

## **Mengukur Kinerja dan Risiko Keuangan BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas**

**Heni Kholifatul Ulum**

Politeknik Keuangan Negara STAN, Tangerang Selatan

**Ambang Aries Yudanto\***

Politeknik Keuangan Negara STAN, Tangerang Selatan

\* [ariesyudanto@pknstan.ac.id](mailto:ariesyudanto@pknstan.ac.id)

### **Abstrak**

Pembentukan holding BUMN merupakan salah satu upaya restrukturisasi dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja dan risiko keuangan BUMN sub-klaster migas sebelum dan sesudah holding diukur menggunakan rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, dan *Altman Z Score*. Objek penelitian adalah PT Pertamina (Persero) dan PT Perusahaan Gas Negara (PGN) Tbk. Periode penelitian yaitu tahun 2015-2020. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif. Dengan menggunakan *Paired Sample t Test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test*, penulis mendapatkan hasil bahwa setelah pembentukan holding BUMN migas, likuiditas perusahaan mengalami penurunan namun tidak signifikan, sedangkan *leverage* dan profitabilitas mengalami penurunan signifikan. *Altman Z Score* mengalami penurunan tidak signifikan setelah pembentukan holding.

**Kata Kunci:**  *Holding; Kinerja Keuangan; Risiko Keuangan; Altman Z Score*

### **Pendahuluan**

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. BUMN didirikan untuk menjadi bagian dari sistem perekonomian nasional, menghasilkan barang dan/atau jasa bagi masyarakat, dan memberikan pelayanan kepada publik. Lebih jauh, BUMN diharapkan dapat memberikan sumbangsih bagi penerimaan negara melalui pajak, dividen, maupun hasil privatisasi (Penjelasan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003). Terdapat dua BUMN dalam industri migas, yaitu PT. Pertamina (Persero) dan PT Perusahaan Gas Negara (Tbk).

Migas merupakan kebutuhan utama masyarakat dan berbagai sektor industri. Konsumsi migas setiap tahunnya mengalami peningkatan seiring meningkatnya kebutuhan migas di berbagai sektor, namun berbanding terbalik dengan kemampuan produksi migas di Indonesia yang disebabkan oleh kondisi sumur yang sudah tua dan belum ditemukannya cadangan migas yang baru (Direktorat Jenderal Minyak dan Gas Bumi Kementerian ESDM, 2021). Berdasarkan data statistik, Indonesia mengalami defisit neraca minyak sejak tahun 2003 (Kusnandar, 2019).



**Gambar 1.** Produksi Minyak Bumi dan Gas Bumi 2016-2020

Sebagaimana yang ditunjukkan pada Gambar 1, Penurunan dan stagnansi produksi migas menimbulkan kekhawatiran bagi Pemerintah. Apabila pertumbuhan kebutuhan migas tidak diimbangi dengan penemuan baru sumber cadangan migas maka cadangan migas yang telah terbukti (*proven*) akan terus berkurang dan berpotensi terjadi krisis energi. Maka dari itu perlu upaya dari pemerintah untuk meningkatkan kemampuan dan kapasitas BUMN sehingga dapat meningkatkan produksinya dan memenuhi kebutuhan migas yang terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Selain itu pemerintah juga perlu untuk menyusun strategi dalam menyelesaikan permasalahan krusial pada BUMN, salah satunya kesulitan keuangan (*financial distress*) dalam memenuhi kebutuhan operasional (Sayidah & Assagaf, 2020).

Untuk meningkatkan kinerja BUMN, terdapat berbagai upaya yang dapat dilakukan termasuk restrukturisasi (Makaliwe & Pranoto, 2013). Meningkatnya kompleksitas dalam lingkungan bisnis mendorong perusahaan untuk memperkuat kapasitas operasional melalui restrukturisasi (L.A., 2012). Restrukturisasi dimaksudkan untuk menyehatkan BUMN sehingga dapat beroperasi secara efisien. Restrukturisasi juga dapat dilakukan terhadap perusahaan yang sehat agar dapat tumbuh dan berkembang lebih besar. Terdapat beberapa metode dalam pelaksanaan restrukturisasi, salah satunya membentuk perusahaan holding (Makaliwe & Pranoto, 2013).

*Holding* BUMN Migas resmi terbentuk pada 28 Februari 2018 seiring dengan terbitnya Peraturan Pemerintah Nomor 6 Tahun 2018. Pembentukan *holding* BUMN migas melibatkan dua BUMN, yaitu PT Pertamina (Persero) dan PT Perusahaan Gas Negara. Pembentukan *holding* migas bertujuan untuk menyediakan gas untuk mencukupi kebutuhan masyarakat, merealisasikan pengelolaan gas bumi domestik, mengoptimalkan struktur penetapan harga gas, menyalurkan hasil produksi gas hulu, dan mengintegrasikan pengembangan infrastruktur industri gas yang terkoordinasi (Kementerian BUMN, 2020).

