PENGARUH RESTRUKTURISASI MELALUI PEMBENTUKAN HOLDING BUMN TERHADAP KINERJA KEUANGAN BUMN

Ryan Ardany Sumarna

Direktorat Jenderal Anggaran, Kementerian Keuangan
ryan.ardany@gmail.com

Akhmad Solikin

Politeknik Keuangan Negara STAN
akhsol@pknstan.ac.id

ABSTRACT

State-owned enterprises (SOEs) have additional duties to participate in accelerating development and supporting national economic growth in addition to being profit oriented companies. Various strategies to improve performance of the SOEs can be implemented, including restructuring through the establishment of SOEs holding. Several SOEs active in the same sectors were regrouped to become a holding company so that management is expected to become more optimal. In Indonesia until 2016, four SOEs, i.e. PT Semen Indonesia (Persero) Tbk., PT Pupuk Indonesia (Persero), Perum Perhutani and PT Perkebunan Nusantara III (Persero) have been established as holding companies. It is expected that the holdings will improve their financial performance. This article aims at evaluating whether the financial improvements happened by employing fixed effect panel data model. The results show that holding affect financial performances in terms of profitability, leverage, and liquidity. Profitability deteriorated after holding, while leverage and liquidity showed mixed results.

Keywords: *Financial performance, Holding, Restructuring, State owned company.*

A. PENDAHULUAN

Pendapatan negara dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) terdiri dari penerimaan perpajakan, penerimaan negara bukan pajak (PNBP), dan penerimaan hibah. PNBP terdiri dari penerimaan sumber daya alam, bagian pemerintah atas laba Badan Usaha Milik Negara (BUMN), PNBP lainnya, dan pendapatan Badan Layanan Umum (BLU). Pada tahun anggaran 2016, realisasi pendapatan negara mencapai Rp1.555,93 triliun, dimana PNBP menyumbang sebesar Rp261,97 triliun atau 16,83% dari keseluruhan realisasi pendapatan negara.

Salah satu sumber PNBP tersebut berasal dari penerimaan pemerintah atas bagian laba BUMN atau disebut dividen BUMN bagian pemerintah. Menurut Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN, maksud dan tujuan pendirian BUMN adalah (1) berperan pada perkembangan perekonomian nasional dan penerimaan negara, (2) mengejar keuntungan, (3) penyediaan barang/jasa yang terkait hajat hidup orang banyak, (4) sebagai perintis kegiatan usaha yang belum dapat dilakukan oleh swasta dan koperasi, serta (5) memberi bantuan kepada pengusaha ekonomi lemah, koperasi, dan

masyarakat. Terkait dengan peran sebagai penyumbang penerimaan negara, Tabel 1 menggambarkan bahwa dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2016 penerimaan dividen pemerintah melebihi target, kecuali tahun 2013 dimana pencapaian penerimaan meleset dari target. Meskipun target penerimaan terpenuhi, perkembangan realisasi dividen tidak mengalami peningkatan yang signifikan.

Tabel 1. Target dan Realisasi Penerimaan Dividen Pemerintah

Uraian	2012	2013	2014	2015	2016
Target APBN-P (triliun Rp)	30,77	36,46	40,00	36,96	34,17
Realiasi (triliun Rp)	30,80	34,03	40,31	37,64	37,13
Capaian (%)	100,10	93,33	100,78	101,84	108,67

Sumber: Diolah dari LKPP *audited* (2012-2016)

Berbagai upaya dapat dilakukan untuk meningkatkan kinerja BUMN, termasuk melalui profitisasi, restrukturisasi, dan privatisasi. Khusus untuk restrukturisasi, terdapat pilihan metode misalnya pembentukan *holding company*, penggabungan, peleburan dan pengambilalihan (merger dan akuisisi), *initial public offering* (IPO), penjualan kepada mitra strategis (*strategic sale*), penjualan kepada manajemen pengelola, kontrak manajemen serta aliansi strategis lainnya (Pranoto dan Makaliwe, 2013).

Dalam kaitan dengan strategi restrukturisasi *holding company*, pada tahun 2012 dilakukan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) pembentukan *strategic holding group* dari PT Semen Gresik (Persero) Tbk menjadi PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. Pada tahun 2012 juga dilakukan perubahan dari PT Pupuk Sriwidjaja (Persero) menjadi PT Pupuk Indonesia Holding Company (Persero). Selanjutnya pada tahun 2014 berdasarkan Peraturan Pemerintah Nomor 72 Tahun 2014 dan Keputusan Menteri Keuangan nomor 468/KMK.06/2014 dibentuk *holding company* Perusahaan Perseroan (Persero) PT Perkebunan Nusantara III yang membawahi 14 perseroan terbatas yang semula merupakan 14 Perusahaan Perseroan (Persero), yaitu PT Perkebunan Nusantara (PTPN) I, PTPN II, PTPN IV, PTPN V, PTPN VI, PTPN VII, PTPN VIII, PTPN IX, PTPN X, PTPN XI, PTPN XII, dan PTPN XIII. Selain itu pada tahun 2014 juga diresmikan *holding* BUMN sektor kehutanan dengan Perum Perhutani sebagai *holding company*.

Berdasarkan *value-increasing theory*, merger dilakukan agar menghasilkan sinergi antar perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan proses

efisiensi, apabila dilakukan merger diharapkan terjadi *value-creation with positive return* bagi tiap perusahaan (Banerjee dan Eckard, 1998; Klein, 2001). Namun yang terjadi di Indonesia dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang telah menjadi *holding company* memburuk. Hal ini khususnya dilihat dari tingkat pengembalian aktiva (*Return On Assets*, ROA) cenderung mengalami penurunan sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Perkembangan ROA *Holding* BUMN (%)

Uraian	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PT Semen Indonesia	19,9	18,2	17,4	16,2	11,9	10,3
PT Pupuk Indonesia	10,5	9,7	5,8	7,0	3,7	2,8
Perum Perhutani	6,8	8,1	8,1	6,2	2,1	-11,8
PT Perkebunan Nusantara III	13,8	8,7	2,4	3,2	1,01	1,37

Sumber: Diolah dari Laporan Keuangan BUMN (2011-2016)

Penurunan ROA *holding* BUMN tersebut mengindikasikan bahwa kontribusi *holding* BUMN terhadap pendapatan negara kurang optimal. Pemerintah membentuk *holding* BUMN mempunyai tujuan agar BUMN yang bergerak pada bidang usaha yang sama dapat bersinergi sehingga mencapai keuntungan yang optimal. Ternyata tujuan tersebut berdasarkan data pada Tabel 2 relatif belum tercapai, setidaknya apabila diukur dengan rasio profitabilitas dalam bentuk ROA. Di lain pihak, pemerintah saat ini mempertimbangkan untuk membentuk *holding* BUMN di sektor-sektor yang lain (Kontan, 15 November 2018). Dengan demikian, perlu dilakukan analisis untuk mengetahui dampak restrukturisasi melalui *holding* BUMN terhadap kinerja keuangan BUMN.

