan Ruback, (1992) yang menunjukkan terjadi perbaikan yang signifikan selama lima tahun setelah *merger* menggunakan *industry adjusted performance*.

Salah satu tipe riset yang pernah dilakukan adalah dengan membandingkan kinerja antara sebelum dan sesudah akuisisi untuk melihat efek akuisisi pada kinerja pengakuisisi setelah akuisisi. Problem yang muncul dari proses komparasi ini adalah pengaruh *business cycle*. Jika kinerja setelah akuisisi (*post-acquisition*) dibandingkan dengan kondisi sebelum akuisisi (*pre-acquisition*), maka kemungkinan perubahan kinerja yang terjadi juga dipengaruhi fluktuasi kondisi ekonomi dan bukan karena melakukan akuisisi. Salah satu cara memperkecil distorsi itu adalah melakukan *adjustment* terhadap industrinya.

Pemilihan *performance benchmark* yang tepat dapat membantu melihat efek *merger* dan akuisisi terhadap *performance* melalui *industry-based benchmark* (Healy et al., 1992; Ooghe et.al., 2001; 2003; dan Andrade et al., 2001). Konsep *industry-based benchmark* telah lama meyakini bahwa rasio keuangan perusahaan cenderung mengikuti rata-rata industrinya (*industry average*) karena ada faktor persaingan dalam industri. *Adjustement* menggunakan median industri diharapkan dapat mempekecil masalah pengaruh *business cycle* ini.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah, masalah penelitian ini adalah: Apakah ada perbedaan rata-rata kinerja keuangan menggunakan *industri adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan penelitan ini adalah: Untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan rata-rata kinerja keuangan menggunakan *industri adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini, adalah:

1. Memberikan bukti empiris mengenai akuisisi, berkaitan dengan kinerja berdasarkan rasio profitabilitas, rasio aktivitas, *growth* dan likuiditas.
2. Penelitian ini diharapkan mampu memacu ide-ide baru untuk menggali permasalahan lain yang terkait dengan pelakanaan akuisisi di Indonesia.
3. Bagi pembuat keputusan *merger* dan akuisisi, diharapkan penelitian ini mampu memberikan informasi tentang evaluasi kinerja perusahaan setelah *merger* dan akuisisi sehingga manajemen mampu mengontrol, dan mengantisipasi kemungkinan jika terjadi penurunan kinerja setelah akuisisi, dan akhirnya mampu mengembangkan perusahaannya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Sebelumnya

Pada bagian ini akan diuraikan beberapa hasil penelitian oleh beberapa peneliti sebelumnya, khususnya menyangkut masalah kinerja keuangan yang relevan dengan penelitian ini. Berbagai penelitian terdahulu itu diantaranya:

Penelitian oleh Healy, Palepu, dan Ruback (1992).

Penelitian mereka menguji *operating performance* dari 50 *merger* terbesar antara 1979 - 1984, menggunakan data akuntansi sebagai data yang utama. Healy et al., (1992) menguji apakah keuntungan *merger* dihasilkan dari *underinvesting*, penjualan aktiva atau dari pengurangan aktivitas riset dan pengembangan. Mereka juga melakukan penyesuaian pada industri untuk menguji apakah perubahan kinerja terjadi karena pengaruh industri atau akibat *merger*.

Hasilnya menunjukkan terdapat perbaikan kinerja yang signifikan dalam periode 5 tahun setelah akuisisi berdasarkan *industry adjusted operating performance*. *Cash flow margin on sales* tidak berubah signifikan, tetapi *asset turnover* secara signifikan mengalami perbaikan. Perbaikan ini bukan karena pengurangan biaya karyawan, tetapi perusahaan yang *merger* melakukan restrukturisasi, reorganisasi dan manajemen aktiva yang lebih baik dibandingkan perusahan lain dalam satu industri. Perbaikan *asset management* meningkatkan produktivitas relatif aktiva terhadap industrinya, sehingga menghasilkan *operating cash flow* yang lebih tinggi (p. 135)

Penelitian oleh Kruse, Park, Park, dan Suzuki (2002)

Mereka meneliti *long-term operating performance* setelah *merger* pada industri manufaktur yang terdaftar dalam *Tokyo Stock Exchange* antara 1969-1992. Penelitian melibatkan industri, afiliasi, dan *keiretsu* yang berbeda, meliputi kinerja sebelum *merger* dari perusahaan target dan pengakuisisi. Total *final sample* sebanyak 46 kasus *merger* yang melibatkan 47 perusahaan target. Kruse et al., (2002) menambahkan *control firm* untuk mengantisipasi perubahan kinerja karena terjadi perubahan dalam industri atau faktor ekonomi lain secara umum. Kinerja diukur menggunakan menggunakan *operating return* (Healy et al., : 1992) dan *operating margin* (Clark dan Ofeck : 1994).

Hasilnya menunjukkan bahwa *long-term operating performance* setelah *merger* adalah positif tetapi tidak signifikan, sebaliknya ketika *long-term operating performance* diuji pada kondisi setelah *merger* yang terdiversifikasi (antara industri yang berbeda), ternyata tingkat signifikannya lebih besar, artinya *operating return* lebih besar hanya pada *merger* antara industri yang berbeda. Berdasarkan hasil temuan ini, Kruse et al., (2002) kemudian melakukan dekomposisi berdasarkan *cash flow return* untuk menginvestigasi *post performance* dari perusahaan sampel dan menghasilkan kesimpulan bahwa efek *merger* adalah minimal pada perusahaan sampel di Jepang.

Penelitian oleh Jan Camerlynck dan Hubert Ooghe (2000)

Camerlynck dan Ooghe (2000) meneliti *pre-acquisition financial characterisitic* dari perusahaan pengakuisisi dan target menggunakan *operating performance* dan menerapkan *industry adjusted* pada *multiple* dan *single acquirer* serta target mereka. Tujuannya untuk menjawab 1) apakah target *underperform* atau memiliki keuangan lebih kuat dibandingkan dengan industrinya, 2) apakah pengakuisisi lebih superior dalam hal profitabilitas, liquiditas, *leverage*, relatif terhadap industri dan targetnya?, dan 3) apakah ada perbedaan karakteristik keuangan yang signifikan antara pengakuisisi dengan target?.

Data diperoleh dari CD-ROM *National Bank of Belgium* dan Belfirst CD-ROOM. Perusahaan sampel merupakan perusahaan industri non keuangan (bukan industri keuangan dan property) di Belgia, memiliki laporan keuangan yang lengkap dan melakukan akuisisi pada tahun 1992, 1993, dan 1994. Total perusahaan yang diakuisisi adalah sebanya 191 perusahaan dan setelah diseleksi menghasilkan final sampel sebanyak 143 perusahaan target dan 123 pengakuisisi, terbagi menjadi 109 *single acquirer* dan 14 *multiple acquirer*.

Kinerja diukur menggunakan *accounting based measure*, karena penelitian ini berusaha mengevaluasi *operating performance* target dan akuisitor dengan menggunakan variable rasio, meliputi: *profitability*, *liquidity*, *financial structure*, *solvency*, dan *added value*. Camerlynck dan Ooghe (2000) juga menerapkan *industry-adjusted acquisition performance* baik untuk pengakuisisi dan targetnya.

Hasilnya menunjukkan bahwa akuisisi dalam hal ini bukan merupakan alternatif penyelesaian kebangkrutan, karena target tidak menunjukkan risiko

kegagalan yang tinggi, sebaliknya menunjukkan tingkat *solvency* dan likuiditas yang lebih tinggi dibandingkan industrinya. Pengakuisisi mencapai growth rate yang lebih tinggi khususnya berkaitan dengan total asset dan sales dibandingkan target, tetapi mengalami *industry adjusted liquidity* yang negatif dan *leverage* tinggi, artinya terjadi *growth-resources mismatch* antara akuisitor dengan taget. Berdasarkan median industri *operating performance* sampel dibandingkan dengan industrinya, maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kedua tipe pengakuisisi. Jadi, tampaknya tidak ada perbaikan kinerja keuangan dari pengakuisisi.

Penelitian oleh Tina De Langhe dan Hubert Ooghe (2001)

De Langhe dan Ooghe (2001) meneliti apakah akuisisi memberikan manfaat bagi pengakuisisi, yaitu menghasilkan kinerja lebih baik setelah akuisisi, sehingga penelitian ini ditujukan pada post-takeover financial charactristics dari perusahaan di Belgia yang melakukan akuisisi antara tahun 1992-1994. penelitian ini juga menerapkan *industry adjusted* pada akuisitor serta target mereka.

Data diperoleh dari CD-ROM *National Bank of Belgium* dan Belfirst CD-ROOM dari tahun 1989-1999. Perusahaan sampel merupakan perusahaan industri non keuangan (bukan industri keuangan dan property) di Belgia, memiliki laporan keuangan yang lengkap dan melakukan akuisisi pada tahun 1992, 1993, dan 1994. Total final sampel sebanyak 143 perusahaan target dan 123 pengakuisisi. Kinerja diukur menggunakan *accounting based measure*, dengan menggunakan variabel rasio, meliputi: *profitability*, *liquidity*, *financial structure*, *solvency*, dan *added value*.

Hasilnya menunjukkan bahwa setelah akuisisi, profitabilitas, solvency, dan liquiditas dari perusahaan hasil kombinasi mengalami penurunan (*decline*). Berkaitan dengan *added value*, takeover dalam penelitian ini juga disertai dengan peningkatan produktivitas tenaga kerja, karena adanya perbaikan gross added value per karyawan dan juga karena penghentikan karyawa target. Jadi secara umum, takeover tidak menunjukkan perbnaikan kinerja keuangan dari pengakuisisi.

Penelitian oleh Made Rusmala Dewi (2003)

Dewi (2003) meneliti perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi berdasarkan tipe *merger* dan akuisisi pada perusahaan publik di BEJ, serta menganalisis trend perkembangan kinerja keuangannya periode 1995 sampai dengan 2001. Variabel bebasnya ada sepuluh rasio keuangan, yaitu *Current Ratio, Quick Ratio, Total Debt To Total Asset Ratio, Total Debt To Total Equity Ratio, Total Asset Turnover, Inventory Turn Over, Return On Investment, Return On Equity, Price Earning Ratio,* dan *Price To Book Value Ratio.*

Hasilnya menunjukkan bahwa secara umum kinerja perusahaan untuk menghasilkan laba ternyata mengalami penurunan. Pengujian hipotesis pertama menghasilkan temuan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata rasio *Total Debt to Current Asset* (TDCA), *Total Debt to Equity Ratio* (TDER), ROI, ROE dan *Price Earning Ratio* (PER) selama periode 1, 2, dan 3 tahun sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi. Rasio likuiditas dan *Price To Book Value Ratio* berbeda signifikan hanya pada 1 tahun sebelum dan sesudah akuisisi,

sedangkan rasio *Total Asset Turnover* dan *Inventory Turnover* tidak bebeda signifikan pada periode 1, 2, dan 3 tahun setelah akuisisi.

Pengujian hipotesis kedua berdasarkan tipe horizontal dan vertikal menghasilkan temuan bahwa rata-rata dari rasio likuiditas (CR dan QR), *Total Debt to Current Asset* (TDCA), *Total Debt to Equity Ratio* (TDER), *Total Asset Turnover* dan *Inventory Turnover*, ROI, ROE, *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price To Book Value Ratio* selama periode 1, 2, dan 3 tahun sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi tidak berbeda.

Hasil trend perkembangan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa pada *merger* dan akuisisi tahun 1995-2001, rasio yang meningkat adalah rasio *Total Debt to Current Asset* (TDCA) dan *Inventory Turnover*, sedangkan pada tahun 1996-2001, hanya rasio *Total Debt to Current Asset* (TDCA) yang meningkat. Pada tahun 1997-2001 hanya rasio *Total Debt to Current Asset* (TDCA) dan *Total Asset Turnover*, sedangkan pada tahun 1998-2001 hanya rasio current ratio yang meningkat.

Rata-rata gabungan perkembangan kinerja keuangan perusahaan periode tahun 1995-2001 hanya rasio *Total Debt to Current Asset* (TDCA) dan *Inventory Turnover* yang meningkat. Jadi, kesimpulan secara umum, tidak terjadi peningkatan perkembangan kinerja keuangan perusahaan sesudah perusahaan publik melakukan *merger* dan akuisisi, karena sebagian besar rasio keuangan mengalami penurunan.

Persamaan dan perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian ini

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti *operating performance* perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi. Hal ini serupa dengan penelitian yang (2000), De Langhe dan Ooghe (2001) dan Dewi (2003), tetapi pemilihan variabel yang sedikit berbeda dengan penelitian Dewi (2003). Penelitian ini lebih fokus pada rasio *net profit margin, asset turnover, asset growth, sales growth, current ratio,* dan *abnormal performance.*

Periode penelitian ini dilakukan menggunakan periode jangka panjang. Hal ini juga dilakukan oleh Healy et al., (1992), Kruse et al., (2002), Camerlynck dan Ooghe (2000), De Langhe dan Ooghe (2001) dan Dewi (2003). Penggunaan periode yang panjang dilakukan untuk melihat perubahan kinerja, apakah kinerja perusahaan yang bersangkutan menjadi lebih baik setelah *merger* dan akuisisi.

Penelitian ini menggunakan *industry adjustment* untuk mengantisipasi jika perubahan kinerja disebabkan perubahan dalam industri (*industry shock*) atau faktor ekonomi dan bukan akibat *merger* dan akuisisi. Hal ini juga dilakukan oleh Healy et al., (1992), Kruse et al., (2002), Camerlynck dan Ooghe (2000), dan De Langhe dan Ooghe (2001).

Sampel penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hal ini juga dilakukan oleh Kruse et al., (2002), yang menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Tokyo Stock Exchange*, sedangkan penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Pengertian Akuisisi

Istilah akuisisi, *merger*, *buyout*, dan *takeover* digunakan untuk menggambarkan *merger* dan akuisisi. Masing-masing istilah memiliki arti dan pengertian berdasarkan konteks spesifik, tetapi secara umum, akuisisi, *merger*, *buyout*, dan *takeover* dapat saling menggantikan (Sudarsanam, 2003: 3). Keputusan *merger* dan akuisisi melibatkan keputusan investasi yang cukup besar, meliputi berbagai transaksi yang rumit dan beragam, yang tidak hanya berdampak pada perusahaan yang bersangkutan, tetapi juga berbagai pihak, diantaranya para karyawan, manajer, pesaing, lingkungan bisnis serta perekonomian.

Istilah akuisisi oleh Ogden, Jen dan O'Connor (2003: 546) dipakai untuk menggambarkan transaksi (*deal*), dimana *surviving firms* adalah perusahaan pengakuisisi dan *defunct firm* adalah perusahaan target. *Merger* ataupun akuisisi diawali dengan persetujuan direksi dari perusahaan *bidder* untuk menawarkan saham, uang tunai, atau kombinasi saham dan uang tunai, untuk ditukarkan dengan saham perusahaan target. Tawaran ini dilaksanakan jika direksi dan pemegang saham perusahaan target menyetujui tawaran pengakuisisi.

Damodaran (2001 : 835) menyebutkan bahwa suatu perusahaan dapat mengakuisisi perusahan lainnya dalam berbagai cara, yaitu : 1) melalui *merger*, 2) *consolidation*, 3) *tender offer*, 4) *purchase of asset*, dan 4) *buyout*, sedangkan Scharft, Shea, dan Beck (1991: 37) menyebutkan tiga metode dasar akuisisi, yaitu 1) *statutory merger*, 2) *acquisition of stock*, dan 3) *acquisition of asset*.

Pada proses *merger*, dewan direksi kedua perusahaan sepakat menggabungkan perusahaan dengan persetujuan pemegang saham. Pada umumnya 50% pemegang

saham target dan pengakuisisi harus menyetujui *merger* ini. Pada kasus *merger*, pemegang saham perusahaan target akan menerima saham, uang tunai atau kombinasinya, sedangkan pengakuisisi akan menerima aktiva dan kewajiban perusahaan target, kemudian perusahaan target berhenti beroperasi karena telah menjadi bagian dari perusahaan pengakuisisi.

Proses akuisisi juga dapat dilakukan melalui pembelian saham atau aktiva perusahaan target. Akuisisi melalui pembelian saham dilakukan dengan membeli seluruh atau sebagian saham perusahaan dari pemegang saham target pada harga tertentu dan mengkomunikasikan penawaran ini melalui bursa atau surat langsung kepada pemegang saham. Hal ini akan merupakan jalan pintas karena penawarannya dilakukan tanpa melalui manajemen dan dewan direksi dari perusahaan target, sehingga proses *tender offer* ini merupakan bentuk *hostile takeover*. Setelah akuisisi, perusahaan target tetap beroperasi dan memiliki serta mengoperasikan aktiva dan bisnisnya selama terdapat pemegang saham minoritas yang menolak tawaran tender tersebut. Jika pengakuisisi membeli seluruh saham target, maka perusahaan target disebut *subsidiary*.

Akuisisi melalui *buyout* timbul ketika sekelompok individu membeli saham suatu perusahaan dan pembeli mengatur agar perusahaan memiliki *debt* atau *equity financing* untuk memfasilitasi pembelian ini. Penerbitan hutang menjadi kewajiban bagi perusahaan target, sehingga meningkatkan level *leverage*-nya, dan transaksi ini disebut *leverage buyout* (*LBO*). Jika *buyout* dilakukan oleh sekelompok individu termasuk manajemen target, maka transaksi ini disebut *management buyout* (*MBO*). Setelah transaksi, perusahaan target yang dahulu adalah perusahaan publik akan menjadi *private business*. Perusahaan yang

menjadi *private business* akibat *buyout* dapat menjadi perusahaan publik kembali dengan melakukan *subsequent* IPO (*reverse buyout*).

Akuisisi melalui pembelian aktiva target, dilakukan dengan membeli seluruh atau sebagian dari aktiva target dan juga bisnis berkaitan dengan target. Pembelian ini dilakukan dengan perjanjian yang disetujui oleh dewan direksi kedua pihak (pengakuisisi dan target) dan juga mendapat persetujuan dari pemegang saham perusahaan target jika melibatkan pembelian seluruh aktiva. Aktiva kemudian ditransfer melalui perjanjian, bukti penjualan, dan seluruh kewajiban (*liability*) juga ditransfer. Biasanya, setelah seluruh aktiva perusahaan target berpindah kepada perusahaan pengakuisisi, maka perusahaan target akan dilikuidasi.

Lebih spesifik, PSAK nomor 22 (dalam Moin, 2004: 8) mendefinisikan akuisisi berdasarkan perspektif akuntansi sebagai suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui kewajiban, atau mengeluarkan saham. Jadi, akuisisi merupakan pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham ataupun aktiva perusahaan oleh perusahaan lain, dimana baik perusahaan target dan pengakuisisi tetap beroperasi sebagai perusahaan yang terpisah.

Akuisisi sebagai bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pengakuisisi atas target, berupa kekuasaan untuk 1) mengatur kebijakan keuangan operasional perusahaan, 2) mengangkat dan memberhentikan manajemen, dan 3) mendapatkan hak suara mayoritas dalam rapat direksi. Selanjutnya, antara pengakuisisi dan target menjadi perusahaan induk (pengakuisisi) dan anak perusahaan (target) yang memiliki hubungan afiliasi.

2.2.2. Ekspansi Internal atau Akuisisi

Perubahan lingkungan bisnis, seperti globalisasi, deregulasi, kemajuan teknologi komputer dan telekomunikasi, serta fragmentasi pasar telah menciptakan persaingan yang ketat. Persaingan ini membuat perusahaan yang ingin meraih kesuksesan berusaha mencapai pertumbuhan. Respon perusahaan terhadap persaingan ini beragam, diantaranya, 1) memilih untuk fokus pada *resources* segmen tertentu yang lebih kecil 2) tetap bertahan dengan apa yang telah dilakukan selama ini, dan 3) menggabungkan diri dengan perusahaan lain. Alternatif ketiga inilah yang merupakan upaya restrukturisasi melalui *merger* dan akuisisi, khususnya untuk mencapai *economies of scale*, *financial economies*, pemanfaatan *complementary resources*, dan peningkatan *market power*.

Perluasan usaha untuk mencapai pertumbuhan biasanya diawali dengan mengevaluasi bisnis yang ada sekarang, yang meliputi penjualan, pemasaran, proses manufaktur, riset dan pengembangan, pembelian, transportasi, distribusi, pembiayaan, dan berbagai aspek lainnya. Jika *growth opportunity* telah teridentifikasi dan dievaluasi, maka manajemen akan menentukan apakah perusahaan perlu melakukan ekspansi internal atau eksternal. Keputusan ini umumnya didasarkan pada pertimbangan waktu, biaya, dan alternatif yang paling rasional untuk diterapkan, disamping beberapa faktor lainnya.

Pertumbuhan dapat dicapai melalui ekspansi internal ataupun eksternal (akuisisi bsnis). Ekspansi internal diwujudkan melalui aktivitas investasi riset dan pengembangan, mendirikan perusahaan baru, pabrik baru, produk baru dan lainnya, sedangkan ekspansi eksternal berupa *merger*, akuisisi, dan *takeover*.

2.2.3. Kelebihan dan Kekurangan Akuisisi

Merger dan akuisisi mampu memberikan *operating benefit* dan manfaat lainnya bagi *buyer* melalui sinergi, khususnya jika perusahaan target berada dalam *related business* (Levine, 1989: 5). Bibler (1989: 4) juga mengungkapkan bahwa akuisisi menawarkan kelebihan khususnya dalam mencapai tujuan yang sama melalui ekspansi internal, yaitu risiko yang lebih rendah, hemat waktu, mengurangi persaingan, dan biaya yang lebih rendah, khususnya pada diversifikasi produk yang *unrelated* (Levine, 1989:5). Jika perusahaan ingin memasuki lini produk baru, maka ekspansi internal akan membutuhkan waktu bertahun-tahun, sedangkan akuisisi dengan membeli bisnis yang telah ada akan menawarkan risiko yang lebih kecil, selain itu akuisisi untuk tujuan restrukturisasi, menawarkan waktu lebih cepat (Levine, 1989:5).

Pada beberapa kasus, manfaat ini termasuk penambahan kekuatan perusahaan akibat adanya *transferable production technology, marketing know-how, research and development capability*, dan *managerial skill*, contohnya :

1. Jika pengakuisisi memiliki fasilitas poduksi yang superior, maka melalui *sharing* akan memberikan kontribusi berupa *cost reduction*.
2. Konsolidasi *staff* akan meningkatkan keterampilan manajemen tanpa mengeluarkan biaya, sehingga menimbulkan penghematan.
3. Perusahaan target memiliki aktiva tidak terpakai, yang dapat dijual untuk menghasilkan kas, sehingga *debt capacity* perusahaan *target* dapat digunakan untuk meningkatkan *borrowing* (dana eksternal).
4. Akuisisi melalui pembelian aktiva menimbulkan *tax benefit* akibat peningkatan penyusutan aktiva, sehingga meningkatkan *cash flow*.

Alasan akuisisi untuk meningkatkan *market power* timbul ketika akuisisi dilakukan melalui integrasi *horizontal*. Argumennya bahwa integrasi *horizontal* meningkatkan konsentrasi pasar, melalui pembelian perusahaan yang memiliki bisnis yang sama dengan pengakuisisi, sehingga jumlah perusahaan dalam industri menjadi semakin sedikit, sehingga mengurangi persaingan yang berlebihan antar perusahaan pada bisnis yang sejenis, meningkatkan *market power* dan akhirnya meningkatkan profitabilitas pengakuisisi (Sharma dan Thistle : 1996).

Single market yang tercipta dari mekanisme ini, menimbulkan pengurangan hambatan (*barriers*), biaya juga mengurangi proteksi pasar. Saat itu perusahaan mampu mencapai potensial *economies of scale* yang semakin meningkat karena perusahaan berhasil menjual produknya lebih bebas pada pasar yang lebih luas. Pasar yang lebih luas memberikan kesempatan baru disamping meningkatkan ujian pada kemampuan manajemen (CBI, 1989: 13). Manajemen juga perlu memperhatikan apakah pasar tersebut berkembang atau jika kondisi umum stabil bahkan menurun, apakah perusahaan dapat melihat celah pasar yang dapat dimanfaatkan untuk tetap berkembang (*growth*) (CBI, 1989: 49).

Barrier to entry juga menjadi alasan akuisisi. Beberapa bentuk *barier to entry*, misalnya *brand names* yang dikenal luas dan terkenal, kepemilikan teknologi dan hak paten, sulitnya melakukan penetrasi pada saluran distribusi, atau kebutuhan untuk mencapai *economies of scale* yang tinggi (volume produksi yang tinggi), membuat pesaing kesulitan untuk ikut bersaing dalam suatu industri. Jika suatu perusahaan mengakuisisi target yang memiliki *brand name* yang sudah terkenal, maka secara tidak langsung pengakuisisi telah memiliki *market recognition* tanpa harus membangun sendiri *brand name*-nya, dengan biaya lebih murah.

Merger dan akuisisi juga dilakukan untuk diversifikasi dan mengurangi risiko. Diversifikasi dilakukan untuk mendorong *core business*-nya yang menurun (*decline*), Bibler (1989: 218). Diversifikasi dipercaya mampu mengurangi risiko volatilitas pendapatan dan risiko, disamping meningkatkan *value*.

Disamping berbagai manfaat yang ditawarkan akuisisi, ternyata ada beberapa masalah yang ditimbulkan dari akuisisi, diantaranya (Levine, 1989: 6-7):

a. Pasar perusahaan yang *profitable* cukup kompetitif, sehingga akuisisi akan sangat mahal. Beberapa studi menunjukkan bahwa *financial benefit* dari akuisisi akan dirasakan oleh target (Levine, 1989: 6), karena akuisisi melibatkan *broker*, *investment bankers*, *legal* dan auditur, sehingga harga akuisisi mengurangi *excess return* pengakuisisi.

b. Adanya *adverse impact* pada neraca pengakuisisi jika transaksi melibatkan *cash* atau *debt financing*, karena dapat membatasi *borrowing capacity* dimasa datang dan menurunkan *credit rating* pengakuisisi.

c. Akuisisi juga berarti mengakuisisi personel dan budaya perusahaan target. Ketidakcocokan antara pengakuisisi dan target akan menimbulkan masalah, apalagi jika pengakuisisi belum berpengalaman.

d. Akuisisi melibatkan komitmen yang menyangkut aspek keuangan dan non finansial, misalnya, ketika target yang bisnisnya sudah lama berdiri kemudian diakuisisi perusahaan lain, maka publik menilai perusahaan target sedang mengalami kemunduran atau mengalami masalah.

e. Pengaturan masalah *antitrust* diperlukan jika akuisisi menimbulkan pembatasan persaingan atau penguasaan *market share* yang terlalu luas.

2.2.4. *Operating* Dan *Financial Synergy* Sebagai Motif Akuisisi

Istilah "*Synergy*" merupakan *any resource of value creating efficiency that is brought about by combining the asset, operations, and financial structure of two firms* (Ogden et al., 2003: 549). Jadi, *synergy* berkaitan dengan segala bentuk sumber daya yang mampu memberikan penambahan nilai potensial dari hasil mengkombinasikan dua atau beberapa perusahaan. Pada umumnya *synergy* digambarkan dalam persamaan sederhana menjadi 1+1 = 3, yang berarti hasil kombinasi akan lebih besar daripada penjumlahan masing-masing pihak.

O'Rourke dalam Bibler (1989: 227) mengungkapkan argumennya bahwa telah terjadi kesalahpahaman mengenai "*synergy*". Pada kasus akuisisi menggunakan hutang yang sangat besar, kemudian bisnis target digabungkan dengan pengakuisisi, sehingga perusahaan harus melakukan penghematan yang besar dalam perusahaan, dan inilah yang dianggap sebagai "*synergy*". Pada jangka pendek, pengurangan biaya overhead tampaknya cukup rasional, tetapi pengakuisisi kini mempertaruhkan kemampuannya penghasilkan profit dan kemampuan melunasi kewajibannya (*credit capabilities*), sehingga tidak ada dana untuk melakukan investasi pada perusahaan hasil kombinasi tersebut. Pada jangka panjang, hal ini akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan. O'Rourke dalam Bibler (1989: 228) kemudian mendefinisikan "*synergy*" sebagai kemampuan pengakuisisi untuk menggunakan kekuatannya (*strength*) untuk meningkatkan kinerja target, atau memanfaatkan kekuatan yang dimiliki target untuk memperbaiki kelemahan yang dimiliki oleh pengakuisisi.

Terdapat dua tipe sinergi, yaitu *operating synergy* dan *financial synergy*. *Operating synergy* disebut juga *operating economies*, dapat dicapai dari proses

merger dan akuisisi. *Operating synergy* merupakan bentuk sinergi yang memungkinkan perusahaan meningkatkan pendapatan operasinya (*operating income*), pertumbuhan, atau keduanya. *Operating synergy* diharapkan dapat menciptakan perbaikan dalam fungsi bisnisnya, termasuk manajemen, biaya tenaga kerja, produksi dan distribusi, akuisisi dan alokasi sumber daya, ataupun *market power* (Ogden et.al., 2003: 549). Kemampuan *operating synergy* dalam mempengaruhi *margin* dan *growth*, memungkinkan perbaikan kinerja.

Operating synergy (*operating economies*), menurut Weston, Cheung, dan Hoag (1990: 195) juga dapat dicapai melalui *vertical integration*, yaitu melalui kombinasi berbagai tahap yang berbeda dari suatu perusahaan sehingga tercapai efisiensi koordinasi pada tiap level yang berbeda. *Operating synergy* dikatagorikan menjadi empat tipe oleh Damodaran (2001: 840), yaitu:

a. *Economies of scale*, terjadi jika perusahaan menjadi lebih efisien sehingga mampu memberikan keuntungan.

b. *Greater pricing power*, dimana hal ini dihasilkan dari penurunan persaingan dan peningkatan *market share*, sehingga akan meningkatkan *margin* dan meningkatkan *operating income*.

c. *Combination of different functional strength*, yang merupakan kasus dimana suatu perusahaan yang memiliki kemampuan marketing yang kuat mengakuisisi perusahaan yang memiliki lini produk yang baik.

d *Higher growth in new existing markets*, timbul dari kombinasi dua perusahaan, dimana kekuatan dari masing-masing perusahaan digunakan untuk menunjang peningkatkan bisnis pengakuisisi

dalam industri, dimana sebelum *merger* dan akuisisi, perusahaan beroperasi pada level jauh dibawah pencapaian *economies of scale* yang potensial. *Economies of scale* timbul karena terdapat penggunaan dan pemanfaatan kapasitas yang lebih baik (optimal), sehingga memberikan peningkatan pendapatan pada sejumlah besar output, yang membuat perusahaan mampu mencapai efisiensi biaya.

Financial synergy ditunjukkan dari peningkatan kemampuan perusahaan setelah *merger* memiliki kemampuan struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah, sehingga biaya modal semakin menurun. Jika struktur modal kuat, maka perusahaan tidak mengalami kesulitan likuiditas, sehingga mampu memperbesar ukuran perusahaan, akibatnya publik akan menilai perusahaan lebih baik. Berikut ini aspek yang menjadi pertimbangan *financial synergy* adalah:

a. kombinasi perusahaan yang kelebihan kas disebut "*cash slack*" (kesempatan proyek yang terbatas) dan perusahaan dengan *return* proyek yang tinggi akan menghasilkan *payoff* yang tinggi.

b. *Debt capacity* meningkat, karena saat dua perusahaan digabungkan, maka *earning* dan *cash flow* akan lebih stabil. Perusahaan lebih mudah mengajukan hutang lebih dari yang biasa mereka ajukan sebagai suatu entitas individu. Peningkatan hutang akan memberikan *tax benefit*.

c. *Tax benefit*, hal ini terjadi ketika pengakuisisi mengakuisisi perusahaan yang mengalami *net operating loss*, sehingga pengakuisisi mendapatkan keuntungan dari pengurangan beban pajak.

d. *Takeover poorly managed firms and change management*

Beberapa perusahaan tidak dikelola dengan baik, sedangkan pihak lain merasa mampu mengelola perusahaan lebih baik. Hal ini menimbulkan keinginan mengakuisisi perusahaan tersebut dan mengganti susunan manajemen yang lama, bahkan jika perlu mengganti kebijakan dan praktik manajemen. Beberapa perubahan yang dilakukan pada perusahaan target oleh pengakuisisi membuat pengakuisisi berharap akan terjadi peningkatan nilai pada perusahaan target yang bersangkutan, berupa *value of control*.

2.2.5. Tipe Akuisisi

Pada *post-acquisistion performance*, kinerja pengakuisisi dan target juga dipengaruhi tipe akuisisi. Sudarsanam (2003: 2) menyatakan bahwa tipe akuisisi tertentu akan menghasilkan tingkat kesuksesan yang lebih tinggi dibandingkan tipe yang lain. Klasifikasikan yang umum ada tiga tipe, yaitu *Horizontal*, *Vertical*, dan *Conglomerate* (Ogden et,al. 2003: 548-549; Sudarsanam (2003)). Akuisisi horisontal dan vertikal dikelompokkan dalam akuisisi *related business*, sedangkan akuisisi konglomerat disebut juga dengan akuisisi *unrelated business*. Pengelompokan ini didasarkan pada bisnis yang dijalankan oleh perusahaan yang bersangkutan. Penjelasannya adalah sebagai berikut:

1.Merger Horisontal

Merger horizontal terjadi jika dua atau beberapa perusahaan yang memiliki lini bisnis yang sama melakukan *merger* atau akuisisi. Kondisi ini menjadi motif untuk menciptakan *economies of scale* dan *scope of economies*. *Horizontal*

merger dilakukan pada lingkup bisnis yang sama, sehingga eksplorasi dan pencarian *growth opportunity* dapat memberikan *cost saving*.

Baik *economies of scale* dan *scope of economies* dilakukan untuk meningkatkan *market power*, dan menimbulkan argumen bahwa *horizontal merger* dapat menjadi solusi meningkatkan skala operasi, namun hal ini tidak selalu benar, karena tidak semua perusahaan kecil ternyata mampu mencapai *economies of scale* melalui *horizontal merger*. *Horizontal merger* juga memungkinkan terjadinya persaingan negatif, karena akuisisi pada lini bisnis yang sama akan mengurangi jumlah perusahaan dalam industri tersebut, sehingga memperkecil persaingan dan memungkinkan timbulnya monopoli.

2. Merger Vertikal

Vertical merger terjadi ketika dua perusahaan atau lebih, dimana bisnisnya memiliki tahapan proses produksi yang berbeda tetapi masih dalam satu industri tertentu. Tujuan melakukan strategi vertikal (Ogden et al., 2003: 549) ini adalah untuk a) memenuhi suplai bahan baku (tipe strategi *vertical-backward*) dilakukan melalui mengakuisisi perusahaan pemasoknya, dan b) memenuhi permintaan pelanggan (melalui *vertical-forward*) dilakukan melalui mengakuisisi perusahaan distributor produknya

3. Merger Konglomerasi

Conglomerate merger merupakan merger dan akuisisi pada dua perusahaan atau lebih yang memiliki bisnis yang tidak terkait satu dengan yang lain. Tipe ini sangat jarang dilakukan, karena banyak aktivitas merger dan akuisisi menggunakan strategi ini pada kenyataannya kurang efisien

Anand dan Singh (1997) memberikan gambaran bahwa *horisontal merger* (*consolidating acquisition*) memberikan kinerja lebih baik dibandingkan dengan *diversifying acquisition*, karena pada strategi *diversifying acquisition*, kemampuan perusahaan benar-benar diuji dan merupakan kendala yang cukup besar jika tidak diantisipasi. Pada kondisi industri yang mengalami penurunan (*declining stage*), akan lebih baik jika perusahaan tetap fokus pada satu bisnis yang benar-benar dipahami, walaupun manajer seringkali merasa terlalu yakin mampu melakukan diversifikasi, tetapi tetap saja diversifikasi memerlukan lebih banyak biaya.

