

ANALISIS OPERATING SYNERGY, FINANCIAL SYNERGY DAN KINERJA KEUANGAN SERTA RETURN SAHAM SEBAGAI AKIBAT DARI PROSES MERGER (STUDI KASUS PADA PT SMARTFREN TELECOM, TBK)

Putri Nailatul Faoziyah¹, Dr. Norita, SE. M.Si., Ak., CA²

Magister Management of Telecommunication Business, Faculty of Economy and Business, Telkom University
Bandung, Indonesia

¹putri.naila22@gmail.com, ²norita@telkomuniversity.ac.id

Abstract--Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh proses merger terhadap Operating Synergy, Financial Synergy dan Kinerja Keuangan serta Return Saham. Variabel-variabel yang digunakan adalah Sales growth, Debt to equity ratio, Return On Equity dan Return Saham PT Smartfren Telecom Tbk periode Kuartal 1 tahun 2007 sampai dengan Kuartal 2 tahun 2013. Diharapkan penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, seperti manajemen perusahaan, akademisi, investor, dan bagi perkembangan teori keuangan. Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan yang bergerak dalam bidang usaha Telekomunikasi; (2) Perusahaan Telekomunikasi yang melakukan merger pada tahun 2010. Data diperoleh dari laporan keuangan triwulan perusahaan dan publikasi Indonesian Capital Market Directory. Teknik analisis yang digunakan adalah statistik deskriptif, sedangkan uji hipotesis menggunakan uji normalitas kolmogorov smirnov test dan uji paired t-test dengan signifikansi sebesar 5%.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa proses merger tidak berpengaruh terhadap semua variabel, dengan signifikansi semua variabel di atas 0,05 yaitu Sales Growth dengan nilai signifikansi 0,203 > 0,05, signifikansi Debt to Equity Ratio 0,075 > 0,05, signifikansi Return On Equity 0,101 > 0,05, dan signifikansi Return Saham 0,9380,001 > 0,05.

Kata Kunci-- *Merger, Sales growth, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, Return Saham.*

I. PENDAHULUAN

Pada era perdagangan bebas seperti saat ini, persaingan yang terjadi di antara perusahaan menjadi semakin ketat. Perusahaan telekomunikasi berlomba-lomba menciptakan teknologi terbaru agar produk yang diluncurkan menjadi yang paling up to date. Kondisi yang demikian ini membuat perusahaan telekomunikasi dituntut untuk dapat terus memperbaiki kinerja perusahaannya agar nilai dari perusahaan tersebut meningkat. Salah satu usaha untuk meningkatkan nilai dari suatu perusahaan dilakukan dengan merger.

Namun tidak semua kegiatan merger berdampak positif, adakalanya kegiatan merger berdampak sebaliknya. Di Indonesia sendiri, fenomena merger banyak terjadi sejak dahulu. Aktivitas merger/akuisisi di Indonesia sebenarnya sudah dikenal sejak awal berlakunya Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas ("UU 1/1995"). Istilah merger menjadi semakin populer semenjak merger empat bank milik pemerintah yang kemudian menghasilkan Bank Mandiri pada tahun 1998. Secara kuantitas, aktivitas merger/akuisisi mengalami kenaikan yang cukup signifikan seiring dengan semakin populernya istilah merger/akuisisi itu sendiri di kalangan pelaku usaha. Merger/akuisisi merupakan suatu langkah restrukturisasi perusahaan yang dipercaya mampu mendatangkan keuntungan dalam waktu yang relatif singkat. Pada penelitian ini, merger terjadi pada tahun 2010 antara Mobile-8 dan SMART.

Dengan melihat fenomena merger SMARTFREN, dimana Operating Synergy dan Financial Synergy yang awalnya sudah terbentuk dengan adanya penggabungan jumlah pelanggan dan sumber modal yang besar, namun tidak bisa dimanfaatkan dengan baik oleh Smartfren untuk menaikkan kinerja keuangan dan return sahamnya, maka Penelitian mengambil topik, Analisis Operating Synergy, Financial Synergy dan Kinerja Keuangan serta Return Saham sebagai Akibat dari Proses Merger (Studi Kasus pada PT. Smartfren Telecom, Tbk.).

II. LANDASAN TEORI DAN LINGKUP PENELITIAN

Salah satu motif merger yang paling populer menurut DePamphilis (2009) adalah sinergi, Sinergi menurut Manurung (2011:8) dibagi menjadi 2 yaitu Operating Synergy dan Financial Synergy. Damodaran (2005) berpendapat bahwa Operating Synergy berupa pengurangan biaya dan penambahan pendapatan dapat dilihat dari pertumbuhan penjualan dan pengurangan biaya operasi yang dinilai dari margin operasi perusahaan tersebut. Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan variabel Sales growth untuk mengetahui terjadinya sinergi operasional.

Financial synergy sendiri dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun. Menurut Mardiyanto (2009), struktur modal didefinisikan sebagai komposisi dan proporsi utang jangka panjang dan ekuitas (saham preferen dan saham biasa) yang ditetapkan perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan biasanya dinyatakan dalam efek hutang dari perusahaan tersebut, yaitu Debt to equity ratio atau Debt to Assets Ratio. Menurut beberapa penulis dalam JHvH de Wet (2006) seperti Lasher (2003:426), Moyer, McGuigan dan Kretlow (2003:418) dan Correia, Flynn, Uliana dan Wormald (2006:14-6) telah menunjukkan bagaimana tingkat hutang dapat meningkatkan Earnings Per Share (EPS) dan Return On Equity (ROE). Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan variabel Debt to equity ratio (DER) untuk mengukur struktur modal dari Smartfren ini.

Selanjutnya pengukuran kinerja keuangan sendiri dapat dilihat dari perhitungan rasio seperti ROE. Return On Equity (ROE) digunakan untuk mengukur kinerja keuangan karena ROE merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang saham, Mardiyanto (2009:196).