Sepanjang pengetahuan penulis, penelitian mengenai dampak *holding* BUMN terhadap kinerja keuangan relatif terbatas. Terdapat beberapa artikel mengenai analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger (misal Kustono dan Pikatan, 2012; Suryawathy, 2014; dan Sari dan Musdholifah, 2017). Artikel yang khusus menyoroti dampak kinerja untuk BUMN sangat terbatas, yang relatif banyak misalnya tinjauan hukum mengenai *holding* BUMN (misalnya Sipayung et al., 2013; Siregar, 2014; dan Estanto, 2018), selain penelitian yang membahas mengenai strategi dan pelaksanaan *holding* BUMN di Indonesia (Pranoto dan Makaliwe, 2013). Penelitian ini mengisi kesenjangan tersebut dengan melakukan pembuktian empiris pengaruh restrukturisasi

BUMN terhadap kinerja keuangan. Riset tentang pengaruh merger sebelumnya banyak menggunakan uji beda (misalnya Kustono dan Pikatan, 2012; Suryawathy, 2014; dan Sari dan Musdholifah, 2017), sedangkan artikel ini menggunakan regresi data panel.

Hasil penelitian ini bermanfaat bagi pengambil kebijakan, komunitas bisnis, dan akademik tentang dampak restrukturisasi BUMN terhadap kinerja keuangan dalam hal tingkat keuntungan, *leverage*, dan likuiditas BUMN tersebut. Penelitian tentang dampak merger dan akuisisi untuk kasus Indonesia tetap perlu dilakukan, meskipun relatif banyak studi di negara lain, karena kemungkinan hasilnya akan berbeda jika mempertimbangkan karakteristik negara atau kawasan tertentu (Baran dan Saikевичius, 2015).

B. TINJAUAN PUSTAKA

1. Restrukturisasi BUMN

Restrukturisasi BUMN bukanlah bahasan yang sangat baru. Konsep skenario transformasi BUMN dapat dilakukan dalam bentuk restrukturisasi (penataan ulang), profitisasi (peningkatan laba yang signifikan sebagai langkah lanjut dari restrukturisasi), serta privatisasi (pelepasan kepemilikan dari negara ke publik) (Abeng, 2003). Skenario tersebut diwujudkan dalam bentuk *Roadmap* BUMN yang disusun oleh Kementerian BUMN pada Kabinet Indonesia Bersatu. *Roadmap* tersebut mengagendakan perubahan BUMN dengan skenario restrukturisasi, profitisasi, dan privatisasi.

Dalam Keputusan Menteri Keuangan nomor 740/KMK.00/1989 disebutkan bahwa peningkatan efisiensi dan produktivitas BUMN dapat dilakukan dengan restrukturisasi. Restrukturisasi tersebut dapat berupa pembenahan BUMN menyangkut struktur, organisasi, aspek hukum, komposisi kepemilikan aset, dan internal manajemen, yang pada dasarnya bertujuan membentuk BUMN menjadi lebih efisien, efektif, produktif, dan dikelola secara profesional sehingga mampu mendapatkan keuntungan. Program restrukturisasi BUMN bertujuan untuk meningkatkan keuntungan, kesehatan, dan kualitas pelayanan perusahaan negara. Sasaran program ini adalah meningkatkan efisiensi usaha dan daya saing BUMN serta terwujudnya kemitraan yang kuat antara BUMN dengan usaha-usaha lainnya. Dari program penataan BUMN diharapkan diperoleh jumlah BUMN yang paling optimal baik ditinjau bagi kepentingan negara

maupun masyarakat. Penataan tersebut dapat dilakukan dengan kebijakan *stand alone*, *merger*, *holding*, *divestasi*, dan *likuidasi*.

Di lain pihak, berdasarkan Undang-Undang nomor 19 tahun 2003 tentang BUMN, disebutkan bahwa restrukturisasi adalah upaya yang dilakukan dalam upaya penyehatan BUMN yang merupakan upaya yang dilakukan untuk penyehatan kondisi internal BUMN sehingga dapat memperbaiki kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan peningkatan tersebut, BUMN dapat memberikan manfaat dalam bentuk dividen dan pajak kepada negara, produk dan layanan yang kompetitif bagi konsumen, dan pada akhirnya menarik untuk diikuti dalam program privatisasi.

Terkait dengan motivasi untuk melakukan restrukturisasi BUMN, dikenal alasan yang spesifik sebagai BUMN yang mungkin berbeda dengan perusahaan swasta (Florio et al., 2018). Dalam pandangan perusahaan swasta, restrukturisasi bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholder-value maximization*). Menurut Florio et al. (2018), alasan restrukturisasi BUMN bertujuan untuk utamanya meningkatkan *shareholder value* dan tujuan strategis jangka panjang misalnya mendukung pembangunan proyek inovasi ekonomi dan infrastruktur, meningkatkan keunggulan kompetitif dalam mengekstraksi sumber daya, dan menolong (*bail-out*) perusahaan yang kesulitan keuangan. Motivasi restrukturisasi BUMN tersebut dalam kasus Indonesia dapat diketahui dari pembahasan sebelumnya, semua tujuan restrukturisasi dapat dilakukan berdasarkan ketentuan yang ada.