2.2.6. *Efficiency Hypothesis*

Berdasarkan *efficiency hypothesis*, efisiensi terjadi karena penurunan biaya atau peningkatan *revenue*. Diversifikasi (akuisisi) akan menghasilkan peningkatan efisiensi pada perusahaan hasil kombinasi melalui penurunan biaya, atau peningkatan pendapatan. *Merger* dan akuisisi melibatkan perbedaan efisiensi. Jika diungkapkan secara sederhana, dapat dianalogikan sebagai:

"If the management of firm A is more efficient than the management of firm B and if after firm A acquires firm B, the efficiency of firm B is brought up to the level of efficiency of firm A, efficiency is increased by merger".

(Weston, Chung, dan Hoag, 1990: 191)

Analogi diatas menyiratkan bahwa ada perusahaan yang memiliki tingkat efisiensi di bawah rata-rata industri atau tidak beroperasi sesuai dengan kemampuan potensialnya, sehingga kapasitas menganggur ini menimbulkan inefisiensi.

Padilla (2005) mengungkapkan bahwa *merger* dan akuisisi dapat menghasilkan *cost efficiencies* melalui *economies of scale* dan *scope* pada produksi dan distribusi atau dari sinergi yang dihasilkan dari kombinasi aktiva,

pengetahuan (*know-how*) dan kemampuan manajemen antara pengakuisisi dan target. Penciptaan *economies of scale* dapat dicapai melalui integrasi vertikal ataupun *horizontal*. (*Confederation of British Industry*, 1989: 56).

Vertical integration terjadi ketika dua perusahaan atau lebih yang bisnisnya memiliki tahapan proses produksi yang berbeda tetapi masih dalam satu industri tertentu. *Vertical integration* sebagai salah satu strategi diversifkasi berupa *forward intgration* ataupun *backward integration*. Secara teoritis, terdapat insentif bagi perusahaan untuk melakukan integrasi vertikal, yaitu 1) meningkatkan *margin* dari adanya *economies of scale* dan peningkatan kontrol atas input (Hoskisson dan Hill, 1987 dalam Verweire, 1999: 36) dan 2) menghilangkan distorsi *input cost* akibat persaingan, proteksi kepemilikan teknologi, *barrier to entry*, dan diskriminasi harga (D'Aveni dan Ravenscraft 1994 dalam Verweire, 1999).

Horizontal merger dan akuisisi memungkinkan terjadinya pengurangan biaya produksi dan distribusi melalui beberapa cara. **Pertama**, Padilla (2005) menyatakan bahwa pengakuisisi dan target dapat melakukan rasionalisasi produksi melalui realokasi produksi dari pabrik yang kurang efisien (*marginal cost* yang tinggi) ke pabrik yang lebih efisien (*marginal cost* yang lebih rendah), penggunaan saluran distribusi tunggal, atau pengadaan input secara bersama, sehingga dikemudian hari tidak menimbulkan *capacity constrained*.

Kedua, pengakuisisi dan target dapat memanfaatkan *economies of scale* dan *scope* pada aktivitas produksi dan distribusi produknya, yang didefinisikan dalam term biaya, misalnya Maital (1994) dalam Verweire (1999) yang menyebutkan bahwa:

> "*Economies of scale are reductions in average and marginal costs that result from the increased size of an operating unit* " (p.120)
>
> "*Economies of scope are reductions in average and marginal costs that result from using facilities and process in single operating unit to produces a larger variety of goods and services* " (p.121)

Economies of scale atau skala ekonomis menunjukkan suatu keadaan dimana perusahaan mampu mencapai biaya rata-rata per unit yang semakin rendah seiring dengan semakin besarnya jumlah output yang diproduksi. Produksi yang semakin tinggi menyebabkan perusahaan harus menambah kapasitas produksi dan pertambahan kapasitas ini menyebabkan kegiatan produksi yang semakin efisien. Hal ini dicerminkan dengan biaya produksi yang semakin bertambah rendah.

Economies of scale dari aktivitas *merger* dan akuisisi dapat dicapai melalui beberapa faktor, yaitu (Sukirno, 1994: 220):

1. Spesialisasi faktor produksi
2. Pengurangan harga bahan mentah dan kebutuhan produksi
3. Memungkinkan diproduksi barang sampingan
4. Perusahaan yang besar mendorong pengembangan kegiatan usaha diluar perusahaan yang berguna bagi perusahaan.

Economies of scale dapat berubah menjadi *diseconomies of scale*, yaitu ketika pertambahan produksi menyebabkan ongkos produksi rata-rata menjadi semakin bertambah tinggi dan efisiensi menjadi berkurang. Output produksi yang melewati titik optimal, akan menyebabkan biaya per unitnya menjadi meningkat, seiring dengan meningkatnya kuantitas output. *Diseconomies of scale* disebabkan karena perusahaan menjadi sangat besar, baik dalam ukuran (*size*) atau tenaga kerja,

sehingga pengelolaannya menjadi sangat kompleks, dan akan mengurangi tingkat efisiensi perusahaan dan biaya produksi rata-rata menjadi semakin tinggi.

Economis of scope juga dicapai melalui *merger* dan akuisisi, yaitu ketika perusahaan mampu memanfaatkan sumber daya secara maksimal untuk menghasilkan beberapa *output*, sehingga melalui *economis of scope*, perusahaan dapat menurunkan *average cost* melalui produk yang beragam.

Ketiga, merger dan akuisisi dapat meningkatan kemampuan pihak-pihak yang terkait untuk melakukan investasi pada *research and development* yang lebih murah untuk menghasilkan peningkatan proses teknologi. Peningkatan efisiensi sebagai hasil akuisisi dianggap sebagai *operational synergy*, karena terjadi *cost improvement* pada *operational level* (Verweire, 1999:33).

2.2.7. Kinerja Keuangan perusahaan

Analisis kinerja perusahaan dilakukan untuk mengukur hasil kebijakan dan keputusan manajemen di masa lalu mengenai investasi, operasi, dan pembiayaan. Helfert (2000: 83) menyatakan bahwa manajemen memiliki dua kepentingan ketika menganalisis kinerja keuangan, yaitu untuk menilai efisiensi operasionalnya menggunakan *income statement* dan efektivitas penggunaan sumber daya menggunakan *balance sheet* maupun *income statement*.

Efektivitas merupakan kemampuan untuk menentukan tujuan dan cara mencapainya (disebut tepat guna). Efisiensi merupakan kemampuan untuk menggunakan sumber daya yang diperlukan dalam proses operasi untuk mencapai tujuan organisasi, dikenal dengan istilah daya guna (Bartol dan Martin, 1994: 18).

Penentuan tolok ukur yang tepat sebagai pengukur kinerja memang sulit. Tujuan analisis laporan keuangan adalah mengukur kinerja perusahaan berdasarkan tujuan perusahaan dan strategi yang dilakukan, yang diukur melalui berbagai alat analisis keuangan, salah satunya menggunakan *ratio analysis*. Rasio keuangan harus dianalisa secara hati-hati untuk mengukur kinerja perusahaan (Gallagher dan Andrew, Jr , 2000: 85), dengan cara 1) membandingkan rasio suatu perusahaan selama beberapa tahun, 2) membandingkan rasio antar perusahaan dalam satu industri, 3) membandingkan rasio dengan *benchmark*.

Analisis rasio dimulai dari dua aspek yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu dari *profitability* dan *growth* (Palepu, Healy, dan Bernard, 2004: 5-1), selain itu kinerja perusahaan berdasarkan perspektif internal dapat diukur mengunakan rasio profitabilitas dan pertumbuhan (*growth*), (Weston dan Copeland, 1992: 192). Profitabilitas mengukur efisiensi perusahaan berdasarkan nilai laba (*return*) yang diperoleh atau dihasilkan oleh perusahaan dibagi dengan komponen intenal yang lain dari perusahaan melalui investasi kapital, aktiva atau modal perusahaan, sedangkan pertumbuhan mengukur perubahan skala operasi yang mampu dicapai perusahaan melalui peningkatan profitabilitas. *Profitability* dan pertumbuhan dipengaruhi oleh *product market strategies* dan *financial market strategies*. *Product market strategies* diimplementasikan melalui *competitive strategy* yang berkaitan dengan pelaksanaan *operating policies* dan keputusan investasi, sedangkan *financial market strategies* diimplementasikan melalui kebijakan pembiayaan dan kebijakan *dividend*.

2.2.7.1. *Growth*

Growth rates digunakan untuk menyatakan ukuran kinerja, misalnya penjualan, *earning*, dan *cash flow*. Pertumbuhan aktiva, ekuitas, dan *earning*, berhubungan erat dengan pertumbuhan penjualan. Profitabilitas memungkinkan perusahaan melakukan ekspansi dan pertumbuhan (Hall, 1995: 28).

Ukuran kinerja berdasarkan pertumbuhan (*growth*) dilakukan dengan membandingkan hasil saat ini dengan periode sebelumnya. Jika *fixed cost* dapat disebarkan pada volume produk yang lebih tinggi, maka biaya per unit akan lebih rendah, sehingga produk dapat dijual dan menghasilkan keuntungan, atau dijual pada harga yang lebih murah untuk meningkatkan penjualan.

Pertumbuhan penjualan merupakan penentu pertumbuhan jangka panjang. Tentu saja perusahaan sulit mempertahankan pertumbuhan diatas rata-rata industri, tetapi jika perusahaan mampu meningkatkan pertumbuhannya diatas rata-rata industri, maka kemungkinan besar perusahaan tersebut mampu mengalahkan pesaingnya. Kemampuan menciptakan pertumbuhan, dapat membangun kepercayaan konsumen, karyawan, suplier, dan pihak lainnya, yang akhirnya membatasi peluang pesaingnya (Scharf, Shea, dan Beck, 1991: 1).

Pertumbuhan aktiva pada hakikatnya mencerminkan ukuran perusahaan. Peningkatan ukuran, kapasitas produksi perusahaan atau volume produksi cenderung dapat menurunkan biaya per unit sehingga mencapai *economies of scale*. Jika *economies of scale* telah tercapai melalui efisiensi yang dihasilkan, maka *profit margin* perusahaan akan meningkat (Hall, 1995: 30). Kesuksesan perusahaan mencapai *economies of scale* dan profitabilitas yang dihasilkan

perusahaan akan membuka peluang bagi perusahaan tersebut untuk melakukan ekspansi lebih cepat dibandingkan dengan pesaingnya. Ekspansi yang dilakukan akan menghasilkan *market share* yang relatif lebih besar (Hall, 1995: 28).

Camerlynck dan Ooghe (2000) mengungkapkan dalam penelitiannya bahwa faktor yang penting dalam kasus akuisisi adalah *firm size* dan ketidakcocokan antara pertumbuhan (*growth*) dan sumber daya (*resources*) yang dimiliki perusahaan. Menurut Higson dan Elliott (1993) dalam Camerlynck dan Ooghe (2000), *firm size* merupakan faktor penting untuk membedakan antara perusahaan akuisitor dengan target. Berdasarkan fakta dari penelitian yang dilakukannya, ukuran perusahaan (*firm size*) dalam hal ini merupakan *proxy* bahwa perusahaan target tampaknya lebih cenderung diakuisisi oleh pengakuisisi yang memiliki ukuran lebih besar.

Pertumbuhan permintaan (pertumbuhan penjualan) mencerminkan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualannya dari waktu ke waktu. Semakin tinggi rasio ini mengindikasikan semakin tingginya kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualannya, dan semakin tinggi pula kemampuannya menghasilkan profit (Hermeindito, 1997).

Kasus akuisisi juga dipengaruhi adanya ketidakcocokan antara *growth* dengan *resources* yang dimiliki oleh perusahaan yang melakukan akuisisi, khususnya pada target. Palepu (1986) dalam Camerlynck dan Ooghe (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami *important growth* (dalam hal ini diukur menggunakan *sales growth*) tetapi tidak memiliki sumber daya (*resources*) untuk mendukung perusahaan meraih kesempatan untuk tumbuh (*growth*), maka perusahaan dengan karakteristik seperti itu akan menjadi perusahaan yang

diakuisisi. Alternatif lainnya adalah perusahaan yang memiliki ketersediaan finansial dan sumber daya (*resources*) yang lain tetapi kurang memiliki kesempatan investasi (*investment opportunities*) yang menguntungkan sebagai bentuk alokasi sumber daya (*resources*) yang dimilikinya, maka perusahaan tersebut akan menjadi perusahaan yang menarik untuk diakuisisi.

2.2.7.2. Evaluasi *Overall Profitabilitas*

Profitability digunakan untuk mengukur kinerja manajemen dalam dalam menghasilkan laba seefisien dan seefektif mungkin yang merupakan hasil bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan manajemen. Rasio lainnya menyajikan tentang cara perusahaan beroperasi, tetapi profitabilitas memberikan jawaban akhir tentang efektivitas manajemen (Weston dan Brigham, 1993: 57).

Rasio profitabilitas merupakan gabungan dari rasio-rasio lainnya, berarti rasio profitabilitas mencerminkan seluruh kombinasi kinerja perusahaan, karena dengan mengukur rasio profitabilitas sudah mencakup rasio aktivitas, *leverage*, dan likuiditas. Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada periode tertentu dengan menggunakan sumber daya yang ada secara efisien (Gibson, 1992: 325), oleh karena itu, pengukuran kinerja perusahaan cukup dengan menghitung rasio profitabilitas saja.

Ketika menganalisis laporan rugi laba, didalamnya terdapat pendapatan dari kegiatan operasional kemudian dikurangi biaya-biaya (baik operasional maupun administratif). Hasil akhirnya berupa pendapatan bersih (laba) Namun

profitabilitas lebih penting dari laba, karena laba yang tinggi bukan indikasi tingginya efektifitas dan efisiensi manajemen perusahaan, sehingga investor lebih memperhatikan profitabilitas perusahaan (Van Horne, 1995: 758).

Return On Equity (ROE) merupakan indikator yang kompehensif untuk menganalisis kinerja perusahaan, karena memberikan indikasi mengenai seberapa baik manajemen menggunakan dana yang diinvestasikan pemegang saham untuk menghasilkan *return*, kemudian untuk mengevaluasi seberapa baik manajemen mampu menghasilkan *return* dari *invested capital*, maka analis dapat membandingkan ROE antar perusahaan dalam industri yang sama.

ROE dipengaruhi oleh dua faktor, yang didekomposisikan menjadi *return on asset* (ROA) dan *financial leverage*, dengan penghitungan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \textit{Financial Leverage} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2.1)$$

ROA menunjukkan seberapa besar *profit* yang mampu dihasilkan oleh perusahaan untuk menghasilkan tiap satuan mata uang aktiva yang diinvestasikan, sedangkan *financial leverage* menunjukkan seberapa banyak aktiva untuk tiap satuan mata uang yang mampu digunakan untuk tiap satuan mata uang yang diinvestasikan oleh investor. ROA dibentuk dari *Net Profit Margin* atau disebut *Return On Sales* (ROS) dan *Asset Turnover ratio*.

$$\text{ROE} = \left[\begin{matrix} \textit{Net Profit} \\ \textit{Margin} \end{matrix} \times \begin{matrix} \textit{Asset} \\ \textit{Turnover} \end{matrix} \right] \times \begin{matrix} \textit{Financial} \\ \textit{Leverage} \end{matrix} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2.2)$$

Komponen *net profit margin*, *asset turnover ratio* dan *financial leverage* menunjukkan hubungan yang saling berkaitan. Jika perusahaan tidak mampu mencapai *net profit margin* yang diharapkan, maka perusahaan harus meningkatkan penjualan untuk menghasilkan pendapatan guna menutup biaya-

biaya dan mendapatkan laba. Jika diasumsikan perusahaan telah mencapai *net profit*, maka perusahaan dapat melakukan investasi aktiva, misalnya menambah toko, cabang, peralatan, dan sebagainya, dengan harapan dapat meningkatkan penjualan, sehingga meningkatkan *asset turnover*. Ada kalanya hutang diperlukan karena perusahaan tidak selalu dapat membiayai aktivitas operasionalnya menggunakan modal sendiri. Jika diasumsikan terdapat pengabaian risiko penggunaan hutang, maka penambahan hutang akan menimbulkan biaya bunga yang mengurangi *net income* sehingga menurunkan *net profit margin*.

Trade-off antara *margin* dan *turnover* dapat dijelaskan dengan memperhatikan karakteristik industri dan perusahaan yang berbeda. Industri yang menggunakan *capital intensive* akan memiliki *turnover* yang rendah sehingga harus mencapai *margin* yang tinggi, sebaliknya pada industri *retail* memiliki *turnover* yang tinggi, sehingga dengan *margin* rendah perusahaan retail masih dapat bersaing.

2.2.7.2.1. Evaluasi *Operating Management*: *Net Profit Margin*

Evaluasi *operating management* berkaitan dengan evaluasi mengenai kemampuan perusahaan dan manajemen dalam mengelola pendapatan dan biaya dalam aktifitas operasional sehari-hari. *Net Profit Margin* atau disebut juga *Return On Sales* (ROS), sebagai *overall profitability driver* yang pertama, menunjukkan profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktivitas operasionalnya, yang mengindikasikan seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan laba bersih untuk tiap rupiah penjualan bersihnya (aktivitas operasional perusahaan).

$$\text{ROS} = \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Sales}} \qquad (2.3)$$

Pada perusahaan yang melakukan akuisisi, rasio ini penting untuk mengetahui apakah aktifitas operasional perusahaan pengakuisisi menjadi lebih baik dibandingkan sebelum melakukan akuisisi. Perlu diingat, bahwa melalui akuisisi diharapkan akan tercapai suatu bentuk sinergi, berupa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan efisiensi melalui mengkombinasikan aktiva, aktivitas operasi, dan struktur keuangan. Jika efisiensi meningkat, maka *net income* juga meningkat karena efisiensi akan mempengaruhi peningkatan pendapatan dari penjualan. Proses dekomposisi rasio ROS lebih jauh akan memungkinkan evaluasi efisiensi *operating management* perusahaan.

2.2.7.2.2. Evaluasi *Investment Management*: *Asset Turnover*

Asset Turnover merupakan *driver* kedua dari ROE perusahaan, dimana perusahaan menginvestasikan sumber daya melalui aktiva perusahaan, sehingga penggunaan aktiva yang produktif berperan penting untuk profitabilitas perusahaan. Rasio ini mengindikasikan seberapa efektif aktiva perusahaan mampu menghasilkan pendapatan operasional, yaitu pendapatan dari penjualan.

Analisis *asset turnover* membantu analis mengevaluasi efektivitas pengelolaan investasi perusahaan. Rasio *asset turnover* yang tinggi berarti semakin efektif aktiva menghasilkan pendapatan. Jika rasio ini rendah, berarti perusahaan menggunakan aktiva dibawah kapasitas, sehingga perusahaan harus meningkatkan penerimaannya melalui peningkatan penjualan atau menaikkan harga.

2.2.7.2.3. Evaluasi *Financial Management*: *Liquidity* dan *Leverage*

Financial leverage memungkinkan perusahaan untuk memiliki *asset base* lebih besar dibandingkan *equity*, melalui hutang. Pembiayaan menggunakan hutang dimaksudkan untuk mendongkrak kekuatan perusahaan dalam membiayai operasional perusahaan. Hutang seringkali diperlukan karena perusahaan tidak selalu dapat membiayai aktivitas operasionalnya menggunakan modal sendiri.

Financial leverage meningkatkan ROE selama beban hutang (*liability*) lebih kecil dibandingkan dengan *return* dari investasi dana tersebut. Perlu diperhatikan, bahwa *financial leverage* dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham, tetapi juga memungkinkan timbulnya risiko. Tidak seperti *equity* murni, *liability* memiliki syarat-syarat berupa *term* cara pelunasan, dimana hal ini akan menimbulkan risiko *financial distress* jika tidak dapat dilunasi sesuai perjanjian.

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

3.1. Kerangka Konseptual Penelitian

Studi tentang akuisisi menggunakan asumsi bahwa akuisisi berperan penting untuk membawa perubahan pada kinerja berdasarkan tolok ukur *earning, margin*, atau produktivitas, (Kaplan, 2006). Penelitian akuisisi menggunakan *accounting based study* dilakukan dengan membandingkan kinerja perusahaan yang melakukan akuisisi dengan *control group*-nya, untuk melihat apakah terjadi perbaikan tingkat efisiensi atau tidak. Peningkatan efisiensi sebagai hasil akuisisi dianggap sebagai *operational synergy*. Jika sinergi berhasil diciptakan melalui *merger* dan akuisisi, maka kinerja akan menjadi lebih baik, sehingga setelah akuisisi, diharapkan terjadi perbaikan kinerja fundamental perusahaan.

Efficiency hypothesis (Weston, Chung, dan Hoag, 1990: 191) menyatakan bahwa efisiensi terjadi karena ada penurunan biaya ataupun peningkatan *revenue* melalui *economies of scale* dan *scope* atau dari sinergi antara pengakuisisi dan target, (Padilla, 2005).

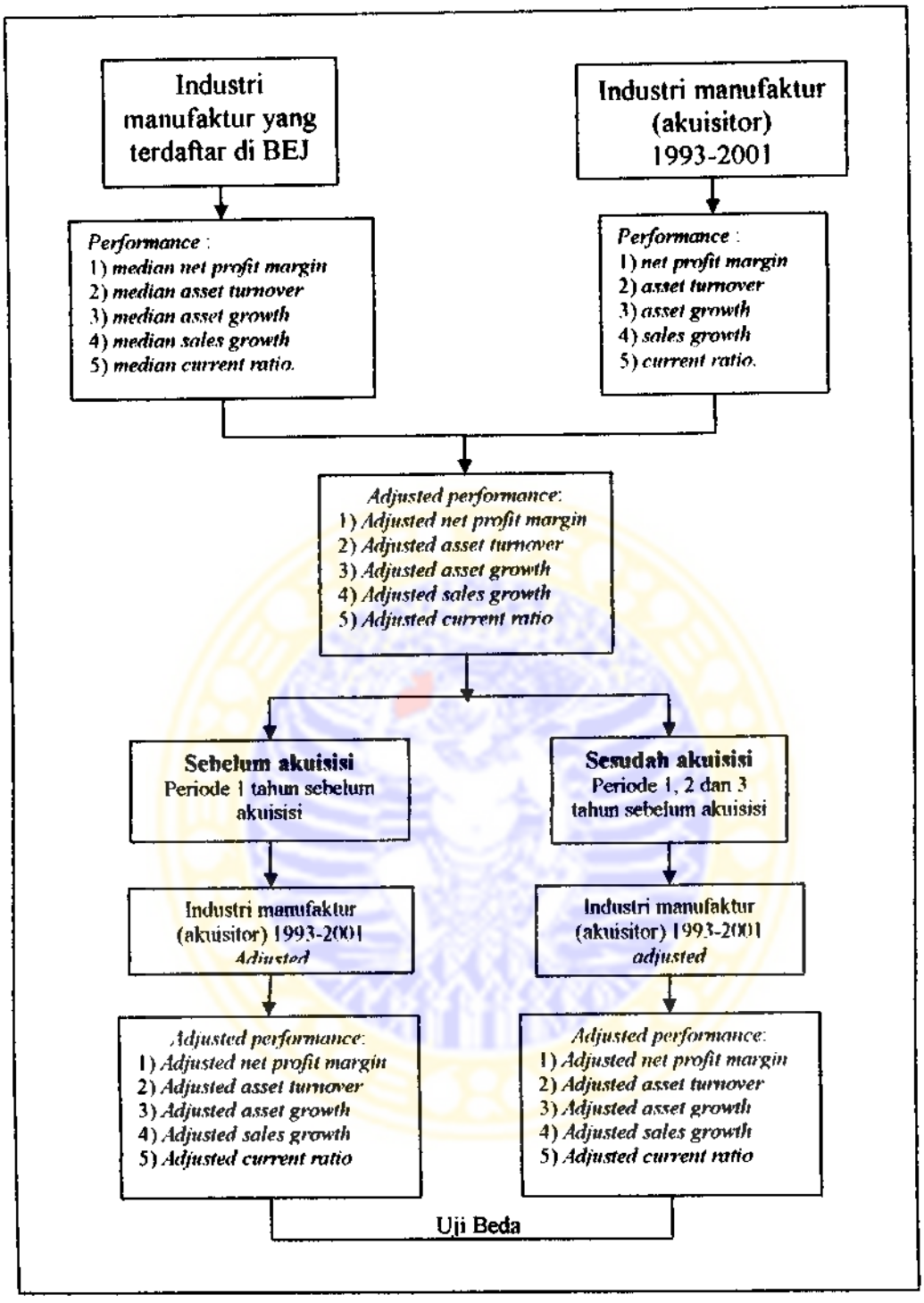
Akuisisi dengan motif *operating synergy* (*operating economies*), diharapkan mampu menghasilkan efisiensi melalui kombinasi aktiva, operasional, dan struktur keuangan perusahaan (Ogden et al., 2003: 549). Jika sinergi berhasil, maka akan tercipta *economic gain* (Shapiro, 1991: 933) berupa 1) Peningkatan penjualan, 2) Penurunan biaya produksi, dan 3) Penurunan biaya operasi.

Efisiensi dan sinergi berkaitan dengan pencapaian *economies of scale*. Jika jumlah output produksi semakin besar, maka biaya rata-rata per unit semakin rendah. Hal ini memerlukan peningkatan ukuran, kapasitas produksi atau volume produksi, yang dihasilkan dari investasi aktiva perusahaan (menambah pabrik, cabang, dan lainnya), sehingga *profit margin* perusahaan akan meningkat (Hall, 1995: 30), dan membuka peluang perusahaan untuk ekspansi, sehingga *market share*nya relatif lebih besar (Hall, 1995: 28).

Pertumbuhan aktiva untuk mencapai *economies of scale* perlu mempertimbangkan pertumbuhan penjualan. Jika pertambahan aktiva lebih kecil dari pada pertambahan penjualan, maka rasio *total asset turnover* akan meningkat dan penggunaan aktiva semakin efisien.

Likuiditas perusahaan juga mempengaruhi kinerja setelah akuisisi. Jika tingkat likuiditas pasca *merger* dan akuisisi cukup tinggi dibandingkan sebelumnya, maka pengakuisisi relatif aman karena biasanya setelah *merger* dan akuisisi, perusahaan memerlukan dana lancar (liquid) yang lebih besar.

Industry-adjusted performance atau *abnormal performance* oleh Soliman (2004) digunakan dalam penelitian ini agar kinerja tidak dipengaruhi faktor di luar akuisisi (misalnya efek industri atau ekonomi). Jika kinerja perusahaan yang dianalisis dihitung selisihnya dengan "*normal*" *performance* dari industrinya, maka akan menghasilkan "*abnormal*" *performance*.



Gambar 3.1: Kerangka Konseptual Penelitian

3.2. Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dikemukakan, maka hipotesis penelitian ini adalah :

Terdapat perbedaan rata-rata kinerja keuangan menggunakan *industri adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001.

BAB IV

MATERI DAN METODE PENELITIAN

4.1. Jenis atau Rancangan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian komparatif. Penelitian ini dilakukan untuk melihat perbedaan kinerja keuangan perusahan sebelum dan sesudah akuisisi menggunakan *industry adjusted* pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi periode 1993-2001.

Berdasarkan jenis datanya, penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, karena datanya menggunakan aras rasio, selain itu peneliti merasa dengan mengunakan data yang memiliki nilai parameter tertentu, akan dapat diambil kesimpulan yang lebih tepat atas obyek yang diteliti melalui uji statistik.

4.2. Identifikasi Variabel

Penelitian ini menggunakan tolok ukur kinerja berupa rasio keuangan. Analisis penelitian ini diukur menggunakan variabel rasio keuangan perusahaan perusahaan yang meliputi 1) *net profit margin*, 2) *asset turnover*, 3) *asset growth*, 4) *sales growth*, dan 5) *current ratio*, kemudian dari tiap rasio tersebut dilakukan *adjustment* terhadap industrinya (*industri adjusted*).

4.3. Definisi Operasional Variabel

4.3.1. *Net Profit Margin*

Net Profit Margin atau *Return On Sales* (ROS), diperoleh dari pembagian antara *net income* dengan *sales* perusahaan yang melakukan akuisisi.

$$Net\ Profit\ Margin_{it} = \frac{Net\ Income_{it}}{Sales_{it}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4.1)$$

Net income$_{it}$ diperoleh dari laporan laba rugi, yang merupakan pendapatan bersih setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan *i* pada periode *t*. *Sales*$_{it}$ merupakan pendapatan dari penjualan perusahaan *i* pada periode *t* dari laporan laba rugi.

4.3.2. *Asset turnover*

Asset turnover diperoleh dari pembagian antara *sales* dengan *total asset* perusahaan yang melakukan akuisisi.

$$Asset\ Turnover_{it} = \frac{Sales_{it}}{Total\ asset_{it}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4.2)$$

Sales$_{it}$ adalah pendapatan dari penjualan perusahaan *i* pada periode *t*, yang datanya diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan *total asset* diperoleh dari laporan neraca.

4.3.3. *Asset Growth*

Asset growth dihitung dari selisih *total asset* saat ini dengan *total asset* periode sebelumnya dibagi dengan *total asset* periode sebelumnya.

$$Asset\ growth_{it} = \frac{Total\ asset_{it} - Total\ asset_{it-1}}{Total\ asset_{it-1}} \quad \ldots\ldots (4.3)$$

4.3.4. *Sales Growth*

Sales growth dihitung dari selisih *total sales* saat ini dengan *total sales* periode sebelumnya dibagi dengan *total sales* tahun ini.

$$Sales\ growth_{\ n} = \frac{Net\ sales_{\ (n)} - Net\ sales_{\ (n-1)}}{Net\ sales_{\ (n-1)}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4.4)$$

4.3.5. *Current Ratio*

Current ratio dihitung dari pembagian *current asset* dengan *current liabilities*.

$$Current\ Ratio_{n} = \frac{Current\ Asset_{n}}{Current\ Liabilities_{n}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4.5)$$

Current asset merupakan aktiva lancar atau kekayaan perusahaan yang dapat segera dikonversi menjadi kas selama satu periode, sedangkan *current liabilities* menunjukkan kewajiban yang segera jatuh tempo. Kedua komponen ini dapat diperoleh dari laporan neraca perusahaan.

4.3.6. *Industry adjusted performance*

Industry–adjusted performance digunakan untuk menjamin agar pengujian komparasi kinerja antara sebelum dan setelah akuisisi tidak dipengaruhi oleh faktor diluar akuisisi (misalnya efek industri, ekonomi, atau pengaruh *business cycle*). Metode penghitungan ini dianggap mampu mengurangi pengaruh eksternal, karena menggunakan median industri untuk melakukan *adjustment* variabel yang diteliti.

Cara menghitung *Industry-adjusted performance* :

1. Menghitung rasio *performance* (*net profit margin, total asset turnover, asset growth, sales growth,* dan *current ratio*) dari tiap perusahaan sampel.

2. Menghitung rasio *performance* (*net profit margin, total asset turnover, asset growth, sales growth* dan *current ratio*) industri manufaktur, kemudian menghitung kuartil industri.

3. Menghitung *abnormal performance*, yaitu dengan cara menghitung selisih rasio perusahaan sampel dengan median industri (Q_2) pada tahun yang sama. Penghitungan *abnormal performance* adalah:

   (De Langhe dan Ooghe, 2001; Soliman, 2004)

   $$X_{ij_t} - Q_{2\,industry\,y} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4.6)$$

   Keterangan:

   X_{ij_t} adalah variabel kinerja *j* untuk sampel *i* pada tahun ke t

   $Q_{2\,industry\,y}$ adalah median variabel kinerja *j* industri manufaktur tahun ke t

4. Menghitung *industry adjusted*.

   Setelah menghitung *abnormal performance*, kemudian distandardisasi dengan membaginya dengan *interquartil range*, seperti yang digunakan oleh Joos, Ooghe, dan Sierens (1998) dalam De Langhe dan Ooghe (2001), yang perhitungannya adalah:

   $$\frac{X_{ij_t} - Q_{2\,industry\,y}}{Q_{3\,industry\,y} - Q_{1\,industry\,y}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4.7)$$

Keterangan:

X_{ij_t} adalah variabel kinerja *j* untuk sampel *i* pada tahun ke t

$Q_{2\,industry\,y}$ adalah median variabel kinerja *j* industri manufaktur tahun ke t

$Q_{3\,industry\,y} - Q_{1\,industry\,y}$ adalah *interquartile range* untuk variabel kinerja *j* industri manufaktur tahun ke t

Penghitungan pada rumus 4.7 dilakukan menggunakan kuartil dan bukan *average* (rata-rata) atau standar deviasi, karena untuk mengantisipasi jika data rasio keuangan dalam perhitungan ini ternyata tidak berdistribusi normal. Periode saat akuisisi dinamakan secara relatif menjadi tahun ke nol (0), satu tahun sebelum akuisisi dianggap tahun (-1), sedangkan satu tahun setelah akuisisi dianggap (+1) dan seterusnya.

4.4. Prosedur Penentuan Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan akuisisi, yang berdasarkan sensus menggunakan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2005, Pusat Data Bisnis Indonesia tahun 1998, dan Pusat Referensi Pasar Modal di BES, maka perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi antara tahun 1993-2001 sebanyak 83 kasus akuisisi yang dilakukan oleh 61 perusahaan akuisitor.

Proses selanjutnya, populasi diamati lebih jauh untuk menemukan sampel penelitian berdasarkan karakteristik yang diinginkan. Teknik ini disebut *purposive sampling*, karena pengambilan sampel dilakukan berdasarkan pertimbangan atau kriteria tertentu sesuai tujuan penelitian (Emory dan Cooper, 1997: 245).

Kriteria penentuan sampel adalah:

a. Sampel adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi saham selama tahun 1993-2001, tidak termasuk akuisisi *asset*, *merger* ataupun konsolidasi. Hasil seleksinya menghasilkan 83 kasus akuisisi yang melibatkan 61 perusahaan akuisitor.

b. Perusahaan akuisitor sebanyak 61 perusahaan selama periode 1993-2001 terdiri dari 43 akuisitor yang melakukan akuisisi hanya satu kali dan 18 akuisitor yang melakukan akuisisi lebih dari satu kali. Selanjutnya untuk penelitian ini hanya dipilih akuisitor yang hanya melakukan akuisisi satu kali selama periode 1993-2001, yaitu sebanyak 43 perusahaan.

c. Sampel sudah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Jakarta ketika melakukan akuisisi 1993-2001, atau minimal sampel melakukan listing dan akuisisi pada tahun yang sama. Hasil seleksi sampel menghasilkan 38 perusahaan.

d. Perusahaan sampel harus memiliki data yang lengkap sesuai keperluan pengamatan sehingga menyisakan 34 kasus akuisisi.