Prabath (2014) menjelaskan bahwa selain informasi akuntansi, rasio keuangan berperan signifikan dalam penentuan harga saham. Dalam kamus istilah keuangan dan investasi menyatakan bahwa Return saham adalah suatu jumlah yang dinyatakan sebagai suatu persentase dan diperoleh atas investasi saham biasa perusahaan untuk suatu masa tertentu.

A. Merger

Menurut Moin (2010:5) Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum sementara yang lainnya menghentikannya atau bubar.

Motif Merger

a). Motif Ekonomi

Esensi dari tujuan perusahaan, jika ditinjau dari perspektif manajemen keuangan, adalah seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai (value creation) bagi perusahaan dan bagi pemegang saham.

b). Motif Sinergi

Sinergi merupakan nilai keseluruhan perusahaan setelah merger dan akuisisi yang lebih besar daripada penjumlahan nilai masing-masing perusahaan sebelum merger dan akuisisi.

Bentuk-bentuk sinergi disajikan berikut ini:

(a) Sinergi Operasi

Sinergi operasi (operating synergy) terjadi ketika perusahaan hasil kombinasi mencapai efisiensi biaya. Efisiensi ini dicapai dengan cara pemanfaatan secara optimal sumber daya perusahaan. Sehingga dengan adanya merger ataupun akuisisi yang dilakukan perusahaan maka diharapkan perusahaan dapat memasarkan produknya hingga kapasitas penuh, dimana yang sebelumnya masih idle akan dapat dioptimalkan untuk mendukung permintaan pasar.

(b) Sinergi Finansial

Sinergi finansial (financial synergy) dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun.

(c) Sinergi manajerial

(d) Sinergi teknologi

(e) Sinergi Pemasaran

c). Motif Diversifikasi

Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksud untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing.

d). Motif Non-ekonomi

Aktivitas merger dan akuisisi terkadang dilakukan bukan untuk kepentingan ekonomi saja tetapi juga untuk kepentingan yang bersifat non ekonomi, seperti prestise dan ambisi. Motif non-ekonomi bisa berasal dari manajemen perusahaan atau pemilik perusahaan.

B. Operating Synergy

Operating synergy adalah sinergi yang dinikmati perusahaan karena kombinasi dari beberapa operasi, sehingga dapat menekan biaya atau menaikkan penghasilan. Indikator pengukuran Operating Synergy pada penelitian ini adalah Sales growth. Sales growth adalah rasio yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan penjualan perusahaan dengan mengukur perbedaan nilai penjualan pada suatu periode. Rasio ini menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan yang ada di perusahaan tersebut. Berikut adalah rumus dari Sales growth:

$$\text{Sales growth} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$$

C. Financial Synergy

Financial synergy dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki stuktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun.

Struktur modal suatu perusahaan biasanya dinyatakan dalam efek hutang dari perusahaan tersebut, yaitu Debt to equity ratio atau Debt to Assets Ratio. Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan variabel Debt to equity ratio (DER) untuk mengukur struktur modal dari Smartfren.

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$$

D. Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana, yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas (Jumingan, 2006). Return on Equity (ROE) adalah suatu rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya tingkat pendapatan (income) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Secara umum, semakin tinggi rasio ini menunjukkan semakin tingginya pula tingkat penghasilan yang diperoleh para pemegang saham / pemilik perusahaan.

Return on equity (ROE) dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut (Syamsuddin, 1996:58) :

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}} \times 100\%$$

E. Analisis Return Saham

Dalam melakukan investasi, seorang investor pasti menginginkan pengembalian dari aktivitas investasinya tersebut. Menurut Ang (2010:23) Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukannya. Sedangkan menurut Van Horne (2012:116) Return adalah penghasilan yang diterima dari suatu investasi ditambah dengan perubahan harga pasar yang biasanya.

$$\text{Return Saham} = \frac{\text{Price}_{(t)} - \text{Price}_{(t-1)}}{\text{Price}_{(t-1)}} \times 100\%$$

F. Framework of Thinking

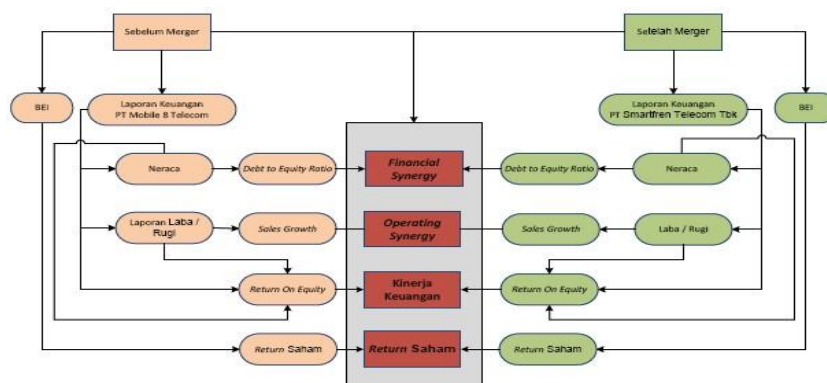


Figure 2.1 Framework of Thinking

III. METODE PENELITIAN

A. Teknik Analisis Data

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, dan varian dengan prosedur sebagai berikut:

a). Menentukan tingkat rata-rata (mean), standar deviasi dan varian Operating Synergy, Financial Synergy, Kinerja Keuangan dan Return Saham perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi ditinjau dari indikator Sales Growth, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, dan Return Saham PT. Smartfren Telecom Tbk.

b). Menentukan perbedaan mean (naik/turun) indikator Sales Growth, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, dan Return Saham PT. Smartfren Telecom Tbk. antara sebelum dan sesudah merger.

2. Uji Normalitas

Menurut Sugiyono (2012:55) uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah sebaran data mengikuti distribusi normal atau tidak. Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji kolmogorov smirnov test. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak.