Dari segi kepemilikan, posisi Pemerintah dalam industri migas menjadi lebih kuat (Rini, 2018). Dari sisi keuangan, sumber daya perusahaan mengalami peningkatan sehingga dapat menguatkan kondisi keuangan perusahaan dan menciptakan kemandirian secara finansial, harapannya perusahaan tidak bergantung pada penambahan penyertaan modal negara. Pembentukan *holding* juga akan meningkatkan *leverage* PT Pertamina. Pasca dibentuk *holding*, perusahaan diharapkan dapat membentuk sinergi yang baik dalam meningkatkan kuantitas dan kualitas baik dari segi aset maupun laba yang dihasilkan.

Pembentukan *holding* memudahkan perusahaan untuk mendapat sumber-sumber gas dan menambah pasokan gas domestik (*availability*).  *Holding* dapat mencegah terjadinya dualisme pengelolaan hilir gas bumi domestik (Rini, 2018). Adanya *holding* membuat infrastruktur gas dari Arun (Indonesia bagian barat) hingga Papua dapat terhubung tanpa adanya duplikasi (Edwin, 2017). Hal ini mendorong optimalisasi infrastruktur gas dan efisiensi distribusi gas sehingga pemanfaatan energi ramah lingkungan di sektor rumah tangga, transportasi, dan berbagai industri dapat meningkat (*acceptability*), mudah diakses

(*accessability*) dengan harga terjangkau oleh konsumen (*affordability*).

Upaya pembentukan *holding* BUMN migas diharapkan menciptakan sinergi dari keseluruhan sumber daya yang dimiliki untuk mencapai efisiensi, ketercukupan dana, katalisator untuk memasuki pasar modal, keunggulan kompetitif, meningkatkan daya saing dalam industri, sebagai stimulus bagi sektor industri lain sehingga dapat menyerap tenaga kerja yang lebih banyak (Sudharmono, 2017).  *Holding* BUMN migas diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, pendapatan pajak, dan dividen (Ritonga, 2020; Utoyo, 2019).

Dalam rangka meningkatkan produktivitas perusahaan, pengetahuan terhadap kesehatan suatu perusahaan adalah hal yang diperlukan (Nainggolan, 2017). Selain itu pengukuran yang tepat atas kesulitan keuangan perusahaan yang menggabungkan berbagai variabel juga sangat penting (Sayidah & Assagaf, 2020) mengingat kondisi keuangan perusahaan yang telah menjadi *holding* memburuk dalam beberapa tahun terakhir, terutama dari segi tingkat pengembalian aktiva (Sumarna & Solikin, 2018).

Sukses tidaknya merger dan akuisisi dapat dinilai dari kinerja keuangan dua perusahaan setelah pelaksanaan merger dan akuisisi (Edi & Irayanti, 2019; Khan, 2011), begitu pula dengan *holding*. Selain itu setiap perusahaan memiliki potensi kebangkrutan yang menimbulkan kekhawatiran bagi berbagai pihak baik internal maupun eksternal. Bagi investor dan kreditor, analisis potensi kebangkrutan diperlukan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Gabungan beberapa rasio keuangan yang menggambarkan kondisi keuangan maupun kinerja perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi dan menilai kapan sebuah perusahaan akan bangkrut (Yuliastry & Wirakusuma, 2014). Salah satu model yang dapat digunakan yaitu *Altman Z-Score*. Model ini mampu mengukur risiko keuangan perusahaan dengan tingkat akurasi yang relatif bisa dipercaya (Nainggolan, 2017).

Fenomena *holding*, merger, dan akuisisi telah banyak terjadi di berbagai negara. Penelitian sebelumnya terkait pembentukan telah dilakukan di berbagai negara. Maraknya aksi korporasi tersebut mendorong banyak peneliti untuk melakukan penelitian mendalam guna mengetahui dampak *holding* di berbagai aspek.

Di Amerika Serikat dan Eropa, sebanyak 138 perusahaan mampu mempertahankan kinerja keuangan positif setelah merger dan akuisisi (Borodin et al., 2020). Di Pakistan sebanyak 17 perusahaan merger memiliki kinerja keuangan membaik dan *financial leverage (risk)* turun dalam periode setelah merger (Maroof et al., 2017). Di India merger dan akuisisi memiliki hubungan yang signifikan terhadap kinerja keuangan, dalam jangka panjang, merger dan akuisisi akan menciptakan nilai bagi perusahaan (Gupta & Gupta, 2013).

