

STRATEGI MERGER PADA ERA KRISIS:
ASPEK SINERGI JEJARING BISNIS

Liliana Inggrit Wijaya¹

ABSTRACT

*Globalization is a great challenging for the countries that still hard effort against economic crises. Requirement to be professional for facing competition is an absolute factor, but in the other hand they didn't find the solution way to be surviving out from the crises. In the middle of 1997, it was the beginning Indonesian crises and also the impact of the crises is still continuing until now. Gross Domestic Income in the 1998 slightly goes down 59% if comparing with the beginning of 1997, similarly for the inflation rate and Rp/US\$ exchange rate slightly goes up to 76% and 255%, whereas the condition didn't yet recovery until 2002. Economic crises affects directly the corporate performance, as written in *Bisnis Indonesia* (1998): economic crises is driven by monetary crises in the middle of previous year (1997) had been cutting performance of both private and public corporate with very dramatically.*

With the condition like that, very difficult for company to survive even still little number can, but by the fact looked that many company have been collapsed or delisted. Therefore, they must be done immediately to become efficient by consolidation through merger as a strategic step to maintenance their firm value. The target of merger is obtaining the synergy in term of the competitive advantage and strengthening to survive. From 1997 to 2002 was listed 38 public firms which had acted merger activities included horizontal (same business line), vertical (supplier and customer), congeneric (different business line but in the same industry) and conglomerate diversification (unrelated business). These merger are spread in the many kinds of sectors and the most are in the consumer goods sector as 9 companies, and the least is in the Agriculture sector, only one.

The result of this research proved that the strategic ways of merger have significant positive relationship toward firm value, in the other words the financial performance after merger is greater than before. If the financed of these merger by equity (79.5%), the effect is greater than financed by debt instrument (61.6%).

Key words: Merger, firm value, equity and debt

Globalisasi menyebabkan tingkat persaingan semakin kompetitif karena batas-batas wilayah persaingan semakin melebar, tidak hanya pemain lokal/domestik tapi sudah mencapai internasionalisasi pasar. Konsorsium dunia dalam perjanjian WTO sejak 1994 menjadi alasan kuat untuk meningkatkan daya saing sebagai keunggulan dan keunikan tersendiri. Konsekuensinya segala bentuk perlakuan proteksi dan subsidi ataupun kebijakan pemerintah lainnya harus semakin berkurang bahkan bila tiba saatnya harus dihapus. Sementara jika

ditinjau dari kesiapan dan kemampuan setiap negara tidak sama, terutama bagi badan usaha-badan usaha di negara sedang berkembang seperti Indonesia. Langkah-langkah strategis sudah dilakukan oleh kelompok negara-negara sedang berkembang, misalnya dengan membentuk kerjasama dan aliansi regional AFTA, APEC, EC dan NAFTA. Pada prinsipnya tujuan yang ingin diraih adalah membentuk sinergi di antara negara-negara sekawasan agar dapat bersaing secara global. Pematangan strategi tersebut berdampak pada kesiapan badan usaha-badan

¹Penulis adalah dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya

usaha di negara tersebut. Kemampuan bersaing tidak cukup dengan mengandalkan *comparative advantage* tapi diharapkan untuk *survive* dalam jangka panjang dengan memiliki *competitive advantage* sebagai media penciptaan nilai tambah bagi badan usaha. Relevansi mendasar yang dapat dilihat adalah kekuatan daya saing ditempuh melalui penciptaan sinergi antar kawasan yang akan berlanjut dengan penciptaan sinergi antar badan usaha melalui langkah-langkah strategis merger maupun akuisisi. Kenyataan menunjukkan bahwa persaingan yang sedang berlangsung didominasi oleh perang antar suatu jaringan bisnis, semakin efisien dan kuat konsolidasi yang dipunyai jaringan bisnis tersebut maka semakin *survive* badan usaha dalam jaringan tersebut.

Bagi Indonesia, kenyataan pahit yang harus dihadapi, yaitu di saat harus menumbuhkembangkan semangat persaingan di era global, pada saat itu pula terjadi kondisi krisis ekonomi tepatnya pada pertengahan 1997. Hal ini membuat semakin sulitnya untuk berbicara tentang persaingan itu sendiri, karena badan usaha sedang berpikir keras untuk menemukan solusi agar dapat keluar dari ancaman kepailitan yang berakibat pada *delisting* beberapa badan usaha publik. Indikator ekonomi makro menunjukkan angka-angka yang tidak menguntungkan ekonomi Indonesia, misal potret 1997 terhadap 1998 *Gross Domestic Bruto* turun 56%, inflasi dan nilai tukar Rp/US\$ naik tajam sebesar 760% dan 255%. Kondisi ektrim antara pertengahan 1997 sampai 1998 masih berlangsung sampai sekarang, walaupun sudah tidak setajam angka-angka tersebut. Sampai 2002 kondisi belum membaik karena GDB masih lebih rendah dibandingkan sebelum krisis (US\$172.911 < US\$215.747), inflasi masih 11,5% lebih tinggi dari sebelum krisis 6,7% dan kurs Rp 9.315/US\$ dari Rp 2.890/US\$ sebelum krisis. Krisis mempengaruhi secara langsung kinerja

badan usaha, beban bunga dan biaya operasional meningkat (defisiensi), penurunan nilai *equity* sekaligus peningkatan *leverage*. Bisnis Indonesia (1998), "krisis ekonomi yang berawal dari krisis moneter sejak pertengahan tahun lalu memangkas kinerja perusahaan nonpublik maupun publik secara drastis."

Kinerja pasar modal sebagai cerminan kondisi perekonomian menunjukkan kondisi yang menurun juga, tercatat berkurang 11 badan usaha (1998-1999), kapitalisasi pasar dan nilai perdagangan menjadi fluktuatif pada era krisis. Dalam kondisi seperti ini memang masih ada badan usaha yang dapat bertahan, tetapi sebagian besar dalam kondisi kurang baik bahkan ada yang sudah bangkrut. Badan usaha harus melakukan efisiensi dan konsolidasi melalui langkah strategis merger agar dapat bertahan dan memperbaiki kinerjanya. Sinergi yang dihasilkan atas aktivitas merger diperlukan untuk mengurangi biaya, membentuk jaringan bisnis yang lebih luas agar skala dan daya saing meningkat. Pengembangan jaringan dapat dilakukan dengan mengundang investor potensial luar negeri sementara investor lokal lebih sulit karena masing-masing berada pada posisi tidak berkelebihan likuiditas. Semuanya untuk memperoleh nilai tambah dengan cara relatif mudah dan murah.