Dasar pengambilan keputusan untuk menentukan normalitas data yaitu jika diperoleh nilai signifikansi (Sig.) lebih besar dari 0,05, maka data yang digunakan berdistribusi normal, sebaliknya apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka data yang digunakan tidak berdistribusi normal.

3. Analisis Paired Sample t-test

Jika uji normalitas menghasilkan data berdistribusi normal, maka pengujian hipotesis dilakukan menggunakan Paired sample t-test. Paired sample t-test merupakan analisis dengan melibatkan dua pengukuran pada subjek yang sama terhadap suatu pengaruh atau perlakuan tertentu. Pada uji beda Paired sample t-test, peneliti menggunakan sampel yang sama, tetapi pengujian terhadap sampel dilakukan sebanyak dua kali.

Uji beda paired sample t-test digunakan untuk menjelaskan ada atau tidaknya perbedaan signifikan Sales growth, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, dan Return Saham PT. Mobile-8 Telecom, Tbk sebelum merger dan signifikan Sales growth, Debt to Equity Ratio, Return On Equity, dan Return Saham PT. Smartfren Telecom, Tbk sesudah merger. Hipotesis yang digunakan yaitu:

H_0 : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio perusahaan sebelum dan sesudah merger.

H_a : Terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio perusahaan sebelum dan sesudah merger.

4. Analisis Wilcoxon

Wilcoxon signed rank test merupakan uji non parametrik yang digunakan untuk menganalisis data berpasangan karena adanya dua perlakuan yang berbeda (Pramana, 2012). Pada penelitian ini, ketika data sebaran yang diuji berdistribusi normal, maka pengujian dilakukan dengan Uji Paired Sample t-test. Sedangkan untuk data yang sebarannya tidak berdistribusi normal maka pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Wilcoxon.

H_0 : $\mu_1 = \mu_2$ Tidak terdapat perbedaan yang signifikan rasio perusahaan sebelum merger dengan rasio perusahaan setelah merger.

H_a : $\mu_1 \neq \mu_2$ Terdapat perbedaan yang signifikan rasio perusahaan sebelum merger dengan rasio perusahaan setelah merger.

B. Rancangan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji beda Paired Sample t-test untuk data berdistribusi normal.

Hipotesis 1.

H_{01} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan Sales Growth sebelum dan setelah merger.

H_{a1} : Terdapat perbedaan yang signifikan Sales Growth sebelum dan setelah merger.

Hipotesis 2.

H_{02} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan Debt to Equity Ratio sebelum dan setelah merger.

H_{a2} : Terdapat perbedaan yang signifikan Debt to Equity Ratio sebelum dan setelah merger.

Hipotesis 3.

H_{03} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan Return On Equity sebelum dan setelah merger.

H_{a3} : Terdapat perbedaan yang signifikan Return On Equity sebelum dan setelah merger.

Hipotesis 4.

H_{04} : Tidak terdapat perbedaan yang signifikan Return Saham sebelum dan setelah merger.

H_{a4} : Terdapat perbedaan yang signifikan Return Saham sebelum dan setelah merger.

1. Pengujian menggunakan uji beda Paired Sample t-test

Persamaan dari uji beda Paired Sample t-test adalah sebagai berikut.

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2} - 2r \left(\frac{s_1}{\sqrt{n_1}} \right) \left(\frac{s_2}{\sqrt{n_2}} \right)}}$$

Keterangan :

X1 = rata-rata sampel sebelum merger

X2 = rata-rata sampel setelah merger

s1 = simpangan baku sebelum merger

s2 = simpangan baku setelah merger

n1 = jumlah sampel sebelum merger

n2 = jumlah sampel setelah merger

Dimana dasar pengambilan keputusannya yaitu:

a). Jika Statistik Hitung (angka H1 output > Statistik Tabel (Tabel t) maka H_0 ditolak.

b). Jika Statistik Hitung (angka H1 output \leq Statistik Tabel (Tabel t) maka H_0 diterima.

Untuk mencari t tabel dilakukan dengan ketentuan tingkat signifikan α sebesar 5% (tingkat kepercayaan 95%) dan derajat kebebasan adalah n (jumlah data)-1

Berdasarkan nilai Probabilitas:

a). Jika Probabilitas (p) \geq 0,05, maka H_0 diterima.

b). Jika Probabilitas (p) < 0,05, maka H_0 ditolak.

Sedangkan jika hasil pengujian normalitas data menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji Wilcoxon.

2. Pengujian menggunakan uji Wilcoxon

- Menentukan hipotesis
- Menentukan level of significant sebesar 5% atau 0,05.
- Menentukan kriteria pengujian.
- Penarikan kesimpulan berdasarkan pengujian hipotesis

IV. PEMBAHASAN

A. Analisis Statistik Deskriptif

Untuk mengetahui gambaran setiap variabel yang diteliti, maka dilakukan analisis deskriptif. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.1 *Descriptive Statistics*

Merger		Sales Growth	DER	Return Saham	ROE
Pre	N	13	13	13	13
	Minimum	(0,309)	0,994	(0,495)	(1,091)
	Maximum	0,789	17,191	0,185	0,017
	Mean	0,009	4,801	(0,109)	(0,234)
	Std. Deviation	0,280	4,713	0,199	0,320
Post	N	13	13	13	13
	Minimum	(0,074)	(75,523)	(0,881)	(0,676)
	Maximum	1,303	13,111	0,084	9,868
	Mean	0,180	(6,081)	(0,101)	0,842
	Std. Deviation	0,351	24,030	0,249	2,848

Sumber: Data diolah

Masing-masing indikator variabel dihitung dengan melihat laporan keuangan tahun 2007 kuartal 1 sampai tahun 2010 kuartal 1 untuk data sebelum event *merger*. Sedangkan setelah *merger*, data dihitung dari periode kuartal 2 2010 sampai kuartal 2 2013.