Di India, likuiditas setelah merger dan akuisisi mengalami peningkatan pada perusahaan perbankan (Ali & Ullah, 2019), perusahaan manufaktur (Leepsa & Mishra, 2012), dan perusahaan logam (Sharma, 2016). Di Nigeria restrukturisasi melalui merger dan akuisisi pada perusahaan sektor migas meningkatkan likuiditas perusahaan secara signifikan (L.A., 2012). Di Kenya Mboroto (2013) juga menemukan bahwa merger dan akuisisi meningkatkan likuiditas perusahaan minyak. Berbanding terbalik dengan hasil beberapa penelitian lain yang tidak menemukan adanya peningkatan likuiditas setelah merger pada perusahaan perbankan di Pakistan (Abbas et al., 2014; Kemal, 2011), perusahaan penerbangan di India (Mahesh & Prasad, 2012), dan perusahaan-perusahaan merger di Ghana (Adu-Darko & Bruce-Twum, 2014).

Merger dan akuisisi juga mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan. Di India peningkatan *leverage* terjadi pada perusahaan merger secara umum (Mantravadi & Reddy, 2008), sektor perbankan (Khan, 2011), perusahaan penerbangan (Mahesh & Prasad, 2012), dan perusahaan manufaktur (Leepsa & Mishra, 2012). Pada perusahaan logam *leverage* justru

mengalami penurunan tetapi tidak signifikan (Sharma, 2016). Hal serupa terjadi pada perusahaan perbankan di Pakistan, *leverage* turun secara signifikan setelah merger dan akuisisi (Ali & Ullah, 2019).

Dari sisi profitabilitas merger dan akuisisi diketahui memiliki dampak yang beragam pada beberapa sektor industri di berbagai negara. Di India peningkatan profitabilitas setelah merger dan akuisisi ditemukan pada perusahaan perbankan (Khan, 2011), perusahaan manufaktur (Leepsa & Mishra, 2012). Di Nigeria ROA meningkat secara signifikan pada perusahaan sektor minyak dan gas yang melakukan restrukturisasi (L.A., 2012). Profitabilitas sebagian besar bank juga mengalami peningkatan pasca konsolidasi. Konsolidasi membantu bank untuk meningkatkan efisiensi sehingga tercapai skala ekonomi dan menghasilkan laba lebih besar (Akinbuli & Kelilume, 2013).

Di Pakistan, penurunan profitabilitas terjadi pada bank setelah merger dan akuisisi (Abbas et al., 2014; Ali & Ullah, 2019; Kemal, 2011). Di India penurunan profitabilitas setelah merger dan akuisisi terjadi pada perusahaan penerbangan (Mahesh & Prasad, 2012), perusahaan logam (Sharma, 2016), dan perusahaan merger di berbagai sektor lainnya (Mantravadi & Reddy, 2008). ROA mengalami penurunan signifikan setelah merger dan akuisisi di Turki (Selcuk & Yilmaz, 2011), begitu juga dengan pada ROE (Selcuk & Yilmaz, 2011; Borodin et al., 2020). (Suhanda et al., 2019) menemukan NPM, ROA, dan ROE pada perusahaan properti mengalami penurunan yang signifikan setelah merger yang disebabkan oleh turunnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan laba.

Kemudian Utoyo et al., (2019) mengungkapkan kinerja anak perusahaan sebelum *holding* lebih baik jika dibandingkan dengan kinerja setelah *holding*, hal ini disebabkan oleh adanya utang yang terjadi sebelum *holding* dan perlu untuk direstrukturisasi. Penelitian-penelitian sebelumnya secara umum menganalisis kinerja keuangan, sedangkan analisis risiko keuangan dan potensi kebangkrutan masih sangat terbatas. Maka dari itu dalam penelitian ini penulis akan menganalisis kinerja keuangan diukur dari tingkat likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas. Selain itu dalam penelitian ini juga akan dianalisis mengenai risiko keuangan berupa potensi kebangkrutan yang diukur menggunakan *Altman Z-Score* sehingga dapat diketahui kinerja dan risiko keuangan BUMN Migas sebelum dan sesudah *holding*.

## **Tinjauan Pustaka**

### **Restrukturisasi**

Perubahan lingkungan yang mencakup perubahan teknologi, politik, dan perekonomian adalah hal yang pasti terjadi dan tidak dapat dihindari dalam suatu lingkungan bisnis. Perusahaan yang sigap dalam mengatasi perubahan lingkungan dan memanfaatkannya dengan optimal akan memberikan keuntungan bagi organisasi. Salah satu cara agar perusahaan bertahan dan tetap unggul dalam persaingan adalah melalui restrukturisasi. Restrukturisasi merupakan perubahan struktur organisasi yang bertujuan untuk memperbaiki kekurangan dari struktur lama dengan cara menyusun ulang aset perusahaan, pendanaan perusahaan, atau kekayaan lainnya dalam kendali korporat. Restrukturisasi merupakan salah satu strategi untuk memperbaiki dan memaksimalkan kinerja perusahaan.