2. Analisis Kondisi Internal Perusahaan

Analisis kondisi internal perusahaan dilakukan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan. Analisis kondisi tersebut misalnya dapat menggunakan pendekatan sumber daya perusahaan (*resource based view*, RBV). RBV adalah suatu perspektif organisasi dalam bidang strategik yang memfokuskan pada sumber daya organisasi, berupaya memiliki sumber daya yang menonjol dan memaksimalkan keseluruhan sumberdaya organisasi dibandingkan dengan pesaing (Rengkung, 2015). RBV dapat dipakai sebagai *framework* yang menjelaskan faktor internal yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Lockett, 2005).

Sumber daya dapat dibagi menjadi dua, yaitu sumber daya berwujud dan sumber daya tidak berwujud. Salah satu jenis sumber daya berwujud adalah sumber daya keuangan, yaitu kapasitas pinjaman perusahaan dan kemampuan menghasilkan dana sendiri. Analisis sumber daya keuangan dapat dilakukan dengan analisis rasio, yang meliputi antara lain rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas, dan rasio profitabilitas. Rasio-rasio utama secara umum disepakati, meskipun penulis berbeda dapat menggunakan istilah yang berbeda (Watson dan Head, 2007).

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban perusahaan jangka pendek. Analisis likuiditas ditujukan pada aktivitas operasinya, kemampuan menghasilkan laba dari hasil penjualan produk, serta kebutuhan dan ukuran modal kerja perusahaan. Rasio yang dapat digunakan misalnya *current ratio*, *quick ratio*, *cash ratio*, serta *operating cash flow* (Brealey dan Myers, 2003; Watson dan Head, 2007).

Rasio solvabilitas atau *leverage ratio* (Brealey dan Myers, 2003) atau *gearing ratio* (Watson dan Head, 2007) menunjukkan proporsi penggunaan hutang untuk membiayai investasi. Penghitungannya dapat menggunakan (1) data di neraca untuk menilai seberapa besar pinjaman dipakai dalam perusahaan, dan (2) data di laporan laba rugi untuk menilai seberapa besar beban tetap hutang berupa bunga dan pokok pinjaman dapat ditutup dengan laba operasi. Rasio ini dapat diukur misalnya dengan *debt to asset ratio*, *debt to equity ratio*, *long term debt to equity*, dan *interest coverage ratio*.

Rasio aktivitas atau disebut juga *efficiency ratio* (Brealey dan Myers, 2003) mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya sebagaimana ditentukan oleh kebijakan perusahaan. Rasio ini terkait dengan perbandingan antara penjualan dengan aktiva pendukung terjadinya penjualan. Rasio-rasio tersebut misalnya *inventory turnover*, *account receivable turnover*, *working capital turnover*, *current asset turnover*, *fixed asset turnover*, serta *total asset turnover*. Selanjutnya, rasio profitabilitas mengukur seberapa efektif pengelolaan perusahaan sehingga menghasilkan keuntungan. Beberapa rasio yang dapat digunakan misalnya *gross margin*, *operating margin*, *net profit margin*, *return on total asset*, dan *return on equity* (Watson dan Head, 2007). Pada artikel ini, beberapa dari rasio-rasio tersebut akan dipakai untuk mengukur kinerja keuangan

BUMN. Definisi operasional yang dipakai dalam artikel ini akan dijelaskan di bagian metode penelitian.

3. Dampak Restrukturisasi

Terdapat literatur hasil penelitian di negara-negara lain yang dapat dipakai sebagai acuan untuk mengetahui dampak restrukturisasi perusahaan. Misalnya, Rashid dan Naeem (2016) meneliti pengaruh merger dan akuisisi pada profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas perusahaan di Pakistan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa merger tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada profitabilitas, likuiditas dan *leverage*. Di lain pihak, dengan metode Bayesian, diperoleh hasil bahwa merger berpengaruh negatif pada *quick ratio*.

Pada kasus Jepang, Kotaro et al. (2010) menemukan bahwa perusahaan yang dirampingkan asetnya setelah restrukturisasi mengalami penurunan nilai profitabilitas dibandingkan dengan perusahaan pada industri sejenis. Dampak negatif tersebut dapat diatasi apabila perusahaan memasukkan manajemen dan modal baru dari luar. Selanjutnya Leepsa dan Mishra (2014) meneliti kondisi keuangan sebelum dan sesudah merger pada perusahaan manufaktur di India tahun 2000-2008. Mereka menyimpulkan bahwa sukses atau tidaknya keputusan merger dipengaruhi oleh *return on capital*, *quick ratio*, *debt ratio*, *interest coverage ratio*, metode pembayaran, ukuran perusahaan yang mengakuisisi, serta keterkaitan industri.

a. Pengaruh *holding* terhadap profitabilitas

Dalam persetujuan merger, diharapkan terjadi *value creation with positive returns* bagi tiap perusahaan yang diperoleh dari proses efisiensi (Banarjee dan Eckard, 1998; Klein, 2001). Dengan asumsi yang sama, proses *holding* diharapkan menguatkan modal, sinergi, dan efisiensi setiap perusahaan yang terlibat sehingga dapat meningkatkan keuntungan perusahaan. Beberapa artikel (misalnya Chatfielded et al., 2011; Guggler et al., 2003; Ramaswamy dan Waegeilen, 2003; Drees, 2014) melaporkan hal tersebut.

Chatfielded et al. (2011) meneliti merger pada industri restoran dan menemukan peningkatan *positive returns* secara signifikan. Guggler et al. (2003) meneliti 14.269 merger dan menemukan bahwa 56,7% dari merger menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi daripada perkiraan. Demikian juga Ramaswamy dan Waegeilen (2003) meneliti kondisi

keuangan 162 perusahaan merger dan menemukan peningkatan *return on asset* setelah melakukan merger. Dengan metode meta-analysis terhadap 204 studi, Drees (2014) meneliti dampak *joint venture*, merger dan akuisisi, serta *alliances*. Hasilnya merger memiliki dampak lebih positif terhadap akuntansi perusahaan dan kinerja pasarnya dibandingkan dengan *joint ventures* dan *alliances*. Dari studi-studi tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa pembentukan merger meningkatkan keuntungan perusahaan, suatu hal yang juga diharapkan dari pembentukan *holding* BUMN.

b. Pengaruh *holding* terhadap *leverage*

Pembentukan *holding* diharapkan akan mempermudah perusahaan untuk mendapatkan pendanaan, sehingga nilai *leverage* perusahaan yang tergabung dalam *holding* akan lebih baik. Dengan membentuk *holding*, hal tersebut akan meningkatkan permodalan perusahaan sehingga BUMN bisa meningkatkan sumber daya keuangan untuk berpartisipasi menjalankan perannya dalam pembangunan.