Upaya perbaikan terhadap kinerja badan usaha melalui strategi merger terjadi bukan hanya di sektor perbankan tetapi merata di semua sektor. Pada 1997-2002 terbanyak pada sektor industri barang konsumsi 9 badan usaha dan 1 pada sektor pertanian, dimana secara keseluruhan tercatat 38 badan usaha yang melakukan aktivitas merger. Sedangkan pembiayaan untuk melakukan merger pada 1997-1999 didominasi oleh *debt* sedangkan sampai 2002 lebih banyak memakai *equity*.

KERANGKA TEORITIK

Merger tidak dilakukan secara sembarangan melainkan penggabungan badan usaha dengan memperhatikan kriteria-kriteria tertentu agar tercipta kombinasi yang menghasilkan sinergi untuk perbaikan kinerja di masa yang akan datang. Gaughan (1991) mendefinisikan merger sebagai kombinasi dua atau lebih badan usaha untuk menghasilkan suatu badan usaha yang lebih spesifik dan lebih besar. Merger sendiri merupakan salah satu alternatif untuk memperkuat posisi suatu badan usaha atau pengembangan usaha. Merger dapat terjadi secara *friendly* maupun *hostile*. Untuk yang *friendly*, proses merger dapat berlangsung secara cepat dan saling memberi manfaat baik bagi pihak manajemen maupun karyawan, namun untuk tipe *hostile* proses merger lebih rumit dan fakta membuktikan beberapa mengalami kegagalan karena banyak taktik defensif yang dilakukan demi tidak terjadinya merger tersebut.

Merger dapat diklasifikasikan berdasarkan aktivitas ekonomi dan pola. Menurut aktivitas ekonomi ada empat tipe, Gitman (2000): (1) *horizontal*, jika dua badan usaha dalam lini bisnis yang sama melakukan merger. Bentuk penggabungan ini menghasilkan ekspansi operasi badan usaha dalam lini produk tertentu dengan mengurangi pesaingnya karena telah terjadi peleburan badan usaha; (2) *vertical*, jika badan usaha menguasai *supplier* (hulu) dan atau *customer*-nya (hilir). Keuntungan penggabungan ini adalah meningkatkan kontrol terhadap bahan baku atau distribusi *finished good*; (3) *congeneric*, jika badan usaha dapat menguasai industri umum yang sama tetapi tidak dalam lini bisnis yang sama baik *supplier* maupun *customer*. Keuntungannya adalah menghasilkan kemampuan untuk menggunakan saluran distribusi dan penjualan yang sama untuk mencapai *customer* dari kedua lini bisnis tersebut; (4)

conglomerate; adalah kombinasi badan usaha dalam bisnis yang tidak berhubungan. Keuntungannya adalah kemampuan untuk mendiversifikasi risiko dengan melakukan merger terhadap badan usaha yang pola penjualan dan pendapatan secara *seasonal* atau *cyclical* beda. Sedangkan Moin (2003) menyatakan pengelompokan merger atas dasar pola; (1) *mothership* adalah pengadopsian satu pola untuk dijadikan sistem yang dipakai pada badan usaha hasil merger; dan (2) *platform* adalah mengadopsi pola yang baik menjadi sistem yang akan dipakai dengan syarat sistem yang akan diadopsi sesuai dengan tujuan merger itu sendiri.

Keown (1996) menunjukkan nilai badan usaha adalah nilai aset yang telah diobservasi di pasar. Artinya nilai badan usaha tergantung pada nilai pasar dan bukan nilai buku asetnya. Sementara Weston dan Brigham (1993) menghubungkan antara pengertian nilai pasar aset dengan harga pasar saham yaitu; tujuan utama badan usaha adalah memaksimumkan kekayaan pemilik dengan cara meningkatkan nilai badan usaha melalui maksimisasi harga pasar sahamnya. Weston dan Copeland (2000) menghubungkan maksimisasi harga pasar saham dengan memaksimumkan jumlah saham beredar sebagai indikator tingkat keefektifan kinerja badan usaha. Karena nilai totalnya dihitung dengan mengalikan harga pasar per lembar dengan jumlah saham yang beredar yaitu nilai kapitalisasi pasar (Ross et.al., 2000). Oleh karena itu strategi merger juga dilakukan dalam rangka pencapaian tujuan badan usaha berupa maksimisasi kekayaan pemilik (Hitt et.al., 2002). Dengan demikian hakekat merger (Gitman, 2000) selalu didasarkan pada motivasi untuk pencapaian sinergi dengan menghasilkan *value* yang lebih besar

dibandingkan kondisi sebelum bergabung (*value added*).

Manfaat merger dijelaskan oleh Shapiro (1991) (a) pertumbuhan yang lebih cepat; (b) mengurangi persaingan; (c) memasuki pasar baru yang tidak mampu ditembus saat ini; (d) mendapatkan keahlian manajerial; (e) mendapatkan keahlian teknis dalam bentuk alih teknologi baru menggantikan yang usang; (f) manfaat *economies of scale/scope*; (g) stabilisasi dan keamanan sumberdaya dan jaringan pemasaran produk; (h) meningkatkan produktivitas aset; (i) mengalihkan aset dari industri sendiri yang kurang berpotensi kepada industri lain yang mempunyai potensi tinggi untuk berkembang; (j) keuntungan *taxshields* yang tidak digunakan. Walaupun demikian tidak selamanya merger dapat mencapai tujuan sebagaimana yang diharapkan, ada banyak kegagalan yang terjadi disebabkan faktor-faktor: (a) kurang pemahaman tentang industri dari *target firm*; (b) kegagalan mengidentifikasi liku-liku bisnis *target firm*; (c) ketidaksesuaian antara ROI dengan *cost of investment*; (d) ketidakmampuan manajemen untuk memadukan kekuatan dari badan usaha yang bergabung untuk menghasilkan nilai tambah; (e) dan sikap *overoptimism*.