Restrukturisasi juga digunakan sebagai solusi bagi perusahaan yang tidak berkembang, sakit, terdapat ancaman bagi organisasi, atau industri berada pada batas perubahan yang signifikan (Farid et al., 2015). Dalam Undang-Undang Nomor 19 tahun 2003, restrukturisasi merupakan upaya yang dilakukan dalam rangka penyehatan BUMN yang merupakan salah satu langkah strategis untuk memperbaiki kondisi internal perusahaan guna memperbaiki kinerja dan meningkatkan nilai perusahaan. Tujuan restrukturisasi antara lain meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memberikan manfaat berupa dividen dan pajak kepada negara,

menghasilkan produk dan layanan dengan harga yang kompetitif kepada konsumen, dan memudahkan pelaksanaan privatisasi.

### ***Holding Company***

*Holding Company* didefinisikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan sejumlah saham yang cukup untuk mendapat kendali atas perusahaan lain. Dalam sebuah perusahaan  *holding* terdapat perusahaan induk ( *parent company*) dan perusahaan operasi ( *operating company*). Perusahaan induk adalah perusahaan yang memegang kendali atas perusahaan lain karena memiliki saham dalam jumlah besar di perusahaan tersebut, sedangkan perusahaan operasi merupakan anak perusahaan  *holding company* yang beroperasi sebagai badan hukum terpisah (Brigham & Houston, 2001). Holding dalam konteks BUMN berarti upaya untuk menggabungkan beberapa BUMN dalam ranah atau sektor yang sama menjadi satu induk perusahaan (Airlangga, 2019). Alasan utama membentuk struktur  *holding* pada BUMN di Indonesia adalah untuk menyelaraskan strategi dan membentuk sinergi (Wicaksono, 2008). Pembentukan  *holding* dapat menjadi salah satu pilihan untuk melakukan restrukturisasi beberapa BUMN yang bergerak di sektor yang sama. Adanya  *share support* dalam  *holding* akan meningkatkan fleksibilitas perusahaan dan mendorong anak perusahaan untuk bergerak sebagai  *pure corporate* (Sofiati & Anggraeni, 2020).

### **Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan merupakan prestasi manajemen dalam mencapai tujuan perusahaan dan menghasilkan keuntungan (Wibowo, 2012). Kinerja keuangan juga merupakan kemampuan perusahaan untuk menghindari risiko keuangan yang lebih besar dengan cara mempertahankan dan melakukan perbaikan terhadap keuangan perusahaan. Kinerja keuangan adalah gambaran efektivitas dan efisiensi yang diciptakan perusahaan dalam mencapai tujuan organisasi Weston dalam (Sofiati & Anggraeni, 2020). Rasio keuangan adalah indikator yang sangat berguna untuk mengukur kinerja perusahaan dan kesehatan finansial. Rasio keuangan mengubah angka-angka dalam laporan keuangan menjadi lebih sederhana dan mudah dimengerti (Kemal, 2011). Manajemen menggunakan analisis rasio keuangan sebagai alat ukur untuk mengevaluasi kinerja perusahaan, deteksi dini tanda-tanda kebangkrutan, dan melakukan perbaikan sehingga perusahaan dapat menghindari  *finansial distress* (Yuliastry & Wirakusuma, 2014).

Rasio-rasio yang dapat digunakan untuk kinerja keuangan antara lain likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, efisiensi, dan  *leverage* (Fatihudin et al., 2018). Likuiditas perusahaan berhubungan dengan kemampuan perusahaan melunasi kewajiban jangka pendek. Likuiditas menggambarkan hubungan antara aktiva lancar dengan utang lancar, umumnya mengukur likuiditas perusahaan dapat menggunakan  *Current Ratio* (CR) dan  *Quick Ratio* (QR) (Brigham & Houston, 2001).

*Leverage* keuangan diartikan sebagai pembiayaan perusahaan menggunakan utang. Rasio yang umum digunakan untuk mengetahui tingkat  *leverage* suatu entitas bisnis adalah  *Debt to Equity Ratio* (DER) dan  *Time-Interest-Earned* (TIE) (Brigham & Houston, 2001). Perusahaan yang memiliki rasio  *leverage* rendah akan menanggung risiko yang lebih kecil ketika kondisi ekonomi sedang menurun. Sebaliknya perusahaan dengan rasio  *leverage* yang rendah akan kehilangan kesempatan untuk mendapat hasil pengembalian yang lebih tinggi ketika perekonomian sedang membaik (Adipratama, 2012). Tingkat  *leverage* yang lebih tinggi dapat menurunkan risiko kesulitan keuangan ( *finansial distress*) jika manajemen menggunakan utang untuk membiayai kegiatan yang menghasilkan pendapatan marginal

melebihi beban dan biayanya (Sayidah & Assagaf, 2020).