1. Perkembangan Variabel Penelitian

a). Perkembangan Sales growth

Sales growth adalah rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *Operating Synergy* yang terjadi pada penelitian ini. *Sales growth* digunakan untuk mengukur pertumbuhan penjualan perusahaan dengan mengukur perbedaan nilai penjualan pada suatu periode.

Berikut ini merupakan hasil pengolahan data *Sales growth* menggunakan statistik deskriptif sebelum dan sesudah *merger*.

Tabel 4.2 *Sales growth PT Smartfren Telecom Tbk*

	Periode	Sales (Revenue)	Sales Growth
Sebelum Merger	07Q1	229.034.233.933	0,789492080
	07Q2	266.818.105.645	0,164970411
	07Q3	307.948.542.647	0,154151597
	07Q4	313.935.073.410	0,019440036
	08Q1	265.188.110.162	(0,155277213)
	08Q2	293.146.772.917	0,105429549
	08Q3	202.433.961.867	(0,309445027)
	08Q4	165.757.155.054	(0,181179119)
	09Q1	135.632.170.924	(0,181741682)
	09Q2	133.909.001.621	(0,012704724)
Setelah Merger	09Q3	138.617.392.143	0,035161120
	09Q4	129.219.435.312	(0,067797819)
	10Q1	97.062.654.718	(0,248854056)
	10Q2	105.999.065.366	0,092068476
	10Q3	98.518.479.387	(0,070572188)
	10Q4	91.207.800.529	(0,074206168)
	11Q1	210.088.718.839	1,303407358
	11Q2	235.088.143.398	0,118994607
	11Q3	243.743.650.695	0,036818136
	11Q4	265.410.487.068	0,088891901
	12Q1	312.093.674.080	0,175890514
	12Q2	358.156.598.049	0,147593264
	12Q3	439.522.248.035	0,227178978
12Q4	539.393.479.836	0,227226795	
13Q1	556.968.610.619	0,032583135	
13Q2	574.159.556.501	0,030865197	

Sumber : Data diolah

Jika berkaca pada perkembangan *sales growth* sebelum dan sesudah *merger*, bisa dilihat *sales growth* sebelum *merger* mengalami penurunan terus menerus dan relative lebih tajam dibandingkan dengan *sales growth* setelah *merger* dilakukan. Setelah *merger*, *sales growth* bernilai positif dan cenderung naik.

b). Perkembangan Debt To Equity Ratio

Debt to equity ratio (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *Financial Synergy* pada penelitian ini. Berikut ini table hasil perhitungan DER sebelum dan sesudah *merger*.

Tabel 4.3 *Debt to equity ratio PT Smartfren Telecom Tbk*

	Periode	Liabilities	Equities	DER
Sebelum Merger	07Q1	1.597.940.204.086	1.607.243.170.158	0,994211849056366
	07Q2	1.628.114.655.889	1.635.467.451.765	0,995504162514476
	07Q3	2.324.612.670.453	1.800.846.297.425	1,290844573341390
	07Q4	2.740.557.401.423	1.796.186.240.698	1,525764611334520
	08Q1	2.883.502.023.475	1.773.886.068.639	1,625528310105810
	08Q2	3.062.067.756.152	1.696.384.180.312	1,805055595123990
	08Q3	3.318.166.531.353	1.520.893.369.252	2,181722005261240
	08Q4	4.070.573.568.995	727.318.231.654	5,596688480829190
	09Q1	4.224.751.313.286	546.681.294.328	7,727996836766130
	09Q2	4.251.971.726.895	457.767.336.642	9,288499607870190
Setelah Merger	09Q3	4.940.116.740.535	287.367.777.100	17,190920952894100
	09Q4	3.964.402.349.080	792.532.394.656	5,002195968028230
	10Q1	4.275.733.923.293	594.799.443.949	7,188530464832810
	10Q2	4.651.631.450.998	354.789.004.357	13,110979748169900
	10Q3	4.703.921.421.520	(62.284.787.681)	(75,522797727300200)
	10Q4	4.603.092.755.020	(119.482.873.477)	(38,525125995618800)
	11Q1	9.078.730.075.293	3.380.397.202.461	2,685699203834240
	11Q2	9.795.985.416.703	3.015.420.832.906	3,248629614083580
	11Q3	8.101.661.237.291	4.110.401.770.292	1,971014438502310
	11Q4	9.027.606.756.073	3.268.971.894.665	2,761604274055140
	12Q1	8.732.493.536.007	4.915.744.756.315	1,776433474254090
	12Q2	8.329.357.322.137	5.073.081.189.655	1,641873451409010
12Q3	8.994.772.256.256	4.832.713.300.701	1,861226126315270	
12Q4	9.355.398.812.684	4.984.408.178.131	1,876932722671200	
13Q1	9.556.881.336.546	4.828.825.766.696	1,979131531822700	
13Q2	9.869.183.972.090	4.753.403.271.995	2,076235363878120	

Sumber : Data diolah

Jika dilihat dari tabel 4.3, terlihat setelah *merger* dilakukan, DER perusahaan cenderung turun, berbeda dengan sebelum *merger* terlihat DER cenderung naik. DER negative mengindikasikan bahwa jumlah hutang perusahaan lebih besar dari jumlah asset yang dimiliki.

c). Perkembangan Return On Equity

Return on Equity (ROE) adalah suatu rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya tingkat pendapat (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan.

Berikut ini table hasil perhitungan ROE sebelum dan sesudah *merger*.