Leepsa dan Mishra (2012) menemukan bahwa terdapat peningkatan kinerja keuangan dalam bentuk *leverage* perusahaan setelah merger, yang diukur dengan *interest coverage ratio*. Selain itu, dengan merger atau *holding* perusahaan akan membuat *income flow* perusahaan stabil sehingga kreditur akan menambah *limit* pinjaman bagi perusahaan (Lewellen, 1971). Penambahan *limit* pinjaman akan menambah permodalan perusahaan sehingga dapat dipergunakan untuk meningkatkan kinerja operasional perusahaan. Dengan demikian, sejalan dengan pemikiran tersebut, diharapkan pembentukan *holding* BUMN akan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

c. Pengaruh *holding* terhadap likuiditas

Pembentukan *holding* perusahaan diharapkan dapat meningkatkan sinergi dan kolaborasi perusahaan dalam memperkuat daya saing perusahaan. Dengan daya saing yang semakin meningkat, kapasitas perusahaan untuk mengeksplorasi kesempatan juga meningkat. Pada akhirnya, hal tersebut akan mendorong peningkatan pendapatan perusahaan sehingga diharapkan kas dan tagihan perusahaan semakin baik, yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan likuiditas perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki. Penelitian Leepsa dan Mishra (2012) menemukan bahwa terdapat kenaikan likuiditas perusahaan setelah merger. Demikian pula bahwa merger dapat

meningkatkan sinergi dan keuntungan perusahaan, lewat mekanisme sinergi yang akan meningkatkan *cash flow* dalam jangka panjang, meningkatkan diversifikasi usaha, dan mengurangi biaya perusahaan (Kumar dan Bansal, 2008).

C. METODE PENELITIAN

1. Objek Penelitian, Jenis dan Sumber Data

Objek penelitian ini adalah kinerja keuangan empat BUMN yang berbentuk *holding*, yaitu PT Semen Indonesia, PT Pupuk Indonesia, Perum Perhutani, dan PT Perkebunan Nusantara III. Periode yang diteliti mencakup tahun 2007-2016 dengan memperhitungkan waktu pembentukan *holding* pada setiap BUMN sehingga dapat diketahui kinerja keuangan beberapa tahun sebelum dan sesudah pelaksanaan *holding*. Dengan periode yang dicakup tersebut, maka analisis pengaruh *holding* hanya mencakup pengaruh jangka pendek.

Data kuantitatif diperoleh dari sumber sekunder, yaitu dari laporan keuangan perusahaan BUMN tersebut yang diunduh dari situs setiap BUMN tersebut. Selain itu, data lain diperoleh dari Direktorat Penerimaan Negara Bukan Pajak, Direktorat Jenderal Anggaran, Kementerian Keuangan sebagai instansi yang berkaitan dengan bagian dividen pemerintah dari BUMN.

2. Variabel Penelitian

Variabel terikat pada penelitian ini adalah kinerja keuangan BUMN yang diukur dengan profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas. Ukuran yang dipakai untuk profitabilitas adalah *profit margin* (PM) dan *return on asset* (ROA); untuk *leverage* adalah *debt to equity ratio* (DER) dan *interest coverage ratio* (ICR); sedangkan untuk likuiditas adalah *current ratio* (CR) dan *quick ratio* (QR). PM dihitung dengan membagi laba bersih terhadap pendapatan, sedangkan ROA dihitung dengan laba bersih dibagi dengan total aset. DER dihitung dengan membagi jumlah utang terhadap *equity*, sedangkan ICR dihitung dengan membagi *earnings before interest and tax* (EBIT) dengan beban bunga (*interest expense*). CR diperoleh dengan membagi aktiva lancar dengan utang lancar, sedangkan

QR diperoleh dengan mengurangi aktiva lancar dengan persediaan kemudian dibagi dengan utang lancar. Dalam literatur, beberapa rasio dapat didefinisikan dengan berbeda (Watson dan Head, 2007). Misalnya, pengukuran QR dapat dilakukan dengan mengurangi aset lancar dengan persediaan *saja* kemudian dibagi utang lancar (Barua dan Saha, 2015; Brealey dan Myers, 2003; Ross, Westerfield, dan Jaffe, 2002; Watson dan Head, 2007) atau aset lancar dikurangi juga dengan aset jangka pendek lain (*other short-term assets*) sebelum dibagi dengan utang (Tin et al., 2017).

Variabel independen yang dipakai adalah *dummy variabel* (D) yang bernilai 1 untuk periode setelah *holding* dan bernilai 0 untuk periode sebelum *holding*. Selain itu, terdapat ukuran perusahaan (SIZE) yang diukur dengan logaritma aset total serta umur perusahaan (AGE) yang diukur dengan tahun. Selain itu, beberapa variabel digunakan secara bergantian misalnya DER dengan ICR, CR dengan QR, serta ROA dengan PM.