Konsolidasi melalui strategi merger pada prinsipnya meningkatkan daya saing badan usaha-badan usaha agar dapat *survive* melewati masa kritisnya dengan cara menciptakan sinergi. Pada titik baliknya sinergi tersebut dipakai sebagai kunci keberhasilan dalam menghadapi persaingan global. Sejauhmana keberhasilan yang dicapai tergantung keefektifan kapabilitas dan proses dalam unit-unit gabungan tersebut mampu diintegrasikan untuk menghasilkan sinergi. Faktor lain yang ikut menentukan seberapa efektif peningkatan *value* akibat strategi merger adalah pemilihan cara pembiayaan merger itu sendiri. Moin

(2003) mengungkapkan bahwa pemilihan sumber pembiayaan didasarkan pada pertimbangan kemampuan finansial, pajak, dan likuiditas dan struktur modal. Penelitian terdahulu tentang pengaruh metode pembiayaan terhadap kinerja operasi badan usaha dilakukan oleh Heron (2002) "*Operating Performance and The Method of Payment in Takeovers*". Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan besarnya pengaruh antara pembiayaan dengan *debt* atau *equity* terhadap kinerja badan usaha, dimana pengaruhnya lebih besar pembiayaan melalui *equity*.

METODOLOGI

Jenis penelitian konklusif eksperimental dengan tujuan yang spesifik, untuk menjelaskan hubungan sebab akibat antara pengaruh strategi merger terhadap nilai badan usaha yang melakukan merger pada periode krisis 1997-2002 di Bursa Efek Jakarta. Strategi merger didefinisikan secara operasional sebagai aktivitas penggabungan badan usaha baik secara *horizontal, vertical, congeneric* dan *conglomerate*. *Horizontal merger* berarti penggabungan badan usaha *go public* di BEJ periode 1997-2002 dengan karakteristik lini bisnis yang sama. *Vertical merger* berarti penggabungan badan usaha *go public* di BEJ periode 1997-2002 dengan peleburan *supplier* sampai dengan *customer*. *Congeneric merger* berarti penggabungan badan usaha untuk penguasaan saluran distribusi dan penjualan dalam industri umum tetapi tidak berada dalam lini bisnis yang sama yang *go public* di BEJ periode 1997-2002. *Conglomerate merger* adalah penggabungan badan usaha dalam bisnis yang tidak berhubungan untuk mendiversifikasi risiko yang *go public* di BEJ periode 1997-2002. Nilai ekuitas adalah total modal sendiri dari badan usaha yang *go public* di BEJ dan melakukan strategi merger pada periode 1997-2002. Nilai utang dihitung

dari total pinjaman badan usaha baik jangka pendek maupun jangka panjang dari badan usaha *go public* yang melakukan merger di BEJ periode 1997-2002. Nilai badan usaha dihitung berdasarkan nilai kapitalisasi pasar yang merupakan hasil kali jumlah saham beredar dengan harga pasar saham di BEJ periode 1997-2002. Harga pasar saham menggunakan harga transaksi *closing price*. Sumber data sekunder dari situs internet www.jsx.com untuk memperoleh akses data harga dan lembar saham dan instrumen pengumpulan data menggunakan teknik dokumenter dari ICMD publikasi resmi oleh pusat referensi pasar modal Bapepam untuk memperoleh data laporan badan usaha yang melakukan merger pada periode krisis 1997-2002.

Target populasi adalah badan usaha yang *go public* di PT BEJ selama 1997-2002, dengan karakteristik yang pernah melakukan merger periode 1997-2002 yaitu sebanyak 38 badan usaha meliputi strategi *horizontal merger*, *vertical merger*, *congeneric merger* dan *conglomerate merger*. Aras pengukuran yang digunakan adalah rasio yaitu satuan ukur yang menunjukkan nilai sebenarnya atas hasil suatu observasi terhadap nilai ekuitas, nilai utang dan nilai kapitalisasi pasar.

Metode pengolahan data dilakukan secara statistik deskriptif dan inferensial. Secara deskriptif memakai regresi linier sederhana dan simultan, sedangkan uji inferensial untuk rancangan uji hipotesis menggunakan uji t dan uji F untuk kecocokan model (*goodness of fit*) dengan derajat signifikansi 5%. Uji asumsi klasik: *multicollinearity* menggunakan *variance influence factor* (VIF) dimana angka ambang di bawah 5, *autocorrelation* dengan menghitung Durbin-Watson (*dtest*), dan *heteroscedasticity* memakai uji Park, bila $t > 0,05$, homoskedastisitas, berarti H_0 tidak dapat ditolak, dan sebaliknya bila $t < 0,05$,

heteroskedastisitas, berarti H_1 diterima. Dioperasikan oleh program *Microsoft Excell* dan *SPSS for window realease 13.00*.

Dengan demikian hipotesis statistik dalam penelitian ini adalah:

Untuk uji t:

Mayor 1:

$H_0: \beta_1 = 0$, berarti strategi merger tidak mempengaruhi nilai badan usaha

$H_1: \beta_1 \neq 0$, berarti strategi merger mempengaruhi nilai badan usaha

Mayor 2:

$H_0: \beta_2 = 0$, berarti strategi merger dari pembiayaan *debt-equity* tidak mempengaruhi nilai badan usaha

$H_1: \beta_2 \neq 0$, berarti strategi merger dari pembiayaan *debt-equity* mempengaruhi nilai badan usaha

Minor 1:

$H_0: \beta_3 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger* dengan nilai badan usaha

$H_1: \beta_3 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger* dengan nilai badan usaha

Minor 2:

$H_0: \beta_4 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger* dengan nilai badan usaha

$H_1: \beta_4 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger* dengan nilai badan usaha

Minor 3:

$H_0: \beta_5 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger* dengan nilai badan usaha

$H_1: \beta_5 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger* dengan nilai badan usaha

Minor 4:

$H_0: \beta_6 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger* dengan nilai badan usaha

$H_1: \beta_6 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger* dengan nilai badan usaha

Minor 5: $H_0: \beta_7 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi

horizontal merger (debt) dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger (debt)* dengan nilai badan usaha

Minor 6:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger (equity)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger (equity)* dengan nilai badan usaha

Minor 7:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger (debt)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger (debt)* dengan nilai badan usaha