Tabel 4.4 *Return On Equity* PT Smartfren Telecom Tbk

	Periode	Net Income	Equities	ROE
Sebelum Merger	07Q1	16.867.011.382	1.607.243.170.158	0,010494374277131
	07Q2	27.486.750.300	1.635.467.451.765	0,016806662994324
	07Q3	10.651.592.254	1.800.846.297.425	0,005914770332832
	07Q4	(4.660.056.727)	1.796.186.240.698	(0,002594417339033)
	08Q1	(22.300.167.014)	1.773.886.068.639	(0,012571363746664)
	08Q2	(77.501.888.327)	1.696.384.180.312	(0,045686519142584)
	08Q3	(175.490.811.060)	1.520.893.369.252	(0,115386663265097)
	08Q4	(793.575.137.598)	727.318.231.654	(1,091097545833990)
	09Q1	(180.636.937.326)	546.681.294.328	(0,330424580464282)
	09Q2	(88.913.957.687)	457.767.336.642	(0,194233949366588)
Setelah Merger	09Q3	(170.399.559.542)	287.367.777.100	(0,592966828993855)
	09Q4	(284.445.911.817)	792.532.394.656	(0,358907615303806)
	10Q1	(197.732.950.707)	594.799.443.949	(0,332436340885272)
	10Q2	(240.010.439.528)	354.789.004.357	(0,676487818338625)
	10Q3	(614.628.668.753)	(62.284.787.681)	9,868038274464450
	10Q4	(349.441.427.096)	(119.482.873.477)	2,924615193183030
	11Q1	(280.977.232.564)	3.380.397.202.461	(0,083119590904715)
	11Q2	(367.712.060.975)	3.015.420.832.906	(0,121943861686672)
	11Q3	(909.078.421.448)	4.110.401.770.292	(0,221165343986172)
	11Q4	(842.479.875.627)	3.268.971.894.665	(0,257720134272778)
	12Q1	(533.430.149.291)	4.915.744.756.315	(0,108514614922943)
	12Q2	(140.987.368.795)	5.073.081.189.655	(0,027791269945078)
12Q3	(340.367.887.954)	4.832.713.300.701	(0,070429977276870)	
12Q4	(548.305.122.570)	4.984.408.178.131	(0,110004057247093)	
13Q1	(355.582.411.435)	4.828.825.766.696	(0,073637449064206)	
13Q2	(475.422.494.701)	4.753.403.271.995	(0,100017286036298)	

Sumber : Data diolah

Pada tabel 4.4, terlihat ROE tertinggi adalah pada periode kuartal 3 tahun 2010, ROE tertinggi ini dihasilkan dari Net Loss dan *equity* yang sangat jelek, oleh karena itu kinerja keuangan perusahaan terjelek terjadi pada masa ini. Jika dilihat dari grafiknya, setelah *merger*, *Return On Equity* cenderung naik walaupun masih berada di area negatif. Berbeda dengan sebelum *merger* yang cenderung turun tajam.

d). Perkembangan Return Saham

Menurut Gitman (2009:38) *return* saham adalah total keuntungan atau kerugian investasi selama periode waktu tertentu. Menurut Ang (2010:23) *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukannya. Berikut ini table hasil perhitungan *return* saham sebelum dan sesudah *merger*.

Tabel 4.5 *Return* Saham PT Smartfren Telecom Tbk

	Periode	Harga Saham	Return Saham
Sebelum Merger	07Q1	5.400	(0,15625000)
	07Q2	6.400	0,185185185
	07Q3	5.900	(0,078125000)
	07Q4	4.200	(0,288135593)
	08Q1	2.260	(0,461904762)
	08Q2	1.980	(0,123893805)
	08Q3	1.000	(0,494949495)
	08Q4	1.000	0
	09Q1	1.000	0
	09Q2	1.060	0,060000000
09Q3	1.080	0,018867925	
09Q4	1.000	(0,074074074)	
10Q1	1.000	0	
Setelah Merger	10Q2	1.000	0
	10Q3	1.000	0
	10Q4	1.000	0
	11Q1	1.000	0
	11Q2	1.000	0
	11Q3	1.000	0
	11Q4	1.000	0
	12Q1	119	(0,881000000)
	12Q2	95	(0,201680672)
	12Q3	103	0,084210526
	12Q4	90	(0,126213592)
	13Q1	91	0,011111111
	13Q2	73	(0,197802198)

Sumber : Data diolah

Return Saham dari Smartfren sebelum merger cenderung turun terus yang mengindikasikan investor tidak terlalu tertarik untuk menanamkan saham pada perusahaan ini. Setelah dilakukan merger, return saham cenderung naik sedikit walaupun masih di area negatif.

B. Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Pada bagian ini, hipotesis konseptual yang diajukan akan diuji dan dibuktikan dengan menggunakan metode statistik. Hipotesis konseptual yang diajukan adalah diduga adanya pengaruh dari proses merger terhadap operating synergy, financial synergy, kinerja keuangan dan return saham. Metode statistika yang akan digunakan untuk menguji hipotesis konseptual tersebut adalah analisis komparatif.

1. Pengujian Normalitas Data

Langkah awal dalam uji perbandingan adalah melakukan uji normalitas pada kedua data yang akan dibandingkan. Dalam penelitian ini, apabila kedua kelompok data yang akan dibandingkan memiliki data yang berdistribusi secara normal, maka dilakukan analisis parametrik paired sampel t test, namun apabila salah satu atau kedua kelompok data tidak memiliki data yang tidak normal, maka analisis yang digunakan adalah analisis non parametrik wilcoxon.

Dalam penelitian ini, metode yang digunakan untuk menguji normalitas data adalah kolmogorov smirnov test. Rangkuman hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4.6 Hasil Pengujian Asumsi Normalitas Data

Test	Variabel	Pre_Merger Sig.	Post_Merger Sig.
Kolmogorov-Smirnov	Sales Growth	0,609	0,058
	Debt To Equity Ratio	0,394	0,006
	Return Saham	0,814	0,084
	Return On Equity	0,574	0,007

Sumber: Hasil olah data

Mengacu pada kriteria pengambilan keputusan pengujian normalitas data, diketahui sales growth dan return saham memiliki data yang berdistribusi normal dikarenakan nilai Signifikansi setelah merger untuk kedua kelompok data tersebut lebih besar dari 0,05, sedangkan untuk DER dan ROE setelah merger dinyatakan tidak berdistribusi normal dikarenakan nilai Signifikansi yang diperoleh lebih kecil dari 0,05.