3. Model Empiris

Dalam artikel ini, terdapat tiga kategori model empiris yaitu pengaruh *holding* terhadap profitabilitas (Model 1), pengaruh terhadap *leverage* (Model 2), dan pengaruh terhadap likuiditas (Model 3). Masing-masing kategori kemudian dibagi menjadi beberapa kategori lagi tergantung dari ukuran variabel yang digunakan sebagai berikut:

a. Pengaruh *holding* terhadap profitabilitas

$$ROA = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 DER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots (1a)$$

$$ROA = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 ICR_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots (1b)$$

$$PM = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 DER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots (1c)$$

$$PM = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 ICR_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots (1d)$$

b. Pengaruh *holding* terhadap *leverage*

$$DER = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

2a)

$$DER = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 PM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

2b)

$$ICR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

2c)

$$ICR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 PM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

2d)

c. Pengaruh *holding* terhadap likuiditas

$$CR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 ICR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

3a)

$$QR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 PM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

3b)

$$CR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 ICR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

3c)

$$QR = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 PM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + e_{it} \dots\dots\dots ($$

3d)

4. Metode Analisis Data

Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan hasil bahwa data terdistribusi normal, tidak mengalami heteroskedastisitas (dengan uji White), serta tidak ada autokorelasi (dengan Breusch-Godrey *Serial Correlation LM test*). Terkait dengan uji multikolinearitas,

bahwa variabel ROA dengan PM serta CR dengan QR diidentifikasi multikolinearitas, tetapi tidak menjadi masalah karena variabel-variabel tersebut tidak berada pada model yang sama. Selanjutnya, hasil uji Chow dan uji Hausman menunjukkan bahwa model data panel yang terbaik adalah model *fixed effect*.

D. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Statistika Deskriptif

Sebelum dilakukan pengujian model penelitian, Tabel 3 memaparkan statistik deskriptif variabel-variabel yang dipakai dalam model. Secara umum, data mempunyai standar deviasi yang kecil, kecuali data ICR dan umur perusahaan. Nilai ICR tertinggi dimiliki oleh PT Semen Indonesia tahun 2009 sebesar 229,66 sedangkan nilai terkecil dimiliki Perum Perhutani tahun 2016 sebesar -26,66. Terkait dengan ROA, variabel tersebut menunjukkan salah satu ukuran keuntungan. Dari data diketahui bahwa ROA keempat perusahaan tersebut secara umum mengalami penurunan, bahkan Perum Perhutani mengalami kerugian tahun 2016 dan PT Perkebunan Nusantara III mengalami kerugian tahun 2015 dan 2016. Senada dengan ROA, ukuran keuntungan lain yaitu margin keuntungan (PM) juga negatif untuk Perum Perhutani pada tahun 2016 dan PT Perkebunan Nusantara untuk tahun 2015 dan 2016.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Data Penelitian

Variabel	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.	Obs.
D	0,4	0	1	0	0,4961	40
ROA	0,1065	0,1000	0,2568	-0,0961	0,0746	40
PM	0,1136	0,1084	0,2533	-0,0969	0,0838	40
CR	2,3182	1,9716	5,0467	0,6913	1,2595	40
QR	1,8152	1,5145	4,2466	0,4756	0,9667	40
DER	0,6675	0,5425	2,1589	0,0145	0,5571	40
ICR	30,4441	4,8287	229,6637	-26,6644	63,7683	40
SIZE	7,1548	7,1522	8,1041	6,1552	0,5758	40
AGE	54	58	64	45	8,0224	40

Sumber: Diolah oleh penulis

2. Pengaruh *Holding* terhadap Profitabilitas

Sebagaimana tercantum pada Tabel 4, pada Model 1a sampai dengan Model 1d berdasarkan uji signifikansi simultan (uji F) menunjukkan bahwa variabel-variabel independen pada model-model tersebut secara simultan mempunyai pengaruh

signifikan (pada level 1%) terhadap tingkat profitabilitas holding BUMN. Variabel *dummy holding* (D) signifikan (pada level 1%, 5% atau 10%) dan memengaruhi secara negatif profitabilitas BUMN. Artinya bahwa setelah dilakukan *holding*, keuntungan BUMN menjadi menurun, baik keuntungan tersebut diproksikan dengan ROA maupun dengan *profit margin*. Hasil estimasi tersebut sesuai dengan literatur yang ada, misalnya penelitian Kumar dan Bansal (2008), Lestari (2011), Ghatak (2012), Braguinsky et al. (2014), maupun Singh dan Mogla (2010).

Sebagaimana dicantumkan pada Tabel 2, perkembangan ROA *holding* BUMN kurang menggembirakan. Penurunan profitabilitas tersebut kemungkinan disebabkan oleh kenyataan pada beberapa anak perusahaan BUMN yang digabung menjadi *holding* mengalami kerugian dan/atau tidak menunjukkan keuntungan yang signifikan. Misalnya pada sektor perkebunan, pada tahun 2014 ROA beberapa anak perusahaan negatif misalnya PT Perkebunan Nusantara II ROA sebesar -11,91; PT Perkebunan Nusantara IX ROA sebesar -10,75; PT Perkebunan Nusantara XI ROA sebesar -6,38; serta PT Perkebunan Nusantara XI ROA sebesar -24,90. Hal yang sama terjadi pada tahun 2015 dimana enam perusahaan perkebunan mempunyai ROA negatif antara -2,46 sampai -12,95 dengan rata-rata -6,62.

Tabel 4. Estimasi Koefisien Regresi Model 1

Variabel	Model 1a		Model 1b		Model 1c		Model 1d	
	Dependen: ROA		Dependen: ROA		Dependen: PM		Dependen: PM	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
C	-0,4972	0,0052***	-0,2585	0,2883	-0,4294	0,0353**	-0,2492	0,4003
D	-0,0760	0,0014***	-0,0556	0,0124**	-0,0700	0,0099***	-0,0439	0,0967*
CR	0,0186	0,1750	--	--	-0,0023	0,8832	--	--
QR	--	--	0,0174	0,3083	--	--	0,0056	0,7863
DER	-0,0286	0,3245	--	--	-0,0552	0,1110	--	--
ICR	--	--	0,0003	0,1163	--	--	0,0003	0,3172
SIZE	0,0441	0,0617*	0,0176	0,4831	0,0405	0,1409	0,0064	0,8329
AGE	0,0055	0,0004***	0,0041	0,0175**	0,0060	0,0008***	0,0059	0,0057***
R-sq.	0,6185		0,6214		0,5809		0,5529	
F-Stat.	11,0224		11,1600		9,4254		8,4082	
Prob (F-Stat)	0,0000	***	0,0000	***	0,0000	***	0,0000	***

Catatan: *** = Sign. 1%, ** = Sig. 5%, * = Sig. 10%;

Sumber: Diolah oleh penulis

ROA anak perusahaan yang negatif tersebut menyebabkan laba konsolidasian dari induk dan anak perusahaan setelah *holding* mengalami penurunan dibandingkan

sebelum menjadi *holding*. Pengecualian atas kecenderungan tersebut adalah PT Semen Indonesia yang secara relatif masih mampu menjaga tingkat profitabilitasnya dan memberikan setoran dividen yang lebih banyak ke APBN (Detik.com, 5 Desember 2017).