4.5. Jenis dan Sumber data

Jenis data penelitian ini adalah data sekunder, berupa berbagai data laporan keuangan perusahaan (neraca dan laba rugi), serta informasi tanggal akuisisi dan nama perusahaan target. Sumber data diperoleh dari laporan publikasi yang dibukukan oleh Pusat Data Bisnis Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory*, laporan keuangan perusahaan manufaktur dari tahun 1992 hingga 2004, serta sumber lain, misalnya dari www.jsx.co.id.

4.6. Metode Pengambilan Data

Metode pengambilan dan pengumpulan data penelitian ini adalah metode dokumentasi, karena pengumpulan data dilakukan dengan cara mengumpulkan data dari laporan yang telah dibukukan. Prosedur pengumpulan data penelitian ini dilakukan secara tidak langsung, melalui pencatatan, kemudian diolah melalui tabulasi, pengelompokan, dan disusun sesuai keperluan penelitian.

4.7. Model dan Teknik Analisis

4.7.1. Model Analisis

Penelitian ini menggunakan tolok ukur kinerja berupa rasio keuangan yang dianalisis menggunakan statistik parametrik dengan syarat bahwa data harus berdistribusi normal, maka hipotesisnya diuji mengggunakan *Paired Sample t test*. Jika data tidak berdistribusi normal, maka dilakukan pembuangan *outlier*.

4.7.2. Teknik Analisis:

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, maka data diuji dahulu apakah telah berdistribusi normal atau tidak. Jika data belum berdistribusi normal, maka dengan SPSS dan metode statistik dilakukan pembuangan *outlier*.

Langkah-langkah pengujian hipotesis:

a. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi dinamakan secara relatif menjadi tahun ke nol (0), dimana tahun 0 ini tidak diikutkan dalam penghitungan.

b. Menghitung variabel penelitian satu tahun sebelum akuisisi (-1) dan untuk periode sesudah akuisisi dilakukan penghitungan mulai dari satu tahun (+1), dua tahun (+2), dan tiga tahun (+3) setelah akuisisi.

c. Data dua tahun (+2) setelah akuisisi, diperoleh dari rata-rata data satu tahun dan dua tahun setelah akuisisi, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Data}\,(n+2) = \frac{\text{Data}_{n+1} + \text{Data}_{n+2}}{2}$$

d. Data tiga tahun (+3) setelah akuisisi, diperoleh dari rata-rata data satu tahun, dua tahun, dan tiga tahun setelah akuisisi, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Data}\,(n+3) = \frac{\text{Data}_{n+1} + \text{Data}_{n+2} + \text{Data}_{n+3}}{3}$$

e. Penghitungan variabel *net profit margin*, *asset turnover*, *asset growth*, *sales growth*, dan *current ratio* menggunakan rumus 4.1 - 4.5.

f. Berikutnya dilakukan penghitungan *industry adjusted* menggunakan rumus 4.7.

g. Melakukan pengujian distribusi normal menggunakan uji *Kolmogorof-Smirnov*. Jika datanya berdistribusi normal, maka hipotesisnya diuji menggunakan *Paired Sample t test*. Pada data yang tidak berdistribusi normal, maka *treatment* yang mungkin dilakukan selanjutnya adalah (Santoso, 2004: 38):

1. Menambah jumlah data, tetapi hal ini tidak mungkin dilakukan, karena sampel telah ditentukan menggunakan kriteria tertentu, sehingga membatasi kebebasan menambah data baru.
2. Menghilangkan data yang dianggap menjadi penyebab tidak normalnya data. Proses menghilangkan *outlier* menurut Santoso (2004: 38) harus mempertimbangkan apakah dengan dilakukan penghilangan *outlier* tidak akan mempengaruhi tujuan penelitian karena hilangnya data yang seharusnya ada.
3. Data ditransformasi misalnya mengubah ke bentuk Logaritma atau (ln) atu ke bentuk lainnya.
4. Data diterima apa adanya, dan dianggap memang datanya tidak berdisribusi normal dan tidak perlu dilakukan *treatment*.

h. Pada penelitian ini, proses selanjutnya untuk datanya yang tidak berdistribusi normal, dilakukan proses untuk mengatasi *outlier*, yaitu dengan cara sebagai berikut:

1. Uji keberadaan *outlier* dapat dilakukan menggunakan nilai *z* (melalui standardisasi data). Proses dilakukan menggunakan bantuan SPSS.
2. Cara mendeteksi outlier:
   a. Pendeteksian *outlier* pada penelitian ini menggunakan batasan nilai z = ±1,96, yaitu dengan asumsi bahwa luas daerah dibawah kurva normal adalah 97,5%. Artinya, 97,5% dari seluruh nilai data adalah data yang normal, sedangkan 100% -

97,5% = 2,5% data dianggap menyimpang secara nyata (*outlier*).

b. Data *outlier* kemudian harus dihilangkan.

c. *Outlier* yang dihilangkan akan menjadi *missing value*. Penanganan *missing value* bermacam-macam, tetapi cara yang popular (Santoso, 2004:19) adalah mengisi sel (data) yang *missing* dengan angka yang dianggap bisa mendekati kenyataan sebenarnya jika data terisi, yaitu mengisinya dengan rata-rata keseluruhan data.

3. Setelah semua *missing* data terisi, maka data kemudian diuji normalitas kembali untuk melihat apakah sekarang data tersebut telah berdistribusi normal atau belum.

4. Jika data telah berdistribusi normal, dan selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis mengggunakan *Paired Sample t test*. Jika data belum normal, maka proses di atas harus diulangi kembali.

5. Melakukan uji hipotesis menggunkan *Paired sample t test*

b.1. Menentukan $\alpha = 5\%$

b.2. Merumuskan hipotesis statistik:

H0 : $\mu_{adjusted_{sebelum}} = \mu_{adjusted_{sesudah}}$,

Artinya tidak ada perbedaan rata-rata kinerja keuangan menggunakan *industry adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi 1993-2001.

H1 : $\mu_{adjusted_{sebelum}} \neq \mu_{adjusted_{sesudah}}$,

Artinya ada perbedaan rata-rata kinerja keuangan menggunakan *industry adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi 1993-2001.

b.3. Menentukan daerah penerimaan dan penolakan:

Ho diterima jika *p-value* > α atau Ho ditolak jika *p-value* < α

BAB V

ANALISIS HASIL PENELITIAN

5.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia

Pasar modal di Indonesia sudah dimulai sejak jaman kolonial Belanda, yaitu ketika pemerintah Hindia Belanda mendirikan Bursa Efek di Jakarta pada akhir tahun 1912. Pendirian Bursa Efek di Batavia (Jakarta) diikuti dengan dibukanya Bursa Efek Surabaya dan Semarang pada tahun 1925. Perkembangan Bursa Efek Surabaya dan Semarang berkembang pesat, hingga akhirnya pecah perang dunia kedua, yang menyebabkan kegiatan di bursa terpaksa dihentikan.

Pada masa kemerdekaan, bursa efek di Indonesia diaktifkan kembali dengan diterbitkannya obligasi Pemerintah RI Tahun 1950. Pemerintah juga mengeluarkan undang-undang tentang bursa dengan harapan untuk meningkatkan aktivitas bursa efek Indonesia. Pengaktifan bursa efek Indonesia ini tampaknya tidak seperti yang diharapkan dan tidak banyak berpengaruh. Keadaan ini berlangsung hingga dekade 1970-an, dimana pemerintah membentuk Bapepam yang diharapkan mampu memacu pertumbuhan ekonomi melalui mobilisasi dana untuk pembiayaan pembangunan selain melalui perbankan. Pada tahun 1983 terdapat sebanyak 23 perusahaan yang melakukan emisi saham. Pemerintah juga melakukan beberapa deregulasi, seperti Paket Kebijaksanaan Desember 1987, Paket Desember 1988, dan Paket Januari 1990, yang pada prinsipnya merupakan langkah-langkah penyesuaian peraturan yang bersifat mendorong tumbuhnya pasar modal yang sehat

Pasar modal Indonesia dianggap akan mampu memberikan manfaat yang cukup penting bagi pembangunan melalui fungsinya sebagai penyediaan dana bagi perusahaan dan sebagai sarana investasi. Peningkatan minat investor untuk menanamkan modal di bursa tercermin dari peningkatan jumlah perusahaan yang *go public* di PT Bursa Efek Jakarta.

Tabel 5.1
Perkembangan Jumlah Perusahaan Publik di PT Bursa Efek Jakarta
Periode 1989-2004

Tahun	Jumlah Perusahaan publik	Pertumbuhan (%)
1989	56	-
1990	122	117,86
1991	139	13,93
1992	153	10,07
1993	172	12,42
1994	216	25,58
1995	238	10,19
1996	253	6,30
1997	282	11,46
1998	288	2,13
1999	277	-3,82
2000	290	4,69
2001	316	8,97
2002	331	4,75
2003	333	0,60
2004	331	-0,6

Sumber: ICMD 2000, 2004, diolah

Pada Tabel terlihat bahwa terdapat peningkatan jumlah perusahaan yang *go public* dari tahun 1989 yaitu sebanyak 56 perusahaan menjadi 122 perusahaan di tahun 1990, bahkan jumlah perusahaannya terus meningkat sampai pada tahun 2003 mencapai jumlah terbanyak, yaitu sebanyak 333 perusahaan. Tahun 1989 sampai dengan 1990, pasar modal di Indonesia mengalami peningkatan yang pesat. Pada awal Januari 1990, Bursa Jakarta sedang mengalami *bullish*, bahkan IHSG sempat mencapai rekor tertinggi senilai 681,944 pada tanggal 4 April 1990

Pada tahun 1999 terjadi penurunan jumlah perusahan yang *listing*, yaitu sebesar -3,82%. Penurunan ini disebabkan adanya imbas dari krisis moneter pada tahun 1997. Pada masa krisis tersebut, banyak perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan, terancam bangkrut, ataupun tidak mampu melunasi kewajibannya, misalnya beban hutang luar negeri, sehingga salah satu cara untuk mengatasinya adalah perusahaan menjual sahammya ke publik. Salah satu syarat agar perusahaan dapat menjual saham ke publik tentu saja mereka harus mendaftarkan perusahaannya ke Bursa, sehingga tampak pada tabel 5.1, antara tahun 1996-1998 masih terdapat peningkatan perusahaan yang listing. Penjualan saham perusahaan kepada publik (baik domestik ataupun asing) untuk mendapatkan tambahan dana eksternal juga memungkinkan terjadinya akuisisi.

5.2. Perkembangan *Merger* Dan Akuisisi di Indonesia

Di Indonesia, antara tahun 1977 sampai dengan 1988, pasar modal mengalami kelesuan dan hanya diminati oleh 24 emiten, namun sejak adanya deregulasi dan liberalisasi tahun 1989, pasar modal menjadi berkembang. Sepanjang tahun 1993 terdapat beberapa perusahaan publik yang melakukan *merger* atau akuisisi, baik secara internal ataupun eksternal. Akuisisi di Indonesia juga telah banyak di praktikkan khususnya dalam dunia bisnis. Akuisisi juga harus diatur dengan baik untuk menghindari penyimpangan pelaksanaannya agar tidak berdampak negatif pada perekonomian negara.

Pada akuisisi internal umumnya kepentingan pemegang saham minoritas tidak terwakili atau tidak terjamin, sehingga akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas grup perusahaan yang melakukan akuisisi

internal dengan masyarakat yang merupakan pemegang saham minoritas. Pemerintah kemudian pada tanggal 29 Januari 1993 mengeluarkan keputusan melalui SK ketua Bapepam No. KEP/01/PM/1993 yang isisnya mengatur tata cara akuisisi khususnya untuk perusahaan publik. Intinya, para emiten yang akan melakukan akuisisi harus memenuhi tiga syarat, yaitu 1) bila proses akuisisi yang dilakukan memungkinkan timbulnya konflik kepentingan, maka harus mendapat persetujuan lebih dari 50% suara pemegang saham yang tidak memiliki benturan kepentingan, yaitu para investor minoritas, 2) harus transparan, dan 3) harus ada penilaian dari lembaga independen.

Perkembangan akuisisi di Indonesia berlanjut terus. Pada saat Indonesia mengalami krisis sejak Juli 1997, nilai rupiah melemah mengikuti ketidakpastian politik dan fluktuasi perekonomian makro Indonesia. Nilai rupiah yang melemah mengakibatkan hutang luar negeri yang ditanggung pihak swasta menjadi berlipat ganda, sehingga berdampak pada kebangkrutan.

Alternatif yang dilakukan untuk mengatasi hal ini adalah menjual sebagian saham kepada pihak lain atau mengeluarkan surat hutang. Jika perusahaan yang bangkrut memutuskan untuk menjual saham kepada pihak lain, maka akan memungkinkan terjadinya perubahan kontrol atas perusahaan yang berpindah kepada pihak lain. Jika perusahaan yang bangkrut memutuskan mengeluarkan surat hutang, maka pembeli ataupun penerbit surat hutang ini akan memikul beban jika penerbit surat berharga gagal menjalankan usahanya, sehingga perusahaan yang bangkrut ini akan menjadi sasaran potensial untuk diakuisisi.

Aktivitas akuisisi ini tentu saja mengubah struktur kepemilikan terhadap emiten di bursa Indonesia, baik kepemilikan oleh pihak asing ataupun domestik.

Peluang mengakuisisi perusahaan lokal oleh pihak domestik dan asing sebesar 100% juga semakin terbuka ketika pemerintah menghapus pembatasan pembelian saham sebesar 49% bagi investor asing, yaitu melalui Keputusan Menteri Keuangan No. 455 tanggal 4 september 1997. Peluang akuisisi ini menunjukkan adanya aktivitas ekspansi bisnis.

5.3. Deskripsi Variabel Penelitian

Pengolahan data untuk penelitian ini diawali dengan pengumpulan data, ditabulasi, kemudian dilakukan penghitungan sesuai kebutuhan penelitian untuk kemudian dianalisis. Data yang dipergunakan untuk mengukur variabel dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi selama tahun 1993-2001.

Analisis penelitian ini diukur menggunakan variabel rasio keuangan perusahaan perusahaan yang meliputi 1) *net profit margin*, 2) *asset turnover*, 3) *asset growth*, 4) *sales growth*, dan 5) *current ratio* dan juga menghitung rasio tersebut dengan menggunakan *industri adjusted*. Diskripsi dari masing-masing variabel akan diuraikan sebagai berikut.

5.3.1. *Net Profit Margin Ratio*

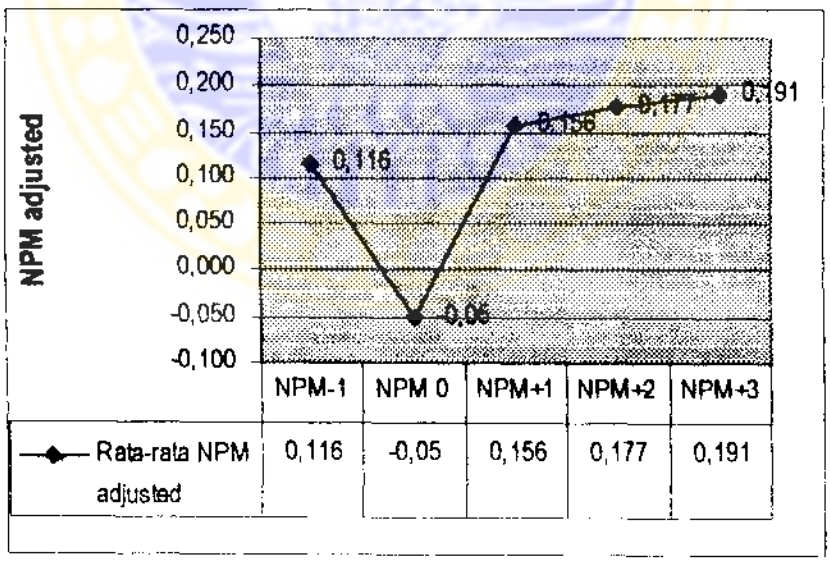
Net Profit Margin atau disebut juga *Return On Sales* (ROS), mengindikasikan seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan laba bersih untuk tiap rupiah penjualan bersihnya. Tabel 5.2 menunjukkan diskripsi data *net profit margin ratio menggunakan industry adjusted* selama periode pengamatan.

Tabel 5.2:
Diskripsi Data *Adjusted Net Profit Margin Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi

	Adjusted		
	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
Rata-rata Sebelum	0,115882	0,115882	0,115882
Rata-rata Sesudah	0,156176	0,177353	0,191471
Perbedaan (sesudah–sebelum)	0,0402941	0,0614706	0,0755882
Turun / naik	Naik	Naik	Naik

Sumber: Lampiran 5, diolah

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa pada perhitungan menggunakan *industry adjustment*, rata-rata *adjusted profit margin ratio* sampel yang diperbandingkan pada tiap periode penelitian menunjukkan terjadi peningkatan selisih rata-rata kinerja antara sebelum akuisisi dibandingkan sesudah akuisisi. Perbedaan selisih rata-rata kinerja antara sebelum dan sesudah akuisisi paling besar terjadi pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dengan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3).



Gambar 5.1. : Tampilan Data dan Grafik *Adjusted* NPM 1 Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan 3 Tahun Setelah Akuisisi

Pada gambar 5.1, ditampilkan pergerakan nilai *adjusted* NPM selama periode pengamatan, yaitu sejak 1 tahun sebelum akuisisi sampai dengan 3 tahun setelah akuisisi. Berdasarkan tampilan tersebut, tampak bahwa *adjusted* NPM mengalami fluktuasi yang cukup besar, khususnya disekitar periode saat akuisisi dilaksanakan. Selama periode pengujian, ternyata rata-rata *adjusted* NPM yang dihasilkan menunjukkan nilai yang positif, artinya nilai NPM yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih baik, atau dengan kata lain, nilai NPM perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih tinggi jika dibandingkan dengan median industrinya.

Nilai rata-rata *adjusted* NPM terendah terjadi pada tahun ke 0 (NPM 0), yaitu saat perusahaan sampel melakukan akuisisi. Gambar 5.1. di atas juga menunjukkan bagaimana profitabilitas perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisistor) mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi (NPM 0), *adjusted* NPM mengalami penurunan yang cukup besar. Pada 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun setelah akuisisi, *adjusted* NPM mengalami peningkatan berturut-turut pada tiga tahun tersebut.

5.3.2. *Asset Turnover Ratio*

Perusahaan akan menginvestasikan sumber daya melalui aset perusahaan, sehingga penggunaan aktiva yang produktif sangat berperan penting untuk profitabilitas seluruh perusahaan. Rasio ini mengindikasikan seberapa efektif aktiva perusahaan mampu menghasilkan pendapatan dari penjualan yang

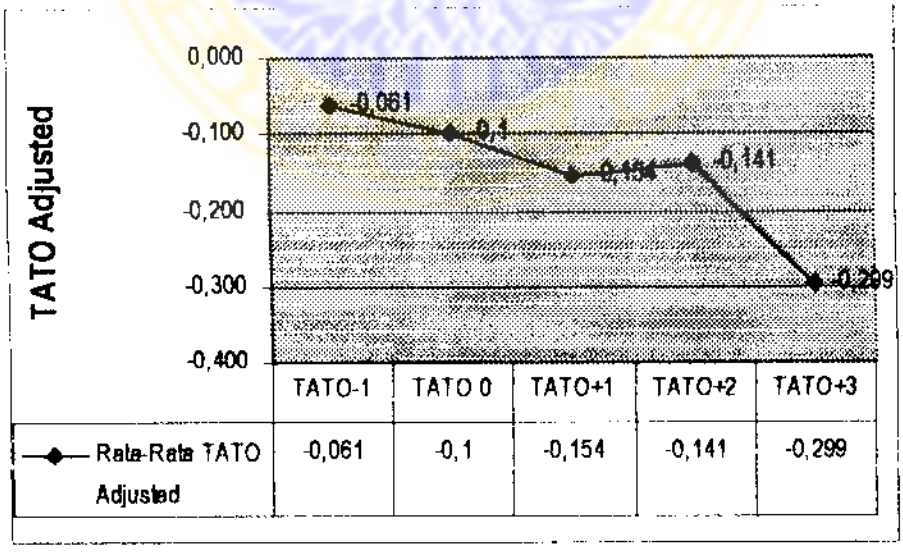
dilakukan. Tabel 5.3 menunjukkan diskripsi data *asset turnover ratio* menggunakan *industry adjusted* selama periode pengamatan.

Tabel 5.3
Diskripsi Data *Adjusted Asset Turnover Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi

	Adjusted		
	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
Rata-rata Sebelum	-0,060588	-0,060588	-0,060588
Rata-rata Sesudah	-0,153824	-0,140882	-0,298824
Perbedaan (sesudah – sebelum)	-0,0932353	-0.082941	-0.2382353
Turun / naik	Turun	Turun	Turun

Sumber: Lampiran 5, diolah

Berdasarkan tampilan pada tabel 5.3, *asset turnover ratio* menggunakan *industry adjusted*, tampak bahwa rata-rata *adjusted asset turnover* sampel pada periode pengamatan sebelum dan sesudah akuisisi ternyata menunjukkan selisih rata-rata kinerja yang mengalami penurunan. Perbedaan selisih rata-rata kinerja antara sebelum dan sesudah akuisisi paling besar terjadi pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dengan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3).



Gambar 5.2. : Tampilan Data dan Grafik *Adjusted* TATO 1 Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan 3 Tahun Setelah Akuisisi

Pada gambar 5.2, ditampilkan pergerakan nilai *adjusted* TATO selama periode pengamatan, yaitu sejak 1 tahun sebelum akuisisi sampai dengan 3 tahun setelah akuisisi. Berdasarkan tampilan tersebut, tampak bahwa rata-rata *adjusted* TATO mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Selama periode pengujian, ternyata rata-rata *adjusted* TATO yang dihasilkan menunjukkan nilai yang negatif, sehingga pada tahun-tahun tersebut nilai TATO perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih rendah jika dibandingkan dengan median industrinya

Nilai rata-rata *adjusted* TATO terendah terjadi pada 3 tahun setelah akuisisi (TATO+3). Gambar 5.2. di atas juga menunjukkan bagaimana TATO perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisistor) mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi (TATO 0), *adjusted* TATO mengalami penurunan. Pada 1 tahun setelah akuisisi, *adjusted* TATO masih mengalami penurunan dan penurunan ini terus terjadi sampai dengan 3 tahun setelah akuisisi.

5.3.3. *Asset Growth*

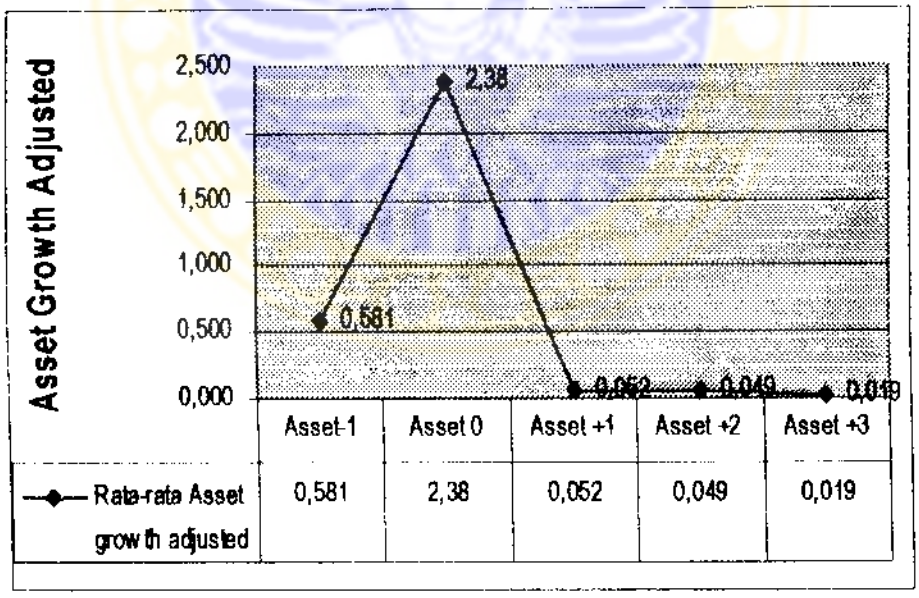
Pada saat perusahaan memutuskan melakukan akuisisi, maka perusahaan akan menginvestasikan sumber daya melalui aktiva perusahaan, sehingga aktiva perusahaan akan meningkat, dan penggunaan aset yang produktif berperan penting untuk profitabilitas perusahaan. Tabel 5.4. menunjukkan diskripsi data *total asset growth* menggunakan *industry adjusted* selama periode pengamatan.

Tabel 5.4
Diskripsi Data *Adjusted Asset Growth* Sebelum dan Sesudah Akuisisi

	Adjusted		
	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
Rata-rata Sebelum	0,580588	0,580588	0,580588
Rata-rata Sesudah	0,052059	0,048824	0,019412
Perbedaan (sesudah – sebelum)	-0,5285294	-0,5317647	-0,5611765
Turun / naik	Turun	Turun	Turun

Sumber: Lampiran 5, diolah

Tabel 5.4 menunjukkan bahwa rata-rata *adjusted total asset growth* sampel yang diperbandingkan pada tiap periode penelitian menunjukkan terjadi penurunan selisih rata-rata kinerja antara sebelum akuisisi dibandingkan sesudah akuisisi. Perbedaan selisih rata-rata *adjusted total asset growth* antara sebelum dan sesudah akuisisi paling besar terjadi pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dengan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3).



Gambar 5.3. : Tampilan Data dan Grafik *Asset Growth Adjusted* 1 Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan 3 Tahun Setelah Akuisisi

Pada gambar 5.3, ditampilkan pergerakan nilai rata-rata *adjusted total asset growth* selama periode pengamatan, yaitu sejak 1 tahun sebelum akuisisi sampai dengan 3 tahun setelah akuisisi. Berdasarkan tampilan tersebut, tampak bahwa *adjusted total asset growth* mengalami fluktuasi yang cukup besar. Selama periode pengujian, ternyata rata-rata *adjusted total asset growth* yang dihasilkan menunjukkan nilai yang positif, artinya nilai *total asset growth* yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih baik, atau dengan kata lain, nilai *total asset growth* perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih tinggi jika dibandingkan dengan median industrinya.

Nilai rata-rata *adjusted total asset growth* tertinggi terjadi pada tahun ke 0 (Asset 0), yaitu saat perusahaan sampel melakukan akuisisi. Gambar 5.3. di atas juga menunjukkan bagaimana *total asset growth* perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisitor) mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi (Asset 0), *adjusted total asset growth* mengalami peningkatan yang cukup besar. Pada 1 tahun setelah akuisisi, *adjusted total asset growth* mengalami penurunan, begitu juga pada 2 dan 3 tahun setelah akuisisi.

5.3.4. *Sales Growth*

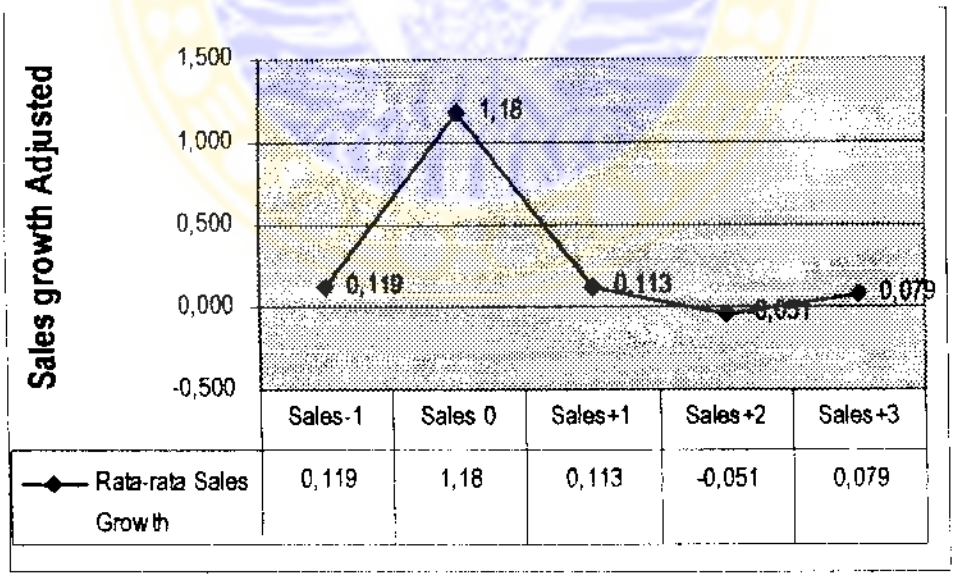
Pertumbuhan penjualan berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan penjualan dari waktu ke waktu. Tabel 5.5. berikut menunjukkan diskripsi data *sales growth* menggunakan *industry adjusted* selama periode pengamatan.

Tabel 5.5
Diskripsi Data *Adjusted Sales Growth* Sebelum Dan Sesudah Akuisisi

	Adjusted		
	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
Rata-rata Sebelum	0,118824	0,118824	0,118824
Rata-rata Sesudah	0,113235	-0,051176	0,078824
Perbedaan (sesudah – sebelum)	-0,0055882	-0,1700	-0,04
Turun / naik	Turun	Turun	Turun

Sumber: Lampiran 5, diolah

Berdasarkan tampilan tabel 5.5., nilai rata-rata *adjusted sales growth* sampel yang diperbandingkan pada tiap periode penelitian menunjukkan terjadi penurunan selisih rata-rata kinerja antara sebelum akuisisi dibandingkan sesudah akuisisi. Perbedaan selisih rata-rata *adjusted sales growth* antara sebelum dan sesudah akuisisi paling besar terjadi pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dengan dua tahun setelah akuisisi (-1,+2).



Gambar 5.4. : Tampilan Data dan Grafik *Sales Growth Adjusted* 1 Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan 3 Tahun Setelah Akuisisi

Pada gambar 5.4, ditampilkan pergerakan nilai *adjusted sales growth* selama periode pengamatan, yaitu sejak 1 tahun sebelum akuisisi sampai dengan 3 tahun

growth mengalami fluktuasi yang cukup besar. Selama periode pengujian, ternyata rata-rata *adjusted sales growth* yang dihasilkan menunjukkan nilai yang positif, artinya nilai *sales growth* yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih baik, atau dengan kata lain, nilai *sales growth* perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih tinggi jika dibandingkan dengan median industrinya.

Nilai rata-rata *adjusted sales growth* tertinggi terjadi pada tahun ke 0 (Sales 0), yaitu saat perusahaan sampel melakukan akuisisi. Gambar 5.4. di atas menunjukkan bagaimana *sales growth* perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisitor) mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi (Sales 0), *adjusted total sales growth* mengalami peningkatan yang cukup besar. Pada 1 tahun dan 2 tahun setelah akuisisi, *adjusted sales growth* mengalami penurunan, tetapi pada tahun berikutnya, yaitu tahun ke 3 setelah akuisisi, rata-rata *adjusted sales growth* sedikit mengalami peningkatan.

5.3.5. *Current Ratio*

Likuiditas mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek. Jika tingkat likuiditas *pasca merger* dan akuisisi cukup tinggi dibandingkan sebelumnya, maka pengakuisisi relatif aman karena biasanya setelah akuisisi, perusahaan memerlukan dana yang lancar (*liquid*) yang lebih

besar. Tabel 5.6 menunjukkan diskripsi data *current ratio* menggunakan *industry adjusted* selama periode pengamatan.

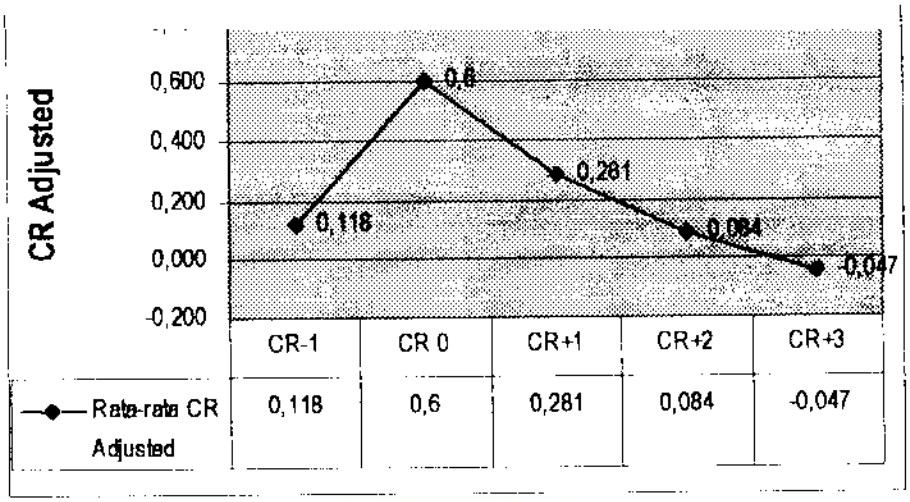
Tabel 5.6
Diskripsi Data *Adjusted Current Ratio* Sebelum dan Sesudah Akuisisi

	Adjusted		
	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
Rata-rata Sebelum	0,118235	0,118235	0,118235
Rata-rata Sesudah	0,280882	0,083824	-0,046765
Perbedaan (sesudah – sebelum)	0,1626471	-0,0344118	-0,1650
Turun / naik	Naik	Turun	Turun

Sumber: Lampiran 5, diolah

Berdasarkan tampilan tabel 5.6, pada perhitungan *current ratio* menggunakan *industry adjusted*, tampak bahwa rata-rata *adjusted current ratio* sampel pada periode satu tahun sebelum akuisisi yang dibandingkan dengan satu tahun setelah akuisisi (-1,+1) ternyata menunjukkan selisih rata-rata kinerja yang mengalami peningkatan, sedangkan pada periode satu tahun sebelum akuisisi yang dibandingkan dengan dua tahun setelah akuisisi (-1,+2) dan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3) ternyata menunjukkan selisih rata-rata kinerja yang mengalami penurunan.

Perbedaan selisih rata-rata *adjusted current ratio* antara sebelum dan sesudah akuisisi yang menunjukkan terjadi peningkatan kinerja paling besar terjadi pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan satu yang setelah akuisisi (-1,+1). Hal yang sebaliknya terjadi untuk pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dibandingkan dengan dua dan tiga tahun setelah akuisisi, ternyata selisih penurunan rata-rata *adjusted current ratio* paling besar terjadi pada tahu ke tiga setelah akuisisi.



Gambar 5.5. : Tampilan Data dan Grafik *Current Ratio Adjusted* 1 Tahun Sebelum Akuisisi Sampai Dengan 3 Tahun Setelah Akuisisi

Pada gambar 5.5, ditampilkan pergerakan nilai rata-rata *adjusted current ratio* selama periode pengamatan, yaitu sejak 1 tahun sebelum akuisisi sampai dengan 3 tahun setelah akuisisi. Berdasarkan tampilan tersebut, tampak bahwa rata-rata *adjusted current ratio* juga mengalami fluktuasi. Selama periode satu tahun sebelum akuisisi sampai dengan 2 tahun setelah akuisisi, ternyata rata-rata *adjusted current ratio* yang dihasilkan menunjukkan nilai yang positif, artinya nilai *current ratio* yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih baik, atau dengan kata lain, nilai *current ratio* perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih tinggi jika dibandingkan dengan median industrinya.