Profitabilitas adalah rasio untuk mengukur efektivitas kegiatan operasional dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Rasio profitabilitas memperlihatkan dampak kombinasi antara likuiditas, manajemen aset, dan liabilitas terhadap hasil kegiatan operasional. Rasio yang umum dipakai untuk mengukur profitabilitas antara lain margin laba (*profit margin*), pengembalian atas aset (*return on aset*), dan pengembalian atas ekuitas (*return on equity*) (Brigham & Houston, 2001).

### **Risiko Keuangan**

Risiko memiliki terminologi yang luas karena risiko melekat di setiap aspek mulai dari kegiatan individu, organisasi, perusahaan, hingga pemerintahan. Risiko mencakup dua aspek yaitu aspek probabilitas (kemungkinan terjadinya) dan aspek dampak (kerugian yang ditimbulkan). Secara umum risiko adalah penyimpangan hasil yang diperoleh dari yang diharapkan (Arifudin et al., 2020). Menurut *Australian/New Zealand Standard Risk Management (AS/NZ Standard)*, risiko adalah probabilitas terjadinya sesuatu hal yang berdampak negatif maupun positif terhadap pencapaian tujuan. Pengukuran risiko didasarkan pada kemungkinan keterjadian (*likelihood*) dan konsukuensinya (*consequences*) (Geraldin et al., 2007).

Perusahaan menggunakan sarana *holding company* untuk memperoleh tingkat *leverage* keuangan yang sangat besar. *Leverage* keuangan memberikan gambaran banyaknya instrumen keuangan berpenghasilan tetap yaitu utang dan saham preferen, yang dipakai untuk membiayai perusahaan. Akibatnya, pemegang saham menanggung risiko tambahan yang disebut risiko keuangan. Rasio utang yang tinggi menimbulkan ancaman kebangkrutan bagi perusahaan (Brigham & Houston, 2001).

Kesehatan keuangan merupakan penilaian secara komprehensif terhadap gabungan dari beberapa indikator keuangan seperti profitabilitas, likuiditas, aktivitas, dan *leverage* untuk memberikan gambaran tentang keberhasilan perusahaan dari waktu ke waktu dan dapat dibandingkan dengan perusahaan lain. Kesehatan keuangan menghasilkan kategori yaitu sehat (tidak bangkrut), tidak sehat (*grey area*), dan tidak sehat (bangkrut). Berbeda halnya dengan kinerja keuangan yang hanya menggunakan masing-masing indikator tersebut untuk menilai keberhasilan kinerja keuangan perusahaan, kelemahannya adalah keberhasilan salah satu indikator belum tentu menandakan indikator lain juga berhasil sehingga sulit untuk menilai kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan (Sayidah et al., 2019). Dalam penelitian ini, kesehatan keuangan akan diukur menggunakan *Altman Z-Score*.

### ***Altman Z-Score***

Model *Z-Score* dikembangkan oleh Edward I. Altman tahun 1968. *Z-Score* merupakan formula yang digunakan untuk memprediksi kebangkrutan. *Z-Score* adalah formula untuk menganalisis kinerja perusahaan menggunakan kombinasi beberapa rasio keuangan dalam satu persamaan matematis. *Z-Score* adalah model multivariasi atau *Multivariate Discriminant Analysis* (MDA). Model Z melibatkan lima rasio yang merepresentasikan kapabilitas manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan yaitu modal kerja terhadap total aset, laba ditahan terhadap total aset, laba sebelum beban bunga dan pajak terhadap total aset, nilai pasar total utang terhadap nilai buku total utang, dan total pendapatan terhadap total aset. Pada tahun 1993, Altman mengembangkan variasi Model Z untuk perusahaan milik pribadi (*Z'-Score Model*) dan untuk industri non-manufaktur (*Z''-Score Model*) (Anjum, 2012) dengan persamaan sebagai berikut:

$$Z'' = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Keterangan:

$Z''$  : indeks kesehatan keuangan perusahaan

$X_1$  : modal kerja dibagi total aset

$X_2$  : laba ditahan dibagi total aset

$X_3$  : laba bersih sebelum beban bunga dan pajak dibagi total aset

$X_4$  : nilai buku ekuitas dibagi nilai buku total utang

Modal kerja diperoleh dengan cara mengurangi kewajiban lancar dari aset lancar kemudian membaginya dengan total aset. Berdasarkan indeks yang dihasilkan, Altman membagi kondisi keuangan perusahaan dalam tiga kategori:

$Z'' > 2.6$  : sehat (tidak bangkrut)

$1.1 \leq Z'' \leq 2.6$  : *gray area*

$Z'' < 1.1$  : tidak sehat (bangkrut)

## Metodologi Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif menggunakan metode deskriptif. Penelitian kuantitatif adalah suatu penelitian yang digunakan untuk membuktikan kebenaran suatu teori atau hipotesis (Mulyadi, 2011). Objek penelitian adalah BUMN migas yaitu PT Pertamina (Persero) dan PT Perusahaan Gas Negara. Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu laporan keuangan dan laporan tahunan kedua perusahaan tahun 2015 s.d. 2020 yang diperoleh dari laman resmi masing-masing perusahaan.

Penelitian diawali dengan pengumpulan data laporan keuangan Pertamina dan PGN. Informasi keuangan dalam laporan keuangan dituangkan dalam kertas kerja untuk dilakukan perhitungan rasio keuangan dan risiko kebangkrutan. Rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas, sedangkan risiko keuangan diukur menggunakan *Altman Z-Score*. Terhadap hasil perhitungan tersebut, terlebih dahulu penulis akan melakukan uji normalitas menggunakan Uji *Kolmogorov-Smirnov*. Jika distribusi data normal maka dilanjutkan dengan uji beda menggunakan *Paired Samples T Test*. Sebaliknya jika distribusi data tidak normal maka uji beda menggunakan uji *Wilcoxon Signed Rank Test*. Uji beda digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan kinerja dan risiko keuangan BUMN migas pasca pembentukan *holding*.

## Hasil Dan Pembahasan

### 1. Analisis Likuiditas

**Tabel 1.** Uji Wilcoxon Likuiditas BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas

	Positive Ranks	Negative Ranks	Ties	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
CRpost - CRpra	3	9	0	-1,334	0,182
QRpost - QRpra	5	7	0	-0,941	0,347

Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa terdapat sembilan periode menunjukkan

hasil *negative ranks* yang berarti nilai CR sesudah *holding* lebih rendah daripada nilai CR sebelum *holding*. Tiga periode lainnya menunjukkan hasil *positive ranks* yang artinya nilai CR sesudah *holding* lebih tinggi dari nilai CR sebelum *holding*. Terhadap variabel QR Terdapat tujuh periode dengan hasil *negative ranks* yang menunjukkan bahwa terjadi penurunan nilai QR setelah dibentuk *holding*. Kemudian terdapat lima periode dengan hasil *positive ranks* yang menunjukkan adanya peningkatan nilai QR. Secara keseluruhan tidak ada nilai CR maupun QR

yang sama antara sebelum dan sesudah *holding*, hal tersebut dibuktikan dengan nilai *ties* yang menunjukkan hasil 0. Berdasarkan uji signifikansi nilai Asymp. Sig. (2-tailed) CR dan QR lebih dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan tingkat likuiditas yang tidak signifikan pada BUMN migas pasca dibentuk *holding*.

Semakin baik manajemen likuiditas suatu perusahaan maka dampaknya terhadap kinerja perusahaan juga lebih baik (Boloupremo & Ogege, 2019). Sebelum dibentuk *holding*, BUMN migas memiliki CR yang terus meningkat di setiap semester. Sementara setelah *holding* peningkatan CR hanya terjadi pada semester I tahun 2018, selanjutnya nilai CR mengalami bergerak fluktuatif sampai tahun 2020. Hal tersebut dipengaruhi oleh adanya reklasifikasi piutang pada Pertamina dan kenaikan harga minyak mentah Indonesia sehingga menyebabkan kenaikan utang lancar. Pasca *holding* migas secara keseluruhan QR setelah *holding* lebih rendah dibandingkan sebelum *holding*, namun tidak terdapat nilai QR negatif sehingga perusahaan masih mampu untuk melunasi utang yang akan jatuh tempo dalam 12 bulan menggunakan aset lancar selain persediaan.

## 2. Analisis Leverage

**Tabel 2.** Uji Wilcoxon *Debt to Equity Ratio* BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas

	Positive Ranks	Negative Ranks	Ties	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
DERpost - DERpra	8	4	0	-1,334	0,182

Tabel 2 menunjukkan hasil uji Wilcoxon terhadap variabel DER. Nilai DER setelah *holding* cenderung mengalami peningkatan. Terdapat delapan *positive ranks* yang berarti DER setelah *holding* nilainya lebih dari DER sebelum *holding*. Kemudian terdapat empat *negative ranks* yang menunjukkan adanya penurunan nilai DER pasca pembentukan *holding*. Nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DER BUMN migas meningkat namun tidak signifikan setelah pembentukan *holding*.