Berlawanan dengan laba konsolidasian yang menurun, nilai total aset perusahaan *holding* mengalami peningkatan karena konsolidasi aset anak dan induk perusahaan. Jumlah aset perusahaan juga meningkat karena pemerintah mengizinkan revaluasi aset tetap berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan 191/PMK.010/2015 yang meningkatkan nilai perusahaan tetapi juga dapat mengakibatkan beban pajak revaluasi aset (Basar, 2016) yang pada akhirnya bisa memengaruhi laba bersih perusahaan.

Meskipun dalam jangka pendek profitabilitas menurun, dalam jangka panjang keuntungan BUMN *holding* diharapkan akan membaik. Hal tersebut diharapkan berasal dari sinergi dan kolaborasi perusahaan melalui efisiensi penggunaan sumber daya yang ada serta penguatan modal perusahaan. Dengan bergabungnya beberapa BUMN yang sebelumnya beroperasi pada pasar yang sama menjadi satu *holding*, maka persaingan akan berkurang, koordinasi semakin kuat, sehingga diharapkan *holding* tersebut dapat bersaing di pasar dalam negeri dan bahkan sampai tingkat internasional.

Perlunya waktu yang relatif panjang untuk memetik manfaat dari merger didokumentasikan pada literatur. Sebagai contoh, Sharma (2013) menunjukkan bahwa efisiensi penggunaan sumber daya dapat dilakukan dalam jangka yang relatif panjang. Demikian pula Kumar dan Bansal (2008) menyebutkan bahwa diperlukan waktu yang panjang untuk melihat dampak positif dari merger berupa peningkatan *cash flow*, penambahan diversifikasi usaha, serta peningkatan efisiensi dalam bentuk penurunan biaya perusahaan. Pervan et al. (2015) melaporkan bahwa untuk kasus Kroasia periode 2008-2011 (jangka pendek), biaya perusahaan yang terlibat merger tidak menurun secara signifikan, demikian pula Sari dan Musdholifah yang melaporkan beda profitabilitas sebelum dan sesudah merger jika diukur profitabilitas dalam bentuk ROA, tetapi tidak signifikan jika diukur dengan PM.

3. Pengaruh *Holding* terhadap Leverage

Sebagaimana tercantum pada Tabel 5, pada Model 2a sampai dengan Model 2d berdasarkan uji signifikansi simultan (uji F) menunjukkan bahwa variabel-variabel

independen pada model-model tersebut secara simultan mempunyai pengaruh signifikan (pada level 1%) terhadap tingkat *leverage holding* BUMN. Variabel *dummy holding* (D) signifikan pada level 1% dan memengaruhi secara negatif *leverage holding* BUMN pada Model 2a dan Model 2b, yaitu ketika *leverage* diukur berdasarkan rasio utang terhadap ekuitas (DER). Hasil tersebut menunjukkan bahwa pembentukan *holding* BUMN memiliki pengaruh negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. Hal serupa dilaporkan oleh Al-Hroot (2016) untuk kasus Yordania dan Sharma (2013) untuk kasus India. Sharma (2013) melaporkan bahwa merger pada industri logam di India tidak menunjukkan peningkatan yang signifikan pada likuiditas dan *leverage* perusahaan.

Tabel 5. Estimasi Koefisien Regresi Model 2

Variabel	Model 2a		Model 2b		Model 2c		Model 2d	
	Dependen: DER		Dependen: DER		Dependen: ICR		Dependen: ICR	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
C	0,1633	0,8831	-0,0085	0,9926	-630.449	0.0004***	-723,757	0,0002***
D	-0,3817	0,0076***	-0,3941	0,0002***	-21,3256	0,2914	-28,2741	0,1486
CR	-0,3273	0,0000***	--	--	35,8864	0,0001***	--	--
QR	--	--	-0,4133	0,0000***	--	--	53,4050	0,0001***
ROA	-0,9970	0,3245	--	--	182,773	0,0484**	--	--
PM	--	--	-1.6081	0.1239	--	--	110,367	0,1111
SIZE	0,3795	0,0049***	0,3460	0,0057***	43,3866	0,0086***	55,4377	0,0028***
AGE	-0,0221	0,0201**	-0,0131	0,2257	4,7472	0,0003***	4,8033	0,0001***
R-sq.	0,7617		0,7316		0,6915		0,6780	
F-Stat.	21.7387		18,5434		15,2390		14,4488	
Prob (F-Stat)	0.0000	***	0,0000	***	0,0000	***	0,0000	***

Catatan: *** = Sign. 1%, ** = Sig. 5%, * = Sig. 10%

Sumber: Diolah oleh penulis

Pengaruh *dummy holding* yang negatif signifikan pada level 1% berlawanan dengan pengaruh ukuran perusahaan yang positif signifikan pada Model 2a sampai dengan Model 2d. Mengingat bahwa ukuran DER yang digunakan adalah pembagian antara utang dan ekuitas, dan berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif, maka dapat diketahui bahwa penurunan DER tersebut karena peningkatan ekuitas marjinal lebih besar dari peningkatan utang marjinal. Dengan demikian, pembentukan *holding* mengurangi *leverage* karena perubahan marjinal aset yang besar akibat penggabungan beberapa anak perusahaan.