Hal yang berlawanan terjadi pada tahun ke 3 setelah akuisisi, dimana rata-rata *adjusted current ratio* yang dihasilkan menunjukkan nilai yang positif, artinya nilai *current ratio* yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan

dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih baik, atau dengan kata lain, nilai *current ratio* perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih tinggi jika dibandingkan dengan median industrinya. Hal yang berlawanan terjadi pada tahun ke 3 setelah akuisisi, dimana rata-rata *adjusted current ratio* yang dihasilkan menunjukkan nilai yang negatif, artinya nilai *current ratio* yang dihasilkan oleh perusahaan sampel jika dibandingkan dengan industrinya, ternyata menunjukkan hasil yang lebih buruk, atau dengan kata lain, nilai *current ratio* perusahaan sampel yang melakukan akuisisi ternyata lebih rendah jika dibandingkan dengan median industrinya.

Gambar 5.5. di atas juga menunjukkan bagaimana *current ratio* perusahaan yang melakukan akuisisi (akuisitor) mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi (CR 0), *adjusted current ratio* mengalami peningkatan yang cukup besar. Pada 1 tahun setelah akuisisi, *adjusted current ratio* mengalami penurunan, dan pada tahun-tahun berikutnya (2 dan 3 tahun setelah akuisisi) secara berturut-turut rata-rata *adjusted sales growth* mengalami penurunan.

5.4. Analisis dan hasil penelitian

Bagian ini akan membahas hasil analisis data, yang meliputi pengujian hipotesis serta analisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi selama periode 1993-2001. Pengolahan data pada penelitian ini menggunakan bantuan program SPSS 12, sedangkan untuk mempermudah pengambilan kesimpulan, maka dilakukan uji hipotesis menggunakan uji t.

Hipotesisnya diajukan untuk menguji apakah terdapat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001 dengan memperhatikan penggunaan *industri benchmark* (*adjusted*). Kinerja diukur menggunakan variabel 1) *net profit margin*, 2) *asset turnover*, 3) *asset growth*, 4) *sales growth*, dan 5) *current ratio.*

Daerah penolakan ditentukan dengan membandingkan nilai t probabilitas dengan $\alpha = 5\%$. Jika nilai t probabilitas lebih besar dari 0,05 ($\alpha = 5\%$), maka H_0 diterima, artinya tidak terdapat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan yang melakukan akuisisi. Hasil analisis statistik penelitian ini dapat dilihat pada tabel 5.13. berikut ini:

Tabel 5.7
Hasil Uji Statistik *Adjusted Net Profit Margin, Adjusted Asset Turnover, Adjusted Asset Growth, Adjusted Sales Growth,* Dan *Adjusted Current Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Sebelum dan Sesudah Akuisisi

Adjusted	(-1,+1)		(-1,+2)		(-1,+3)	
	p-value	Kesimpulan	*p-value*	Kesimpulan	*p-value*	Kesimpulan
Net Profit Margin	0,762	Tidak signifikan	0,594	Tidak signifikan	0,568	Tidak signifikan
Asset Turnover	0,170	Tidak signifikan	0,288	Tidak signifikan	0,004	**Signifikan**
Asset Growth	0,034	**Signifikan**	0,022	**Signifikan**	0,021	**Signifikan**
Sales Growth	0,981	Tidak signifikan	0,262	Tidak signifikan	0,845	Tidak signifikan
Current Ratio	0,238	Tidak signifikan	0,676	Tidak signifikan	0,057	Tidak signifikan

Sumber: Lampiran 5, diolah

Berdasarkan tabel 5.13, pengujian hipotesis menggunakan *industry adjusted* menunjukkan bahwa pada pengamatan satu tahun sebelum dan satu tahun setelah akuisisi (-1, +1) dan pengamatan satu tahun sebelum dan dua tahun setelah

akuisisi (-1, +2) menunjukkan perbedaan kinerja yang signifikan hanya terjadi pada rasio *asset growth* (*p-value* < 5%). Perbedaan signifikan pada rasio *asset growth* menunjukkan adanya penurunan rata-rata *asset growth* sesudah akuisisi dibandingkan dengan rata-rata *asset growth* sebelum akuisisi.

Pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3), hasil perbedaan kinerja yang signifikan terjadi pada rasio *asset turnover* dan *asset growth*. Perbedaan yang signifikan ini ditunjukkan dengan adanya penurunan rata-rata rasio *asset turnover* dan *asset growth* sesudah akuisisi dibandingkan dengan rata-rata sebelum akuisisi.

BAB VI

PEMBAHASAN

Pembahasan akan dimulai dari analisis kinerja keuangan, yang meliputi pengujian hipotesis serta analisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi selama periode 1993-2001. Pengolahan data penelitian ini menggunakan bantuan program SPSS 12, sedangkan untuk mempermudah pengambilan kesimpulan, maka dilakukan uji hipotesis menggunakan uji t.

Hipotesis penelitian ini diajukan untuk menguji apakah terdapat perbedaan kinerja sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001menggunakan variabel 1) *net profit margin*, 2) *asset turnover*, 3) *asset growth*, 4) *sales growth*, dan 5) *current ratio yang* disesuaikan dengan *industri benchmark* (*adjusted*).

6.1. Pembahasan Hasil Pengujian Dugaan Terdapat Perbedaan Kinerja Menggunakan *Industri Adjusted* Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Melakukan Akuisisi Tahun 1993-2001.

Hasil analisis uji t beda dua sampel berpasangan (*Paired Sample t Test*) pada lampiran 5 menunjukkan bahwa terdapat penurunan rata-rata *adjusted total asset turnover* setelah akuisisi bila dibandingkan dengan sebelum akuisisi. Penurunan rata-rata *adjusted total asset turnover* yang **signifikan** (*p-value* < α) terjadi pada pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dibandingkan dengan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3). Pada lampiran 5 juga menunjukkan bahwa terdapat penurunan

selisih rata-rata *adjusted total asset growth* setelah akuisisi bila dibandingkan dengan sebelum akuisisi dengan perbedaan yang **signifikan** pada semua periode pengamatan.

Jadi, dugaan terdapat perbedaan kinerja *adjusted* sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001 untuk periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan satu tahun setelah akuisisi (-1, +1) serta pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan dua tahun setelah akuisisi (-1,+2) **terbukti** signifikan hanya pada rasio *adjusted asset growth* (*p-value* < 5%), sedangkan pada periode pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3), hasil perbedaan yang **terbukti** signifikan terjadi pada rasio *asset turnover* dan *asset growth*.

6.1.1. *Adjusted Net Profit Margin Ratio*

Selisih rata-rata *adjusted profit margin ratio* sampel selama pengamatan menunjukkan nilai rata-rata yang positif dan menunjukkan peningkatan kinerja sesudah akuisisi dibandingkan dengan sebelum akuisisi. Peningkatan ini setelah diuji ternyata tidak menunjukkan adanya perbedaan rata-rata yang signifikan antara sebelum dan setelah akuisisi (*p-value* >5%).

Studi empiris De Langhe dan Ooghe (2001) menemukan bahwa *net sales margin* mengalami penurunan setelah *takeover* dan semakin membaik setelah empat tahun kemudian. Pada perusahaan manufaktur di Indonesia, berdasarkan tampilan gambar 5.1, tampaknya rata-rata *adjusted net profit margin ratio* mengalami penurunan yang cukup besar pada saat perusahaan yang bersangkutan

melakukan akuisisi, dan pada tahun-tahun berikutnya rata-rata *adjusted net profit margin ratio* semakin meningkat walaupun pertambahannya kecil.

Tabel 6.1
Ringkasan Hasil Uji Beda *Net Profit Margin* pada Temuan Penelitian De Langhe Dan Ooghe (2001) Dan Hasil Temuan Penelitian Ini

Penelitian oleh	Keterangan	Periode Pengamatan		
De Langhe dan Ooghe (2001)	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
	P-value	0,388↓	0,775↓	0,007*↓
Penelitian ini	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
	P-value	0,762↑	0,594↑	0,586↑

Keterangan:
* *the post-acquisition ratio is significantly different from the pre-acquisition ratio at 1% level.*

Tabel 6.1 menunjukkan bahwa antara temuan De Langhe dan Oghee (2001) dan penelitian ini, pada pengamatan 1 tahun sebelum dan 1 tahun setelah akuisisi (-1,+1) serta pengamatan 1 tahun sebelum dan 2 tahun setelah akuisisi (-1,+2), menunjukkan kesamaan simpulan hasil pengujian hipotesis, yaitu tidak terdapat perbedaan rata-rata *net profit margin* yang signifikan. Hasil temuan yang berbeda adalah mengenai arah perbedaannya (apakah profitabilitas setelah akuisisi meningkat atau menurun bila dibandingkan dengan sebelum akuisisi).

Pada seluruh periode pengujian oleh De Langhe dan Oghee (2001), variabel *adjusted net profit margin* (dalam penelitiannya mereka menggunakan istilah *net sales margin*), rata-rata *adjusted* profitabilitas pada periode sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan *adjusted* profitabilitas sesudah akuisisi, sehingga menunjukkan penurunan kinerja berdasarkan *adjusted net profit margin*, sedangkan penelitian ini menunjukkan pada seluruh periode penelitian, rata-rata *adjusted* profitabilitas sebelum akuisisi lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata

adjusted profitabilitas sesudah akuisisi, sehingga menunjukkan ada peningkatan kinerja berdasarkan *adjusted net profit margin*.

Berdasarkan perbedaan dan persamaan temuan dari penelitian De Langhe dan Oghee (2001) dan penelitian ini, maka pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan akuisisi pada periode 1993-2001, walaupun pada periode setelah akuisisi masih dapat menghasilkan profitabilitas dari aktivitas operasionalnya, tetapi peningkatan kinerja berdasarkan rasio *net profit margin* pada periode setelah akuisisi belum dapat menunjukkan peningkatan kinerja yang signifikan dibandingkan dengan periode sebelum akuisisi.

Secara umum, evaluasi *net profit margin* ratio berkaitan dengan kemampuan perusahaan dan manajemen dalam mengelola pendapatan dan biaya pada aktifitas operasional sehari-hari. *Net Profit Margin* disebut juga *Return on Sales* (ROS) menunjukkan profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktivitas operasionalnya, yang mengindikasikan seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan laba bersih untuk tiap rupiah penjualan bersihnya (aktivitas operasional perusahaan), dengan kata lain rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada periode tertentu dengan menggunakan sumber daya yang ada secara efisien (Gibson, 1992: 325).

Profitability digunakan untuk mengukur kinerja manajemen dalam menghasilkan laba seefisien dan seefektif mungkin dengan menerapkan berbagai kebijakan dan keputusan manajemen. Pada saat menganalisis laporan rugi laba, didalamnya terdapat pendapatan dari kegiatan operasional dikurangi biaya-biaya (operasional maupun administratif), dan menghasilkan pendapatan bersih (laba),

namun, profitabilitas lebih penting dari laba, karena laba yang tinggi bukan indikasi tingginya efektifitas dan efisiensi manajemen perusahaan, sehingga investor lebih memperhatikan profitabilitas perusahaan (Van Horne, 1995: 758).

Rasio *net profit margin* dihitung dari pembagian antara pendapatan bersih setelah pajak dengan penjualan. Jika rasio *adjusted net profit margin* semakin meningkat, artinya proporsi pendapatan bersih setelah pajak yang diterima oleh perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi lebih besar dibandingkan dengan penjualan yang dilakukan oleh perusahaan yang bersangkutan. Jika rasio *adjusted net profit margin* dihitung selisihnya dengan median industri, ternyata kinerja perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi masih berada diatas rata-rata industri (rata-rata rasio *adjusted net profit margin* positif).

Pendapatan bersih perusahaan diperoleh dari selisih dari seluruh sumber pendapatan dengan biaya-biaya yang dikeluarkan oleh fungsi utama dalam perusahaan, yang meliputi fungsi produksi, pemasaran, sumber daya manusia, serta fungsi keuangan. Sumber pendapatan berasal dari penjualan, layanan yang diberikan, dan pendapatan lain-lain. Pada perusahaan yang melakukan akuisisi, rasio *adjusted net profit margin* ini penting untuk mengetahui apakah aktifitas operasional pengakuisisi menjadi lebih baik dibandingkan sebelum akuisisi, mengingat melalui akuisisi diharapkan juga akan tercapai sinergi, berupa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan efisiensi melalui mengkombinasikan aktiva, aktivitas operasi, dan struktur keuangan. Jika efisiensi meningkat, maka *net income* juga meningkat karena efisiensi akan mempengaruhi peningkatan pendapatan dari penjualan.

Berdasarkan *efficiency hypothesis*, efisiensi terjadi karena penurunan biaya atau peningkatan *revenue* (Weston, Chung, dan Hoag, 1990: 191), yang dapat dicapai melalui akuisisi, baik secara horizontal maupun vertikal, atau melakukan diversifikasi secara internal, eksternal atau kombinasi antara internal dan eksternal (Lamont dan Anderson, 1985: 926; Padilla : 2005). *Horizontal merger* dan akuisisi memungkinkan pengurangan biaya produksi dan distribusi melalui beberapa cara menurut Padilla (2005), melalui:

1. *Resource sharing* menurut Haspeslagh dan Jemison (1991) merupakan penggunaan bersama berbagai aktivitas dalam *value chain* antar bisnis. Misalnya: melakukan rasionalisasi produksi melalui realokasi produksi dari pabrik yang kurang efisien (*marginal cost* tinggi) ke pabrik yang lebih efisien (*marginal cost* rendah), penggunaan saluran distribusi tunggal, dan pengadaan input bersama, sehingga tidak terjadi *capacity constrained*.
2. Merger dan akuisisi dapat meningkatan kemampuan pihak-pihak yang terkait untuk melakukan investasi pada *research and development* yang lebih murah untuk meningkatkan teknologi. *Trasferring skill* menurut Haspeslagh dan Jemison (1991) merupakan *transfer of knowledge* dari satu *value chain* ke *value chain* yang lain, berupa *transferable production technology*, *marketing know-how*, *research and development capability*, dan *managerial skill*.

Economies of scale ditunjukkan dengan penurunan biaya rata-rata per unit seiring dengan semakin besarnya jumlah output yang diproduksi, sehingga memungkinkan biaya tetap dapat dibebankan merata pada jumlah *output* yang besar, sehingga memperkecil *average total cost* (Seth, 1990, dalam Verweire, 1999:33). Biaya yang semakin rendah membuat pendapatan meningkat dan

perusahaan menjadi lebih efisien. Jika perusahaan kelebihan kapasitas produksi bersifat *imperfectly divisible*, maka *economies scale* dan *scope* dapat dicapai melalui perluasan *output*. *Economis of scope* juga dapat diciptakan melalui *merger* dan akuisisi. Jika perusahaan mampu memanfaatkan satu input sumber daya secara maksimal untuk menghasilkan beberapa *output*, maka perusahaan dapat menurunkan *average cost* melalui produk yang beragam.

Peningkatan efisiensi sebagai hasil akuisisi dianggap sebagai *operational synergy*. Hal ini disebabkan karena telah terjadi *cost improvement* pada *operational level* (Verweire, 1999:33), sehingga pendapatan bersih meningkat, dan kinerja berdasarkan rasio *adjusted net profit margin* pada penelitian ini juga meningkat, walaupun tidak signifikan.

Akan tetapi perusahaan yang melakukan akuisisi untuk tujuan sinergi dan efisiensi umumnya mengartikan sinergi secara keliru. Pada kasus akuisisi ketika bisnis target digabungkan dengan pengakuisisi, perusahaan merasa harus melakukan penghematan yang besar, dan inilah yang dianggap sebagai "*synergy*". Tidak jarang akuisisi diikuti dengan rasionalisasi demi tercapainya efisiensi. Alasan inilah yang memunculkan pengurangan karyawan melalui PHK, sehingga dapat menghemat pengeluaran berupa biaya gaji yang menurun, atau penutupan pabrik sehingga penghematan terjadi pada biaya operasional dan *overhead*. Berikut ini ringkasan perubahan jumlah karyawan perusahaan setelah perusahaan sampel melakukan akuisisi.

Tabel 6.2
Ringkasan Perubahan Jumlah Karyawan Perusahaan Sampel Setelah Melakukan Akuisisi

Tahun ke	0	+1	+2	+3
Rata--rata	5847	4867	4721	4893
Perubahan (%)	-	-16,76	-2,99	3,64
Median	1400	1250	1335	1435
Perubahan (%)	-	-10,714	6,8	7,49

Sumber : Lampiran 6

Berdasarkan tampilan pada tabel 6.3, hasil penghitungan rata-ratanya menunjukkan terjadi penurunan jumlah karyawan paling banyak pada satu tahun setelah akuisisi. Hasil serupa juga ditunjukkan dari hasil penghitungan median, yang juga menunjukkan penurunan pada satu tahun setelah akuisisi. Diskripsi ini menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel yang melakukan akuisisi, umumnya melakukan efisiensi melalui pengurangan jumlah karyawan, dimana perusahaan tampaknya memilih melakukan kebijakan *downsizing* dan restrukturisasi yang cukup besar sehingga terjadi pengurangan biaya.

Pada jangka pendek, pengurangan biaya *overhead* tampaknya cukup rasional, tetapi pengakuisisi kini mempertaruhkan kemampuannya penghasilkan profit dan kemampuan melunasi kewajibannya (*credit capabilities*), sehingga tidak ada dana untuk melakukan investasi pada perusahaan hasil kombinasi tersebut. Pada jangka panjang, hal ini akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan.

6.1.2. *Adjusted Asset Turnover Ratio*

Selisih rata-rata *adjusted total asset turnover* ternyata mengalami penurunan pada semua periode pengamatan. Perbedaan rata-rata *adjusted total asset turnover* sesudah akuisisi yang **signifikan** (*p-value* $<\alpha$) terjadi pada pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dibandingkan dengan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3).

Penelitian Healey et. al., (1992) menemukan bahwa *asset turnover* secara signifikan menjadi lebih baik, karena adanya manajemen aktiva yang lebih baik, sehingga produktivitas aktiva meningkat relatif terhadap industrinya, sedangkan Kruse, et. al., (2002) menemukan indikasi bahwa efek *merger* yang dilakukan perusahaan berdasarkan *asset turnover* ternyata minimal dan tidak menunjukkan adanya perbedaan rata-rata kinerja antara sebelum dan sesudah akuisisi. Hal ini dapat dilihat dari selisih antara kondisi setelah dilakukan penyesuaian pada *control firm adjusted* pada sebelum dan sesudah *merger*, menghasilkan selisih rata-rata setelah *adjustment* sebesar 0,00.

Tabel 6.3
Ringkasan Hasil Uji Beda ***Adjusted Asset Turnover Ratio*** pada Temuan Penelitian Dewi (2003) Dan Hasil Temuan Penelitian Ini

Penelitian oleh	Keterangan	Periode Pengamatan		
Dewi (2003)	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)
	P-value	0,287 ↑	0,643 ↓	0,066** ↓
Penelitian ini	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
	P-value	0,17 ↓	0,288 ↓	0,004* ↓

Keterangan:
* *the post-acquisition ratio is significantly different from the pre-acquisition ratio at 1% level.*
** *the post-acquisition ratio is significantly different from the pre-acquisition ratio at 10% level.*

Penelitian Dewi (2003) pada periode pengamatan (-1,+1) dan (-2,+2) ternyata tidak menunjukkan perbedaan rata-rata yang signifikan antara sebelum dan sesudah akuisisisi, dengan selisih rata-rata meningkat pada pengamatan (-1,+1) dan kemudian menurun pada pengamatan (-2,+2). Pada pengamatan (-3,+3) ternyata ada perbedaan rata-rata yang signifikan antara sebelum dan sesudah akuisisi (*p-value* < 10%) dengan selisih rata-rata yang meningkat pada pengamatan (-3,+3).

Sebaliknya simpulan hasil pengujian penelitian ini menunjukkan bahwa pada periode pengamatan satu tahun sebelum dan satu tahun setelah akuisisi (-1,+1), dan satu tahun sebelum dan dua tahun setelah akuisisi (-1,+2), menunjukkan tidak terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan, tetapi pada pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan tiga tahun setelah akuisisi (-1,+3) ternyata terdapat perbedaan yang signifikan, tetapi selisih rata-rata *adjusted total asset turnover* sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan *adjusted total asset turnover* sesudah akuisisi, sehingga menunjukkan ada penurunan *adjusted total asset turnover* pada seluruh pengamatan.

Secara umum, evaluasi *total asset turnover* ratio berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam menginvestasikan sumber daya melalui aktiva perusahaan, sehingga penggunaan aktiva yang produktif berperan penting untuk profitabilitas perusahaan. Rasio ini mengindikasikan seberapa efektif aktiva perusahaan mampu menghasilkan pendapatan operasional, yaitu pendapatan dari penjualan. Analisis *asset turnover* secara detail akan membantu analis mengevaluasi efektivitas pengelolaan investasi perusahaan.

Pada kasus perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi di Indonesia, jika kemudian rasio *total asset turnover* dihitung selisihnya dengan median industri, ternyata kinerja berdasarkan rasio *total asset turnover* berada dibawah rata-rata industri (menghasilkan rata-rata rasio *adjusted total asset turnover* yang negatif). Hal ini berarti jika dibandingkan dengan industrinya, perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi ternyata menggunakan aktiva dibawah kapasitas, sehingga aktiva kurang efektif untuk menghasilkan pendapatan.

Rasio *total asset turnover* dihitung dari pembagian antara penjualan dengan *total asset*. Jika ternyata rasio *asset turnover* pada perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi di Indonesia menunjukkan penurunan, artinya proporsi penjualan lebih kecil dibandingkan dengan proporsi total aktiva perusahaan, sehingga perusahaan menggunakan aktiva dibawah kapasitas (tidak efisien). Penyelesaiannya perusahaan harus meningkatkan penerimaan melalui peningkatan penjualan atau menaikkan harga.

Synergy berkaitan dengan segala bentuk sumber daya yang mampu memberikan penambahan nilai potensial dari hasil mengkombinasikan dua atau beberapa perusahaan. O'Rourke dalam Bibler (1989: 228) menambahkan bahwa "*synergy*" merupakan kemampuan pengakuisisi untuk menggunakan kekuatannya (*strength*) untuk meningkatkan kinerja target, atau memanfaatkan kekuatan yang dimiliki target untuk memperbaiki kelemahan yang dimiliki oleh pengakuisisi. Pada kondisi ketika perusahaan manufaktur di indonesia yang melakukan akuisisi ternyata menghasilkan *adjusted total asset turnover* yang negatif, argumen yang dapat dikemukakan, kemungkinan perusahaan pengakuisisi belum dapat

melakukan integrasi secara lancar dengan targetnya, sehingga manfaat sinergi belum dapat dirasakan.

Perusahaan pengakuisisi dan target memerlukan waktu untuk menyelaraskan atau melakukan integrasi disegala hal (finansial dan non finansial). Berkaitan dengan proses integrasi, maka antara pengakuisisi dan target akan melakukan interaksi *resource sharing* dan transfer kapabilitas, dan dari sinilah sinergi diciptakan. Ada beberapa macam bentuk *resource sharing* dan transfer kapabilitas (Moin, 2004:267-628), tetapi yang berpengaruh terhadap penciptaan *total asset turnover* yang tinggi adalah pada aspek 1) sumber daya operasional, dan 2) manfaat gabungan

Sumber daya operasional, meliputi sumber daya aktiva berwujud (misalnya fasilitas produksi, pabrik, bangunan yang dimanfaatkan bersama) dan aktiva tidak berwujud (misalnya merek dagang, reputasi, saluran distribusi). Transfer sumber daya ini misalnya dalam pemanfaatan fasilitas produksi, jika selama ini kapasitas produksi perusahaan target belum optimal, maka setelah akuisisi diharapkan mampu mencapai kapasitas penuh sehingga tercapai *economies of scale*.

Manfaat gabungan merupakan manfaat yang diperoleh karena kekuatan secara simultan akibat berjalannya dua aktivitas bersama-sama. Peningkatan ini akibat semakin besarnya aktiva, pangsa pasar, daya beli, kemampuan operasional, dan kekuatan lainnya. Integrasi melalui penciptaan manfaat gabungan akan menghasilkan berbagai bentuk sinergi.

Berkaitan dengan salah satu alasan (motif) akuisisi yaitu meningkatkan *market power* melalui integrasi *horizontal*, untuk mencapai *pricing power* dan *growth*

yang lebih besar (Damodaran (2001: 840) mengklasifikasikannya sebagai *(Operating synergy*). Integrasi ***horizontal*** meningkatkan konsentrasi pasar, melalui pembelian perusahaan dengan bisnis sejenis. Akibatnya jumlah perusahaan dalam industri semakin sedikit, sehingga mengurangi persaingan bisnis sejenis, sehingga meningkatkan ***market power*** dan akhirnya meningkatkan profitabilitas pengakuisisi (Sharma dan Thistle: 1996). Pasar yang lebih luas memberikan kesempatan baru disamping menguji kemampuan manajemen (CBI, 1989: 13).

Akan tetapi manajemen juga perlu memperhatikan apakah pasar tersebut berkembang atau jika kondisi umum stabil bahkan menurun, apakah perusahaan dapat melihat celah pasar yang dapat dimanfaatkan untuk tetap berkembang (*growth*) (CBI, 1989: 49). Perusahaan yang melakukan akuisisi umumnya hanya membayangkan hasil yang "indah" saja, maksudnya mereka membayangkan bahwa dengan akuisisi maka persaingan dapat ditekan, sehingga meningkatkan *market power* dan akhirnya meningkatkan profitabilitas (Sharma dan Thistle : 1996). Mereka lupa, jika *market power* tidak diimbangi dengan kemampuan pasar untuk menyerap produk yang dihasilkan, maka perusahaan tidak dapat menghasilkan *margin*, sehingga total *asset turnover*-nya mengalami penurunan dan perusahaan tidak mampu menghasilkan margin.

Argumen lainnya berkaitan dengan efisiensi dan *asset turnover*, dapat pula dijelaskan bahwa efek efisiensi yang ingin dicapai perusahaan untuk menciptakan kinerja yang lebih baik ternyata dapat menghasilkan keadaan sebaliknya. Pada tujuan untuk mencapai efisinsi, perusahaan akan berusaha menekan biaya operasional serendah mungkin, caranya dengan pengawasan anggaran dan

pengeluaran. Hal ini akan menyebabkan karyawan menjadi tertekan dan tidak puas dan juga akan menurunkan kualitas produk. Jika karyawan mulai tidak puas dan kualitas produk menjadi rendah, maka akan membuat produktivitas menurun dan daya saing produk di pasar menjadi menurun, sehingga *market share* perusahaan juga mengecil. Penurunan *market share* akan menurunkan penjualan sehingga pendapatan dari penjualan akan berkurang.

6.1.3. *Adjusted Asset Growth*

Selisih rata-rata *adjusted total asset growth* sampel pada periode pengamatan ternyata mengalami penurunan yang semakin besar. Perbedaan selisih penurunan rata-rata *adjusted total asset growth* sesudah akuisisi yang **signifikan** (*p-value* $<\alpha$) terjadi pada semua periode pengamatan.

Kruse, et.al., (2002) menemukan indikasi bahwa efek merger berdasarkan *growth in asset* ternyata minimal. Hal ini dapat dilihat dari selisih antara kondisi setelah dilakukan penyesuaian pada *control firm* pada sebelum dan sesudah *merger*, yang menunjukkan selisih rata-rata setelah dilakukan penyesuaian pada sebelum dan sesudah *merger* adalah sebesar -1,4%, dan perbedaannya tidak signifikan. Pada kondisi *adjusted* setelah *merger*, rata-rata *asset growth* secara signifikan berbeda (p <5%) yaitu sebesar -1.9%. Penelitian ini menghasilkan temuan yang berlawanan dengan Kruse, et. al., (2002) dimana pada seluruh periode penelitian menunjukkan perbedaan rata-rata yang signifikan, dengan selisih rata-rata *adjusted asset growth* yang menurun.

Efisiensi dan sinergi berkaitan dengan pencapaian *economies of scale*. Jika jumlah output produksi meningkat, maka biaya rata-rata per unit semakin rendah. Untuk meningkatkan jumlah output, diperlukan peningkatan ukuran, kapasitas produksi atau volume produksi, yang dihasilkan dari investasi aktiva perusahaan (menambah pabrik, cabang, dan lainnya) (Hall, 1995: 28-30). Pertumbuhan aktiva untuk menghasilkan *economies of scale* juga perlu dilakukan dengan penuh pertimbangan. Pertumbuhan total aktiva pada hakikatnya mencerminkan ukuran perusahaan.

Peningkatan ukuran, kapasitas perusahaan atau volume produksi cenderung dapat menurunkan biaya per unit, tetapi jika tidak hati-hati maka akan berubah menjadi *diseconomies of scale*, dan menyebabkan biaya per unit output meningkat. Perusahaan yang terus menerus melakukan penambahan aktiva, misalnya menambah tenaga kerja, menambah pabrik dan cabang di berbagai tempat mengakibatkan kegiatan dan organisasi perusahaan menjadi sangat kompleks, dan hal ini mengurangi efisiensi dan meningkatkan biaya poduksi.

Berkaitan dengan akuisisi, proses akuisisi dapat dilakukan melalui pembelian saham atau aktiva perusahaan target. Akuisisi sebagai bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pengakuisisi atas target, berupa perpindahan kontrol kekuasaan untuk 1) mengatur kebijakan keuangan dan operasional perusahaan, 2) mengangkat dan memberhentikan manajemen, dan 3) mendapatkan hak suara mayoritas dalam rapat direksi. Selanjutnya, antara pengakuisisi dan target menjadi perusahaan induk (pengakuisisi) dan anak perusahaan (target) yang memiliki hubungan afiliasi. Kontrol yang semakin besar akan harus dikelola dengan lebih

baik dan hati-hati oleh manajer pengakuisisi, karena risiko kegagalan pada pengelolaan ini kemungkinan akan menimbulkan masalah yang kompleks.

Pada penelitian ini, perusahaan yang menjadi sampel merupakan perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi dengan menggunakan saham. Pada transaksi menggunakan saham, maka setelah akuisisi, perusahaan target masih beroperasi secara terpisah dari pengakuisisi, dimana aktiva milik target tidak berpindah (digabung) kepada pengakuisisi, melainkan hanya kontrolnya saja yang berpindah kepada pengakuisisi. Tidak adanya perpindahan aktiva setelah akuisisi menyebabkan *asset growth* perusahaan menunjukkan penurunan bila dibandingkan dengan sebelum akuisisi. Beberapa pertimbangan mengenai pembiayaan akuisisi yang mahal dan risiko kegagalan pengelolaan pertambahan aktiva, menyebabkan perusahaan yang melakukan akuisisi cenderung mengurangi penambahan aktiva yang besar setelah melakukan akuisisi.

Penurunan rata-rata *adjusted asset growth* juga dapat dijelaskan dari sudut pandang manfaat akuisisi. Salah satu manfaat akuisisi adalah mencapai sinergi melalui *resource sharing* (Porter: 1987, Haspeslagh dan Jemison: 1991, dalam Verweire :1999; Szeless, Wieesema, dan Stewens: 2000: 5), khususnya untuk mengekploitasi"*unused productive service*, *resources*, dan *special kowledge*" dari dalam perusahaan (Penrose: 1959). Padilla (2005) juga menyarankan *resource sharing* antara pengakuisisi dan target melalui rasionalisasi produksi melalui realokasi produksi dari pabrik yang kurang efisien (*marginal cost* yang tinggi) ke pabrik yang lebih efisien (*marginal cost* yang lebih rendah), penggunaan saluran

distribusi tunggal, atau pengadaan input secara bersama, sehingga dikemudian hari tidak menimbulkan *capacity constrained*.

Melalui *resource sharing* antara pengakuisisi dan target, maka sumber daya yang terlalu berharga untuk dijual, namun jika tidak terpakai maka menimbulkan inefisiensi, dimana alasan ekses kapasitas dan *resources* menimbulkan keputusan untuk melakukan akuisisi, sehingga *resources sharing* dalam proses operasional dapat digunakan untuk menghasilkan *revenue* (sifatnya *tangible*). Hal ini dapat diciptakan melalui *sharing* proses produksi (*logistic channel*), yang akhirnya akan menghasilkan *economies of scale* dan *scope*. Jadi, manfaat *sharing resource* melalui akuisisi memungkinkan pengakuisisi tidak lagi perlu melakukan penambahan aktivanya jika antara perusahaan pengakuisisi dan target dapat saling melakukan *sharing resource* sehingga tidak ada lagi kapasitas menganggur dari masing-masing aktiva yang dimiliki.

6.1.4. *Adjusted Sales Growth*

Selisih rata-rata *adjusted sales growth* sampel pada periode penelitian ternyata mengalami penurunan untuk seluruh periode pengamatan. Selama periode pengamatan, ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata *adjusted sales growth* yang signifikan antara sebelum dan sesudah akuisisi.

Kruse et al., (2002) menemukan indikasi bahwa efek *merger* yang dilakukan oleh perusahaan berdasarkan *growth in sales* ternyata minimal. Hal ini dapat dilihat dari selisih antara kondisi setelah dilakukan penyesuaian pada *control firm* pada sebelum dan sesudah *merger*. Selisih rata-rata setelah dilakukan penyesuaian

sebelum dan sesudah merger adalah sebesar -1,0% dan selisih median setelah penyesuaian besarnya 1,3% dan tidak signifikan.

Penelitian ini ternyata menghasilkan temuan yang serupa dengan Kruse, et. al., (2002) dimana ternyata pada penelitian ini, seluruh pengamatan menunjukkan hasil yang tidak signifikan, dengan selisih rata-rata *adjusted sales growth* sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan *adjusted sales growth* sesudah akuisisi, sehingga menunjukkan penurunan pada seluruh pengamatan.

Argumen yang dapat menjelaskan fenomena ini adalah pada kasus akuisisi ketika bisnis target digabungkan dengan pengakuisisi, perusahaan merasa harus melakukan penghematan yang besar diikuti dengan rasionalisasi demi tercapainya efisiensi. Alasan inilah yang memunculkan pengurangan karyawan melalui PHK, sehingga dapat menghemat pengeluaran berupa biaya gaji yang menurun, atau penutupan pabrik sehingga penghematan terjadi pada biaya operasional dan *overhead*.

Pada jangka pendek, pengurangan biaya *overhead* tampaknya cukup rasional, tetapi dengan berkurangnya aktiva yang dimiliki perusahaan, maka pengakuisisi mempertaruhkan kemampuannya penghasilkan profit. Pengakuisisi kini memiliki keterbatasan untuk melakukan produksi, dan hal ini tentu akan mempengaruhi pertumbuhan penjualannya. Jika pertumbuhan penjualannya mengalami penurunan, maka kemampuannya menghasilkan profit juga berkurang, begitu juga dengan kemampuan melunasi kewajibannya (*credit capabilities*), sehingga tidak ada dana untuk melakukan investasi pada perusahaan hasil kombinasi tersebut. Pada jangka panjang, hal ini akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan.

6.1.5. *Adjusted Current Ratio*

Selisih rata-rata *adjusted current ratio* sampel pada periode pengamatan ternyata mengalami peningkatan pada pengamatan satu tahun sebelum akuisisi dan satu tahun setelah akuisisi (-1,+1), sedangkan pada dua pengamatan berikutnya selisih rata-rata *adjusted current ratio* mengalami penurunan. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis untuk *adjusted current ratio,* ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata *adjusted current ratio* yang signifikan selama periode pengamatan.