**Tabel 3.** *Paired t Test Time-Interest-Earned* BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas

	Mean (Pre-Post)	Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
TIE	1,84417	0,61574	2,995	0,012

Tabel 3 merupakan hasil uji variabel TIE menggunakan Paired t Test. Level signifikansi yang digunakan pada pengujian ini adalah 0,05. Perbedaan rata-rata TIE dianggap signifikan apabila Sig. (2-tailed) kurang dari 0,05. Berdasarkan hasil pengujian diatas dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan yang signifikan terhadap variabel TIE setelah pembentukan *holding* BUMN migas.

Struktur modal perusahaan ditunjukkan oleh rasio utang terhadap ekuitas. Nilai DER lebih besar dari 1 menandakan bahwa proporsi utang lebih besar dari ekuitasnya. Nilai DER BUMN Migas setelah *holding* lebih tinggi daripada sebelum *holding*. Hal tersebut disebabkan oleh adanya peningkatan utang baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang pada kedua perusahaan. Nilai ekuitas juga pada kedua perusahaan tersebut juga mengalami peningkatan, namun jumlahnya tidak melebihi total utang secara keseluruhan. Pada Pertamina naiknya utang jangka panjang antara lain disebabkan oleh penerbitan obligasi dan *buyback* Global Bond 2021, kewajiban restorasi dan reklamasi lingkungan, dan kewajiban pajak tangguhan. Selain itu harga minyak mentah Indonesia juga salah satu faktor yang mempengaruhi kenaikan atau penurunan utang. Pada PGN kenaikan utang disebabkan oleh naiknya pinjaman bank, utang obligasi, dan kewajiban pajak tangguhan.

Rasio TIE yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga tahunan. Adanya peningkatan utang menyebabkan peningkatan beban bunga. Disisi lain EBIT yang dihasilkan cenderung mengalami penurunan, inilah yang menyebabkan turunnya rasio TIE. Setelah *holding* TIE bergerak fluktuatif dan secara keseluruhan nilainya lebih rendah dibandingkan TIE pada periode sebelum *holding*.

### 3. Analisis Profitabilitas

**Tabel 4.** *Paired t Test* Profitabilitas BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas

	Mean (Pre-Post)	Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
PM	0,0466333	0,0416303	3,880	0,003
ROA	0,0248083	0,0213549	4,024	0,002
ROE	0,0538250	0,0444499	4,195	0,001

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian terhadap tiga variabel dalam rasio profitabilitas. *Mean (Pre-Post)* bernilai positif menunjukkan bahwa rasio yang dihasilkan sebelum *holding* lebih tinggi daripada setelah *holding*. Adapun signifikansi yang digunakan adalah 0,05. PM, ROA, dan ROE ketiganya memiliki nilai Sig. (2-tailed) kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas BUMN migas mengalami penurunan yang signifikan setelah dibentuk *holding*.

Dua atau lebih entitas yang bergabung menjadi satu entitas konsolidasi memiliki peluang untuk meningkatkan penjualan (Adu-Darko & Bruce-Twum, 2014). Pembentukan *holding* meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan kegiatan operasional lebih efektif dan efisien. Kapasitas dan sumber daya perusahaan menjadi lebih besar sehingga memungkinkan untuk mencapai penjualan yang lebih tinggi.  *Holding* perusahaan untuk sektor sejenis mendorong adanya optimalisasi penggunaan aset dan memanfaatkan kemajuan teknologi. Dengan demikian terjadi penurunan biaya operasional sehingga mendorong terjadinya efisiensi dan peningkatan laba bersih. Maka tingkat pengembalian yang dihasilkan juga lebih tinggi (Ismail et al., 2009).

Industri migas memiliki sensitivitas tinggi terhadap perekonomian global dan harga minyak dunia. Pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah mempengaruhi kegiatan operasional dan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Penurunan PM disebabkan oleh meningkatnya pendapatan BUMN Migas setelah *holding*, namun laba bersih yang dihasilkan mengalami penurunan. Hal ini mengindikasikan adanya inefisiensi dalam kegiatan operasional dan pemanfaatan aset maupun sumber daya perusahaan

belum mencapai titik optimal. Penurunan ROA dan ROE juga disebabkan oleh peningkatan aset dan ekuitas namun tidak seimbang dengan laba bersih yang dihasilkan.