Berdasarkan hasil pengujian normalitas, disimpulkan bahwa analisis perbandingan untuk sales growth dan return saham menggunakan paired sampel t test, sedangkan DER dan ROE menggunakan statistik non parametrik wilcoxon.

2. Pengaruh Proses Merger Terhadap Operating Synergy

Dalam penelitian ini operating synergy diukur menggunakan indikator sales growth. Berikut disajikan perbandingan sales growth sebelum dan setelah merger.

Tabel 4.7 Perbandingan Sales growth Sebelum dan Setelah Merger

Pair 1		Mean	N	Std. Deviation
Sales Growth_Pre Sales Growth_Post	Sales Growth_Pre	0,0086	13	0,27965
	Sales Growth_Post	0,1797	13	0,35109

Sumber: Hasil olah data

Pada tabel 4.7, dapat dilihat rata-rata sales growth sebelum merger adalah 0,0086 sedangkan setelah merger rata-rata sales growth meningkat menjadi 0,180. Untuk mengetahui signifikansi hasil perbedaan tersebut, maka dilakukan pengujian hipotesis dengan rumusan sebagai berikut:

Ho₁ : μ₁ = μ₂ Tidak terdapat perbedaan yang signifikan sales growth sebelum merger dengan sales growth setelah merger.

Ha₁ : μ₁ ≠ μ₂ Terdapat perbedaan yang signifikan sales growth sebelum merger dengan sales growth setelah merger.

Kriteria pengujian:

- 1) Tolak Ho jika nilai Sig. ≤ 0,05
- 2) Terima Ho jika nilai Sig. > 0,05

Tabel 4.8 Paired Sampel T Test

Pair 1	Sales Growth_Pre - Sales Growth_Post	Paired Differences		t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation			
		-.17116	0,45817	-1,347	12	0,203

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan hasil uji perbandingan menggunakan *paired sampel t test*, diketahui nilai signifikansi yang diperoleh adalah sebesar 0,203, sehingga dengan taraf kepercayaan sebesar 95% dapat diputuskan untuk menerima H_0 . Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *sales growth* sebelum *merger* dengan *setelah merger* atau dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa proses *merger* tidak berpengaruh terhadap *sales growth* perusahaan.

3. Pengaruh Proses Merger Terhadap Financial Synergy

Dalam penelitian ini *financial synergy* diukur menggunakan indikator *Debt to Equity Ratio* (DER). Berikut disajikan perbandingan DER sebelum dan setelah *merger*.

Tabel 4.9 Perbandingan *Debt to equity ratio* Sebelum dan Setelah *Merger*

Pair 1	DER_Pre	Mean	N	Std. Deviation
		DER_Post	4,801	13
		-6,081	13	24,030

Sumber: Hasil olah data

Pada tabel 4.9, dapat dilihat rata-rata DER sebelum *merger* adalah 4,801, sedangkan setelah proses *merger* dilakukan rata-rata DER turun menjadi -6,081. Untuk mengetahui signifikansi hasil perbedaan tersebut, maka dilakukan pengujian hipotesis dengan rumusan sebagai berikut:

$H_{02} : \mu_1 = \mu_2$ Tidak terdapat perbedaan yang signifikan DER sebelum *merger* setelah *merger*.

$H_{a2} : \mu_1 \neq \mu_2$ Terdapat perbedaan yang signifikan DER sebelum *merger* dengan setelah *merger*.

Kriteria pengujian:

- 1) Tolak H_0 jika nilai Sig. $\leq 0,05$
- 2) Terima H_0 jika nilai Sig. $> 0,05$

Tabel 4.10 *Wilcoxon Signed Ranks Test*

	DER_Post - DER_Pre
Z	-1,782 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,075

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan hasil uji perbandingan menggunakan statistik non parametrik *wilcoxon*, diketahui nilai signifikansi yang diperoleh adalah sebesar 0,075, sehingga dengan taraf kepercayaan sebesar 95% dapat diputuskan untuk menerima H_0 . Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan DER sebelum *merger* dengan setelah *merger* atau dengan kata lain proses *merger* tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai DER.

4. Pengaruh Proses Merger Terhadap Kinerja Keuangan

Dalam penelitian ini kinerja keuangan diukur menggunakan indikator *return on equity* (ROE). Berikut disajikan perbandingan ROE sebelum dan setelah *merger*.

Tabel 4.11 Perbandingan *Return on Equity* Sebelum dan Setelah *Merger*

Pair 1	ROE_Pre	Mean	N	Std. Deviation
		ROE_Post	-0,2341	13
		0,8417	13	2,84842

Sumber: Hasil olah data

Pada tabel di atas, dapat dilihat bahwa rata-rata ROE sebelum *merger* adalah -0,234, sedangkan setelah proses *merger* rata-rata ROE meningkat menjadi 0,842. Untuk mengetahui signifikansi hasil perbedaan tersebut, maka dilakukan pengujian hipotesis dengan rumusan sebagai berikut:

$H_{04} : \mu_1 = \mu_2$ Tidak terdapat perbedaan yang signifikan ROE sebelum *merger* dengan setelah *merger*.

$H_{a4} : \mu_1 \neq \mu_2$ Terdapat perbedaan yang signifikan ROE sebelum *merger* dengan setelah *merger*.