Tabel 6.4
Ringkasan Hasil Uji Beda *Adjusted Current Ratio* pada Temuan Penelitian Dewi (2003), De Langhe dan Ooghe (2001) dan Penelitian Ini

Penelitian oleh	Keterangan	Periode Pengamatan		
Dewi (2003)	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-2,+2)	(-3,+3)
	P-value	0,22 ↓	0,469 ↓	0,086** ↓
De Langhe dan Ooghe (2001)	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
	P-value	0,998↑	0,755↑	0,007*↓
Penelitian ini	Periode pengamatan	(-1,+1)	(-1,+2)	(-1,+3)
	P-value	0,238↑	0,676↓	0,057**↓

Keterangan:
* *the post-acquisition ratio is significantly different from the pre-acquisition ratio at 1% level.*
** *the post-acquisition ratio is significantly different from the pre-acquisition ratio at 10% level.*

Dewi (2003) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa selisih rata-rata likuiditas yang diukur menggunakan *current ratio* sebelum dan sesudah akuisisi ternyata mengalami penurunan dan tidak menunjukkan perbedaan yang signifikanpada seluruh periode penelitiannya. Studi empiris yang dilakukan De Langhe dan Ooghe (2001) menemukan bahwa selisih rata-rata likuiditas setelah

akuisisi yang diukur mengunakan *current ratio* menunjukkan penurunan pada pengujian periode (-1,+3) dengan perbedaan yang signifikan pada α=1%.

Bila dibandingkan dengan penelitian terdahulu, maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada tahun ke (-1,+1), selisih rata-rata *adjusted current ratio* menunjukkan peningkatan setelah akuisisi, tetapi pada periode pengamatan berikutnya yaitu periode (-1,+2) dan (-1,+3), ternyata terjadi penurunan selisih rata-rata *adjusted current ratio*. Perbedaan yang signifikan ternyata terjadi pada pengamatan (-1,+3) dengan perbedaan rata-rata signifikan untuk α = 10%.

Current ratio sebagai tolok ukur likuiditas merupakan salah satu ukuran yang banyak dipakai. Perusahaan harus menjaga likuiditasnya agar tidak mengganggu kelancaran aktivitas perusahaan dalam melakukan investasi selain itu juga agar tidak kehilangan kepercayaan dari pihak luar. Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas yang dapat memenuhi kebutuhan baik untuk jangka penjang atau pendek, yang disebut likuiditas perusahaan.

Current ratio yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang baik, sehingga kemungkinan berubah menjadi *financially constrained* akan semakin kecil. Tingginya *current ratio* menunjukkan bahwa komposisi *current asset*-nya lebih tinggi dibandingkan *current liabilities*-nya, sehingga dalam melakukan investasi, perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi lebih memilih sumber pendanaan yang berasal dari pendanaan internal Rasio likuiditas yang tinggi akan meningkatkan *current asset* yang kurang

produktif serta memperkecil *current liablities* yang relatif lebih murah (Gitman, 1994: 492).

Pada periode (-1,+1) terjadi peningkatan selisih rata-rata *adjusted current ratio*, artinya pada periode tersebut, perusahaan yang melakukan akuisisi masih memiliki tingkat likuiditas yang bagus, bahkan meningkat dibandingkan dengan periode sebelum akuisisi. Hal ini disebabkan, perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi melakukan rasionalisasi yang sangat besar, berupa pengurangan biaya-biaya dimana pengurangan ini tidak hanya berasal dari *resource sharing* dan *transfer skill*, tetapi juga melalui pengurangan karyawan dan penutupan pabrik. Hal ini memang meningkatkan kas di awal akuisisi, seiring meningkatnya kebutuhan perusahaan pada dana lancar (*liquid*), dan kas ini dapat digunakan untuk menjaga kelancaran operasional sampai dengan tercapainya sinergi. Akan tetapi, beberapa keputusan rasionalisasi tersebut dapat mempengaruhi operasional perusahaan dimasa datang.

Sinergi terkadang disalahartikan sebagai penghematan besar-besaran ketika bisnis pengakuisisi diintegrasikan dengan bisnis target Sebaliknya pada periode berikutnya (-1,+2) dan (-1,+3), tingkat likuiditasnya mulai menurun. Artinya, pada perusahaan yang melakukan akuisisi, dengan masih banyaknya proses yang harus dilalui untuk menghasilkan sinergi, tetapi perusahaan juga melakukan rasionalisasi, pada jangka pendek, pengurangan biaya *overhead* cukup rasional, tetapi pengakuisisi kini mempertaruhkan kemampuannya penghasilkan profit dan kemampuan melunasi kewajibannya (*credit capabilities*), sehingga tidak ada dana untuk melakukan investasi pada perusahaan hasil kombinasi tersebut.

Pada jangka panjang, hal ini akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan, dengan kata lain, kini perusahaan tidak mampu menghasilkan *cash flow* dari aktivitas operasionalnya. Alternatifnya, mereka harus mengusahakan dana dari eksternal (kreditor). Walaupun akuisisi menawarkan kemudahan dana atau pembiayaan karena kreditor lebih percaya dengan perusahaan yang telah berdiri dan mapan, tetapi jika peningkatan *current liability* tidak ditunjang dengan peningkatan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *cash flow*, maka likuiditas perusahaan akan terganggu dan meningkatkan risiko perusahaan.

Chatterjee dan Wernerfelt (1991:45) berdasarkan hasil penelitiannya menemukan bahwa dari sampel perusahaan yang melakukan diversifikasi dan dikelompokkan menjadi *high* dan *low performing firm*, perusahaan termasuk dalam kelompok *low performing firm*, tenyata lebih banyak menggunakan *short term liquidity* (*current ratio*) ketika melakukan *long term diversification*, sehingga hal ini menyebabkan *inferior performance* bagi perusahaan yang bersangkutan. Dan pada titik tertentu, perusahaan menderita tingkat *leverage* yang tinggi (*low debt capacity*) dan membuat kinerjanya menjadi buruk.

Likuiditas diperlukan bagi perusahaan yang melakukan akuisisi, karena antara perusahaan pengakuisisi dan target memerlukan waktu untuk menyelaraskan atau melakukan integrasi disegala hal (finansial dan non finansial), khususnya berkaitan dengan tujuan untuk menghasilkan sinergi dari akuisisi, sehingga untuk menjamin agar aktivitas operasional tidak terhambat selama proses pencapaian sinergi, maka diperlukan dana likuid yang cukup. Jika likuiditas terganggu dan semakin menurun, perusahaan yang bersangkutan dapat berada dalam posisi *financially constrained* dan berakhir menjadi kebangkrutan atau kegagalan bisnis.

BAB VII

PENUTUP

7.1. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data serta pembahasan dari perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi tahun 1993-2001 yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Hipotesis penelitian ini menghasilkan simpulan sebagai berikut:
   a) Pada pengamatan (-1,+1) menunjukkan hasil perbedaan kinerja yang signifikan hanya pada rasio *adjusted asset growth.*
   b) Pada pengamatan (-1,+2), hanya rasio *adjusted asset growth* yang menunjukkan hasil perbedaan yang signifikan.
   c) Pada pengamatan (-1,+3), perbedaan kinerja yang signifikan hanya terjadi pada rasio *adjusted asset turnover* dan *adjusted asset growth.*
2. Sinergi sebagai salah satu motif akuisisi, membutuhkan waktu untuk mencapainya dan menikmati hasilnya. Adanya *time lag* ini disebabkan penggunaan *resource sharing* dan *transfer skill* belum optimal, misalnya penggunaan aktiva bersama, saluran distribusi tunggal, pemanfaatan fasilitas produksi, meningkatnya pangsa pasar, daya beli, kemampuan operasional, dan kekuatan lainnya. Pemanfaatan yang kurang optimal dapat menyebabkan penurunan *rasio total asset turnover* dan *sales growth*.
3. Sinergi disalahartikan sebagai penghematan besar-besaran ketika bisnis pengakuisisi diintegrasikan dengan bisnis target. Efisiensi berlebihan dan

tidak rasional membuat perusahaan menekan biaya operasional atau non operasional serendah mungkin.

a) Pengurangan biaya gaji melalui PHK karyawan, menyebabkan karyawan tidak puas, dapat menurunkan kualitas produk, sehingga daya saing produk menurun, *market share* mengecil, akhirnya pendapatan dari penjualan akan berkurang.

b) Pengurangan biaya melalui penjualan aktiva atau penutupan pabrik, dalam jangka pendek, pengurangan biaya *overhead* cukup rasional, tetapi dalam jangka panjang, pengakuisisi mempertaruhkan kemampuannya menghasilkan profit dan *credit capabilities*-nya, sehingga tidak ada dana untuk melakukan investasi pada perusahaan hasil kombinasi tersebut, sehingga kinerja perusahaan menurun.

4. Penurunan *sales growth*, berarti pendapatan penjualan menurun, tetapi rasio *net profit margin* meningkat, yang berarti peningkatan *net income* bukan berasal dari penjualan saja, melainkan juga berasal dari pengurangan biaya-biaya lain-lain (*overhead*, biaya gaji, biaya administrasi dan lain-lain).

5. *Current ratio* merupakan salah satu indikator mengenai *cash flow* perusahaan. Pada satu tahun setelah akuisisi, ternyata selisih rata-rata *current ratio* meningkat. Hal ini menunjukkan pengurangan biaya *overhead* dalam jangka pendek, dapat meningkatkan likuiditasnya, tetapi terbukti untuk jangka panjang likuiditasnya terganggu dan berakibat buruk pada kinerja perusahaan.

7.2. Saran

Berdasarkan hasil pembahasan maka dapat diajukan beberapa saran, yaitu:

1. Berdasarkan bukti empiris penelitian, kinerja perusahaan yang melakukan akuisisi tampaknya mengalami penurunan. Peningkatan profitabilitas tidak menunjukkan peningkatan kinerja yang sebenarnya akibat akuisisi (sinergi), karena peningkatan tersebut dihasilkan dari penghematan besar-besaran (penjualan aktiva perusahaan dan PHK karyawan).

2. Berkaitan dengan penelitian tentang akuisisi, sebaiknya menggunakan periode yang lebih panjang karena efek sinergi baru dapat diamati setelah beberapa waktu. Perhatikan pula apakah efisiensi yang dihasilkan memang hasil sinergi atau bukan (dari *downsizing* dan PHK). Selain itu, perlu mempertimbangkan kinerja perusahaan target, karena kinerja sesudah akuisisi melibatkan kombinasi sinergi antara target dan pengakuisisi.

3. Bagi para pembuat keputusan, beberapa hal yang diperhatikan:
   a. Akuisisi (diversifikasi) untuk mencapai sinergi, hendaknya dilakukan dengan kehati-hatian karena kesalahan pembuatan keputusan bukannya menghasilkan sinergi, tetapi menghancurkan perusahaan.
   b. Perusahaan yang melakukan akuisisi kadang hanya melihat melalui akuisisi mereka dapat memperluas *market share*, tanpa memperhitungkan apakah pasar dapat menyerap produknya. Jika pasar tidak mampu menyerap produknya, maka penjualan (*sales growth*) menurun, dan *asset turnover* juga menurun, sehingga pendapatan (*margin*) juga menurun.

c. Sinergi disalahartikan sebagai penghematan besar-besaran ketika bisnis pengakuisisi diintegrasikan dengan bisnis target. Penghematan besar-besaran berupa *downsizing* ataupun restrukturisasi belum tentu memberikan manfaat lebih baik bagi kinerja perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Anand, J., dan H. Singh, 1997, Asset Redeployment, Acquisitions And Corporate Strategy In Declining Industries, *Strategic Management Journal*, 18(1):99-118.

Andrade, Gregor, Mark Mitchell, dan Erik Stafford, 2001, New Evidence and Perspective on Mergers, *The Journal of Economic Perspectives;* Spring 2001; Vol. 15, Number 2; pg. 103-120

Bartol, Kathryn M., David C. Martin, 1994, *Management*, Second Edition, McGraw Hill Inc., New York.

Bibler, Richard S. (editors), 1989, *The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*, Arthur Young, United States.

Camerlynck, Jan, dan Hubert Oghee, 2000, Pre-Acquisition Profile of Privately Held Company Involved in Takeovers: An Empirical Study Working Paper Series 2000/12, Vlerick Leuven Gent Management School, Ghent University, Belgium, SSRN-id245650.

Chatterjee, Sayan., dan Birger Wernerfelt, 1991, The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, Jan 1991, 33-48

Confederation of British Industry, 1989, *Mergers, Acquisitions, and Alternative Corporate Strategies*, W.H. Allen & Co. Plc., London

Cooper, Donald R., dan C. William Emory, 1997, *Metode Penelitian Bisnis* (terjemahan), Edisi kelima, cetakan pertama, Penerbit Erlangga, Jakarta.

Damodaran, Aswath, 2001, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Second Edition, John Wiley and Sons, Inc., USA.

De Langhe Tina, dan Hubert Oghee, 2001, Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of The Post acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies Involved in Takeovers, Working Paper Series 2001/12, Vlerick Leuven Gent Management School, Ghent University, Belgium, SSRN-id271523

Dewi, Made Rusmala, 2003, Analisis Kinerja Keuangan Pada Tipe Merger dan Akuisisi Perusahaan *Go Public* Di Bursa Efek Jakarta, *Tesis* Program Ilmu Manajeman Pascasarjana Universitas Airlangga.

Galagher, Timothy James, And Joseph D. Andrew Jr, 2000, *Financial Management Principle And Practice*, Second Edition, Prentice Hall Inc., NJ.

Gibson, Charles H., 1992, *Financial Statement Analysis : Using Financial Accounting Information*, Fifth Editions, South Western Publishing Company, Cincinati, OH.

Hall, Ernest H. Jr., 1995, Corporate Diversification and Performance: An Investigation of Causality, *Australian Journal of Management*, 20, 1, June 1995, 25-42.

Healy, P., K. Palepu, dan R. Ruback, 1992, Does Corporate Performance Improve After Mergers?, *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.

Helfert, Erich A, 2000, *Techniques Of Financial Analysis: A Guide To Value Creation*, Tenth Edition, Millennium Edition, The Irwin/McGraw Hill, USA.

Hermeindito, 1997, Logit Model: Analisis Leverage dan Persaingan Pasar sebagai Prediksi Profitabilitas, *Jurnal Ilmiah Widya Mandala*, No.008.

Kaplan, Steve N., 2006, Mergers And Acquisitions: A Financial Economics Perspective, Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement,

Kruse, Timothy A., Hun Y. Park, Kwangwoo Park, dan Kazunori Suzuki, 2002, The Value of Corporate Diversification Evidence From Post-Merger Performance in Japan, Version April 15th, 2002, SSRN-id302341.

Levine, Sumner R., 1989, *The Acquisition Manual: A guide to negotiating and evaluating business acquisitions*, New York Institute of Finance, New York.

Moin, Abdul, 2004, *Merger, Akuisisi dan Divestasi*, Edisi kedua, Penerbit Ekonesia, FE UII, Yogyakarta.

Ogden, Joseph P., F. C Jen, dan P. F. O'Connor, 2003, *Advance Corporate Finance: Policies and Strategies*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey.

Oghee, Hubert, Tina De Langhe, dan Jan Camerlynck, 2003, Profile Of Multiple versus Single Acquirers and Their Targets: A Research Note, Vleric Working Paper Series 2003/12, Vlerick Leuven Gent Management School, Ghent University, Belgium.

Padilla, A. Jorge, 2005, Efficiencies in Horizontal Mergers: Williamson Revisited, will be published in Issues In Competition Law and Policy (Wayne D. Collins ed., forthcoming 2006), SSRN-id812989.

Palepu, Krishna G , Paul M. Healy, Victor L. Bernard, 2004, *Business Analysis and Valuation Using Financial Statement : Text and Cases*, third editions, Thompson Learning, South Western, USA.

Pusat Data Bisnis Indonesia, 1992, 1994, 1998, Jakarta

Scharf, Charles A., Edward E. Shea, dan George C. Beck, 1991, *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts, and Takeovers: A Handbook with Forms*, Fourth Edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey

Sharma, Maneesh, dan Paul D. Thistle, 1996, Is Acquisition of Market Power A Determinant of Horizontal Mergers ?, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 9 No. 1, Spring 1999, p. 45-55

Soliman, Mark T., 2004, Using Industry-Adjusted DuPont Analysis to Predict Future Profitability, First draft: May 2002, This Version : February 2004, SSRN_id456700.

Szeless, Georg, Margareta F. Wiersema, dan Guener Mueller-Stewens, 2000, Relatedness and Firm Performance in European Firm: A comparison of Related Enropy and Resource-Based Relatedness, No.34, *Institute of Management University of St.Gallen* (HSG), http://www.ifb.unisg.ch/

Sudarsanam, Sudi, 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, First Published, Prentice Hall, UK.

Sudjana, 1997, *Statistika untuk Ekonomi dan Niaga*, Edisi ketiga, Jilid II, Penerbit Tarsito, Bandung.

Sukirno, Sadono, 1997, *Pengantar Teori Mikroeknomi*, Edisi Kedua, PT RajaGrafindo Persada, Jakarta

Van Horne, James C., 1995, *Financial Management And Policy*, Prentice Hall Inc., Tenth Edition, Englewood Cliffs, New Jersey, USA.

Verweire, Kurt, 1999, Performance Consequences Of Financial Conglomeration With An Empirical Analysis In Belgium And The Netherlands, *Dissertation*, University Rotterdam.

Weston, J. Fred, Kwang S. Chung, dan Susan E. Hoag, 1990, *Mergers, Restructuring, And Corporate Control*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, NJ.

Weston, Fred. J., dan Thomas E. Copeland, 1992, *Financial Theory and Corporate Policy*, Fourth Edition, Addison Wesley Publishing Company, Canada

Weston, J. Fred dan Eugene F Brigham, 1993, *Essential Of Managerial Finance*, Tenth Edition, The Dryden Press, Orlando Florida.

- -, *Indonesian Capital Market Directory*, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, *Institute for Economic and Financial Research* (ECFIN), Jakarta.

- -, http://www.jsx.co.id

Lampiran 1:
Perbedaan Dan Persamaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Terdahulu.

Penelitian	Tentang	Sampel dan periode	Variabel	Hasil
1. Healy, Palepu, dan Ruback (1992).	Menguji operating performance, menggunakan accounting & market valuation measure & industry adjusted	50 merger terbesar antara 1979 - 1984.	1) cash flow margin on sales 2) asset turnover. 3) tenagakerja 4) biaya pensiun.	Cash flow margin on sales tidak berubah signifikan, tetapi asset turnover dan return on market value of asset membaik signifikan.
2. Kruse, Park, Park, & Suzuki (2002)	Meneliti long-term operating performance dan menambahkan control firm.	Industri manufaktur, di TSE, 1969-1992. Final sample = 46 akuisitor , 47 target.	operating return (Healy et.al. 1992) operating margin, (Clark & Ofeck,1994).	Long-term operating performance setelah merger positif tidak signifikan Pada merger terdiversifikasi, signifikannya lebih besar
3. Jan Camerlynck dan Hubert Ooghe (2000)	meneliti pre-acquisition financial characterisitic pengakuisisi & target menggunakan operating performance & industry adjusted.	final sampel =143 target & 123 pengakuisisi (109 single & 14 multiple) Data diperoleh dari CD-ROM National Bank of Belgium dan Belfirst CD-ROOM. Perusahaan sampel adalah industri non keuangan di Belgia, dan melakukan akuisisi pada tahun 1992, 1993, dan 1994.	Kinerja diukur menggunakan accounting based measure, menggunakan variable rasio, meliputi: profitability, liquidity, financial structure, solvency, dan added value.	akuisisi bukan alternatif penyelesaian kebangkrutan, karena target tidak menunjukkan risiko kegagalan yang tinggi, tetapi solvency dan likuiditas lebih tinggi daripada industri Pengakuisisi mencapai growth rate lebih tinggi pada total asset dan sales dibandingkan target, tetapi industry adjusted liquidity-nya negatif dan leverage tinggi, artinya terjadi growth-resources mismatch antara akuisitor dgn taget. Berdasarkan median industri operating performance sampel dibandingkan industrinya, tidak ada perbedaan signifikan antara kedua tipe pengakuisisi. Jadi, tidak ada perbaikan kinerja pengakuisisi.
Tina De Langhe dan Hubert Ooghe (2001)	meneliti apakah akuisisi memberikan manfaat bagi pengakuisisi, yaitu menghasilkan kinerja lebih baik setelah akuisisi.	Data dari CD-ROM National Bank of Belgium & Belfirst CD-ROOM. Perusahaan sampel adalah industri non keuangan di Belgia, yang melakukan akuisisi 1992-1994. Final sampel = 143 target & 123 akuisitor	Kinerja diukur menggunakan accounting based measure, dengan menggunakan variabel rasio, meliputi: profitability, liquidity, financial structure, solvency, dan added value.	Setelah akuisisi, profitabilitas, solvency, dan liquiditas dari perusahaan hasil kombinasi mengalami penurunan (decline). Berkaitan dengan added value, takeover juga disertai peningkatan produktivitas tenaga kerja, karena adanya perbaikan gross added value per karyawan dan juga karena penghentikan karyawa target. Jadi secara umum, takeover tidak menunjukkan perbnaikan kinerja keuangan dari pengakuisisi
4. Made Rusmala Dewi (2003)	Meneliti perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi, berdasarkan tipenya, dan trend perkembangan kinerja	36 Akuisitor, perusahaan publik pada 1995-1998.	Tolok ukur kinerja. CR, QR, TD / TA Ratio, TD/TE Ratio, TATO, ITO, ROI, ROE, P/E Ratio, dan P/BV Ratio	Hasilnya menunjukkan bahwa secara umum kinerja keuangan menurun
5. Penelitian ini	Meneliti apakah kinerja keuangan akan menjadi lebih baik dengan adanya akuisisi, dengan menerapkan industry adjusted benchmark	Kriteria: 1. Perusahaan manufaktur. 2. melakukan akuisisi saham hanya satu kali 1993-2001 3 terdaftar di BEJ / minimal pada tahun yang sama ketika melakukan akuisisi. 4 harus memiliki data sesuai keperluan 5 Final sampel= 34 akuisitor	tolok ukur kinerja berupa rasio keuangan, meliputi 1) net profit margin, 2) asset turnover, 3) asset growth, 4) sales growth, dan 5) current ratio, lalu dilakukan adjustment terhadap industrinya (industri adjusted)	Simpulan Penelitian a) Pada seluruh pengamatan, perbedaan kinerja yang signifikan terjadi pada rasio *adjusted asset growth* b) Pada pengamatan (-1,+3), perbedaan kinerja yang signifikan terjadi pada rasio *adjusted asset turnover* Sinergi disalahartikan sebagai penghematan besar-besaran , sehingga perusahaan berusaha menekan biaya-biaya operasional maupun non operasional serendah mungkin Pengurangan biaya *overhead* dalam jangka pendek, dapat meningkatkan likuiditasnya, tetapi terbukti untuk jangka panjang likuiditas terganggu dan berakibat buruk pada kinerja

Lampiran 2a:

POPULASI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN AKUISISI SAHAM PERIODE 1993-2001

No	Acquirer Company/ Investor	Listed date	Target Company	%	Acquisition Date
1	PT Ades Alfindo Putra Setia	13-Jun-94	PT Pamargha Indo Jatim	100	19-Nop-93
2	PT Argha Karya Prima Industri	18-Sep-92	Stenta film (Malaysia)	44	1993
3	PT Bakrie & Brothers	28-Aug-89	Trans Bakrie	11	31-Mar-93
			Arutmin Indonesia	20	15-Jul-93
4	PT Berlina Company Limited	26-Nov-89	Lamipak Primula Indonesia	50	00-05-1993
5	PT Budi Acid Jaya	28-May-95	Tunas Baru Lampung	19,09	22-Okt-93
6	PT Dankos Laboratories	13-Nov-89	Hexapharm Jaya Company Ltd	100	00-00-1993
7	PT Indomulti Inti Industri	15-Nov-93	Primashoes Ciptakreasi	100	30-Jun-93
8	PT Kalbe Farma	30-Jan-91	Bukit Manikara Sakti	100	04-Mei-93
9	PT Karwel Indonesia	20-Dec-90	Katexindo Citra Mandiri	49	00-12-1993
10	PT Kedaung Indah Can	28-Oct-93	Gelas products	26,25	28-Jun-93
11	PT Prasidha Aneka Niaga	18-Oct-94	Aneka Bumi Kencana	100	29-Des-93
			Aneka Bumi Pratama	100	29-Des-93
			Aneka Sumber Kencana	100	29-Des-93
			Hotel Rama Palace Cottage	100	29-Des-93
			Lampung Sumber Kencana Pelleting Factory	100	29-Des-93
			Surabaya Pelleting Company	100	29-Des-93
			Tirtha Harapan Bali	100	29-Des-93
12	PT Semen Cibinong	10-Aug-77	Semen Nusantara	100	21-Jul-93
13	PT Trafindo Perkasa	24-Jul-90	Putera Ometraco Electric	60	00-00-1993
14	PT Andayani Megah/GT Petrochem	20-Oct-93	Filamendo Sakti	60,78	25-Nop-94
15	PT Alumindo Perkasa	12-Jul-90	Determinan Indah	26	1994
16	PT Aneka Kimia Raya	3-Oct-94	Putramas Prima Perkasa	33,75	Apr-94
17	PT Bakrie & Brothers	28-Aug-89	Bakrie Sumatra Plantation	52,5	15-Jul-94
			Indocooper Investama Corporation	49,6	15-Jul-94
			Seamless Pipe Indonesia Jaya	37,52	15-Jul-94
18	PT Budi Acid Jaya	8-May-95	Indo Indo Bangga Prima	80	29-Jun-94
19	PT Darya Varya Laboratories	11-Nov-94	Central Sari Medical Supplies	50	Jan-94
			Gelatindo Mukti Graha	49	Jan-94
			Wigo	100	Mei-94
			Dupa	100	Agust-94
20	PT Dynaplast	5-Aug-91	Rexplast Corporations	51	21-Feb-94
21	PT Ever Shine Textile Industry	13-Oct-92	Indo Yongtex Jaya	100	15-Jul-94
22	PT Gudang Garam	27-Aug-90	Surya Pamenang	100	31-Mar-94
23	PT Indal Aluminium Industry	5-Dec-94	Indalex	100	24-Agust-94
24	PT Indocement Tunggal Perkasa	5-Dec-89	Indofood Sukses Makmur	51	07-Mar-94
			Indocodeco Cment Enterprise	55	23-Jul-94
25	PT Indomulti Inti Industri	15-Nov-93	PT Witicko	100	29-Nop-94
			PT Adilanggeng Kencanatex	100	29-Nop-94
			PT Sinar plataco	51	29-Nop-94
			PT Indographia Ekakarsa	65	29-Nop-94
26	PT Karwel Indonesia	20-Dec-90	Great Malaysia Textile Manuf. Co. Pte. Ltd.	100	Mar-94
27	PT Mayora Indah	4 Jul-90	Sinarpangan Barat	55	Mar-94
			Sinarpangan Timur	55	Mar-94
			Torabika Eka Semesta	96,23	Mar-94

28	PT Mulia Industrindo	17-Jan-94	Muliaglass	30	28-Jul-94
			Mulia Keramik Indah Raya	30	28-Jul-94
29	PT Praxair Indonesia	18-Jul-89	Maharani Praxair Indonesia	51	Des-94
30	PT Sari Husada	5-Aug-83	Sugizindo	100	20-Mei-94
31	PT Sekar Bumi	5-Jan-93	Sekar Katokichi	51	14-Apr-94
32	PT Selamat sempurna	9-Sep-96	PT Andhi Chandra Automotive Product	100	1994
			PT Panata Jaya Mandiri	70	1994
			CV Auto Disel Radiators	100	1994
33	PT Sorini Corporation	3-Aug-92	Sorinio Towa Berlian Corp.	51,2	Dec-94
34	PT Tempo Scan Pasific	17-Jun-94	Tempo Nagadi	100	Jan-94
			Indonesian Pharmaceutical Industries	50	19-Jun-94
35	PT Voksel Electric	20-Dec-90	Alcarindo Prima	20	10-Mar-94
36	PT Bakrie & Brothers	28-Agust-89	Link Telecomunication Company.	72	20-Mar-95
37	PT Gajah Tunggal	05-Agust-90	Langgeng Baja Pratama	51	1995
38	PT HM Sampoerna	15-Jun-92	PD Industri Panamas	100	29-Jun-95
39	PT Indofood Sukses Makmur	14-Jul-94	Bogasari Flour Mills	100	01-Jul-95
40	PT SMART	20-Nop-92	PT Nala Vini eka Beverages	51	01-Jun-95
41	PT Indomulti Inti Industri	15-Nop-93	Adilanggeng Kencanatex	100	03-Feb-95
42	PT Kageo Igar Jaya (Igar Jaya)	26-Mei-92	Avesta Continental Pack	71,61	Jun-95
43	PT Trafindo Perkasa	24Jun1990	PT Siemens AG	100	Jul-1995
44	PT Semen Gresik	08-Jul-91	Semen Padang	100	10-Agust-95
45	PT Sumalindo Lestari Jaya	24-Mar-94	PT Nityasa Mandiri	75	1995
			PT Injapsin	51	1995
46	Aneka Kimia Raya PT	03-Okt-94	Polekao indonesian chemical	40	Jan-96
			Arjuna Utama Kmia	22,38	Jan-96
47	Apac Centerex Corporation PT	02-Jul-90	Apac Inti Corpora PT	94,04	Jul-96
48	Budi Acid Jaya PT	8-May-95	Budi Raisio International PT	50	Okt-96
49	Citatah Industry Marmer PT	03-Jul-96	PT Quarindah Eka Maju Marmer	90	Jan-96
50	Darya Varya Laboratoria PT	11-Nop-94	Kenrose Indonesia PT	90	Agust-96
			Pradja Pharin PT	40	Jan-96
51	Evershine Textile Industry	13 Oct 1992	PT Prima Rajuli Sukses	100	Sep-96
52	Indofarma (Persero) PT	17-Apr-2001	Risma Abadi PT	19	Mei-96
53	Indocement Tunggal Perkasa PT	05-Des-89	Royal sentul Highland	4,39	1996
54	PT Karweli international	20-Dec-94	Kahoindah Citra Garment	55	May-1996
55	PT Tira Austenite	27-Jul-93	PT Aneka Gas Industri	20	Apr-96
56	Aneka Kimia Raya PT	03-Okt-94	PT Aneka Terminal Curah	80,0	Sep-97
57	Eterindo Wahanatama PT	16-May-97	Perniagaan Multi Finance PT	100	Mar-97
58	GT Kabel Indonesia PT	Jun-92	Putera Ometraco Electric PT	100	Jun-97
59	PT HM Sampoerna	15-Jun-92	Sampoerna International Pte. Ltd	100	19 Nov 97
60	Hanson Industri Utama Tbk	18-Jun-92	Primayudha Mandiri Jaya PT	99,99	Des-97
61	Igar Jaya PT	26-May-92	Avesta Continental Pack PT	50,21	Mar-97
62	Indofood Sukses Makmur PT	14-Jul-94	Indomarco Adhiprima PT	80	Feb-97
63	Multipolar Corporation PT	16-Jul-90	Matahari Putra Prima PT	48,02	Sep-97
64	Polysindo Eka Perkasa PT	12-Mar-91	Elana SA (Polandia)	75	Agust-97
65	Semen Gresik PT	02-Jun-95	Varia Usaha Beton	25	Mei-97
66	PT SMART	20-Nop-92	PT Sanatra Andalan Utama	100	June-97
			PT Matra sawit arana Sejahtera	100	June-97
67	Telagamas Pertiwi PT		Artha Graha Wahana PT	100	Mei-97
			Cipta Inti Multiperdana PT (Ometraco)	40	Mei-97
68	Tempo Scan Pasific PT	17-Jun-94	Supra Ferbindo Farma PT	100	Mar-97

69	Tira Austenite PT	27-Jul-93	Aneka Gas Industri PT	10	Feb-97
70	PT Unggul Indah Corporation	6-Nov-89	Salim Oleo Chemical Pte.Ltd	100	Mei-97
71	Cahaya Kalbar	9-Jul-96	PT Inti Cocoa Abadi Industri	100	Mei-97
72	Tira Austenite PT	27-Jul-93	Aneka Gas Industri PT	10	Feb-98
73	Wahana Jaya Perkasa	23-Jun-94	Wisma Karya Prasetya PT	99,99	Apr-98
			Wahana Perkasa Auto Jaya PT	99,99	Apr-98
74	PT Miwon Indonesia	31-Okt-95	PT Jico Agung	95	Mei-98
75	PT Panasia Indosyntec	06-Jun-90	PT Tritama Texindoraya	67	Jul-98
76	Tunas Ridean	16 may 1995	Ethernal Petrochemical	100	Des-99
77	Eterindo Wahanatama PT	16-May-97	Surya Malindo Megatama	100	Mar-00
78	Trasindo Multiprima		Bentoel Group	100	Jan-00
79	BAT Indonesia	20-Mar-00	Rothmas Pallmall Indonesia	100	20-Mar-00
80	PT Aqua Golden Mississipi	01-Mar-90	Danone group	70	Mar-01
81	PT Astra International	18-Des-91	PT Tjahya Sakti Motor	100	2001
82	Siantar Top	16-Des-96	Saritama Tunggal		22-Agust-01
83	Surya intrindo Makmur	28-Mar-00	anglo Sama Prmata motor	100	31-Agust-01

Lampiran 2b:

Seleksi Sampel Perusahaan Manufaktur Yang Melakukan Akuisisi Satu kali Periode 1993-2001

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ades Alfindo								
Argha Karya								
Bakrie &	Bakrie &	PT Bakrie &						
Berlina								
Budi Acid	Budi Acid		Budi Acid					
Dankos								
Indomulti Inti	Indomulti Inti	Indomulti						
Kalbe Farma								
Karwel	Karwel		PT Karweil					
Kedaung								
Prasidha								
S Cibinong								
Trafindo		PT Trafindo						
	GTPetrochem							
	Alumindo							
	AKR		Aneka Kimia	Aneka Kimia				
	Darya Varya		Darya Varya					
	Dynaplast							
	Ever Shine		Evershine					
	Gudang							
	Indal							
	Indocement		indocement					
	Mayora Indah							
	Mulia							
	Praxair							
	Sari Husada							
	Sekar Bumi							
	Selamat							
	Sorini							
	Tempo Scan			Tempo Scan				
	Voksel							
		PT Gajah						
		PT HM		PT HM				
		PT Indofood		Indofood				
		PT SMART		PT SMART				
		PT Kageo		Igar Jaya PT				
		S Gresik		S Gresik PT				
		Sumalindo						
			PT Tira	Tira	Tira Austenite			
			Apac					
			Citatah					
			Indofarma					
				Eterindo			Eterindo	
				GT Kabel				
				Hanson				
				Multipolar				
				Polysindo				
				Telagamas				
				PT Unggul				
				Cahaya				
					Wahana Jaya			
					PT Miwon			
					PT Panasia			
						Tunas Ridean		
							Trasindo	
							BAT Indonesia	
								PT Agua
								PT Astra Int'l
								Siantar Top
								Surya Intrindo