Minor 8:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger (equity)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger (equity)* dengan nilai badan usaha

Minor 9:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger (debt)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger (debt)* dengan nilai badan usaha

Minor 10:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger (equity)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger (equity)* dengan nilai badan usaha

Minor 11:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger (debt)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi

conglomerate merger (debt) dengan nilai badan usaha

Minor 12:

$H_0: +''_1 = 0$, berarti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger (equity)* dengan nilai badan usaha

$H_1: +''_2 > 0$, berarti ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger (equity)* dengan nilai badan usaha

ANALISIS PEMBAHASAN

Hasil uji partial (uji t) koefisien regresi untuk persamaan Nilai Badan Usaha = $365.759,861 + 1,463$ Strategi Merger (tabel 3), menunjukkan tingkat signifikan 0,3% berarti hipotesis kerja mayor 1 (H_1) diterima pada level of significant 5% yaitu strategi merger mempengaruhi nilai badan usaha secara signifikan. Besarnya pengaruh adalah 1,463 artinya jika merger tidak dilakukan maka nilai badan usaha sebesar Rp 365.759.000.000,- sedangkan jika strategi merger dilakukan dengan pembiayaan konstan maka per Rp 1.000.000,- (1%) dana total yang digunakan untuk membiayai merger menyebabkan kenaikan sebesar Rp 1.463.000 (1,463%) terhadap nilai badan usaha dan berlaku sebaliknya.

Hasil uji simultan (uji F) koefisien regresi untuk persamaan Nilai Badan Usaha = $-683.705,723 + 0,45$ Debt + $3,308$ Equity, menunjukkan nilai F hitung sebesar 22,060 pada tingkat signifikan 0,000 berarti hipotesis kerja mayor 2 (H_1) dapat diterima pada level 5% secara bersama-sama. Tetapi untuk variabel bebas *debt* memiliki tingkat signifikan 43,6% sedangkan untuk *Equity* tingkat signifikan 0,1%. Berarti untuk pembiayaan yang bersumber dari utang tidak signifikan pengaruhnya karena tidak dapat diterima pada level 5% sedangkan dari sumber *equity* pengaruhnya signifikan pada level 5%. Jika strategi merger tidak dilakukan maka nilai badan usaha Rp - 683.705.723.000 yang menunjukkan

badan usaha mengalami kondisi kerugian yang sangat besar sehingga kemungkinan terburuk adalah pailit. Sedangkan jika pembiayaan merger konstan maka setiap Rp1.000.000,-(1%) baik *debt* dan *equity* menyebabkan nilai badan usaha meningkat sebesar Rp 45.000,- (0,045%) dan Rp 3.308.000,- (3,308 %) dan berlaku sebaliknya. Koefisien determinasi 74,7% yang

berarti variabilitas nilai badan usaha dapat dijelaskan sebesar 74,7% oleh strategi merger sedangkan sisanya sebesar 35,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

Uji asumsi klasik melalui uji *collinearity statistics* diperoleh VIF 1,718, berarti tidak terdapat multikolinieritas karena VIF untuk *debt* maupun *equity* <5%. Uji *autocorrelation* dengan Durbin-

Tabel 1
Badan Usaha Yang Melakukan Strategi Merger Periode 1997-2002 di PT BEJ

Tahun	Kode	Bidang Usaha	Sektor	Jenis Strategi Merger, D-E dan Nilai Kapitalisasi Pasar (dalam jutaan rupiah)	Keterangan
1997	SMCB	Semen	Industri Dasar dan Kimia	V - D 5.263.167 / 906.548	70% saham dengan Myanmar (ekspansi)
	ASTR	Plastik dan Kemasan	Industri Dasar dan Kimia	CL - D 287.472 / 43.103	Joint venture dengan Aiwa Corp of Japan (PT Aiwa Dharmala)
	SMAR	Makanan dan Minuman	Industri Barang Konsumsi	CG - D 1.465.316 / 335.475	100% saham PT Senggata Andalan Utama dan PT Matrasawit Sarana Sejahtera
	LPLD	Properti dan Real Estate	Properti dan Real estate	V - D 854.884 / 1.171.559	7,88% saham Lippo Karawaci (sister's company)
	SAFE	Transportasi	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	CL - D 1.441.053 / 414.509	Peregrine Investment Holding (HK)
	CMPP	Transportasi	Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	H - E 116.089 / 149.400	75% saham PT Cita Dewa Rembulan
	TSPC	Farmasi	Industri Barang Konsumsi	V - D 554.099 / 580.000	Pt SuryaUsadhatama PT Surya Ferbindo Farma (sister's company)
	MYRX	Tekstil dan Garmen	Aneka Industri	CG - E 375.036 / 119.574	PT Primayudha Mandirijaya PT Kridhajaya Upaya
	HMSP	Rokok	Industri Barang Konsumsi	CG - D 2.418.655 / 7.826.250	Sampoerna International Pte. Ltd (Singapore)
	INRU	Pulp dan Kertas	Industri Dasar dan Kimia	V - D 2.260.583 / 582.114	Riau Andalan Pulp dan Paper
	CTRA	Properti dan Real Estate	Properti dan Real Estate	V - D 2.715.357 / 1.131.252	Pt Citra Corp. PT Ciputra Investment
ELTY	Properti dan Real Estate	Properti dan Real Estate	V - D 436.813 / 455.729	69% saham PT Elang Realty	
1998	BIPP	Properti dan Real Estate	Properti dan Real Estate	CG - E 311.083 / 133.630	PT Asri Kencana Gemilang PT Binangun Arta Perkasa PT Savoy Niaga PT Surya Gajah Maspertiwi PT Darmo Satelite Town
	KKGI	Formalin dan Resin	Industri Dasar dan Kimia	H - D 133.014 / 73.333	PT Sulsel Prima Permai (ditutup tapi tidak dilikuidasi)
1999	MERK	Farmasi	Industri Barang Konsumsi	H - E 73.247 / 81.319	Merck Astra Holding AG, Zug Swiss menjadi Merck AG Zug Swiss
	MEGA	Bank	Keuangan	CG- D 2.465.394 / 0	PT Indovest Sekuritas
2000	PTRO	Konstruksi	Pertambangan dan Konstruksi	V - D 354.655 / 156.807	50% saham PT Santan Batubara
	MEDC	Pertambangan Minyak dan Gas Bumi	Pertambangan dan Konstruksi	V - E 3.331.054 / 3.219.981	3 wilayah: Simenggaris Madura Barat Senoro/Toili

Tabel 1, Lanjutan...