Kriteria pengujian:

- 1) Tolak H_0 jika nilai Sig. $\leq 0,05$
- 2) Terima H_0 jika nilai Sig. $> 0,05$

Tabel 4.12 *Wilcoxon Signed Ranks Test*

	ROE_Post - ROE_Pre
Z	-1,642 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,101

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan hasil perbandingan menggunakan statistik non parametrik *wilcoxon*, diketahui nilai signifikansi yang diperoleh adalah sebesar 0,101, sehingga dengan taraf kepercayaan sebesar 95% dapat diputuskan untuk menerima H_0 . Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara ROE sebelum *merger* dengan setelah *merger* atau dengan kata lain proses *merger* tidak berpengaruh terhadap perubahan ROE.

5. Pengaruh Proses Merger Terhadap Return Saham

Berikut disajikan perbandingan *return* saham sebelum dan setelah *merger*.

Tabel 4.13 Perbandingan *Return* Saham Sebelum dan Setelah *Merger*

Pair 1	Return Saham_Pre	Mean	N	Std. Deviation
		Return Saham_Post	-0,109	13
		-0,101	13	0,249

Sumber: Hasil olah data

Pada tabel di atas, dapat dilihat rata-rata *return* saham sebelum *merger* adalah -0,109, sedangkan setelah proses *merger* dilakukan rata-rata *return* saham meningkat menjadi -0,101. Untuk mengetahui signifikansi hasil perbedaan tersebut, maka dilakukan pengujian hipotesis dengan rumusan sebagai berikut:

$H_0 : \mu_1 = \mu_2$ Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham sebelum *merger* dengan *return* saham setelah *merger*.

$H_a : \mu_1 \neq \mu_2$ Terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham sebelum *merger* dengan *return* saham setelah *merger*.

Kriteria pengujian:

- 1) Tolak H_0 jika nilai Sig. $\leq 0,05$
- 2) Terima H_0 jika nilai Sig. $> 0,05$

Tabel 4.14 Paired Sampel T Test

	Paired Differences		t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation			
Pair 1 Return Saham_Pre - Return Saham_Post	-0,00784	0,35421	-0,080	12	0,938

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan hasil uji perbandingan menggunakan *paired sampel t test*, diketahui nilai signifikansi yang diperoleh adalah sebesar 0,938, sehingga dengan taraf kepercayaan sebesar 95% dapat diputuskan untuk menerima H_0 . Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum *merger* dengan setelah *merger* atau dengan kata lain proses *merger* tidak berpengaruh terhadap nilai *return* saham perusahaan.

C. Pembahasan

Dari pengujian menggunakan metode *Paired Sample t-test* dan *Wilcoxon* dengan terlebih dahulu menghitung normalitas datanya, untuk kesemua variabel baik *Operating Synergy*, *Financial Synergy*, Kinerja Keuangan, serta *Return Saham*, tidak terdapat perbedaan signifikan antara sebelum dan setelah dilakukannya *merger*. Dihasilkan untuk semua variabel menerima H_0 .

Operating Synergy akibat proses *merger* tidak terjadi dikarenakan tingkat penjualan dari Smartfren yang walaupun mengalami peningkatan, namun tidak signifikan. Peningkatan *Sales Growth* yang terjadi secara sedikit demi sedikit jika dibandingkan dengan *Sales Growth* sebelum *merger*. Tingkat penjualan PT Smartfren Telecom Tbk cenderung meningkat karena setelah *merger*, *trend handphone* mengalami masa transisi. Dimana setelah periode *merger* ini terjadi, *trend handphone* menjadi *smartphone* dengan tingkat kecanggihan yang berbeda dengan masa sebelumnya. Namun setelah dilakukan pengujian terhadap indikator *Sales Growth* ini, ternyata didapatkan bahwa *Sales Growth* ini tidak mengalami perbedaan signifikan. Maka didapatkan proses *merger* ini tidak berpengaruh terhadap variabel *Operating Synergy*.

Financial Synergy akibat proses *merger* tidak terjadi dikarenakan tidak terdapat perbedaan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* dari Smartfren. Jika dilihat pada gambar 4.6, DER setelah *merger* cenderung mengalami penurunan jika dibandingkan dengan DER sebelum *merger*. Melihat table 4.3 beberapa DER setelah *merger* bernilai negative dikarenakan nilai equity nya bernilai negative. Nilai liabilities (hutang) yang dimiliki perusahaan ini walaupun kesemuanya bernilai positif, namun ternyata jumlahnya terus meningkat yang menyebabkan DERnya menjadi jelek.

Untuk kinerja keuangan dari Smartfren ini sendiri ternyata juga tidak terpengaruh dari adanya proses *merger* yang terjadi. Indikator yang menunjukkan kinerja keuangan pada penelitian ini adalah *Return On Equity*. Smartfren cenderung rugi dari periode ke periode. Dapat dilihat dari table 4.4 dimana net income dari PT Smartfren kebanyakan bernilai negative (net loss) menyebabkan tingkat ROE nya menjadi buruk. Setelah *merger* juga terlihat perusahaan ini mengalami rugi, walaupun tidak seburuk sebelum *merger* dimana ROE dari Smartfren cenderung menurun tajam. Perlu dilakukan inovasi terhadap teknologi selular PT Smartfren, Tbk misalnya dengan menggunakan komunikasi selular 4G mengikuti kebutuhan saat ini. Dan lagi saat ini orang-orang sudah jarang menggunakan teknologi CDMA lagi. Dengan dilakukannya peningkatan factor tersebut, Smartfren akan bisa meningkatkan labanya.

Return Saham juga ternyata tidak terpengaruh oleh adanya proses *merger* ini. Nilai *return* saham terlihat stagnan, hanya naik sangat sedikit sebesar 0,008. Hal ini terjadi karena harga saham dari masa sebelum *merger* hingga setelah *merger* terlihat stagnan (dapat dilihat pada table 4.5) sehingga menyebabkan selisih antara price di kuartal tersebut dengan price di periode kuartal sebelumnya bernilai 0 (karena nilainya sama), sehingga menyebabkan *return* sahamnya bernilai 0 pada kebanyakan kuartal.