Lampiran 2c :

SAMPEL PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN AKUISISI PERIODE 1993-2001

No.	Acquirer Company/ Investor	Listed date	Target Company	%	Acquisition/ Merger date
1	PT Argha Karya Prima Industri	18-Sep-92	Stenta film (Malaysia)	44	1993
2	PT Berlina Company Limited	26-Nov-89	Lamipak Primula Indonesia	50	00-05-1993
3	PT Dankos Laboratories	13-Nov-89	Hexapharm Jaya Company Ltd	100	00-00-1993
4	PT Kalbe Farma	30-Jan-91	Bukit Manikara Sakti	100	04-Mei-93
5	PT Kedaung Indah Can	28-Oct-93	Gelas products	26,25	28-Jun-93
6	PT Semen Cibinong	10-Aug-77	Semen Nusantara	100	21-Jul-93
7	PT Andayani Megah/GT Petrochem	20-Oct-93	Filamendo Sakti	60,78	25-Nop-94
8	PT Alumindo Perkasa	12-Jul-90	Determinan Indah	26	1994
9	PT Dynaplast	5-Aug-91	Rexplast Corporations	51	21-Feb-94
10	PT Gudang Garam	27-Aug-90	Surya Pamenang	100	31-Mar-94
11	PT Mayora Indah	4-Jul-90	Sinarpangan Barat	55	Mar-94
			Sinarpangan Timur	55	Mar-94
			Torabika Eka Semesta	96,23	Mar-94
12	PT Mulia Industrindo	17-Jan-94	Muliaglass	30	28-Jul-94
			Mulia Keramik Indah Raya	30	28-Jul-94
13	PT Sari Husada	5-Aug-83	Sugizindo	100	20-Mei-94
14	PT Sekar Bumi	5-Jan-93	Sekar Katokichi	51	14-Apr-94
15	PT Sorini Corporation	3-Aug-92	Sorinio Towa Berlian Corp.	51,2	Dec-94
16	PT Voksel Electric	20-Dec-90	Alcarindo Prima	20	10-Mar-94
17	PT Gajah Tunggal	05-Agust-90	Langgeng Baja Pratama	51	1995
18	PT Sumalindo Lestari Jaya	24-Mar-94	PT Nityasa Mandiri	75	1995
			PT Injapsin	51	1995
19	Apac Centerex Corporation PT	02-Jul-90	Apac Inti Corpora PT	94,04	Jul-96
20	GT Kabel Indonesia PT	Jun-92	Putera Ometraco Electric PT	100	Jun-97
21	Hanson Industri Utama Tbk	18-Jun-92	Primayudha Mandiri Jaya PT	99,99	Des-97
22	Multipolar Corporation PT	16-Jul-90	Matahari Putra Prima PT	48,02	Sep-97
23	Polysindo Eka Perkasa PT	12-Mar-91	Elana SA (Polandia)	75	Agust-97
			Spic Petrochemical (India)		Jul-97
24	PT Unggul Indah Corporation	6-Nov-89	Salim Oleo Chemical Pte.Ltd	100	Mei-97
25	Cahaya Kalbar	9-Jul-96	PT Inti Cocoa Abadi Industri	100	Mei-97
26	Wahana Jaya Perkasa	23-Jun-94	Wisma Karya Prasetya PT	99,99	Apr-98
			Wahana Perkasa Auto Jaya PT	99,99	Apr-98
27	PT Miwon Indonesia	31-Okt-95	PT Jico Agung	95	Mei-98
28	PT Panasia Indosyntec	06-Jun-90	PT Tritama Texindoraya	67	Jul-98
29	Tunas Ridean	16 may 1995	Ethernal Petrochemical	100	Des-99
30	BAT Indonesia	20-Mar-00	Rothmas Pallmall Indonesia	100	20-Mar-00
31	PT Aqua Golden Mississipi	01-Mar-90	Danone group	70	Mar-01
32	PT Astra International	16-Des-91	PT Tjahya Sakti Motor	100	2001
33	Siantar Top	16-Des-96	Sariterna Tunggal		22-Agust-01
34	Surya intrindo Makmur	28-Mar-00	anglo Sama Prmata motor	100	31-Agust-01

Lampiran III. Proses Pengujian Normalitas

Pengujian data untuk pengamatan 1 tahun sebelum akuisisi dan 1 tahun setelah akuisisi (-1, +1) :

Uji Normalitas menggunakan Kolmogorof Smirnof:

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,171	34	,013	,748	34	,000
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,153	34	,041	,864	34	,001
Asset Growth adjusted sebelum	,307	34	,000	,423	34	,000
Asset Growth adjusted sesudah	,364	34	,000	,297	34	,000
Sales growth adjusted sebelum	,356	34	,000	,541	34	,000
Sales growth adjusted sesudah	,178	34	,008	,815	34	,000
CR adjusted sebelum	,272	34	,000	,661	34	,000
CR adjusted sesudah	,130	34	,155	,880	34	,001

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
NPM adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh	1	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh	2	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm	1	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh	1	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh	1	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm	1	1	34	34	SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted ssdh)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,071	34	,200(*)	,992	34	,995
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,118	34	,200(*)	,932	34	,035
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,262	34	,000	,791	34	,000
Sales growth adjusted sebelum	,195	34	,002	,767	34	,000
Sales growth adjusted sesudah	,124	34	,200(*)	,901	34	,005
CR adjusted sebelum	,189	34	,003	,887	34	,002
CR adjusted sesudah	,130	34	,155	,880	34	,001

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
NPM adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh	3	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm	2	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm	2	1	34	34	SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted ssdh)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,071	34	,200(*)	,992	34	,995
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,118	34	,200(*)	,932	34	,035
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,139	34	,092	,920	34	,016
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,708
Sales growth adjusted sesudah	,124	34	,200(*)	,901	34	,005
CR adjusted sebelum	,152	34	,045	,943	34	,074
CR adjusted sesudah	,130	34	,155	,880	34	,001

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Standardize data tahap 1

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0,11	0,25	-0,56	-0,60	0,21	-0,15	-0,17	-0,47	-0,43	-0,45
2	-0,27	-0,06	0,24	0,46	-0,43	-0,29	-0,38	-0,46	-0,07	-0,11
3	1,36	0,87	0,06	0,01	-0,37	-0,22	-0,19	-0,41	-0,15	-0,19
4	0,61	0,33	-0,02	-0,68	-0,33	0,04	-0,04	0,01	-0,11	0,27
5	0,48	0,64	1,34	-0,42	0,37	-0,26	-0,43	-0,41	0,01	1,85
6	0,48	0,02	-1,42	-0,83	-0,31	-0,21	-0,20	-0,04	-0,80	0,70
7	1,82	1,42	-0,90	-1,01	-0,15	-0,32	-1,04	0,55	0,69	0,37
8	-0,99	-0,45	0,11	0,33	-0,42	-0,18	-0,46	0,23	0,20	-0,81
9	1,25	0,48	-0,04	-0,32	-0,31	-0,12	-0,16	0,78	0,06	-0,73
10	-0,85	-0,14	2,18	[illegible]	-0,35	-0,30	-0,33	-0,62	-0,18	0,07
11	0,83	0,56	0,15	-0,44	-0,22	-0,24	-0,21	-0,46	-0,21	1,70
12	-0,28	0,95	-1,66	-0,96	-0,36	0,22	[illegible]	-0,05	0,03	0,22
13	-0,01	0,56	0,70	1,16	-0,05	-0,18	-0,19	0,07	0,29	-0,15
14	-0,01	0,48	0,15	-0,24	-0,18	-0,29	-0,31	-0,96	-0,29	0,07
15	1,95	1,26	-0,97	-1,06	-0,34	0,45	-0,36	-0,54	[illegible]	2,52
16	-0,85	-0,45	0,25	0,60	0,00	-0,26	-0,28	-0,10	-0,71	-0,90
17	0,99	0,46	-1,50	-1,09	0,53	0,05	-0,23	0,14	0,56	0,19
18	0,23	-0,43	-0,70	-0,61	-0,15	-0,27	-0,53	-0,21	1,93	-0,01
19	-1,18	-0,15	-0,68	-0,61	-0,78	-0,28	-0,72	[illegible]	-0,12	-1,27
20	-0,75	-1,20	-0,90	-0,87	-0,10	-0,43	-0,37	-0,76	0,70	0,99
21	-0,99	-0,69	0,07	-0,53	-0,33	-0,19	-0,62	[illegible]	-0,62	-1,09
22	-0,75	-0,16	-0,54	0,04	0,58	-0,34	1,41	-0,64	-0,14	0,42
23	0,33	0,00	-0,90	-0,64	-0,01	-0,22	-0,06	-0,23	-0,56	-1,04
24	0,22	0,16	-0,47	0,03	-0,40	[illegible]	-0,27	0,50	-0,18	-0,85
25	0,94	-0,54	0,99	0,10	-0,14	-0,31	-0,16	-0,68	-0,14	2,76
26	0,07	[illegible]	-1,37	-1,05	[illegible]	-0,21	[illegible]	-0,71	-1,40	-1,00
27	-3,05	0,41	0,78	1,07	-0,49	-0,18	-0,11	-0,38	-1,09	-0,80
28	-1,78	-0,86	-0,67	-0,38	-0,28	-0,23	-0,13	-0,51	-0,22	-0,79
29	0,01	0,14	0,45	[illegible]	-0,55	0,31	-0,51	[illegible]	0,04	-0,19
30	-0,36	0,79	1,16	0,29	0,49	-0,32	-0,01	-1,22	-0,16	0,52
31	0,16	0,08	2,29	1,86	0,04	-0,16	-0,22	0,66	-0,55	-0,49
32	-0,23	0,46	0,89	0,56	-0,26	-0,21	0,22	-0,21	-0,46	-0,49
33	0,21	0,02	1,44	0,87	-0,24	-0,21	0,12	0,42	-0,14	-0,51
34	0,31	-0,64	0,06	-0,42	-0,04	-0,05	-0,37	-1,45	-0,34	-0,79

Menghilangka outlier tahap 1

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0,20	0,30	-0,37	-0,49	2,10	0,47	0,49	-0,28	-0,15	-0,08
2	-0,10	-0,10	0,07	0,35	-0,50	-0,44	-0,43	-0,26	0,21	0,19
3	1,20	1,10	-0,03	-0,02	-0,27	0,00	0,39	-0,20	0,13	0,13
4	0,60	0,40	-0,07	-0,55	-0,11	1,77	1,07	0,37	0,17	0,50
5	0,50	0,80	0,68	-0,35	2,74	-0,25	-0,68	-0,19	0,29	1,76
6	0,50	0,00	-0,85	-0,67	-0,03	0,08	0,36	0,31	-0,52	0,84
7	1,56	1,80	-0,56	-0,81	0,62	-0,64	-3,40	1,12	0,98	0,58
8	-0,67	-0,60	0,00	0,23	-0,48	0,30	-0,81	0,68	0,49	-0,37
9	1,11	0,60	-0,08	-0,27	0,00	0,68	0,55	1,43	0,34	-0,30
10	-0,56	-0,20	1,15	-0,15	-0,17	-0,47	-0,23	-0,48	0,10	0,34
11	0,78	0,70	0,02	-0,37	0,33	-0,12	0,32	-0,26	0,07	1,64
12	-0,11	1,20	-0,98	-0,77	-0,24	2,96	0,23	0,29	0,31	0,46
13	0,11	0,70	0,33	0,88	1,04	0,32	0,41	0,46	0,58	0,16
14	0,11	0,60	0,02	-0,21	0,51	-0,41	-0,13	-0,95	-0,01	0,34
15	1,67	1,60	-0,60	-0,85	-0,13	4,48	-0,37	-0,37	0,14	2,30
16	-0,56	-0,60	0,06	0,44	1,25	-0,21	0,01	0,22	-0,43	-0,44
17	0,90	0,57	-0,89	-0,87	3,40	1,79	0,23	0,56	0,85	0,43
18	0,30	-0,57	-0,45	-0,50	0,62	-0,30	-1,12	0,07	2,22	0,27
19	-0,82	-0,22	-0,44	-0,50	-1,93	-0,35	-1,98	3,48	0,16	-0,74
20	-0,48	-1,57	-0,56	-0,70	0,84	-1,37	-0,39	-0,67	0,99	1,07
21	-0,67	-0,91	-0,02	-0,44	-0,09	0,20	-1,54	[illegible]	-0,34	-0,59
22	-0,48	-0,23	-0,36	0,01	3,61	-0,79	7,57	-0,51	0,14	0,62
23	0,38	-0,02	-0,56	-0,52	1,19	0,05	1,00	0,05	-0,28	-0,55
24	0,29	0,19	-0,32	0,00	-0,37	0,37	0,06	1,04	0,10	-0,40
25	0,86	-0,72	0,49	0,05	0,66	-0,57	0,55	-0,57	0,14	2,49
26	0,17	0,16	-0,82	-0,84	0,58	0,12	0,23	-0,60	-1,12	-0,52
27	-2,31	0,50	0,37	0,81	-0,75	0,29	0,78	-0,15	-0,81	-0,36
28	-1,30	-1,13	-0,43	-0,32	0,11	-0,06	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,16	0,19	-0,15	-0,98	3,51	-1,04	0,11	0,32	0,13
30	-0,17	0,99	0,58	0,20	3,25	-0,63	1,23	-1,30	-0,12	0,70
31	0,24	0,08	1,21	1,42	1,42	0,44	0,28	1,27	-0,27	-0,11
32	-0,07	0,57	0,43	0,43	0,19	0,09	2,24	0,08	-0,18	-0,11
33	0,28	0,00	0,74	0,65	0,25	0,10	1,80	0,93	0,14	-0,13
34	0,36	-0,84	-0,03	-0,35	1,08	1,16	-0,39	-1,61	-0,06	-0,35

Replace missing value

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0,20	0,30	-0,37	-0,49	2,10	0,47	0,49	-0,28	-0,15	-0,08
2	-0,10	-0,10	0,07	0,35	-0,50	-0,44	-0,43	-0,26	0,21	0,19
3	1,20	1,10	-0,03	-0,02	-0,27	0,00	0,39	-0,20	0,13	0,13
4	0,60	0,40	-0,07	-0,55	-0,11	1,77	1,07	0,37	0,17	0,50
5	0,50	0,80	0,68	-0,35	2,74	-0,25	-0,68	-0,19	0,29	1,76
6	0,50	0,00	-0,85	-0,67	-0,03	0,08	0,36	0,31	-0,52	0,84
7	1,56	1,80	-0,56	-0,81	0,62	-0,64	-3,40	1,12	0,98	0,58
8	-0,67	-0,60	0,00	0,23	-0,48	0,30	-0,81	0,68	0,49	-0,37
9	1,11	0,60	-0,08	-0,27	0,00	0,68	0,55	1,43	0,34	-0,30
10	-0,56	-0,20	1,15	-0,15	-0,17	-0,47	-0,23	-0,48	0,10	0,34
11	0,78	0,70	0,02	-0,37	0,33	-0,12	0,32	-0,26	0,07	1,64
12	-0,11	1,20	-0,98	-0,77	-0,24	2,96	0,23	0,29	0,31	0,46
13	0,11	0,70	0,33	0,88	1,04	0,32	0,41	0,46	0,58	0,16
14	0,11	0,60	0,02	-0,21	0,51	-0,41	-0,13	-0,95	-0,01	0,34
15	1,67	1,60	-0,60	-0,85	-0,13	4,48	-0,37	-0,37	0,14	2,30
16	-0,56	-0,60	0,06	0,44	1,25	-0,21	0,01	0,22	-0,43	-0,44
17	0,90	0,57	-0,89	-0,87	3,40	1,79	0,23	0,56	0,85	0,43
18	0,30	-0,57	-0,45	-0,50	0,62	-0,30	-1,12	0,07	2,22	0,27
19	-0,82	-0,22	-0,44	-0,50	-1,93	-0,35	-1,98	3,48	0,16	-0,74
20	-0,48	-1,57	-0,56	-0,70	0,84	-1,37	-0,39	-0,67	0,99	1,07
21	-0,67	-0,91	-0,02	-0,44	-0,09	0,20	-1,54	0,11	-0,34	-0,59
22	-0,48	-0,23	-0,36	0,01	3,61	-0,79	7,57	-0,51	0,14	0,62
23	0,38	-0,02	-0,56	-0,52	1,19	0,05	1,00	0,05	-0,28	-0,55
24	0,29	0,19	-0,32	0,00	-0,37	0,37	0,06	1,04	0,10	-0,40
25	0,86	-0,72	0,49	0,05	0,66	-0,57	0,55	-0,57	0,14	2,49
26	0,17	0,16	-0,82	-0,84	0,58	0,12	0,23	-0,60	-1,12	-0,52
27	-2,31	0,50	0,37	0,81	-0,75	0,29	0,78	-0,15	-0,81	-0,36
28	-1,30	-1,13	-0,43	-0,32	0,11	-0,06	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,16	0,19	-0,15	-0,98	3,51	-1,04	0,11	0,32	0,13
30	-0,17	0,99	0,58	0,20	3,25	-0,63	1,23	-1,30	-0,12	0,70
31	0,24	0,08	1,21	1,42	1,42	0,44	0,28	1,27	-0,27	-0,11
32	-0,07	0,57	0,43	0,43	0,19	0,09	2,24	0,08	-0,18	-0,11
33	0,28	0,00	0,74	0,65	0,25	0,10	1,80	0,93	0,14	-0,13
34	0,36	-0,84	-0,03	-0,35	1,08	1,16	-0,39	-1,61	-0,06	-0,35

Standardize data tahap 2

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	[illegible]	[illegible]	Sales+1	[illegible]	CR+1
1	0,11	0,19	-0,56	-0,61	1,21	0,08	0,15	-0,43	-0,51	-0,45
2	-0,27	-0,34	0,24	0,91	-0,86	-0,66	-0,40	-0,41	0,12	-0,11
3	1,36	1,24	0,06	0,24	-0,68	-0,30	0,09	-0,34	-0,02	-0,19
4	0,61	0,32	-0,02	-0,71	-0,55	1,14	0,50	0,28	0,05	0,27
5	0,48	0,84	1,34	-0,35	1,73	-0,50	-0,55	-0,33	0,26	1,85
6	0,48	-0,20	-1,42	-0,93	-0,49	-0,24	0,08	0,22	-1,16	0,70
7	1,82	2,16	-0,90	-1,16	0,03	-0,82	[illegible]	1,11	1,46	0,37
8	-0,99	-0,99	0,11	0,69	-0,85	-0,06	-0,63	0,62	0,61	-0,81
9	1,25	0,58	-0,04	-0,21	-0,46	0,25	0,19	1,45	0,34	-0,73
10	-0,85	-0,47	2,18	0,01	-0,60	-0,68	-0,28	-0,65	-0,08	0,07
11	0,83	0,71	0,15	-0,39	-0,20	-0,40	0,05	-0,41	-0,13	1,70
12	-0,28	1,37	-1,66	-1,11	-0,66	[illegible]	0,00	0,19	0,29	0,22
13	-0,01	0,71	0,70	1,86	0,37	-0,04	0,11	0,38	0,76	-0,15
14	-0,01	0,58	0,15	-0,10	-0,06	-0,63	-0,22	-1,17	-0,27	0,07
15	1,95	1,89	-0,97	-1,25	-0,57	[illegible]	-0,36	-0,53	-0,01	2,52
16	-0,85	-0,99	0,25	1,07	0,54	-0,47	-0,13	0,12	-1,00	-0,90
17	0,99	0,54	-1,50	-1,29	2,25	1,15	0,00	0,49	1,24	0,19
18	0,23	-0,95	-0,70	-0,62	0,03	-0,54	-0,81	-0,05	[illegible]	-0,01
19	-1,18	-0,49	-0,68	-0,62	-2,01	-0,58	-1,33	3,70	0,03	-1,27
20	-0,75	-2,26	-0,90	-0,96	0,21	-1,41	-0,37	-0,86	1,48	0,99
21	-0,99	-1,40	0,07	-0,52	-0,54	-0,14	-1,06	0,00	-0,85	-1,09
22	-0,75	-0,51	-0,54	0,29	2,42	-0,94	[illegible]	-0,69	-0,01	0,42
23	0,33	-0,23	-0,90	-0,66	0,49	-0,26	0,46	-0,07	-0,74	-1,04
24	0,22	0,04	-0,47	0,28	-0,76	0,00	-0,10	1,02	-0,08	-0,85
25	0,94	-1,15	0,99	0,37	0,06	-0,76	0,19	-0,75	-0,01	2,76
26	0,07	0,01	-1,37	-1,23	0,00	-0,20	0,00	-0,78	[illegible]	-1,00
27	-3,05	0,45	0,78	1,73	-1,06	-0,06	0,33	-0,29	-1,67	-0,80
28	-1,78	-1,69	-0,67	-0,30	-0,38	-0,35	0,27	-0,49	-0,15	-0,79
29	0,01	0,01	0,45	0,01	-1,25	[illegible]	-0,76	0,00	0,31	-0,19
30	-0,36	1,09	1,16	0,64	2,13	-0,81	0,60	-1,55	-0,04	0,52
31	0,16	-0,10	2,29	2,83	0,67	0,06	0,03	1,27	-0,72	-0,49
32	-0,23	0,54	0,89	1,05	-0,31	-0,23	1,20	-0,04	-0,57	-0,49
33	0,21	-0,20	1,44	1,45	-0,26	-0,22	0,94	0,90	-0,01	-0,51
34	0,31	-1,31	0,06	-0,35	0,40	0,64	-0,37	-1,89	-0,36	-0,79

Menghilangka outlier tahap 2

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0,20	0,30	-0,37	-0,49	2,10	0,47	0,49	-0,28	-0,15	-0,08
2	-0,10	-0,10	0,07	0,35	-0,50	-0,44	-0,43	-0,26	0,21	0,19
3	1,20	1,10	-0,03	-0,02	-0,27	0,00	0,39	-0,20	0,13	0,13
4	0,60	0,40	-0,07	-0,55	-0,11	1,77	1,07	0,37	0,17	0,50
5	0,50	0,80	0,68	-0,35	2,74	-0,25	-0,68	-0,19	0,29	1,76
6	0,50	0,00	-0,85	-0,67	-0,03	0,08	0,36	0,31	-0,52	0,84
7	1,56	1,80	-0,56	-0,81	0,62	-0,64	[illegible]	1,12	0,98	0,58
8	-0,67	-0,60	0,00	0,23	-0,48	0,30	-0,81	0,68	0,49	-0,37
9	1,11	0,60	-0,08	-0,27	0,00	0,68	0,55	1,43	0,34	-0,30
10	-0,56	-0,20	1,15	-0,15	-0,17	-0,47	-0,23	-0,48	0,10	0,34
11	0,78	0,70	0,02	-0,37	0,33	-0,12	0,32	-0,26	0,07	1,64
12	-0,11	1,20	-0,98	-0,77	-0,24	[illegible]	0,23	0,29	0,31	0,46
13	0,11	0,70	0,33	0,88	1,04	0,32	0,41	0,46	0,58	0,16
14	0,11	0,60	0,02	-0,21	0,51	-0,41	-0,13	-0,95	-0,01	0,34
15	1,67	1,60	-0,60	-0,85	-0,13	[illegible]	-0,37	-0,37	0,14	2,30
16	-0,56	-0,60	0,08	0,44	1,25	-0,21	0,01	0,22	-0,43	-0,44
17	0,90	0,57	-0,89	-0,87	3,40	1,79	0,23	0,56	0,85	0,43
18	0,30	-0,57	-0,45	-0,50	0,62	-0,30	-1,12	0,07	[illegible]	0,27
19	-0,82	-0,22	-0,44	-0,50	-1,93	-0,35	-1,98	3,48	0,16	-0,74
20	-0,48	-1,57	-0,56	-0,70	0,84	-1,37	-0,39	-0,67	0,99	1,07
21	-0,67	-0,91	-0,02	-0,44	-0,09	0,20	-1,54	0,11	-0,34	-0,59
22	-0,48	-0,23	-0,36	0,01	3,61	-0,79	[illegible]	-0,51	0,14	0,62
23	0,38	-0,02	-0,56	-0,52	1,19	0,05	1,00	0,05	-0,28	-0,55
24	0,29	0,19	-0,32	0,00	-0,37	0,37	0,06	1,04	0,10	-0,40
25	0,86	-0,72	0,49	0,05	0,66	-0,57	0,55	-0,57	0,14	2,49
26	0,17	0,16	-0,82	-0,84	0,58	0,12	0,23	-0,60	[illegible]	-0,52
27	-2,31	0,50	0,37	0,81	-0,75	0,29	0,78	-0,15	-0,81	-0,36
28	-1,30	-1,13	-0,43	-0,32	0,11	-0,06	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,16	0,19	-0,15	-0,98	[illegible]	-1,04	0,11	0,32	0,13
30	-0,17	0,99	0,58	0,20	3,25	-0,63	1,23	-1,30	0,12	0,70
31	0,24	0,08	1,21	1,42	1,42	0,44	0,28	1,27	-0,27	-0,11
32	-0,07	0,57	0,43	0,43	0,19	0,09	2,24	0,08	-0,18	-0,11
33	0,28	0,00	0,74	0,65	0,25	0,10	1,80	0,93	0,14	-0,13
34	0,36	-0,84	-0,03	-0,35	1,08	1,16	-0,39	-1,61	-0,06	-0,35

Replace missing value

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0,20	0,30	-0,37	-0,49	2,10	0,47	0,49	-0,28	-0,15	-0,08
2	-0,10	-0,10	0,07	0,35	-0,50	-0,44	-0,43	-0,26	0,21	0,19
3	1,20	1,10	-0,03	-0,02	-0,27	0,00	0,39	-0,20	0,13	0,13
4	0,60	0,40	-0,07	-0,55	-0,11	1,77	1,07	0,37	0,17	0,50
5	0,50	0,80	0,68	-0,35	2,74	-0,25	-0,68	-0,19	0,29	1,76
6	0,50	0,00	-0,85	-0,67	-0,03	0,08	0,36	0,31	-0,52	0,84
7	1,56	1,80	-0,56	-0,81	0,62	-0,64	0,12	1,12	0,98	0,58
8	-0,67	-0,60	0,00	0,23	-0,48	0,30	-0,81	0,68	0,49	-0,37
9	1,11	0,60	-0,08	-0,27	0,00	0,68	0,55	1,43	0,34	-0,30
10	-0,56	-0,20	1,15	-0,15	-0,17	-0,47	-0,23	-0,48	0,10	0,34
11	0,78	0,70	0,02	-0,37	0,33	-0,12	0,32	-0,26	0,07	1,64
12	-0,11	1,20	-0,98	-0,77	-0,24	0,05	0,23	0,29	0,31	0,46
13	0,11	0,70	0,33	0,88	1,04	0,32	0,41	0,46	0,58	0,16
14	0,11	0,60	0,02	-0,21	0,51	-0,41	-0,13	-0,95	-0,01	0,34
15	1,67	1,60	-0,60	-0,85	-0,13	0,05	-0,37	-0,37	0,14	2,30
16	-0,56	-0,60	0,08	0,44	1,25	-0,21	0,01	0,22	-0,43	-0,44
17	0,90	0,57	-0,89	-0,87	3,40	1,79	0,23	0,56	0,85	0,43
18	0,30	-0,57	-0,45	-0,50	0,62	-0,30	-1,12	0,07	0,12	0,27
19	-0,82	-0,22	-0,44	-0,50	-1,93	-0,35	-1,98	3,48	0,16	-0,74
20	-0,48	-1,57	-0,56	-0,70	0,84	-1,37	-0,39	-0,67	0,99	1,07
21	-0,67	-0,91	-0,02	-0,44	-0,09	0,20	-1,54	0,11	-0,34	-0,59
22	-0,48	-0,23	-0,36	0,01	3,61	-0,79	0,12	-0,51	0,14	0,62
23	0,38	-0,02	-0,56	-0,52	1,19	0,05	1,00	0,05	-0,28	-0,55
24	0,29	0,19	-0,32	0,00	-0,37	0,37	0,06	1,04	0,10	-0,40
25	0,86	-0,72	0,49	0,05	0,66	-0,57	0,55	-0,57	0,14	2,49
26	0,17	0,16	-0,82	-0,84	0,58	0,12	0,23	-0,60	0,12	-0,52
27	-2,31	0,50	0,37	0,81	-0,75	0,29	0,78	-0,15	-0,81	-0,36
28	-1,30	-1,13	-0,43	-0,32	0,11	-0,06	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,16	0,19	-0,15	-0,98	0,05	-1,04	0,11	0,32	0,13
30	-0,17	0,99	0,58	0,20	3,25	-0,63	1,23	-1,30	0,12	0,70
31	0,24	0,08	1,21	1,42	1,42	0,44	0,28	1,27	-0,27	-0,11
32	-0,07	0,57	0,43	0,43	0,19	0,09	2,24	0,08	-0,18	-0,11
33	0,28	0,00	0,74	0,65	0,25	0,10	1,80	0,93	0,14	-0,13
34	0,36	-0,84	-0,03	-0,35	1,08	1,16	-0,39	-1,61	-0,06	-0,35

Pengujian data untuk pengamatan 1 tahun sebelum akuisisi dan 2 tahun setelah akuisisi (-1, +2) :

Uji Normalitas menggunakan Kolmogorof Smirnof:

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,144	34	,071	,978	34	,695
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,146	34	,064	,950	34	,126
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,158	34	,031	,936	34	,047
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,707
Sales growth adjusted sesudah	,172	34	,012	,917	34	,013
CR adjusted sebelum	,189	34	,003	,887	34	,002
CR adjusted sesudah	,146	34	,063	,932	34	,035

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
NPM adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh	2	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh	2	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm	2	1	34	34	SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted ssdh)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,144	34	,071	,978	34	,695
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,146	34	,064	,950	34	,126
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,149	34	,054	,938	34	,055
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,707
Sales growth adjusted sesudah	138	34	100	,927	34	,026
CR adjusted sebelum	152	34	,045	,943	34	074
CR adjusted sesudah	146	34	063	,932	34	,035

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Standardize data tahap 1

	NPM-1	NPM+2	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+2	Sales-1	Sales+2	CR-1	CR+2
1	0,11	-0,13	-0,56	-0,59	1,21	0,97	0,43	-0,14	-0,51	-0,52
2	-0,27	-0,30	0,24	1,40	-0,86	-1,04	-0,64	-0,41	0,12	0,02
3	1,36	1,27	0,06	0,72	-0,68	0,18	0,31	-0,14	-0,02	0,15
4	0,61	0,15	-0,02	-0,62	-0,55	1,41	1,10	0,27	0,05	1,67
5	0,48	0,62	1,34	-0,59	1,73	-1,04	-0,92	-1,27	0,26	2,10
6	0,48	-0,13	-1,42	-0,93	-0,49	0,50	0,28	0,54	-1,16	1,38
7	1,82	2,34	-0,90	-1,45	0,03	1,90	0,00	1,52	1,46	-0,25
8	-0,99	-1,73	0,11	0,72	-0,85	-0,34	-1,08	-0,29	0,61	-1,53
9	1,25	0,68	-0,04	-0,03	-0,46	0,24	0,50	[illegible]	0,34	-0,89
10	-0,85	-0,50	2,18	0,00	-0,60	-0,78	-0,40	-0,44	-0,08	0,60
11	0,83	0,79	0,15	-0,37	-0,20	-0,11	0,23	-0,33	-0,13	-0,01
12	-0,28	1,86	-1,66	-1,14	-0,66	0,01	0,13	[illegible]	0,29	1,17
13	-0,01	1,05	0,70	2,33	0,37	-0,08	0,34	0,31	0,76	-0,57
14	-0,01	0,51	0,15	0,19	-0,06	-0,87	-0,29	-0,97	-0,27	0,66
15	1,95	1,63	-0,97	-1,24	-0,57	0,01	-0,57	0,20	-0,01	-0,01
16	-0,85	-1,42	0,25	1,56	0,54	-1,04	-0,13	-0,29	-1,00	-0,79
17	0,99	-0,67	-1,50	-1,30	2,25	[illegible]	0,13	0,01	1,24	0,23
18	0,23	-1,11	-0,70	-0,77	0,03	0,56	-1,43	0,24	[illegible]	-0,25
19	-1,18	-0,67	-0,68	-0,12	-2,01	-0,43	-2,43	-0,10	0,03	-1,24
20	-0,75	-0,25	-0,90	-0,99	0,21	[illegible]	-0,59	-1,27	1,48	2,15
21	-0,99	0,01	0,07	-0,37	-0,54	-0,72	-1,92	-0,10	-0,86	-1,19
22	-0,75	-0,86	-0,54	-0,25	2,42	0,01	0,00	0,01	-0,01	-0,09
23	0,33	-0,25	-0,90	-0,80	0,49	-0,40	1,02	-0,93	-0,74	-1,21
24	0,22	-0,25	-0,47	0,37	-0,76	0,27	-0,07	0,99	-0,08	-0,12
25	0,94	-0,86	0,99	0,56	0,06	-0,43	0,50	-1,42	-0,01	-0,01
26	0,07	-0,25	-1,37	-1,39	0,00	-0,05	0,13	-1,24	[illegible]	-1,03
27	-3,05	-0,47	0,78	1,52	-1,06	0,94	0,77	-1,20	-1,67	-0,92
28	-1,78	-2,29	-0,67	-0,25	-0,38	-0,49	0,65	-0,67	-0,15	-0,79
29	0,01	-0,36	0,45	0,00	-1,25	0,01	-1,34	-0,10	0,31	0,10
30	-0,36	0,88	1,16	0,84	2,13	-0,60	1,29	-1,01	-0,04	1,41
31	0,16	-0,08	2,29	0,00	0,67	0,18	0,19	1,78	-0,72	1,54
32	-0,23	1,10	0,89	1,34	-0,31	0,24	2,46	0,12	-0,57	-0,49
33	0,21	-0,33	1,44	1,92	-0,26	-0,31	1,95	1,67	-0,01	-0,36
34	0,31	0,01	0,06	-0,28	0,40	1,44	-0,59	0,01	-0,36	-0,92