	INAF	Farmasi	Industri Barang Konsumsi	V - E 292.565 / 801.567	20% saham PT Asindo Husada Bhakti
	DYNA	Plastik dan Kemasan	Industri Dasar dan Kimia	CG - D 184.643 / 310.709	Berli Prospect Co., Ltd. Joint Venture 49%-51% dengan Bericap Asia Pte., Ltd. Singapore menjadi PT Bericap Indonesia
	ADES	Makanan dan Minuman	Industri Barang Konsumsi	CG - E 90.485 / 73.467	Menjual merknya ke Coca Cola sebagai bagian dari debt restructuring
	INDF	Makanan dan Minuman	Industri Barang Konsumsi	V - E 3.058.713 / 7.818.583	Launching Obligasi 5 tahun senilai Rp 1juta Milyar
	BGMI	Lainnya	Perdagangan, Jasa dan Investasi	H - D 164.755 / 271.486	PT Baligraha Medikatama Tbk PT Siloam Clearnagles Healthcare Tbk
	KOPI	Lainnya	Perdagangan, Jasa dan Investasi	V - E 124.965 / 0	The Berita Buana Online The Nusanet Work Online
	BDMN	Bank	Keuangan	H - E 4.528.303 / 38.815.201	Bank Jaya, Bank Tiara Asia, Bank Pos, Bank Nusantara, Bank Tamara, Bank Rama, Bank Nusa Nasional, Bank Duta, Bank Risjad Salim, Bank Internasional
	BAIT	Rokok	Industri Barang Konsumsi	V - E 381.519 / 595.925	PT Rothmanis Pall Mall Indonesia Tbk
	INTP	Semen	Industri Dasar dan Kimia	V - D 10.526.773 / 6.028.085	PT Indo Kodeco Cement
	AIMS	Perdagangan Besar Barang Produksi	Perdagangan, Jasa dan Investasi	CL - E 7.415 / 0	PT Stimec
2001	ASII	Otomotif dan Komponennya	Aneka Industri	V - E 2.566.826 / 4.848.054	100% saham PT Tjahja Sakti Motor (subsidiary) 50% saham BMW AG of Germany
	ACIS	Elektronik	Perdagangan, Jasa dan Investasi	H - E 314.033 / 171.158	PT Artha Citra Gallery PT Artha Graha Wahana PT Mahameru Antarnusa Niaga (subsidiary)
	BASS	Perikanan	Pertanian	V - E 263.853 / 730.755	PT Inter Galaxy Delate Fisheries PT Megah Galaxy
	INPC	Bank	Keuangan	H - E 68.861 / 567.445	PT Inter-Pacific Securities
	INDF	Makanan dan Minuman	Industri Barang Konsumsi	CG - E 3.561.580 / 7.818.583	Asia-Food Property (Singapore)
2002	TIRT	Kayu dan Pengolahannya	Industri Dasar dan Kimia	H - D 276.704 / 76.180	PT Tirta Mahakam Plywood Industry PT Windu Nabatindo Lestari
	BNLI	Bank	Keuangan	H - E 4.652.812 / 9.067.991	Bank Bali, Bank Universal (BUNI), Bank Patriot, Bank Prima Express, Bank Arthamedia
	BCIC	Bank	Keuangan	V - E 96.974 / 231.835	Bank CICTbk Bank Dampac Tbk (BDPC) Bank Pikko (BNPK)
	SRSN	Tekstil dan Garmen	Aneka Industri	H - D 87.496 / 154.000	Sarana Nugraha Tbk. PT Sarasa Mitratama
	IMAS	Mesin dan Alat Berat	Aneka Industri	H - E 300.397 / 635.270	PT Indomobil Sukses Internasional PT Sumber Artha Perdana PT Indosentral Binatrada

Sumber: ICMD, diolah

Keterangan: H: Horizontal Merger; V: Vertical Merger; CG: Congeneric Merger; CL: Conglomerate Merger; E: Equity; D: Debt

Watson 2,175 yang berarti di daerah ini tidak terdapat *autocorrelation*. Sedangkan untuk uji *heteroskedasticity* menggunakan uji park hasilnya

signifikan dengan nilai 0,523, artinya tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji normalitas data menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

Tabel 2
Komposisi Rasio D/TA dan E/TA Untuk Badan Usaha Publik
Yang Melakukan Merger di PT BEJ Periode 1997-2002

Tahun	Kode	D/TA (%)	E/TA (%)	Financing
1997	SMCB	86,45	13,55	Debt
	ASTR	97,45	2,55	Debt
	SMAR	85,38	14,62	Debt
	LPLD	60,17	39,83	Debt
	SAFE	97,13	2,87	Debt
	CMPP	30,44	69,56	Equity
	TSPC	59,80	40,20	Debt
	MYRX	22,29	77,71	Equity
	HMSF	62,82	37,18	Debt
	INRU	83,77	16,23	Debt
1998	CTRA	71,70	28,30	Debt
	ELTY	39,13	60,87	Debt
1999	BIPP	77,76	22,24	Equity
	KKGI	54,42	45,58	Debt
2000	MERK	24,77	75,23	Equity
	MEGA	88,57	11,43	Debt
2001	PTRO	44,39	55,61	Debt
	MEDC	23,78	76,22	Equity
	INAF	45,64	54,36	Equity
	DYNA	45,84	54,16	Debt
	ADES	58,83	41,17	Equity
	INDF	75,64	24,36	Equity
	BGMT	27,62	72,38	Debt
	KOPI	12,41	87,59	Equity
	BDMN	92,72	7,28	Equity
	BATI	53,04	46,96	Equity
	INTP	90,38	9,62	Debt
	AIMS	44,45	55,55	Equity
	2002	ASII	90,34	9,66
AGISS		19,98	80,02	Equity
BASS		48,70	51,30	Equity
INPC		90,43	9,57	Equity
INDF		72,56	27,44	Equity
2002	TIRT	68,60	31,40	Debt
	BNLI	95,73	4,27	Equity
	BCIC	98,65	1,35	Equity
	SRSN	52,79	47,21	Debt
	IMAS	86,95	13,03	Equity

Sumber: ICMD, www.jsx.co.id, diolah

baik untuk data *debt* dan *equity* menunjukkan data berdistribusi normal dengan *Asymp. Sig. (2-tailed)* 95,6% dan 54,1% berturut-turut untuk *debt* dan *equity*.