V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dengan mengambil sampel PT Smartfren Telecom Tbk pada rentang periode kuartal 1 tahun 2007 sampai kuartal 2 tahun 2013, maka dapat disimpulkan hasil pengamatan pada fenomena yang terjadi antara lain:

1. Pada periode pengamatan sebelum *merger* mulai kuartal 1 2007 sampai kuartal 1 2010, perkembangan *Sales Growth*, *Return On Equity*, dan *Return Saham* cenderung menurun tajam. Sedangkan *Debt to Equity Ratio* cenderung meningkat walaupun tidak begitu tajam.
2. Pada periode pengamatan setelah *merger* mulai kuartal 2 2010 sampai kuartal 2 2013, perkembangan *Debt to Equity Ratio* cenderung menurun walaupun tidak menurun tajam seperti sebelum *merger* dilakukan. Sedangkan *Sales Growth*, *Return On Equity*, dan *Return Saham* cenderung meningkat walaupun tidak begitu tajam.
3. Perkembangan masing-masing indikator sebelum dan setelah *merger* dirangkum dalam poin berikut.
 - a. *Sales Growth* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan.
 - b. *Debt to Equity* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan.
 - c. *Return On Equity* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan.
 - d. *Return Saham* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan.
4. Pengaruh proses *merger* pada masing-masing variabel dirangkum pada poin berikut.
 - a. *Sales Growth* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa proses *merger* tidak berpengaruh terhadap *Operating Synergy*.
 - b. *Debt to Equity* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan, oleh karena itu disimpulkan bahwa proses *merger* tidak berpengaruh terhadap *Financial Synergy* perusahaan.
 - c. *Return On Equity* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan, oleh karena itu disimpulkan bahwa proses *merger* tidak berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan.
 - d. *Return Saham* sebelum dan setelah event *merger* tidak mengalami perbedaan yang signifikan, oleh karena itu disimpulkan bahwa proses *merger* tidak berpengaruh terhadap *Return Saham* perusahaan.

VI. SARAN

Berdasarkan kesimpulan hasil penelitian yang telah dikemukakan di sub-bab 5.1, saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Dari kesimpulan yang dihasilkan dimana proses *merger* tidak berpengaruh terhadap semua variabel pengukuran, maka Smartfren perlu memperhatikan faktor-faktor yang dapat menaikkan nilai dari perusahaannya. Tingkat penjualan, modal, net income, dan saham bisa ditingkatkan mulai dari produk yang ditawarkan oleh Smartfren itu sendiri. Perlu adanya inovasi terhadap produk yang dijual smartfren dengan memperhatikan target pasarnya. Misalnya pembaharuan teknologi GSM dengan frekuensi 4.5G seperti yang dilakukan operator selular lain dan juga peningkatan spesifikasi hardware smartphone mengikuti kebutuhan pasar saat ini seperti baterai dengan kapasitas tinggi, kamera yang bagus dan fitur pendukung lainnya. Selain itu dibutuhkan strategi marketing yang tepat untuk memasarkan produk

- tersebut, misalnya dengan lebih gencar memasarkan di berbagai tempat seperti online shop, mall, dan tempat keramaian lainnya (strategi marketing push and pull dilakukan keduanya).
2. Disarankan untuk penelitian selanjutnya membandingkan lebih banyak indikator untuk masing-masing variabel operating synergy dan financial synergy.
 3. Lebih kreatif dalam pengambilan data karena ada beberapa data sekunder yang tidak tersedia pada website BEI.

References

- [1] Ahmad, Zahid and Muhammad Ahmed. (2014). Mergers and Acquisitions : Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. Middle-East Journal of Scientific Research, Vol 21, no.4. ISSN 1990-9233.
- [2] Brigham, Eugene F. And Ehrhardt, Michael C. (2002). Financial Management (tenth Edition). Orlando: Harcourt College Publishers.
- [3] Cheng, Kui Yin. (2009). The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. Internal Journal of Economics and Finance, Vol. 1, No. 2. Tersedia : www.ccsenet.org/journal.html
- [4] Correia, Flynn, Uliana dan Wormald. 2006. Financial Management 6th Edition. Cape Town: Juta Publisher.
- [5] Damodaran. (2005). The Value of Synergy. New York : Stern School of Business.
- [6] Demetriades, Efstathios. (2006). The Effect of Mergers and Acquisition on the Performance of Companies – The Greek Case of Ioniki-Laiki Bank of Pisteos Bank. Journal of European Research Studies, Volume XIII, Issue (2). Pp 111-130. ISSN: 1108-2976.
- [7] DePamphilis, Donald. (2009). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities Academic Press Advanced Finance Series: Elsevier MA – USA.5th edition 751 pages.
- [8] Gaughan, P. (2011). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring. New York Wiley. New York.
- [9] Gitman, Lawrence J. 2006, “Principles of Manajerial Finance”, International Edition, 10th edition, Pearson Education, Boston.
- [10] Manurung, Adler Hayman. (2011) Restrukturisasi Perusahaan : Merger, akuisisi dan konsolidasi, serta Pembiayaannya. Jakarta : PT. Adler Manurung Press.
- [11] Menike M. G. P. D. & U. S. Prabath. (2014). The Impact of Accounting Variables on Stock Price: Evidence from the Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 5.
- [12] Mitchell, Mark L, dan Mulherin. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. Journal of Financial Economics, Vol. 41, no. (2), 193-229.
- [13] Moyer, McGuigan & Kretlow 2004. Contemporary Financial Management. Tenth ed. USA: Thomson Corporation.
- [14] Munawir. 2002. Analisis Informasi Keuangan. Yogyakarta: Penerbit Liberty Jogja.
- [15] Najmudin. 2011. Manajemen keuangan dan aktualisasi syar’iyyah Modern. Malang : Universitas Malang.
- [16] www.smartfren.com (diakses 27 April 2016 19:35)