Menghilangka outlier tahap 1

	NPM-1	NPM+2	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+2	Sales-1	Sales+2	CR-1	CR+2
1	0,20	0,13	-0,37	-0,33	2,10	0,38	0,49	-0,05	-0,15	-0,11
2	-0,10	0,07	0,07	0,31	-0,50	-0,31	-0,43	-0,12	0,21	0,09
3	1,20	0,63	-0,03	0,09	-0,27	0,11	0,39	-0,05	0,13	0,14
4	0,60	0,23	-0,07	-0,34	-0,11	0,53	1,07	0,06	0,17	0,71
5	0,50	0,40	0,68	-0,33	2,74	-0,31	-0,68	-0,35	0,29	0,87
6	0,50	0,13	-0,85	-0,44	-0,03	0,22	0,36	0,13	-0,52	0,60
7	1,56	1,01	-0,56	-0,61	0,62	0,70	0,12	0,39	0,98	-0,01
8	-0,67	-0,44	0,00	0,09	-0,48	-0,07	-0,81	-0,09	0,49	-0,49
9	1,11	0,42	-0,08	-0,15	0,00	0,13	0,55	[illegible]	0,34	-0,25
10	-0,56	0,00	1,15	-0,14	-0,17	-0,22	-0,23	-0,13	0,10	0,31
11	0,78	0,46	0,02	-0,26	0,33	0,01	0,32	-0,10	0,07	0,08
12	-0,11	0,84	-0,98	-0,51	-0,24	0,06	0,23	[illegible]	0,31	0,52
13	0,11	0,55	0,33	0,61	1,04	0,02	0,41	0,07	0,58	-0,13
14	0,11	0,36	0,02	-0,08	0,51	-0,25	-0,13	-0,27	-0,01	0,33
15	1,67	0,76	-0,60	-0,54	-0,13	0,05	-0,37	0,04	0,14	0,08
16	-0,56	-0,33	0,08	0,36	1,25	-0,31	0,01	-0,09	-0,43	-0,21
17	0,90	-0,06	-0,89	-0,56	3,40	0,05	0,23	-0,01	0,85	0,17
18	0,30	-0,22	-0,45	-0,39	0,62	0,24	-1,12	0,05	[illegible]	-0,01
19	-0,82	-0,06	-0,44	-0,18	-1,93	-0,10	-1,98	-0,04	0,16	-0,38
20	-0,48	0,09	-0,56	-0,46	0,84	0,05	-0,39	-0,35	0,99	0,89
21	-0,67	0,18	-0,02	-0,26	-0,09	-0,20	-1,54	-0,04	-0,34	-0,36
22	-0,48	-0,13	-0,36	-0,22	3,61	0,05	0,12	-0,01	0,14	0,05
23	0,38	0,09	-0,56	-0,40	1,19	-0,09	1,00	-0,26	-0,28	-0,37
24	0,29	0,09	-0,32	-0,02	-0,37	0,14	0,06	0,25	0,10	0,04
25	0,86	-0,13	0,49	0,04	0,66	-0,10	0,55	-0,39	0,14	0,08
26	0,17	0,09	-0,82	-0,59	0,58	0,03	0,23	-0,34	[illegible]	-0,30
27	-2,31	0,01	0,37	0,35	-0,75	0,37	0,78	-0,33	-0,81	-0,26
28	-1,30	-0,64	-0,43	-0,22	0,11	-0,12	0,68	-0,19	0,06	-0,21
29	0,12	0,05	0,19	-0,14	-0,98	0,05	-1,04	-0,04	0,32	0,12
30	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	0,24	0,15	1,21	-0,14	1,42	0,11	0,28	0,46	-0,27	0,66
32	-0,07	0,57	0,43	0,29	0,19	0,13	2,24	0,02	-0,18	-0,10
33	0,28	0,06	0,74	0,48	0,25	-0,06	1,80	0,43	0,14	-0,05
34	0,36	0,18	-0,03	-0,23	1,08	0,54	-0,39	-0,01	-0,06	-0,26

Replace missing value

	NPM-1	NPM+2	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+2	Sales-1	Sales+2	CR-1	CR+2
1	0,20	0,13	-0,37	-0,33	2,10	0,38	0,49	-0,05	-0,15	-0,11
2	-0,10	0,07	0,07	0,31	-0,50	-0,31	-0,43	-0,12	0,21	0,09
3	1,20	0,63	-0,03	0,09	-0,27	0,11	0,39	-0,05	0,13	0,14
4	0,60	0,23	-0,07	-0,34	-0,11	0,53	1,07	0,06	0,17	0,71
5	0,50	0,40	0,68	-0,33	2,74	-0,31	-0,68	-0,35	0,29	0,87
6	0,50	0,13	-0,85	-0,44	-0,03	0,22	0,36	0,13	-0,52	0,60
7	1,56	1,01	-0,56	-0,61	0,62	0,70	0,12	0,39	0,98	-0,01
8	-0,67	-0,44	0,00	0,09	-0,48	-0,07	-0,81	-0,09	0,49	-0,49
9	1,11	0,42	-0,08	-0,15	0,00	0,13	0,55	-0,05	0,34	-0,25
10	-0,56	0,00	1,15	-0,14	-0,17	-0,22	-0,23	-0,13	0,10	0,31
11	0,78	0,46	0,02	-0,26	0,33	0,01	0,32	-0,10	0,07	0,08
12	-0,11	0,84	-0,98	-0,51	-0,24	0,06	0,23	-0,05	0,31	0,52
13	0,11	0,55	0,33	0,61	1,04	0,02	0,41	0,07	0,58	-0,13
14	0,11	0,36	0,02	-0,08	0,51	-0,25	-0,13	-0,27	-0,01	0,33
15	1,67	0,76	-0,60	-0,54	-0,13	0,05	-0,37	0,04	0,14	0,08
16	-0,56	-0,33	0,08	0,36	1,25	-0,31	0,01	-0,09	-0,43	-0,21
17	0,90	-0,06	-0,89	-0,56	3,40	0,05	0,23	-0,01	0,85	0,17
18	0,30	-0,22	-0,45	-0,39	0,62	0,24	-1,12	0,05	0,12	-0,01
19	-0,82	-0,06	-0,44	-0,18	-1,93	-0,10	-1,98	-0,04	0,16	-0,38
20	-0,48	0,09	-0,56	-0,46	0,84	0,05	-0,39	-0,35	0,99	0,89
21	-0,67	0,18	-0,02	-0,26	-0,09	-0,20	-1,54	-0,04	-0,34	-0,36
22	-0,48	-0,13	-0,36	-0,22	3,61	0,05	0,12	-0,01	0,14	0,05
23	0,38	0,09	-0,56	-0,40	1,19	-0,09	1,00	-0,26	-0,28	-0,37
24	0,29	0,09	-0,32	-0,02	-0,37	0,14	0,06	0,25	0,10	0,04
25	0,86	-0,13	0,49	0,04	0,66	-0,10	0,55	-0,39	0,14	0,08
26	0,17	0,09	-0,82	-0,59	0,58	0,03	0,23	-0,34	-0,30	-0,30
27	-2,31	0,01	0,37	0,35	-0,75	0,37	0,78	-0,33	-0,81	-0,26
28	-1,30	-0,64	-0,43	-0,22	0,11	-0,12	0,68	-0,19	0,06	-0,21
29	0,12	0,05	0,19	-0,14	-0,98	0,05	-1,04	-0,04	0,32	0,12
30	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	0,24	0,15	1,21	-0,14	1,42	0,11	0,28	0,46	-0,27	0,66
32	-0,07	0,57	0,43	0,29	0,19	0,13	2,24	0,02	-0,18	-0,10
33	0,28	0,06	0,74	0,48	0,25	-0,06	1,80	0,43	0,14	-0,05
34	0,36	0,18	-0,03	-0,23	1,08	0,54	-0,39	-0,01	-0,06	-0,26

Pengujian data untuk pengamatan 1 tahun sebelum akuisisi dan 3 tahun setelah akuisisi (-1, +3) :

Uji Normalitas menggunakan Kolmogorof Smirnof:

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,198	34	,002	,864	34	,001
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,159	34	,030	,947	34	,101
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,176	34	,009	,901	34	,005
Sales growth adjusted sebelum	,195	34	,002	,767	34	,000
Sales growth adjusted sesudah	,133	34	,133	,959	34	,228
CR adjusted sebelum	,189	34	,003	,887	34	,002
CR adjusted sesudah	,190	34	,003	,915	34	,011

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

```
                 Missing
Result           Values    First    Last   Valid  Creating
Variable       Replaced Non-Miss Non-Miss Cases  Function

NPM adjusted sblm       0        1       34      34  SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh       2        1       34      34  SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm      0        1       34      34  SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh      2        1       34      34  SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm     0        1       34      34  SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh     4        1       34      34  SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm     2        1       34      34  SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh     0        1       34      34  SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm        2        1       34      34  SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh        3        1       34      34  SMEAN(CR adjusted ssdh)
```

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,132	34	,138	,949	34	,118
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,142	34	,080	,958	34	,210
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,088	34	,200(*)	,981	34	,814
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,708
Sales growth adjusted sesudah	,133	34	,133	,959	34	,228
CR adjusted sebelum	,152	34	,045	,943	34	,074
CR adjusted sesudah	,173	34	,011	,930	34	,031

* This is a lower bound of the true significance
a Lilliefors Significance Correction

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
NPM adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted ssdh)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,133	34	,138	,949	34	,118
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,142	34	,080	,958	34	,210
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,088	34	,200(*)	,981	34	,815
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,707
Sales growth adjusted sesudah	,133	34	,133	,959	34	,228
CR adjusted sebelum	,152	34	,045	,943	34	,074
CR adjusted sesudah	,162	34	,024	,940	34	,063

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
NPM adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted sblm)
NPM adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(NPM adjusted ssdh)
TATO adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted sblm)
TATO adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(TATO adjusted ssdh)
Asset adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted sblm)
Asset adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(Asset adjusted ssdh)
Sales adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted sblm)
Sales adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(Sales adjusted ssdh)
CR adjusted sblm	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted sblm)
CR adjusted ssdh	0	1	34	34	SMEAN(CR adjusted ssdh)

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPM adjusted sebelum	,115	34	,200(*)	,963	34	,293
NPM adjusted sesudah	,133	34	,138	,949	34	,118
TATO adjusted sebelum	,106	34	,200(*)	,966	34	,368
TATO adjusted sesudah	,142	34	,080	,958	34	,210
Asset Growth adjusted sebelum	,151	34	,047	,915	34	,012
Asset Growth adjusted sesudah	,088	34	,200(*)	,981	34	,815
Sales growth adjusted sebelum	,103	34	,200(*)	,978	34	,707
Sales growth adjusted sesudah	,133	34	,133	,959	34	,228
CR adjusted sebelum	,152	34	,045	,943	34	,074
CR adjusted sesudah	,142	34	,078	,934	34	,041

* This is a lower bound of the true significance.
a Lilliefors Significance Correction

Standardize data tahap 1

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+3
1	0,11	0,19	-0,56	-0,49	1,21	0,09	0,15	-0,18	-0,51	-0,61
2	-0,27	0,18	0,24	1,39	-0,86	-0,51	-0,40	-0,38	0,12	-0,35
3	1,36	1,19	0,06	0,71	-0,68	-0,11	0,09	-0,21	-0,02	0,77
4	0,61	0,57	-0,02	-0,60	-0,55	0,26	0,50	-0,41	0,05	[illegible]
5	0,48	0,57	1,34	-0,34	1,73	-0,79	-0,55	-0,60	0,26	1,39
6	0,48	0,37	-1,42	-1,00	-0,49	0,30	0,08	0,03	-1,16	0,76
7	1,82	0,73	-0,90	-1,43	0,03	[illegible]	[illegible]	0,00	1,46	-0,34
8	-0,99	-1,73	0,11	0,54	-0,85	-0,64	-0,63	-0,93	0,61	-1,57
9	1,25	0,60	-0,04	0,04	-0,46	0,02	0,19	1,41	0,34	-0,35
10	-0,85	0,18	2,18	0,00	-0,60	-0,88	-0,28	-0,36	-0,08	0,74
11	0,83	0,74	0,15	-0,45	-0,20	-0,23	0,05	-0,52	-0,13	0,00
12	-0,28	1,60	-1,66	-1,20	-0,66	[illegible]	0,00	0,71	0,29	1,19
13	-0,01	1,06	0,70	[illegible]	0,37	-0,55	0,11	-0,01	0,76	-0,48
14	-0,01	0,01	0,15	0,04	-0,06	0,30	-0,22	-0,18	-0,27	-0,46
15	1,95	-0,12	-0,97	-1,15	-0,57	[illegible]	-0,36	0,92	-0,01	1,81
16	-0,85	-1,08	0,25	1,35	0,54	-0,92	-0,13	-0,98	-1,00	-0,88
17	0,99	-0,25	-1,50	-1,09	2,25	1,15	0,00	1,61	1,24	0,00
18	0,23	-0,33	-0,70	-0,64	0,03	0,11	-0,81	0,26	[illegible]	-0,38
19	-1,18	0,61	-0,68	-0,02	-2,01	-0,49	-1,33	2,10	0,03	-1,04
20	-0,75	0,01	-0,90	-1,05	0,21	-1,42	-0,37	-0,79	1,48	0,79
21	-0,99	[illegible]	0,07	-0,43	-0,54	-0,88	-1,06	1,36	-0,85	-1,05
22	-0,75	0,34	-0,54	-0,49	2,42	-1,79	[illegible]	-0,95	-0,01	-0,45
23	0,33	0,01	-0,90	-0,79	0,49	-0,77	0,46	-0,31	-0,74	-1,11
24	0,22	0,16	-0,47	0,47	-0,76	0,01	-0,10	0,56	-0,08	-0,38
25	0,94	-0,40	0,99	0,41	0,06	-0,74	0,19	-1,39	-0,01	[illegible]
26	0,07	0,01	-1,37	-1,45	0,00	-0,32	0,00	-0,95	[illegible]	-1,04
27	-3,06	-0,26	0,78	1,50	-1,06	0,23	0,33	-0,47	-1,67	-0,90
28	-1,78	-1,25	-0,67	-0,21	-0,38	-0,64	0,27	-0,67	-0,15	-0,78
29	0,01	-0,10	0,45	0,00	-1,25	[illegible]	-0,76	2,56	0,31	-0,12
30	-0,36	0,61	1,16	0,77	2,13	-0,55	0,60	-0,59	-0,04	0,60
31	0,16	0,28	2,29	0,00	0,67	0,45	0,03	0,77	-0,72	1,56
32	-0,23	1,09	0,89	1,24	-0,31	0,86	1,20	0,38	-0,57	-0,55
33	0,21	0,03	1,44	[illegible]	-0,26	-0,36	0,94	0,33	-0,01	-0,21
34	0,31	[illegible]	0,06	-0,30	0,40	0,15	-0,37	-2,13	-0,36	-0,87

Menghilangkan outlier tahap 1

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+3
1	0,20	0,20	-0,37	-0,46	2,10	0,28	0,49	-0,03	-0,15	-0,23
2	-0,10	0,19	0,07	0,42	-0,50	-0,13	-0,43	-0,15	0,21	-0,05
3	1,20	0,89	-0,03	0,10	-0,27	0,14	0,39	-0,05	0,13	0,73
4	0,60	0,46	-0,07	-0,51	-0,11	0,39	1,07	-0,17	0,17	
5	0,50	0,46	0,68	-0,39	2,74	-0,32	-0,68	-0,29	0,29	1,16
6	0,50	0,32	-0,85	-0,70	-0,03	0,42	0,36	0,10	-0,52	0,72
7	1,56	0,57	-0,56	-0,90	0,62			0,06	0,98	-0,04
8	-0,67	-1,13	0,00	0,02	-0,48	-0,22	-0,81	-0,49	0,49	-0,90
9	1,11	0,62	-0,08	-0,21	0,00	0,23	0,55	0,94	0,34	-0,05
10	-0,56	0,19	1,15	-0,23	-0,17	-0,38	-0,23	-0,14	0,10	0,71
11	0,78	0,58	0,02	-0,44	0,33	0,06	0,32	-0,24	0,07	0,19
12	-0,11	1,17	-0,98	-0,79	-0,24		0,23	0,51	0,31	1,02
13	0,11	0,81	0,33	[illegible]	1,04	-0,16	0,41	0,07	0,58	-0,14
14	0,11	0,07	0,02	-0,21	0,51	0,42	-0,13	-0,03	-0,01	-0,13
15	1,67	-0,02	-0,60	-0,77	-0,13		0,37	0,64	0,14	1,45
16	-0,56	-0,68	0,08	0,40	1,25	-0,41	0,01	-0,52	-0,43	-0,42
17	0,90	-0,11	-0,89	-0,74	3,40	1,00	0,23	1,06	0,85	0,19
18	0,30	-0,16	-0,45	-0,53	0,62	0,29	-1,12	0,24	[illegible]	-0,07
19	-0,82	0,49	-0,44	-0,24	-1,93	-0,12	-1,98	1,36	0,16	-0,53
20	-0,48	0,07	-0,56	-0,72	0,84	-0,75	-0,39	-0,40	0,99	0,74
21	-0,67		-0,02	-0,43	-0,09	-0,38	-1,54	0,91	-0,34	-0,54
22	-0,48	0,30	-0,36	-0,46	3,61	-1,00		-0,50	0,14	-0,12
23	0,38	0,07	-0,56	-0,60	1,19	0,31	1,00	-0,11	-0,28	-0,58
24	0,29	0,18	-0,32	-0,01	-0,37	0,22	0,06	0,42	0,10	-0,07
25	0,86	-0,21	0,49	-0,04	0,66	-0,29	0,55	-0,77	0,14	
26	0,17	0,07	-0,82	-0,91	0,58	0,00	0,23	-0,50		-0,53
27	-2,31	-0,13	0,37	0,47	-0,75	0,37	0,78	-0,21	-0,81	-0,43
28	-1,30	-0,80	-0,43	-0,33	0,11	-0,22	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,00	0,19	-0,23	-0,96		-1,04	1,64	0,32	0,11
30	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	0,24	0,26	1,21	-0,23	1,42	0,52	0,28	0,55	-0,27	1,28
32	-0,07	0,82	0,43	0,35	0,19	0,80	2,24	0,31	-0,18	-0,19
33	0,28	0,09	0,74		0,25	-0,03	1,80	0,28	0,14	0,05
34	0,36		-0,03	-0,37	1,08	0,32	-0,39	-1,22	-0,06	-0,41

Replace missing value

	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+3
1	0,20	0,20	-0,37	-0,46	2,10	0,28	0,49	-0,03	-0,15	-0,23
2	-0,10	0,19	0,07	0,42	-0,50	-0,13	-0,43	-0,15	0,21	-0,05
3	1,20	0,89	-0,03	0,10	-0,27	0,14	0,39	-0,05	0,13	0,73
4	0,60	0,46	-0,07	-0,51	-0,11	0,39	1,07	-0,17	0,17	
5	0,50	0,46	0,68	-0,39	2,74	-0,32	-0,68	-0,29	0,29	1,16
6	0,50	0,32	-0,85	-0,70	-0,03	0,42	0,36	0,10	-0,52	0,72
7	1,56	0,57	-0,56	-0,90	0,62	0,02	0,12	0,08	0,98	-0,04
8	-0,67	-1,13	0,00	0,02	-0,48	-0,22	-0,81	-0,49	0,49	-0,90
9	1,11	0,62	-0,08	-0,21	0,00	0,23	0,55	0,94	0,34	-0,05
10	-0,56	0,19	1,15	-0,23	-0,17	-0,38	-0,23	-0,14	0,10	0,71
11	0,78	0,58	0,02	-0,44	0,33	0,06	0,32	-0,24	0,07	0,19
12	-0,11	1,17	-0,98	-0,79	-0,24	0,02	0,23	0,51	0,31	1,02
13	0,11	0,81	0,33	-0,30	1,04	-0,16	0,41	0,07	0,58	-0,14
14	0,11	0,07	0,02	-0,21	0,51	0,42	-0,13	-0,03	-0,01	-0,13
15	1,67	-0,02	-0,60	-0,77	-0,13	0,02	-0,37	0,64	0,14	1,45
16	-0,56	-0,68	0,08	0,40	1,25	-0,41	0,01	-0,52	-0,43	-0,42
17	0,90	-0,11	-0,89	-0,74	3,40	1,00	0,23	1,06	0,85	0,19
18	0,30	-0,16	-0,45	-0,53	0,62	0,29	-1,12	0,24	0,12	-0,07
19	-0,82	0,49	-0,44	-0,24	-1,93	-0,12	-1,98	1,36	0,16	-0,53
20	-0,48	0,07	-0,56	-0,72	0,84	-0,75	-0,39	-0,40	0,99	0,74
21	-0,67	0,19	-0,02	-0,43	-0,09	-0,38	-1,54	0,91	-0,34	-0,54
22	-0,48	0,30	-0,36	-0,46	3,61	-1,00	0,12	-0,50	0,14	-0,12
23	0,38	0,07	-0,56	-0,60	1,19	0,31	1,00	-0,11	-0,28	-0,58
24	0,29	0,18	-0,32	-0,01	-0,37	0,22	0,06	0,42	0,10	-0,07
25	0,86	-0,21	0,49	-0,04	0,66	-0,29	0,55	-0,77	0,14	0,10
26	0,17	0,07	-0,82	-0,91	0,58	0,00	0,23	-0,50	0,12	-0,53
27	-2,31	-0,13	0,37	0,47	-0,75	0,37	0,78	-0,21	-0,81	-0,43
28	-1,30	-0,80	-0,43	-0,33	0,11	-0,22	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	0,12	0,00	0,19	-0,23	-0,98	0,02	-1,04	1,64	0,32	0,11
30	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	0,24	0,26	1,21	-0,23	1,42	0,52	0,28	0,55	-0,27	1,28
32	-0,07	0,82	0,43	0,35	0,19	0,80	2,24	0,31	-0,18	-0,19
33	0,28	0,09	0,74	-0,30	0,25	-0,03	1,80	0,28	0,14	0,05
34	0,36	0,19	-0,03	-0,37	1,08	0,32	-0,39	-1,22	-0,06	-0,41

Standardize data lainnya 2

	NPM-1	NPM+3	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0.11	0.02	-0.56	-0.43	1.21	0.64	0.43	-0.18	-0.70	-0.57
2	-0.27	0.00	0.24	1.91	-0.86	-0.37	-0.64	-0.38	-0.24	-0.26
3	1.36	1.50	0.36	1.06	-0.68	0.30	0.31	-0.21	0.03	1.06
4	0.61	0.58	-0.02	-0.56	-0.55	0.92	1.10	-0.41	0.14	0.00
5	0.46	0.58	1.34	-0.24	1.73	-0.84	-0.92	-0.60	0.45	1.82
6	0.46	0.28	-1.42	-1.07	-0.49	0.99	0.28	0.03	-1.66	1.07
7	1.62	0.81	-0.90	-1.60	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.24
8	-0.99	-2.83	0.11	0.85	-0.85	-0.59	-1.08	-0.93	0.97	-1.72
9	1.25	0.92	-0.04	0.24	-0.46	0.52	0.50	1.41	0.58	-0.26
10	-0.86	0.00	**2.18**	0.18	-0.60	-0.99	-0.40	-0.36	-0.06	1.06
11	0.83	0.83	0.15	-0.38	-0.20	0.10	0.23	-0.52	-0.13	0.16
12	-0.28	2.10	-1.66	-1.31	-0.66	0.00	0.13	0.71	0.50	1.58
13	-0.01	1.33	0.70	0.00	0.37	0.44	0.34	-0.01	1.20	0.41
14	-0.01	0.26	0.15	0.24	-0.06	0.99	0.29	-0.18	-0.33	0.39
15	1.96	-0.45	-0.97	-1.25	-0.57	0.00	-0.57	0.92	0.06	
16	-0.86	-1.87	**0.25**	1.66	0.54	-1.06	-0.13	0.98	-1.43	0.89
17	0.99	-0.65	-1.50	-1.17	2.25	2.42	0.13	1.61	1.91	1.16
18	0.23	-0.75	-0.70	-0.61	0.03	0.67	-1.43	0.26	0.00	0.29
19	-1.18	0.64	-0.68	0.16	-2.01	0.34	-2.43	2.10	0.11	-1.08
20	-0.75	-0.26	-0.90	-1.12	0.21	1.90	0.59	-0.79		1.10
21	-0.99	0.00	0.07	-0.35	-0.54	0.99	-1.92	1.36	-1.19	-1.10
22	-0.75	0.23	-0.54	-0.43	2.42	-2.52	0.00	-0.95	0.06	-0.38
23	-0.30	-0.26	-0.90	-0.80	0.49	-0.81	1.02	-0.31	-1.04	-1.17
24	-0.22	-0.02	-0.47	0.77	-0.76	0.50	-0.07	0.56	-0.79	-0.29
25	-0.94	-0.86	-0.99	-0.69	-0.06	-0.76	0.50	-1.39	-0.06	0.00
26	-0.07	-0.26	-1.37	-1.63	0.00	-0.65	0.13	-0.95	0.00	-1.08
27	-3.05	-0.69	0.78	2.04	-1.06	-0.87	0.77	-0.47		-0.91
28	-1.78	-2.13	-0.67	-0.08	-0.38	-0.59	0.65	-0.67	-0.15	-0.77
29	-0.01	-0.41	0.45	0.18	-1.25	0.00	-1.34	2.56	0.53	0.02
30	-0.36	0.64	1.16	1.14	2.13	-0.44	1.29	-0.59	0.00	0.88
31	-0.16	0.15	2.29	0.18	0.67	1.24	0.19	0.77	-1.01	
32	-0.23	1.35	0.89	1.72	-0.31	1.93	2.46	0.38	0.78	-0.50
33	0.21	-0.22	1.44	0.00	-0.26	-0.12	1.96	0.33	0.06	-0.08
34	0.31	0.00	0.06	-0.19	0.40	0.74	-0.59	-2.13	-0.46	-0.88

Mengintangka outlier lainnya 2

	NPM-1	NPM+3	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0.20	0.37	-0.46	2.10	0.28	0.49	0.03	-0.15	0.23	0.20
2	-0.10	0.18	0.07	0.42	-0.50	-0.13	0.15	-0.21	0.06	-0.10
3	-1.20	0.89	-0.03	0.10	-0.27	-0.14	0.39	-0.06	-0.13	-0.20
4	-0.60	0.46	-0.07	-0.51	-0.11	-0.38	-0.07	-0.17	-0.10	-0.60
5	-0.60	0.46	-0.66	-0.39	-2.74	-0.32	-0.68	-0.29	-1.16	-0.50
6	-0.60	-0.32	-0.86	-0.70	-0.03	-0.42	-0.36	-0.10	-0.72	-0.50
7	-1.56	-0.57	-0.56	-0.90	-0.62	-0.02	-0.12	-0.08	-0.90	-0.24
8	-0.67	-1.13	-0.00	-0.02	-0.48	-0.22	-0.81	-0.49	-0.48	-0.90
9	-1.11	-0.62	-0.08	-0.21	-0.00	-0.23	-0.55	-0.94	-0.24	-0.05
10	-0.56	-0.19	-1.15	-0.23	-0.17	-0.38	-0.23	-0.14	-0.10	-0.71
11	-0.78	-0.58	-0.44	-0.33	-0.06	-0.32	-0.02	-0.24	-0.07	-0.19
12	-0.11	-1.17	-0.98	-0.79	-0.24	-0.02	-0.23	-0.51	-0.31	-1.02
13	-0.11	-0.81	-0.33	-0.30	-1.04	-0.16	-0.41	-0.07	-0.58	-0.14
14	-0.11	-0.07	-0.02	-0.21	-0.51	-0.42	-0.13	-0.03	-0.01	-0.13
15	-1.67	-0.02	-0.60	-0.77	-0.13	-0.02	-0.37	-0.64	-0.14	-0.02
16	-0.56	-0.68	-0.08	-0.40	-1.25	-0.41	-0.01	-0.52	-0.43	-0.42
17	-0.90	-0.11	-0.89	-0.74	-3.40	-1.00	-0.23	-1.06	-0.85	-0.19
18	-0.30	-0.16	-0.45	-0.53	-0.62	-0.29	-1.12	-0.24	-0.12	-0.07
19	-0.82	-0.49	-0.44	-0.24	-1.93	-1.98	-1.36	-0.16	-0.53	-0.33
20	-0.48	-0.07	-0.56	-0.72	-0.84	-0.75	-0.39	-0.80	-0.99	-0.74
21	-0.67	-0.19	-0.02	-0.43	-0.09	-0.38	-1.54	-0.91	-0.34	-0.54
22	-0.48	-0.30	-0.36	-0.46	-3.61	-1.00	-0.12	-0.50	-0.14	-0.12
23	-0.38	-0.07	-0.56	-0.60	-1.19	-0.31	-0.11	-0.26	-0.58	-0.11
24	-0.29	-0.18	-0.32	-0.37	-0.01	-0.37	-0.22	-0.42	-0.10	-0.07
25	-0.86	-0.21	-0.49	-0.04	-0.66	-0.38	-0.55	-0.77	-0.10	-0.14
26	-0.17	-0.07	-0.82	-0.91	-0.58	-0.00	-0.23	-0.50	-0.12	-0.53
27	-2.31	-0.13	-0.37	-0.47	-0.75	-0.37	-0.78	-0.21	-0.81	-0.43
28	-1.30	-0.80	-0.43	-0.33	-0.11	-0.22	-0.66	-0.33	-0.35	-0.36
29	-0.12	-0.00	-0.19	-0.23	-0.98	-0.02	-0.32	-1.84	-0.11	-0.12
30	-0.17	-0.49	-0.58	-0.13	-3.25	-0.19	-0.12	-0.28	-0.61	
31	-0.24	-0.26	-1.21	-0.23	-1.42	-0.52	-0.27	-0.55		-2.06
32	-0.07	-0.82	-0.43	-0.35	-0.19	-0.80	-0.18	-0.31	-0.19	-0.50
33	-0.28	-0.09	-0.74	-0.30	-0.25	-0.03	-0.14	-0.28	-0.06	-0.08
34	-0.36	-0.19	-0.03	-0.37	-1.08	-0.32	-0.41	-1.22	-0.06	-0.38

Replace missing value

	NPM-1	NPM+3	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset+1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	0.11	0.02	-0.56	-0.43	1.21	0.64	0.43	-0.18	-0.70	-0.57
2	-0.27	0.00	0.24	1.91	-0.86	-0.37	-0.64	-0.38	-0.24	-0.26
3	1.36	1.50	0.36	1.06	-0.68	0.30	0.31	-0.21	0.03	1.06
4	0.61	0.58	-0.02	-0.56	-0.55	0.92	1.10	-0.41	0.14	0.00
5	0.46	0.58	1.34	-0.24	1.73	-0.84	-0.92	-0.60	0.45	1.82
6	0.46	0.28	-1.42	-1.07	-0.49	0.99	0.28	0.03	-1.66	1.07
7	1.62	0.81	-0.90	-1.60	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.24
8	-0.99	-2.83	0.11	0.85	-0.85	-0.59	-1.08	-0.93	0.97	-1.72
9	1.25	0.92	-0.04	0.24	-0.46	0.52	0.50	1.41	0.58	-0.26
10	-0.86	0.00	**2.18**	0.18	-0.60	-0.99	-0.40	-0.36	-0.06	1.06
11	0.83	0.83	0.15	-0.38	-0.20	0.10	0.23	-0.52	-0.13	0.16
12	-0.28	2.10	-1.66	-1.31	-0.66	0.00	0.13	0.71	0.50	1.58
13	-0.01	1.33	0.70	0.00	0.37	0.44	0.34	-0.01	1.20	0.41
14	-0.01	0.26	0.15	0.24	-0.06	0.99	0.29	-0.18	-0.33	0.39
15	1.96	-0.45	-0.97	-1.25	-0.57	0.00	-0.57	0.92	0.06	
16	-0.86	-1.87	**0.25**	1.66	0.54	-1.06	-0.13	0.98	-1.43	0.89
17	0.99	-0.65	-1.50	-1.17	2.25	2.42	0.13	1.61	1.91	1.16
18	0.23	-0.75	-0.70	-0.61	0.03	0.67	-1.43	0.26	0.00	0.29
19	-1.18	0.64	-0.68	0.16	-2.01	0.34	-2.43	2.10	0.11	-1.08
20	-0.75	-0.26	-0.90	-1.12	0.21	1.90	0.59	-0.79		1.10
21	-0.99	0.00	0.07	-0.35	-0.54	0.99	-1.92	1.36	-1.19	-1.10
22	-0.75	0.23	-0.54	-0.43	2.42	-2.52	0.00	-0.95	0.06	-0.38
23	-0.30	-0.26	-0.90	-0.80	0.49	-0.81	1.02	-0.31	-1.04	-1.17
24	-0.22	-0.02	-0.47	0.77	-0.76	0.50	-0.07	0.56	-0.79	-0.29
25	-0.94	-0.86	-0.99	-0.69	-0.06	-0.76	0.50	-1.39	-0.06	0.00
26	-0.07	-0.26	-1.37	-1.63	0.00	-0.65	0.13	-0.95	0.00	-1.08
27	-3.05	-0.69	0.78	2.04	-1.06	-0.87	0.77	-0.47		-0.91
28	-1.78	-2.13	-0.67	-0.08	-0.38	-0.59	0.65	-0.67	-0.15	-0.77
29	-0.01	-0.41	0.45	0.18	-1.25	0.00	-1.34	2.56	0.53	0.02
30	-0.36	0.64	1.16	1.14	2.13	-0.44	1.29	-0.59	0.00	0.88
31	-0.16	0.15	2.29	0.18	0.67	1.24	0.19	0.77	-1.01	
32	-0.23	1.35	0.89	1.72	-0.31	1.93	2.46	0.38	0.78	-0.50
33	0.21	-0.22	1.44	0.00	-0.26	-0.12	1.96	0.33	0.06	-0.08
34	0.31	0.00	0.06	-0.19	0.40	0.74	-0.59	-2.13	-0.46	-0.88