Hasil uji nirparametrik *Corr* (*Pearson's R*) terhadap hipotesis kerja minor 1 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger* dengan nilai

badan usaha dengan signifikansi 0,2%. Kekuatan hubungan antara strategi *horizontal merger* dan nilai badan usaha tinggi sebesar 0,812 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas pembiayaan total strategi *horizontal merger* akan berhubungan kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 81,2% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik *Corr* (*Pearson's R*) terhadap hipotesis kerja

Tabel 3
Hasil Regresi Linear Sederhana Dengan Uji Parametrik (Uji t)
Strategi Merger Terhadap Nilai Badan Usaha
Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	365759.861	1168889.358		.313	.756
	MERGER	1.463	.454	.473	3.218	.003

minor 2 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,8%. Kekuatan hubungan antara strategi *vertical merger* dan nilai badan usaha cukup tinggi sebesar 0,636 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas pembiayaan total strategi *vertical merger* akan berhubungan cukup kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 63,6% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik *Corr* (*Pearson's R*) terhadap hipotesis kerja

minor 3 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,3%. Kekuatan hubungan antara strategi *congeneric merger* dan nilai badan usaha cukup tinggi sebesar 0,755 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas pembiayaan total strategi *congeneric merger* akan berhubungan cukup kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 75,5% dengan arah positif.

Tabel 4
Hasil Regresi Ganda Dengan Uji Parametrik (Uji F)
Strategi Merger (Debt,Equity) Terhadap Nilai Badan Usaha
ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	89517025056 2757.000	2	44758512528137 8.700	22.060	.000(a)
	Residual	71014242285 4199.000	35	20289783510119. 980		
	Total	16053126734 16957.000	37			

a Predictors: (Constant), EQUITY, DEBT

b Dependent Variable: VALUE

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-683705.723	914491.419		-.748	.460
	DEBT	.045	.057	.134	.787	.436
	EQUITY	3.308	.877	.641	3.772	.001

a Dependent Variable: VALUE

Sumber: *Print Out SPSS*, diolah

Tabel 5
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Horizontal Merger Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.812	.122	4.168	.002(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.509	.274	1.774	.110(c)
N of Valid Cases		11			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 4 menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak atau tidak mampu menerima H_1 pada level signifikan 5%, sehingga terbukti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 5,8%. Berarti antara strategi *conglomerate merger* dengan nilai badan usaha tidak punya pola arah yang menetap.

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 5 menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak atau tidak mampu menerima H_1 pada level signifikan 5%, sehingga terbukti tidak ada saling berhubungan antara strategi *Horizontal merger (debt)* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 5,3%. Berarti antara strategi *horizontal merger(debt)* dengan nilai

badan usaha tidak punya pola arah yang menetap.

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 6 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *horizontal merger (equity)* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,3%. Kekuatan hubungan antara strategi *horizontal merger (equity)* dan nilai badan usaha tinggi sebesar 0,809 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas *equity* strategi *horizontal merger* akan berhubungan kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 80,9% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 7 menunjukkan H_1 dapat diterima

Tabel 6
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Vertical Merger Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.636	.143	3.086	.008(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.774	.078	4.567	.000(c)
N of Valid Cases		16			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 7
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Congeneric Merger Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.755	.160	2.824	.030(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.357	.417	.937	.385(c)
N of Valid Cases		8			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 8
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Conglomerate Merger Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.996	.003	11.004	.058(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	1.000	.000(c)		
N of Valid Cases		3			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger* (*debt*) dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,4%. Kekuatan hubungan antara strategi *vertical merger* (*debt*) dan nilai badan usaha cukup tinggi sebesar 0,671 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas *debt* strategi *vertical merger* akan berhubungan cukup kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 67,1% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik *Corr* (*Pearson's R*) terhadap hipotesis kerja minor 8 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *vertical merger* (*equity*) dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,0%. Kekuatan hubungan antara strategi *vertical merger* (*equity*) dan nilai badan usaha cukup tinggi sebesar 0,791 yang berarti setiap

kenaikan dan penurunan atas *equity* strategi *vertical merger* akan berhubungan cukup kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 79,1% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik *Corr* (*Pearson's R*) terhadap hipotesis kerja minor 9 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger* (*debt*) dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,6%. Kekuatan hubungan antara strategi *congeneric merger* (*debt*) dan nilai badan usaha cukup tinggi sebesar 0,766 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas *debt* strategi *vertical merger* akan berhubungan cukup kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 76,6% dengan arah positif.

Tabel 9
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Horizontal Merger (Debt) Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.597	.123	2.231	.053(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.718	.208	3.096	.013(c)
N of Valid Cases		11			

a Not assuming the null hypothesis.
 b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.
 c Based on normal approximation.
 Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 10
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Horizontal Merger (Equity) Dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.809	.122	4.122	.003(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.427	.304	1.418	.190(c)
N of Valid Cases		11			

a Not assuming the null hypothesis.
 b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.
 c Based on normal approximation.
 Sumber: Print Out SPSS, diolah

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 10 menunjukkan H_1 dapat diterima pada level signifikan 5%, sehingga terbukti ada saling berhubungan antara strategi *congeneric merger (equity)* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 0,0%. Kekuatan hubungan antara strategi *congeneric merger (equity)* dan nilai badan usaha tinggi sebesar 0,884 yang berarti setiap kenaikan dan penurunan atas *equity* strategi *congeneric merger* akan berhubungan kuat terhadap peningkatan dan penurunan nilai badan usaha sebesar 88,4% dengan arah positif.

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 11 menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak atau tidak mampu menerima H_1 pada level signifikan 5%, sehingga terbukti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger (debt)*

dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 5,8%. Berarti antara strategi *conglomerate merger(debt)* dengan nilai badan usaha tidak punya pola arah yang menetap.