Di lain pihak, pada Model 2c dan Model 2d *dummy holding* tidak signifikan ketika *leverage* diukur berdasarkan *interest coverage ratio* (ICR). Hasil tersebut serupa dengan hasil yang dilaporkan oleh Rashid dan Naeem (2016), serta Sari dan Musdholifah (2017) yang melaporkan beda signifikan dalam DER pada 6 perusahaan di Indonesia yang melakukan merger. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil yang dilaporkan Suryawathy (2014) yang tidak menemukan beda DER yang signifikan pada 8 perusahaan anggota Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan merger pada periode 2006-2010, serta Kustono dan Pikatan (2014) yang melaporkan tidak adanya beda signifikan pada 13 perusahaan anggota BEI yang melakukan merger dan akuisisi pada periode 2006-2008.

4. Pengaruh *Holding* terhadap Likuiditas

Berdasarkan Tabel 6, pada Model 3a sampai dengan Model 3d menurut hasil uji signifikansi simultan (uji F) menunjukkan bahwa variabel-variabel independen pada model-model tersebut secara simultan mempunyai pengaruh signifikan (pada level 1%) terhadap tingkat likuiditas holding BUMN. Variabel *dummy holding* (D) signifikan pada level 10% dan memengaruhi secara negatif likuiditas *holding* BUMN pada Model 3b, yaitu ketika likuiditas diukur dengan rasio lancar (*current ratio*, CR). Dengan demikian, diantara model-model yang ada, Model 3 adalah model yang paling tidak meyakinkan dalam menjelaskan hubungan antara *holding* BUMN dengan kinerja keuangan.

Tabel 6. Estimasi Koefisien Regresi Model 3

Variabel	Model 3a		Model 3b		Model 3c		Model 3d	
	Dependen: CR		Dependen: CR		Dependen: QR		Dependen: QR	
	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.	Coeff.	Prob.
C	15,6552	0,0000***	6,6094	0,0019***	12,4198	0,0000***	6,0927	0,0005***
D	0,5411	0,1217	-0,5549	0,0659*	0,3826	0,1254	-0,3830	0,1132
ICR	0,0110	0,0000***	--	--	0,0082	0,0000***	--	--
DER	--	--	-1,6365	0,0000***	--	--	-1,1202	0,0000***
ROA	3,0258	0,1444	--	--	1,7539	0,2093	--	--
PM	--	--	-0,2753	0,8832	--	--	-0,3761	0,8037
SIZE	-1,2004	0,0001***	0,0659	0,8281	-1,0351	0,0000***	-0,1677	0,4947
AGE	-0,1040	0,0000***	-0,0633	0,0011***	-0,0702	0,0000***	-0,0395	0,0093***
R-sq.	0,7597		0,7815		0,7725		0,7584	
F-Stat.	21,5001		24,3193		23,0925		21,3450	
Prob (F-Stat)	0,0000	***	0,0000	***	0,0000	***	0,0000	***

Catatan: *** = Sign. 1%, ** = Sig. 5%, * = Sig. 10%

Sumber: Diolah oleh penulis

Pada Model 3b, *dummy holding* BUMN berpengaruh signifikan negatif terhadap likuiditas *holding* BUMN. Artinya bahwa keempat BUMN yang menjadi *holding* mengalami penurunan likuiditas setelah berubah menjadi *holding*. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Ooghe et al. (2016) yaitu penelitian tentang merger di Belgia dimana hasilnya menunjukkan bahwa pada sebagian besar perusahaan yang diteliti, terjadi penurunan profitabilitas dan likuiditas setelah adanya merger. Penelitian Suryawathy (2014) pada 8 perusahaan yang melakukan merger pada periode 2006-2010 juga tidak ditemukan perbedaan signifikan dalam hal rasio lancar (CR) sebelum dan sesudah merger, dimana hasil yang tidak signifikan tersebut kemungkinan disebabkan periode pengamatan yang pendek. Selain itu, penelitian Kustono dan Pikatan (2012) juga tidak menemukan beda yang signifikan pada DER sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada 13 perusahaan anggota BEL.

Penurunan likuiditas perusahaan tidak terlepas dari keuntungan konsolidasian perusahaan yang belum menunjukkan peningkatan yang signifikan. *Income flow* perusahaan yang cenderung tidak meningkat memengaruhi ketersediaan kas untuk memenuhi utang jangka pendek. Di lain pihak, strategi *holding* merupakan strategi jangka panjang yang diharapkan dapat meningkatkan efisiensi, *income flow*, serta penurunan biaya perusahaan melalui sinergi antar BUMN yang bergerak di sektor yang sama.

E. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil regresi diperoleh hasil bahwa dalam jangka pendek, pembentukan *holding* perusahaan BUMN mengurangi profitabilitas dan *leverage*. Terkait dengan likuiditas, pembentukan *holding* mengurangi likuiditas, tetapi hanya dapat ditunjukkan pada model yang terbatas. Mengingat bahwa dalam jangka pendek pembentukan *holding* mengurangi profitabilitas dan *leverage*, dalam penelitian berikutnya perlu diteliti lebih lanjut pengaruh jangka panjang dari pembentukan *holding* BUMN. Bagi pembuat kebijakan, dalam melakukan restrukturisasi BUMN dalam bentuk *holdingisasi*, perlu dipertimbangkan tujuan jangka panjang untuk peningkatan daya saing dan efisiensi, daripada tujuan jangka pendek untuk menyelamatkan (*bail-out*) perusahaan yang kurang sehat (Florio et al., 2018). Dalam memutuskan untuk merger

atau pembentukan *holding* perlu menilai kondisi kesehatan setiap perusahaan dengan seksama (Sari dan Musdholifah, 2017).