Standardize data lanap 3

	NPM-1	NPM+3TATO-3TATO+3Asset+3Sales-3Sales+	CR-1	CR+3	NPM-1	NPM+3TATO-3TATO+3Asset-3Asset+3Sales-3Sales+	CR-1	CR+3	NPM-1	NPM+3TATO-3TATO+3Asset-3Asset+3Sales-3Sales+	CR-1	CR+3
1	0.11	0.02	0.56	0.43	1.21	0.64	0.43	0.18	0.70	0.52	0.20	0.37	0.46	2.10	0.20	0.49	0.03	0.18	0.23	0.20	0.20	0.37	0.46	2.10	0.37	0.49	2.10	0.28	0.23	0.20	0.37	0.46	2.10	0.28	0.49	0.03	0.18	0.23
2	0.27	0.00	0.24	1.91	0.86	0.37	0.64	0.38	0.24	0.14	0.18	0.07	0.42	0.50	0.13	0.49	0.15	0.06	0.23	0.10	0.19	0.07	0.42	0.50	0.13	0.49	0.21	0.06	0.23	0.10	0.19	0.07	0.42	0.50	0.13	0.49	0.21	0.06
3	1.36	1.50	0.06	1.06	0.68	0.30	0.31	0.21	0.03	1.46	1.20	0.89	0.03	0.27	0.14	0.99	0.06	0.13	0.73	0.27	0.14	0.99	0.06	0.13	0.73	0.27	0.14	0.99	0.06	0.13	0.73	0.27	0.14	0.99	0.06	0.13	0.73	0.27
4	0.61	0.58	0.02	0.56	0.55	0.92	1.10	0.41	0.13	0.16	0.60	0.46	0.07	0.51	0.11	0.39	0.07	0.46	0.10	0.60	0.46	0.07	0.51	0.11	0.39	0.07	0.51	0.11	0.39	0.07	0.51	0.11	0.39	0.07	0.51	0.11	0.39	0.07
5	0.48	0.56	1.34	0.24	1.73	0.84	0.92	0.60	0.45	1.66	0.60	0.46	0.58	0.39	2.74	0.32	0.58	0.29	0.50	0.50	0.46	0.68	0.39	2.74	0.32	0.58	0.29	0.50	0.55	0.68	0.39	2.74	0.32	0.58	0.29	0.50	0.55	0.68
6	0.48	0.26	1.42	1.07	0.49	0.99	0.28	0.03	0.66	1.44	0.50	0.32	0.65	0.70	0.03	0.42	0.36	0.10	0.62	0.72	0.50	0.32	0.86	0.70	0.03	0.42	0.36	0.10	0.52	0.72	0.50	0.32	0.86	0.70	0.03	0.42	0.36	0.10
7	1.82	0.61	0.90	1.60	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	1.90	0.57	0.56	0.90	0.62	0.62	0.12	0.06	0.98	0.04	1.56	0.57	0.56	0.90	0.62	0.62	0.12	0.06	0.98	0.04	1.56	0.57	0.56	0.90	0.62	0.62	0.12	0.06
8	0.99	2.83	0.11	0.85	0.85	0.59	1.08	0.93	0.97	1.90	0.67	1.13	0.03	0.02	0.40	0.22	0.81	0.43	0.90	0.67	1.13	0.00	0.02	0.48	0.22	0.81	0.49	0.49	0.90	0.67	1.13	0.00	0.02	0.48	0.22	0.81	0.49	0.90
9	1.25	0.92	0.04	0.24	0.46	0.52	0.50	1.41	0.58	0.14	1.11	0.62	0.08	0.21	0.00	0.23	0.65	0.84	0.94	0.06	1.11	0.62	0.08	0.21	0.00	0.23	0.65	0.84	0.94	0.06	1.11	0.62	0.08	0.21	0.00	0.23	0.65	0.84
10	0.86	0.00	2.18	0.18	0.60	0.99	0.40	0.36	0.05	1.42	0.56	0.18	1.15	0.23	0.17	0.38	0.23	0.14	0.80	0.71	0.56	0.19	1.15	0.23	0.17	0.38	0.23	0.14	0.10	0.71	0.56	0.19	1.15	0.23	0.17	0.38	0.23	0.14
11	0.83	0.83	0.15	0.38	0.20	0.10	0.23	0.52	0.13	0.36	0.78	0.58	0.02	0.44	0.33	0.06	0.32	0.24	0.07	0.19	0.78	0.58	0.02	0.44	0.33	0.06	0.32	0.24	0.07	0.19	0.78	0.58	0.02	0.44	0.33	0.06	0.32	0.24
12	0.38	2.10	1.66	1.31	0.66	0.00	0.13	0.71	0.50		0.11	1.17	0.98	0.79	0.24	0.02	0.23	0.51	0.51		0.11	1.17	0.98	0.79	0.24	0.02	0.23	0.51	0.31	0.05	0.11	1.17	0.98	0.79	0.24	0.02	0.23	0.51
13	0.01	1.33	0.70	0.00	0.37	0.44	0.34	0.01	1.20	0.33	0.11	0.81	0.35	0.30	1.04	0.16	0.41	0.14	0.58	0.07	0.11	0.81	0.33	0.30	1.04	0.16	0.41	0.14	0.58	0.07	0.11	0.81	0.33	0.30	1.04	0.16	0.41	0.14
14	0.01	0.26	0.15	0.24	0.06	0.99	0.29	0.18	0.33	0.31	0.11	0.07	0.02	0.21	0.51	0.42	0.13	0.03	0.01	0.13	0.11	0.07	0.02	0.21	0.51	0.42	0.13	0.03	0.01	0.13	0.11	0.07	0.02	0.21	0.51	0.42	0.13	0.03
15	1.95	0.45	0.97	1.25	0.57	0.00	0.57	0.92	0.06	0.00	1.87	0.02	0.60	0.77	0.13	0.64	0.37	0.02	0.37	0.64	1.67	0.02	0.60	0.77	0.13	0.64	0.37	0.02	0.14	0.02	1.67	0.02	0.60	0.77	0.13	0.64	0.37	0.02
16	0.85	1.87	0.25	1.86	0.54	1.06	0.13	0.98	0.31	0.91	0.56	0.06	0.40	1.25	0.41	0.01	0.52	0.43	0.42	0.56	0.56	0.08	0.08	0.40	1.25	0.41	0.01	0.52	0.43	0.42	0.56	0.08	0.08	0.40	1.25	0.41	0.01	0.52
17	0.99	0.65	1.50	1.17	2.25	2.42	0.13	1.61	1.91	0.35	0.80	0.11	0.89	0.74	3.40	1.00	0.73	1.08	0.96	0.19	0.90	0.11	0.89	0.74	3.40	1.00	0.73	1.08	0.96	0.19	0.90	0.11	0.89	0.74	3.40	1.00	0.73	1.08
18	0.23	0.75	0.70	0.61	0.03	0.67	1.43	0.26	0.00	0.19	0.30	0.16	0.45	0.53	0.62	0.29	1.12	0.24	0.07	0.30	0.16	0.45	0.53	0.62	0.29	1.12	0.24	0.12	0.07	0.30	0.16	0.45	0.53	0.62	0.29	1.12	0.24	0.12
19	1.18	0.64	0.68	0.16	2.01	0.34	2.43	2.10	0.11	1.13	0.82	0.49	1.80	0.12	1.68	1.36	0.76	0.53	0.82	0.49	1.80	0.12	1.68	1.36	0.76	0.53	0.82	0.49	1.80	0.12	1.68	1.36	0.76	0.53	0.82	0.49	1.80	0.12
20	0.75	0.26	0.90	1.12	0.21	1.90	0.59	2.79	2.27	1.48	0.48	0.07	0.56	0.72	0.84	0.75	0.39	0.40	0.84	0.74	0.48	0.07	0.56	0.72	0.84	0.75	0.39	0.40	0.99	0.74	0.48	0.07	0.56	0.72	0.84	0.75	0.39	0.40
21	0.99	0.00	0.07	0.35	0.54	0.99	1.92	1.36	1.19	1.16	0.67	0.19	0.02	0.43	0.09	0.38	1.54	0.91	0.34	0.54	0.67	0.19	0.02	0.43	0.09	0.38	1.54	0.91	0.34	0.54	0.67	0.19	0.02	0.43	0.09	0.38	1.54	0.91
22	0.75	0.23	0.54	0.43	2.42	2.52	0.00	0.95	0.06	0.29	0.48	0.30	0.36	3.61	3.61	0.30	0.12	0.50	0.14	0.12	0.48	0.30	0.36	0.46	3.61	1.00	0.12	0.50	0.14	0.12	0.48	0.30	0.36	0.46	3.61	1.00	0.12	0.50
23	0.33	0.26	0.90	0.80	0.49	0.81	1.02	0.31	1.24	0.58	0.36	0.07	0.56	0.60	1.19	0.31	1.00	0.11	0.28	0.58	0.36	0.07	0.56	0.60	1.19	0.31	1.00	0.11	0.28	0.58	0.36	0.07	0.56	0.60	1.19	0.31	1.00	0.11
24	0.22	0.02	0.47	0.77	0.76	0.50	0.07	0.56	0.05	0.19	0.29	0.18	0.32	0.01	0.37	0.22	0.06	0.42	0.10	0.07	0.29	0.18	0.32	0.01	0.37	0.22	0.06	0.42	0.10	0.07	0.29	0.18	0.32	0.01	0.37	0.22	0.06	0.42
25	0.94	0.86	0.99	0.69	0.06	0.76	0.50	1.39	0.06	0.16	0.86	0.21	0.04	0.66	0.28	0.55	0.77	0.14	0.10	0.86	0.21	0.49	0.04	0.66	0.28	0.55	0.77	0.14	0.10	0.86	0.21	0.49	0.04	0.66	0.28	0.55	0.77	0.14
26	0.07	0.26	1.37	1.62	0.00	0.05	0.13	0.95	0.00	1.13	0.17	0.07	0.82	0.91	0.58	0.00	0.23	0.50	0.12	0.53	0.17	0.07	0.82	0.91	0.58	0.00	0.23	0.50	0.12	0.53	0.17	0.07	0.82	0.91	0.58	0.00	0.23	0.50
27	3.06	0.69	0.78	2.04	1.06	0.87	0.77	0.47	2.42	0.93	2.31	0.13	0.47	0.75	0.47	0.37	0.81	0.21	0.43	2.31	0.13	0.37	0.47	0.75	0.37	0.37	0.78	0.21	0.81	0.43	2.31	0.13	0.37	0.47	0.75	0.37	0.37	0.78
28	1.78	2.13	0.67	0.08	0.38	0.59	0.65	0.67	0.15	0.76	1.30	0.80	0.43	0.33	0.11	0.22	0.68	0.33	0.06	0.35	1.30	0.80	0.43	0.33	0.11	0.22	0.68	0.33	0.06	0.35	1.30	0.80	0.43	0.33	0.11	0.22	0.68	0.33
29	0.01	0.41	0.45	0.18	1.25	0.00	1.34	2.56	0.53	0.18	0.12	0.00	0.19	0.23	0.98	0.02	1.04	0.64	0.11	0.12	0.00	0.19	0.23	0.98	0.02	1.04	0.64	0.11	0.32	0.11	0.12	0.00	0.19	0.23	0.98	0.02	1.04	0.64
30	0.36	0.64	1.16	2.13	0.44	1.29	0.59	0.00	1.22	0.17	0.49	0.58	0.13	3.25	0.16	1.23	0.28	0.12	0.81	0.17	0.49	0.58	0.13	3.25	0.16	1.23	0.28	0.12	0.61	0.17	0.49	0.58	0.13	3.25	0.16	1.23	0.28	0.12
31	0.16	0.15	2.29	0.18	0.67	1.24	0.19	0.77	1.01	0.00	0.24	0.26	1.21	0.23	1.42	0.52	0.28	0.55	0.02	0.24	0.26	1.21	0.23	1.42	0.52	0.28	0.55	0.27	0.02	0.24	0.26	1.21	0.23	1.42	0.52	0.28	0.55	0.27
32	0.23	1.35	0.89	1.72	0.31	1.93	2.46	0.38	0.78	0.43	0.07	0.82	0.43	0.35	0.19	0.80	2.24	0.31	0.18	0.19	0.07	0.82	0.43	0.35	0.19	0.80	2.24	0.31	0.18	0.19	0.07	0.82	0.43	0.35	0.19	0.80	2.24	0.31
33	0.21	0.22	1.44	0.00	0.26	0.12	1.95	0.33	0.06	0.06	0.28	0.09	0.74	0.30	0.25	0.03	1.80	0.28	0.14	0.06	0.28	0.09	0.74	0.30	0.25	0.03	1.80	0.28	0.14	0.06	0.28	0.09	0.74	0.30	0.25	0.03	1.80	0.28
34	0.31	0.00	0.06	0.19	0.40	0.74	0.59	2.13	0.46	0.89	0.36	0.19	0.03	0.37	1.08	0.32	0.39	1.22	0.06	0.41	0.36	0.19	0.03	0.37	1.08	0.32	0.39	1.22	0.06	0.41	0.36	0.19	0.03	0.37	1.08	0.32	0.39	1.22

Meanglangxa outlier lanap 3

Replace missing value

Pengujian (-1, +1)

Lampiran IV. Tampilan Data Untuk Masing-masing Pengujian Hipotesis Dari Perusahaan Sampel Selama Periode Penelitian

	Perusahaan sample	NPM-1	NPM+1	TATO-1	TATO+1	Asset-1	Asset +1	Sales-1	Sales+1	CR-1	CR+1
1	Argha karya prima industry	0 20	0,30	-0,37	-0,49	2,10	0,47	0,49	-0,28	-0,15	-0,08
2	Berlina	-0,10	-0,10	0,07	0,35	-0 50	-0,44	-0,43	-0,26	0,21	0,19
3	Dankos Lab	1,20	1,10	-0,03	-0 02	-0 27	0,00	0,39	-0 20	0,13	0,13
4	Kalbe Farma	0 60	0,40	-0,07	-0 55	-0 11	1 77	1,07	0,37	0,17	0,50
5	Kedaung Indah Can	0 50	0,80	0 58	-0 35	2,74	-0,25	-0 68	-0 19	0,29	1,76
6	Semen Cibinong	0,50	0,00	-0 85	-0,67	-0,03	0,08	0 36	0 31	-0,52	0 84
7	Andayani Megah/ GT Petrochem	1,56	1,80	-0 56	-0,81	0 62	-0 64	0,12	1 12	0,98	0 58
8	Alumindo Perkasa (ALKASA)	-0,67	-0,60	0,00	0 23	-0,48	0,30	-0,81	0,68	0,49	-0,37
9	Dynaplast	1,11	0,60	-0,08	-0 27	0,00	0,68	0,55	1,43	0,34	-0,30
10	Gudang Garam	-0 56	-0,20	1 15	-0 15	-0,17	-0,47	-0 23	-0 48	0 10	0 34
11	Mayora Indah	0 78	0,70	0 02	-0 37	0,33	-0,12	0,32	-0 26	0,07	1,64
12	Mulia Industrindo	-0,11	1,20	-0 98	-0 77	-0 24	0 05	0,23	0,29	0,31	0,46
13	Sari Husada	0 11	0,70	0 33	0,88	1 04	0,32	0,41	0 46	0 58	0 16
14	Sekar Bumi	0,11	0,60	0,02	-0,21	0,51	-0,41	-0,13	-0,95	-0,01	0 34
15	Sonni Corp	1,67	1,60	-0,60	-0,85	-0,13	0,05	-0,37	-0,37	0,14	2 30
16	Voksel Elektrik	-0 56	-0,60	0 08	0 44	1 25	-0 21	0,01	0 22	-0 43	-0,44
17	Gadjah Tunggal	0,90	0 57	-0 89	-0,87	3 40	1 79	0,23	0 56	0 85	0 43
18	Sumalindo Lestari Jaya	0,30	-0,57	-0,45	-0,50	0 62	-0,30	-1 12	0 07	0,12	0,27
19	Mayatexdian industry (APAC centertex/ APAC inti corpora)	-0,82	-0,22	-0,44	-0,50	1,93	-0,35	-1,98	3,48	0,16	-0,74
20	KAbel Metal Indonesia (GT Kabel Indonesia)	-0,48	-1 57	-0 56	-0 70	0,84	-1,37	-0 39	-0,67	0,99	1 07
21	Mayertex Indonesia (Hanson Industri Utama)	-0,67	-0,91	-0,02	-0,44	-0 09	0,20	-1,54	0,11	-0,34	-0 59
22	Multipolar Corp	-0,48	-0,23	-0,36	0,01	3,61	-0,79	0,12	-0,51	0,14	0,62
23	Polysindo eka Perkasa	0,38	-0,02	-0,56	-0,52	1,19	0,05	1,00	0,05	-0,28	-0,55
24	unggul Indah Corp	0,29	0 19	-0,32	0 00	0,37	0,37	0 06	1,04	0,10	-0 40
25	Cahaya Kalbar	0,86	-0,72	0 49	0,05	0,56	-0 57	0 55	-0 57	0,14	2,49
26	Ugahari (Wahana Jaya Perkasa)	0,17	0,16	-0 82	-0 84	0,58	0,12	0,23	-0,60	0 12	-0,52
27	Miwon Indonesia	-2 31	0,50	0,37	0,81	-0 75	0,29	0,78	-0,15	-0,61	-0,36
28	Hadtex Indosyntec (panasia indosynthecn)	-1,30	-1,13	-0,43	-0,32	0,11	-0,06	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	Tunas ridean	0,12	0 16	0 19	-0,15	0,98	0,05	1,04	0,11	0,32	0,13
30	BAT Indonesia	-0,17	0,99	0,58	0 20	3,25	-0,63	1,23	-1,30	0 12	0 70
31	Aqua Golden Misisipi	0,24	0,08	1,21	1,42	1,42	0 44	0,28	1 27	-0,27	-0,11
32	Astra International	-0 07	0,57	0,43	0,43	0,19	0,39	2,24	0,08	-0,18	-0,1*
33	Sinatar Top	0,26	0,00	0 74	0,65	0 25	0 10	1 80	0,93	0,14	-0 13
34	Surya Intrindo	0 36	-0 84	-0 03	-0 35	1 08	1 16	-0 39	-1,61	-0 06	-0 35

Keterangan:

NPM-1, TATO-1, Asset-1, Sales-1 CR-1, dihitung dari masing-masing rasio *adjusted* pada periode 1 tahun sebelum akuisisi

NPM+1, TATO+1 Asset+1, Sales+1 CR+1, dihitung dari masing-masing rasio *adjusted* pada periode 1 tahun sesudah akuisisi

Sample no 1-6 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1993

Sample no 7-16 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1994

Sample no 17-18 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1995

Sample no 19 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1996

Sample no 20-25 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1997

Sample no 26-28 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1998

Sample no 29 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1999

Sample no 30 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2000

Sample no 31-34 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001

Pengujian (-1,+2)

	Perusahaan sample	NPM-1	NPM+2	TATO-1	TATO+2	Asset-1	Asset+2	Sales-1	Sales+2	CR-1	CR+2
1	Argha karya prima industry	0,20	0,13	-0,37	0,33	2,10	0,38	0,49	-0,05	-0,15	-0,11
2	Berlina	-0,10	0,07	0,07	0,31	-0,50	-0,31	-0,43	0,12	0,21	0,09
3	Dankos Lab	1,20	0,63	-0,03	0,09	-0,27	0,11	0,39	0,05	0,13	0,14
4	Kalbe Farma	0,50	0,23	-0,07	-0,34	-0,11	0,53	1,07	0,06	0,17	0,71
5	Semen Gresik										
7	Andayani Megah/ GT Petrochem	1,56	1,01	-0,56	-0,61	0,62	0,70	0,12	0,39	0,06	-0,01
8	Alumindo Perkasa (ALKASA)	-0,67	-0,44	0,00	0,09	-0,48	0,07	-0,81	-0,09	0,49	-0,49
9	Dynaplast	1,11	0,42	-0,08	-0,15	0,00	0,13	0,55	-0,05	0,34	-0,25
10	Gudang Garam	-0,56	0,00	1,15	-0,14	-0,17	-0,22	-0,23	0,13	0,10	0,31
11	Mayora indah	0,78	0,46	0,02	-0,26	0,33	0,01	0,32	-0,10	0,07	0,08
12	Multa Industrindo	0,11	0,84	-0,98	-0,51	-0,24	0,05	0,23	-0,05	0,31	0,52
13	Sari Husada	0,11	0,55	0,33	0,61	1,04	0,02	0,41	0,07	0,58	-0,13
14	Sekar Bumi	0,11	0,36	0,02	-0,08	0,51	-0,25	-0,13	-0,27	-0,01	0,33
15	Sonni Corp	1,67	0,76	-0,60	-0,54	-0,13	0,05	-0,37	0,04	0,14	0,08
16	Voksel Elektrik	-0,56	-0,33	0,08	0,36	1,25	-0,31	0,01	-0,09	-0,43	-0,21
17	Gadjah Tunggal	0,90	-0,06	-0,89	-0,56	0,40	0,05	0,23	-0,01	0,85	0,17
18	Sumalindo Lestari Jaya	0,30	-0,22	-0,45	-0,39	0,62	0,24	-1,12	0,05	0,12	-0,01
19	Mayatexdian industry (APAC centertex/ APAC inti corpora)	-0,82	-0,06	-0,44	-0,18	-1,93	-0,10	-1,98	-0,04	0,16	-0,38
20	KAbel Metal Indonesia (GT Kabel Indonesia)	-0,48	0,09	-0,56	-0,46	0,84	0,05	-0,39	-0,35	0,06	0,89
21	Mayertex Indonesia (Hanson Industri Utama)	-0,67	0,18	-0,02	-0,26	-0,09	-0,20	-1,54	-0,04	-0,34	-0,36
22	Multipolar Corp	-0,48	-0,13	-0,36	-0,22	0,40	0,05	0,12	-0,01	0,14	0,05
23	Polysindo eka Perkasa	0,38	0,09	-0,56	-0,40	1,19	-0,09	1,00	-0,26	-0,28	-0,37
24	Tunggul Indah Corp	0,29	0,09	-0,32	-0,02	-0,37	0,14	0,06	0,25	0,10	0,04
25	Cahaya Kalbar	0,86	-0,13	0,49	0,04	0,66	-0,10	0,55	-0,39	0,14	0,08
26	Ugahari (Wahana Jaya Perkasa)	0,17	0,09	-0,82	-0,59	0,58	0,03	0,23	-0,34	0,12	-0,30
27	Mirwon Indonesia	-2,31	0,01	0,37	0,35	-0,75	0,37	0,78	-0,33	-0,81	-0,26
28	Hadtex Indosyntec (panasia	-1,30	-0,64	-0,43	-0,22	0,11	-0,12	0,68	-0,19	0,06	-0,21
29	Tunas ridean	0,12	0,05	0,19	-0,14	-0,98	0,05	-1,04	-0,04	0,32	0,12
30	BAT Indonesia	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	Aqua Golden Misisipi	0,24	0,15	1,21	-0,14	1,42	0,11	0,28	0,46	-0,27	0,66
32	Astra International	-0,07	0,57	0,43	0,29	0,19	0,13	2,24	0,02	-0,18	-0,10
33	Sinatar Top	0,28	0,06	0,74	0,48	0,25	-0,06	1,80	0,43	0,14	-0,05
34	Surya intrindo	0,36	0,18	-0,03	-0,23	1,08	0,54	-0,39	-0,01	-0,06	-0,26

Keterangan:

NPM-1, TATO-1, Asset-1, Sales-1, CR-1 dihitung dari masing-masing rasio *adjusted* pada periode 1 tahun sebelum akuisisi

NPM+2, TATO+2, Asset+2, Sales+2, CR+2, dihitung rata-rata rasio *adjusted* pada periode 1 dan 2 tahun sesudah akuisisi

Sample no 1-6 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1993

Sample no 7-16 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1994

Sample no 17-18 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1995

Sample no 19 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1996

Sample no 20-25 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1997.

Sample no 26-28 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1998

Sample no 29 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1999.

Sample no 30 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2000

Sample no 31-34 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001

Pengujian (-1,+3)

	Perusahaan sample	NPM-1	NPM+3	TATO-1	TATO+3	Asset-1	Asset+3	Sales-1	Sales+3	CR-1	CR+3
1	Argha karya prima industry	0,20	0,20	-0,37	-0,46	2,10	0,28	0,49	-0,03	-0,15	-0,23
2	Berlina	-0,10	0,19	0,07	0,42	-0,50	-0,13	-0,43	-0,15	0,21	-0,05
3	Dankos Lab	1,20	0,89	-0,03	0,10	-0,27	0,14	0,39	-0,05	0,13	0,73
4	Kalbe Farma	0,60	0,46	-0,07	-0,51	-0,11	0,39	1,07	-0,17	0,17	0,10
5	Kedaung Indah Can	0,50	0,46	0,68	-0,39	2,74	-0,32	-0,68	-0,29	0,29	-0,05
6	Semen Cibinong	0,50	0,32	-0,85	-0,70	-0,03	0,42	0,36	0,10	-0,52	0,72
7	Andayani Megah/ GT Petrochem	1,56	0,57	-0,56	-0,90	0,62	0,02	0,12	0,08	0,98	-0,04
8	Alumindo Perkasa (ALKASA)	-0,67	-1,13	0,00	0,02	-0,48	-0,22	-0,81	-0,49	0,49	-0,90
9	Dynaplast	1,11	0,62	-0,08	-0,21	0,00	0,23	0,55	0,94	0,34	-0,05
10	Gudang Garam	-0,56	0,19	1,15	-0,23	-0,17	-0,38	-0,23	-0,14	0,10	0,71
11	Mayora Indah	0,78	0,58	0,02	-0,44	0,33	0,06	0,32	-0,24	0,07	0,19
12	Mulia Industrindo	-0,11	1,17	-0,98	-0,79	-0,24	0,02	0,23	0,51	0,31	-0,05
13	Sari Husada	0,11	0,81	0,33	-0,30	1,04	-0,16	0,41	0,07	0,58	-0,14
14	Sekar Bumi	0,11	0,07	0,02	-0,21	0,51	0,42	-0,13	-0,03	-0,01	-0,13
15	Sorini Corp	1,67	-0,02	-0,60	-0,77	-0,13	0,02	-0,37	0,64	0,14	0,02
16	Voksel Elektrik	-0,56	-0,68	0,08	0,40	1,25	-0,41	0,01	-0,52	-0,43	-0,42
17	Gadjah Tunggal	0,90	-0,11	-0,89	-0,74	3,40	1,00	0,23	1,06	0,85	0,19
18	Sumalindo Lestari Jaya	0,30	-0,16	-0,45	-0,53	0,62	0,29	-1,12	0,24	0,12	-0,07
19	Mayatexdian industry (APAC centertex/ APAC inti corpora)	-0,82	0,49	-0,44	-0,24	-1,93	-0,12	-1,98	1,36	0,16	-0,53
20	KAbel Metal Indonesia (GT Kabel Indonesia)	-0,48	0,07	-0,56	-0,72	0,84	-0,75	-0,39	-0,40	0,99	0,74
21	Mayertex Indonesia (Hanson Industri Utama)	-0,67	0,19	-0,02	-0,43	-0,09	-0,38	-1,54	0,91	-0,34	-0,54
22	Multipolar Corp	-0,48	0,30	-0,36	-0,46	3,61	-1,00	0,12	-0,50	0,14	-0,12
23	Polysindo eka Perkasa	0,38	0,07	-0,56	-0,60	1,19	-0,31	1,00	-0,11	-0,28	-0,58
24	unggul Indah Corp	0,29	0,18	-0,32	-0,01	-0,37	0,22	0,06	0,42	0,10	-0,07
25	Cahaya Kalbar	0,86	-0,21	0,49	-0,04	0,66	-0,29	0,55	-0,77	0,14	0,10
26	Ugahari (Wahana Jaya Perkasa)	0,17	0,07	-0,82	-0,91	0,58	0,00	0,23	-0,50	0,12	-0,53
27	Miwon Indonesia	-2,31	-0,13	0,37	0,47	-0,75	0,37	0,78	-0,21	-0,81	-0,43
28	Hadtex Indosyntec (panasia indosynthech)	-1,30	-0,80	-0,43	-0,33	0,11	-0,22	0,68	-0,33	0,06	-0,35
29	Tunas ridean	0,12	0,00	0,19	-0,23	-0,98	0,02	-1,04	1,64	0,32	0,11
30	BAT Indonesia	-0,17	0,49	0,58	0,13	3,25	-0,16	1,23	-0,28	0,12	0,61
31	Aqua Golden Misisipi	0,24	0,26	1,21	-0,23	1,42	0,52	0,28	0,55	-0,27	0,02
32	Astra International	-0,07	0,82	0,43	0,35	0,19	0,80	2,24	0,31	-0,18	-0,19
33	Sinatar Top	0,28	0,09	0,74	-0,30	0,25	-0,03	1,80	0,28	0,14	0,05
34	Surya intrindo	0,36	0,19	-0,03	-0,37	1,08	0,32	-0,39	-1,22	-0,06	-0,41

Keterangan:

NPM-1, TATO-1, Asset-1, Sales-1, CR-1, dihitung dari masing-masing rasio *adjusted* pada periode 1 tahun sebelum akuisisi,

NPM+3, TATO+3, Asset+3, Sales+3, CR+3, dihitung dari rata-rata rasio *adjusted* pada periode 1, 2, dan 3 tahun sesudah akuisisi.

Sample no 1-6 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1993

Sample no 7-16 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1994

Sample no 17-18 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1995

Sample no 19 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1996

Sample no 20-25 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1997,

Sample no 26-28 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1998,

Sample no 29 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1999

Sample no 30 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2000,

Sample no 31-34 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001

Lampiran V. Hasil Pengujian Hipotesis

T-Test (-1,+1)

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	NPM adjusted sebelum	,115882	34	,7955906	,1364427
	NPM adjusted sesudah	,156176	34	,7622694	,1307281
Pair 2	TATO adjusted sebelum	-,060588	34	,5542887	,0950597
	TATO adjusted sesudah	-,153824	34	,5556215	,0952883
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum	,580588	34	1,2509752	,2145405
	Asset Growth adjusted sesudah	,052059	34	,6401173	,1097792
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum	,118824	34	,8636665	,1481176
	Sales growth adjusted sesudah	,113235	34	,9093978	,1559604
Pair 5	CR adjusted sebelum	,118235	34	,3839545	,0658476
	CR adjusted sesudah	,280882	34	,8010121	,1373724

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	NPM adjusted sebelum & NPM adjusted sesudah	34	,513	,002
Pair 2	TATO adjusted sebelum & TATO adjusted sesudah	34	,756	,000
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum & Asset Growth adjusted sesudah	34	,015	,931
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum & Sales growth adjusted sesudah	34	-,207	,239
Pair 5	CR adjusted sebelum & CR adjusted sesudah	34	,271	,121

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper			
Pair 1	NPM adjusted sebelum - NPM adjusted sesudah	-,0402941	,7695039	,1319688	-,3087867	,2281985	-,305	33	,762
Pair 2	TATO adjusted sebelum - TATO adjusted sesudah	,0932353	,3878435	,0665146	-,0420897	,2285603	1,402	33	,170
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum - Asset Growth adjusted sesudah	,5285294	1,3963809	,2394773	,0413091	1,0157497	2,207	33	,034
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum - Sales growth adjusted sesudah	,0055882	1,3779370	,2363142	-,4751967	,4863732	,024	33	,981
Pair 5	CR adjusted sebelum - CR adjusted sesudah	-,1626471	,7888976	,1352948	-,4379064	,1126123	-1,202	33	,238

T-Test (-1,+2)

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	NPM adjusted sebelum	,115882	34	,7955906	,1364427
	NPM adjusted sesudah	,177353	34	,3565347	,0611452
Pair 2	TATO adjusted sebelum	-,060588	34	,5542887	,0950597
	TATO adjusted sesudah	-,140882	34	,3226910	,0553411
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum	,580588	34	1,2509752	,2145405
	Asset Growth adjusted sesudah	,048824	34	,2448594	,0419930
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum	,118824	34	,8636665	,1481176
	Sales growth adjusted sesudah	-,051176	34	,2132826	,0365777
Pair 5	CR adjusted sebelum	,118235	34	,3839545	,0658476
	CR adjusted sesudah	,083824	34	,3741740	,0641703

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	NPM adjusted sebelum & NPM adjusted sesudah	34	,559	,001
Pair 2	TATO adjusted sebelum & TATO adjusted sesudah	34	,624	,000
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum & Asset Growth adjusted sesudah	34	-,052	,771
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum & Sales growth adjusted sesudah	34	,104	,558
Pair 5	CR adjusted sebelum & CR adjusted sesudah	34	,210	,233

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper			
Pair 1	NPM adjusted sebelum - NPM adjusted sesudah	-,0614706	,6653372	,1141044	-,2936177	,1706765	-,539	33	,594
Pair 2	TATO adjusted sebelum - TATO adjusted sesudah	,0802941	,4337538	,0743882	-,0710497	,2316380	1,079	33	,288
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum - Asset Growth adjusted sesudah	,5317647	1,2871332	,2207415	,0826627	,9808667	2,409	33	,022
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum - Sales growth adjusted sesudah	,1700000	,8678081	,1488279	-,1327926	,4727926	1,142	33	,262
Pair 5	CR adjusted sebelum - CR adjusted sesudah	,0344118	,4764400	,0817088	-,1318260	,2006495	,421	33	,676

T-Test (-1,+3)

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	NPM adjusted sebelum	,115882	34	,7955906	,1364427
	NPM adjusted sesudah	,191471	34	,4662886	,0799678
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum	,580588	34	1,2509752	,2145405
	Asset Growth adjusted sesudah	,019412	34	,4049911	,0694554
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum	,118824	34	,8636665	,1481176
	Sales growth adjusted sesudah	,078824	34	,6099566	,1046067
Pair 5	CR adjusted sebelum	,118235	34	,3839545	,0658476
	CR adjusted sesudah	-,046765	34	,4015630	,0688675

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	NPM adjusted sebelum & NPM adjusted sesudah	34	,360	,036
Pair 2	TATO adjusted sebelum & TATO adjusted sesudah	34	,583	,000
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum & Asset Growth adjusted sesudah	34	-,097	,586
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum & Sales growth adjusted sesudah	34	-,271	,121
Pair 5	CR adjusted sebelum & CR adjusted sesudah	34	,232	,187

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper			
Pair 1	NPM adjusted sebelum - NPM adjusted sesudah	-,0755882	,7636761	,1309694	-,3420474	,1908709	-,577	33	,568
Pair 2	TATO adjusted sebelum - TATO adjusted sesudah	,2382353	,4532808	,0777370	,0800782	,3963924	3,065	33	,004
Pair 3	Asset Growth adjusted sebelum - Asset Growth adjusted sesudah	,5611765	1,3516920	,2318133	,0895488	1,0328041	2,421	33	,021
Pair 4	Sales growth adjusted sebelum - Sales growth adjusted sesudah	,0400000	1,1845725	,2031525	-,3733169	,4533169	,197	33	,845
Pair 5	CR adjusted sebelum - CR adjusted sesudah	,1650000	,4870085	,0835213	-,0049253	,3349253	1,976	33	,057

Lampiran 6: Jumlah karyawan pada tiap perusahaan sampel selama tiga tahun setelah akuisisi

	Perusahaan sample	0	1	2	3
1	Argha karya prima industry	1919	2010	1919	1919
2	Berlina	1500	1500	1369	1369
	[illegible]	460	460	460	626
5	Kedaung Indah Can	1577	1577	2100	2100
6	Semen Cibinong	940	940	1260	1811
7	Andayani Megah/ GT Petrochem	567	567	567	567
8	Alumindo Perkasa (ALKASA)	511	568	555	569
9	Dynaplast	1200	1200	1500	1500
10	Gudang Garam	47000	47000	44208	44208
11	Mayora Indah	5000	5000	5000	6000
12	Mulia Industrindo	2987	3530	3530	3530
13	Sari Husada	798	798	798	798
14	Sekar Bumi	4750	4750	4750	4750
15	Sorini Corp	280	320	470	470
16	Voksel Elektrik	729	729	729	729
17	Gadjah Tunggal	5279	6900	7100	7100
18	Sumalindo Lestari Jaya	7000	7000	6700	7700
19	Mayatexdian industry (APAC centertex/ APAC inti corpora)	3017	2040	2040	2040
20	KAbel Metal Indonesia (GT Kabel Indonesia)	540	540	717	540
21	Mayertex Indonesia (Hanson Industri Utama)	1300	1300	1300	1300
22	Multipolar Corp	184	184	184	278
23	Polysindo eka Perkasa	2672	3376	3832	3784
24	unggul Indah Corp	281	281	320	685
25	Cahaya Kalbar	117	117	117	117
26	Ugahari (Wahana Jaya Perkasa)	1100	1100	150	101
27	Miwon Indonesia	825	825	1048	1090
28	Hadtex Indosyntec (panasia indosynthech)	3171	3171	5019	2252
29	Tunas ridean	2621	1538	1819	2117
30	BAT Indonesia	1717	1040	886	815
31	Aqua Golden Misisipi	1840	1415	1214	1214
32	Astra International	91000	55600	51100	52000
33	Sinatar Top	4500	5900	5285	8100
34	Surya intrindo	401	1192	1459	2968
	median	**1400**	**1250**	**1335**	**1435**
	Rata-rata	**5847**	**4867**	**4721**	**4893**

Sample no 1-6 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1993

Sample no 7-16 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1994

Sample no 17-18 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1995

Sample no 19 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1996

Sample no 20-25 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1997,

Sample no 26-28 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1998,

Sample no 29 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 1999,

Sample no 30 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2000,

Sample no 31-34 adalah perusahaan manufaktur yang melakukan akuisisi pada tahun 2001,