Hasil uji nirparametrik Corr (Pearson's R) terhadap hipotesis kerja minor 12 menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak atau tidak mampu menerima H_1 pada level signifikan 5%, sehingga terbukti tidak ada saling berhubungan antara strategi *conglomerate merger (equity)* dengan nilai badan usaha dengan signifikansi 5,9%. Berarti antara strategi *conglomerate merger (equity)* dengan nilai badan usaha tidak punya pola arah yang menetap.

KESIMPULAN

Dari uji hipotesis yang dilakukan terhadap 14 hipotesis kerja yaitu 2 hipotesis kerja mayor dan 12 hipotesis kerja minor, membuktikan bahwa:

Tabel 11
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Vertical Merger (Debt) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.671	.062	3.382	.004(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.632	.187	3.054	.009(c)
N of Valid Cases		16			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 12
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Vertical Merger (Equity) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.791	.111	4.838	.000(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.774	.121	4.557	.000(c)
N of Valid Cases		16			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

1. Sebanyak 4 hipotesis kerja yang ditolak, yaitu berturut-turut hipotesis minor 4, 5, 13 dan 14.
2. Strategi *conglomerate merger* tidak signifikan berhubungan dengan nilai badan usaha baik secara pembiayaan total (hipotesis minor 4) maupun pembiayaan dari *debt* (hipotesis minor 13) dan *equity* (hipotesis kerja minor 14). Hal ini dapat dijelaskan bahwa; Tujuan strategi *conglomerate merger* (kombinasi dua entitas ekonomi melalui diversifikasi *unrelated product*) adalah mendiversifikasi risiko, sesuai teori *portfolio* (Markowitz Model) melalui penciptaan optimal dan atau *efficient portfolio*, dimana risiko disebar melalui aset-aset yang *return*-nya berkorelasi negatif (Jones, 2004). Dalam pengujian ini terbukti bahwa korelasinya positif, berarti tidak sedang berlangsung proses

penyebaran risiko, tetapi yang terjadi sebaliknya yaitu mengkonsentrasi risiko. Dengan demikian tujuan utama pembentukan *portfolio* untuk mendiversifikasi risiko tidak tercapai (*inefficient portfolio*). Strategi ini tidak berhasil mempertahankan nilai badan usaha atau kurang efektif dalam menciptakan sinergi. Terkait dengan periode krisis menunjukkan strategi diversifikasi *unrelated product* memang berisiko sangat tinggi, karena *core competence* yang dimiliki menjadi tidak kuat dan pemahaman tentang risiko bisnis dari badan usaha hasil merger membutuhkan pengorbanan yang besar untuk dapat dimengerti dengan baik oleh badan usaha yang melakukan merger tersebut. Mengingat masing-masing badan usaha tidak atau belum paham betul tentang seluk beluk bisnis yang saling *unrelated* tersebut. Disebutkan

Tabel 13
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Congeneric Merger (Debt) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.766	.155	3.577	.006(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.524	.324	1.845	.098(c)
N of Valid Cases		11			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 14
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Congeneric Merger (Equity) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.884	.063	5.667	.000(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	.515	.292	1.801	.105(c)
N of Valid Cases		11			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 15
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Conglomerate Merger (Debty) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.996	.003	10.901	.058(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	1.000	.000(c)		
N of Valid Cases		3			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

oleh Shapiro (1991) bahwa ada beberapa alasan mengapa suatu strategi merger mengalami kegagalan, antara lain yaitu kurangnya pengetahuan tentang industri dimana *target firm* berada dan kegagalan dalam mengidentifikasi secara penuh liku-liku bisnis yang dijalani *target firm*. Dua alasan ini sangat relevan

dengan gagalnya strategi *conglomerate merger* pada era krisis.

3. Pembiayaan dari *debt* mempunyai risiko kebangkrutan yang ditimbulkan oleh *financial risk*. Pada saat variabilitas capaian EBIT tinggi, terjadi penurunan penjualan yang cenderung semakin tinggi maka penggunaan *financial leverage* yang tinggi meningkatkan beban tetap. Pada titik tertentu penggunaan

Tabel 16
Hasil Uji Nirparametrik Corr.(Pearson's R)
Strategi Conglomerate Merger (Equity) dan Nilai Badan Usaha
Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error(a)	Approx. T(b)	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.996	.008	10.831	.059(c)
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	1.000	.000(c)		
N of Valid Cases		3			

a Not assuming the null hypothesis.

b Using the asymptotic standard error assuming the null hypothesis.

c Based on normal approximation.

Sumber: Print Out SPSS, diolah

Tabel 17
Rekapitulasi Pengujian Hipotesis

No	Hipotesis kerja	Uji Hipotesis	Level of significant (%)	Penerimaan/Penolakan Hipotesis kerja
1	Mayor 1	Partial, Parametrik-uji t	0,3	Diterima
2	Mayor 2	Serempak, Parametrik-uji F	0,0	Diterima
3	Minor 1	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,2	Diterima
4	Minor 2	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,8	Diterima
5	Minor 3	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	3,0	Diterima
6	Minor 4	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	5,8	Ditolak
7	Minor 5	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	5,3	Ditolak
8	Minor 6	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,3	Diterima
9	Minor 7	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,4	Diterima
10	Minor 8	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,0	Diterima
11	Minor 9	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,6	Diterima
12	Minor 10	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	0,0	Diterima
13	Minor 11	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	5,8	Ditolak
14	Minor 12	Correlation, Nirparametrik-Pearson's R	5,9	Ditolak

Sumber: Tabel 3 sampai dengan tabel 16, diolah

financial leverage dapat mengancam penurunan nilai badan usaha. Pada periode krisis besaran tingkat bunga naik, sementara *business risk* atas variabilitas penjualan semakin tidak pasti. Brigham dan Gapenski (1991), *debt* akan meningkatkan nilai badan usaha karena manfaat pengurang pajak atas bunga yang dibayar. Pada periode krisis manfaat *tax saving* menjadi tidak seimbang dibandingkan ancaman kepailitannya. Ross et. Al.(1995), badan usaha dapat memakai utang sampai pada satu titik dimana manfaat utang seimbang dengan biaya yang dikeluarkan. Jika melebihi titik tersebut *financial distress cost* menjadi lebih besar dari *tax shield on debt*, menyebabkan badan usaha berada dalam tekanan yang cukup kuat. Penelitian ini penggunaan *debt* sebagai sumber pembiayaan untuk akifitas merger yang dilakukan, berdampak sebagai *unfavorable financial leverage* yang terjadi pada hipotesis mayor 2, hipotesis minor 5 dan hipotesis minor 13 (ditolak pada tingkat signifikan 5%). Pada hipotesis mayor 2 terbukti strategi merger yang didanai dengan utang tidak signifikan sehingga tidak mempengaruhi nilai badan usaha, sedangkan pada hipotesis minor 5 dan hipotesis minor 13 terbukti strategi *horizontal merger* dan *conglomerate merger* yang didanai dari utang juga tidak signifikan berarti tidak mempengaruhi nilai badan usaha. Hal ini membuktikan bahwa penggunaan utang untuk jenis strategi merger *horizontal* dan *conglomerate* tidak menguntungkan.