Penelitian ini dibatasi pada empat *holding* BUMN yang diteliti dalam kurun waktu 2007 sampai dengan 2016. Dengan demikian penelitian ini mempunyai ukuran sampel yang relatif kecil. Penelitian berikutnya dapat memasukkan *holding* BUMN yang lebih banyak yang mencakup sektor-sektor yang lain, tidak hanya manufaktur (pupuk dan semen), perkebunan dan kehutanan, tetapi dapat memasukkan BUMN sektor yang lain, misalnya tambang, perbankan, konstruksi, energi dan sebagainya. Selain itu, kinerja keuangan yang diteliti hanya mencakup RBV keuangan saja, tanpa melihat sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan selain sumberdaya keuangan. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan indikator-indikator kinerja dan sumber daya yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Abeng, T. (2003). *Badan Usaha Milik Negara: Privatisasi, Tantangan dan Harapan*. Kongres XV Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia, Batu, Malang.
- Al-Hroot, Y. A. (2016). The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector. *International Journal of Management and Business Studies*, 6(1), 9-13.
- Banarjee, A. & Eckard, E. W. (1998). Are mega-mergers anticompetitive? Evidence from the first great merger wave. *Rand Journal of Economics*, 29, 803-827.
- Baran, D. & Saikevicius, D. (2015). Comparative analysis of mergers and acquisitions in the new member states of European Union. *Intellectual Economics*, 9, 1-7.
- Barua, S. & Saha, A. K. (2015). Traditional ratio vs. cash flow based ratios: Which one is better performance indicator? *Advances in Economics and Business*, 3(6), 232-251.
- Basar, Y. S. (2016). Revaluasi asset untuk tujuan perpajakan, ambil atau jangan. *Profita*, 9(3), 339-347.
- Braguinsky, S., Mityakov, S. & Liscovich, A. (2014). Direct estimation of hidden earnings: Evidence from Russian administrative data. *Journal of Law and Economics*, 57, 281-319.

- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance*, 7ed. New York: McGraw-Hill.
- Chatfield, H. K., Dalbor, M. C., Ramdeen, C. D. & Harrah, W. F. (2011). Returns on merger and acquisition activities in restaurant industry. *Journal of Foodservice Business*, 14, 189-205.
- Detik.com. (2017, 5 Desember). *Ini Manfaat Pembentukan Holding BUMN*. <https://finance.detik.com/bursa-valas/3756431/ini-manfaat-pembentukan-holding-bumn>. Diakses 20 Desember 2017.
- Drees, M. J. (2014). (Dis)aggregating alliance, joint venture, and merger and acquisition performance: A meta-analysis. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 13, 1-24.
- Estanto, B. W. (2018). Urgensi holding BUMN dalam peningkatan sektor pelayanan angkutan darat dan udara. *Masalah-Masalah Hukum*, 47(2), 89-99.
- Florio, M., Ferraris, M., & Vandone, D. (2018). *State-Owned Enterprises: Rationales for Mergers and Acquisitions*. Working Paper CIRIEC No. 2018/01. Liege, Belgium: International Centre of Research and Information on the Public, Social and Cooperative Economy.
- Ghatak, A. (2012). Effect of merger and acquisitions on the profitability of India pharmaceutical. *Research Journal of Social Sciences and Management*, 2, 131-138.
- Gugler, K., Mueller, C. D., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: An international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 2, 625-653.
- Klein, P. G. (2001). Were the acquisitive conglomerates inefficient? *Rand Journal of Economics*, 32, 745-761.
- Kontan. (2018, 15 November). *Kementerian BUMN: Hutama Karya dan Perumnas Jadi Lead Holding*. https://industri.kontan.co.id/news/kementerian-bumn-hutama-karya-dan-perumnas-jadi-lead-holding?utm_source=dable. Diakses 20 November 2018.
- Kotaro, I., Konari, U., & Bremer, M. (2010). Post-restructuring performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 494-508.

- Kumar, S. & Bansal, L. K. (2008). The impact of merger and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*, 46, 1531-1543.
- Kustono, A. S. & Pikatan, A. S. (2012). Manajemen laba dan kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi sebelum dan sesudah merger dan akuisisi di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, 5(3), 183-195.
- Leepsa, N. M. & Mishra, C. S. (2012). Post-merger financial performance: A study with reference to selected manufacturing companies in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, 6-17.
- Lestari, N. P. (2011). Manajemen laba dan kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi sebelum dan setelah merger. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(2), 153-165.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Lockett, A. (2005). Edith Penrose' legacy to the resource-based view. *Managerial and Decision Economics*, 26, 83-98.
- Ooghe, H., Laere, E. V., & Langhe, T. D. (2006). Are acquisition worthwhile? An empirical study of the post acquisition performance of privately held Belgian companies. *Small Business Economics*, 27, 223-243.
- Pervan, M., Visic, J. & Barnjak, K. (2015). The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*, 25, 1451-1456.
- Pranoto, T. & Makaliwe, W. A. (2013). *Restrukturisasi BUMN Menjadi Holding Company*. Jakarta: Lembaga Manajemen FEUI.
- Ramaswamy, P. K. & Waegeilen, F. J. (2003). Firm financial performance following mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 115-126.
- Rashid, A. & Naeem, N. (2016). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 10-24.
- Rengkung, L. R. (2015). Keuntungan kompetitif organisasi dalam perspektif resource based view (RBV). *ASE*, 11, 1-12.

- Ross, S., R. W. Westerfield, & J. F. Jaffe. (2002). *Corporate Finance*, 6ed. New York: McGraw-Hill.
- Sari, Y. A. & Musdholifah. (2017). Analisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 5(3), 1-9.
- Sharma, S. (2016). Measuring post merger performance: A study of metal industry. *International Journal of Applied Research and Studies*, 2, 20-35.
- Singh, F. & Mogla, M. (2010). Profitability analysis of acquiring companies. *IUP Journal of Applied Finance*, 16, 72-90.
- Sipayung, J. F., Nasution, B. & Siregar, M. (2013). Tinjauan yuridis holdingisasi BUMN dalam rangka peningkatan kinerja menurut perspektif hukum perusahaan. *Transparency: Jurnal Hukum Ekonomi*, 1(1), 1-8.
- Siregar, A. F. (2014). *Kedudukan Hukum Holding BUMN Melalui Strategic Holding (Studi Kasus pada PT Semen Indonesia (Persero) Tbk*. Tesis tidak diterbitkan. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Suryawathy, I. G. A. (2014). Analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Humanika (JINAH)*, 3(2), 1123-1133.
- Tin, P. Q., Nga, T. T. & Lanh, P. T. K. (2017). Liquidity analysis of Vietnamese listed firms using traditional ratios and cash flow ratios. *International Journal of Business, Economics, and Law*, 12(1), 13-23.
- Watson, D. & Head, A. (2007). *Corporate Finance: Principles and Practice*, 4ed. Harlow, England: Prentice-Hall.