4. Semua strategi merger yang didanai *equity* menunjukkan ada manfaat antara strategi merger terhadap penciptaan nilai badan usaha pada periode krisis atau hipotesis kerja diterima pada tingkat signifikan 5%, kecuali satu-satunya pada strategi *conglomerate merger* hipotesis kerja

ditolak. Heron (2002), walaupun pembiayaan dilakukan dengan ekuitas akan memberikan dampak negatif pada saat pengumuman, namun penilaian investor akan berubah menjadi positif karena dampak pertumbuhan jangka panjang badan usaha. Artinya badan usaha yang melakukan pembiayaan dengan *equity* dapat bertahan pada satu periode dimana badan usaha mengalami kemunduran atau pendapatan yang turun tanpa mengalami kebangkrutan karena bebannya hanya berupa dividen. Pada saat periode pendapatan tidak stabil seperti halnya periode krisis ekonomi, maka pembiayaan dengan *equity* akan lebih bernilai (Shapiro,1991).

5. Secara keseluruhan strategi merger mempengaruhi nilai badan usaha secara signifikan pada tingkat 5% (hipotesis mayor 1 diterima). Jika dilihat lebih spesifik pada jenis-jenis strategi mergernya, maka terbukti semua jenis strategi merger menghasilkan sinergi sehingga mampu mempertahankan nilai badan usaha di era krisis, kecuali strategi *conglomerate merger* yang tidak signifikan, sedangkan 3 strategi yang lain signifikan yaitu strategi *horizontal merger*, strategi *vertical merger*, dan strategi *congeneric merger*.
6. Berdasarkan sumber pembiayaan atas aktivitas merger, ditemukan strategi *vertical merger* dan *congeneric merger* kedua-duanya signifikan baik didanai *debt* maupun *equity*, sementara strategi *horizontal merger* hanya signifikan untuk pendanaan *equity*, sementara *debt* tidak signifikan pada level 5% . Boveaswox et. al.(2002), "If the objective in supply chain management is to reduce total cost, it is reasonable to assume that one organization may actually experience increase cost as others in supply chain experience

reduction. As long as the total reduction in cost are larger than the cost increase for one supply chain member, the supply chain as whole is improve". Berarti penguasaan *business networking* dari hulu sampai hilir, memungkinkan badan usaha hasil merger memperoleh sinergi melalui *cost reduction* sehingga *operating activities* menjadi sangat efisien. Hal ini terjadi pada strategi *vertical merger* yang merupakan kombinasi badan usaha dalam peleburan dari *supplier* sampai dengan *customer* untuk lini bisnis yang sama. Sedangkan strategi *congeneric merger* bertujuan untuk membentuk jaringan penguasaan pada saluran distribusi yang berbeda lini bisnis, namun masih dalam satu industri yang sama. Biaya distribusi menjadi komponen *cost* yang penting selain biaya produksi. Pada era krisis biaya menjadi faktor kritikal yang sangat fundamental dalam mempertahankan nilai badan usaha. Semakin efisien dengan mempertahankan kualitas maka badan usaha menjadi semakin kompetitif dan mampu bertahan dalam persaingan bahkan menjadi pemenangnya.

DAFTAR RUJUKAN

- Boweaswox, Donald J., David J. Closs, and M. Bixby Cooper, 2002, **Supply Chain Logistics Management**, International Edition, , Nort America, McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, Eugene F., and Gapensky, Louis C., 1991, **Financial Management Theory and Practice**, Sixth Edition, Orlando, The Dryden Press International.
- Gaughan, Patrick A., 1991, **Mergers and Acquisitions**, International Edition, New York, Harper Collins Collage Publishers Inc.
- Gitman, Lawrence J., 2000, **Mergers and Acquisitions**, Second Edition, New York, Harper Collins Collage Publishers Inc.
- Heron, 2002, "Operating Performance and The Method of Payment in Takeovers", **Journal of Financing and Quantitative Analysis**, Vol.37, Maret
- Hitt, Michael J., and Harrison, Jeffrey S., 2002, **Merger dan Akuisisi: Panduan Meraih Laba Bagi Para Pemegang Saham**, Cetakan Pertama , Jakarta, Kencana.
- Indonesian Capital Market Directory, periode 1998-2003
- Jones, Charles P., 2005, **Investment: Analysis and Management**, Tenth Edition, Singapore, John Wiley & Sons.
- Keown, Arthur J., 1996, **Basic Financial Management**, Seventh Edition, New Jersey, Prentice Hall Inc.
- Moin, Abdul, 2003, **Merger, Akuisisi dan Divestasi**, Cetakan Pertama, Yogyakarta, Ekonisia.
- Rokhim, R., 1998, "Merger Emiten Tak Lagi terhalang Aturan", **Harian Bisnis Indonesia**, 20 Januari, hal.17, kol. 2-7.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey, 2000, **Corporate Finance**, Fifth Edition, New York, Richard D. Irwin
- Shapiro, Alan C., 1991, **Modern Corporate Finance**, International Edition, New York, Macmillan Publishing Company
- Situs Internet, www.jsx.co.id
- Weston, J. Fred, and Brigham, Eugene F., 1993, **Essentials of Financial Management**, Tenth Edition, New York, The Dryden Press International
- Weston, J. Fred, and Copeland, Thomas E., 2000, **Financial Theory and Corporate Policy**, Fifth Edition, Los Angeles, Addison Wesley Co.