Dari segi aset, baik Pertamina maupun PGN keduanya mengalami pertumbuhan positif. Aset Pertamina tumbuh sebesar 61,05% dan aset PGN tumbuh sebesar 16,44% selama kurun waktu enam tahun. Dari sisi kewajiban, Pertamina mengalami peningkatan kewajiban jangka pendek sebesar 25,11% dan kewajiban jangka panjang sebesar 55,44% sehingga secara keseluruhan total kewajiban Pertamina tumbuh sebesar 45,48%. Pada PGN kewajiban jangka pendek tumbuh sebesar 77,30% sedangkan kewajiban jangka panjang hanya bertumbuh sebesar 21,05%. Secara keseluruhan kewajiban PGN tumbuh sebesar 31,86%. Seiring dengan bertumbuhnya aset dan kewajiban perusahaan, ekuitas Pertamina mengalami pertumbuhan cukup tinggi yaitu 60,48%, sebaliknya PGN mengalami pertumbuhan negatif sebesar 2,23%.

#### 4. Analisis Risiko Kebangkrutan

**Tabel 5.** Paired t Test Z''-Score BUMN Sub-Klaster Minyak dan Gas

	Mean (Pre-Post)	Std. Deviation	t	Sig (2-tailed)
Z''-Score	0,47167	0,68613	1,684	0,153

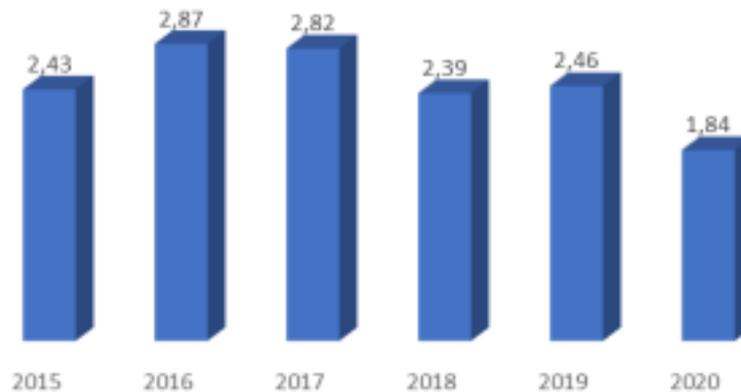
Pada Tabel 5 terlihat Mean (Pre-Post) bernilai positif, artinya Z''-Score sebelum holding lebih tinggi dibandingkan dengan periode setelah holding. Namun nilai Sig. (2-tailed) lebih dari 0,05 sehingga penurunan tersebut tidak signifikan.

Kinerja dan risiko adalah dua hal yang berbanding terbalik. Entitas bisnis dengan kinerja yang baik akan memiliki risiko gagal bisnis lebih rendah, sebaliknya apabila kinerja memburuk maka entitas tersebut harus mempersiapkan diri menghadapi risiko gagal bisnis lebih besar. Tiga tahun setelah pembentukan *holding*, terjadi penurunan pada sebagian besar rasio keuangan yang menandakan bahwa kinerja BUMN migas belum menunjukkan hasil yang optimal.

Pada periode sebelum *holding* yaitu tahun 2015-2017, Pertamina pernah masuk dalam kategori *gray area* pada tahun 2015 karena memiliki Z''-Score sebesar 2,25 yang artinya Pertamina memiliki potensi terjadi kebangkrutan. Dua tahun berikutnya Pertamina memiliki Z''-Score lebih dari 3,06 dan 2,64 (Z''-Score > 2,6) sehingga dikategorikan sebagai perusahaan yang sehat (*non-bankrupt*). Setelah menjadi induk *holding* BUMN migas pada tahun 2018, Pertamina masih berada dalam kategori *non-bankrupt* pada tahun 2018 dan 2019, namun pada tahun 2020 Z''-Score turun menjadi 2,41 sehingga perusahaan kembali berpotensi mengalami kebangkrutan.

PGN sebagai anggota *holding* memiliki tren Z''-Score yang berbeda dengan Pertamina. Pada tahun 2015 PGN masuk dalam kategori *gray area* karena memiliki Z''-Score 2,60. Dua tahun setelahnya PGN berhasil masuk dalam kategori perusahaan *non-bankrupt* dengan Z''-Score 2,67 pada 2016 dan 3,00 pada 2017. Pada tahun 2018 hingga 2020, PGN berada dalam kategori *gray area* karena memiliki Z''-Score kurang dari 2,60. Tahun 2020 merupakan kondisi terburuk PGN selama enam tahun terakhir yaitu perusahaan hanya memiliki Z''-Score 1,28. Meskipun masih dalam kategori *gray area*, namun nilai tersebut mendekati kategori *bankrupt*. Z''-Score BUMN migas merupakan rata-rata Z''-Score Pertamina dan PGN.

Heni Kholifatul Ulum, Ambang Aries Yudanto



**Gambar 2.** Z''-Score BUMN Migas Tahun 2015-2020

Pada tahun 2015 BUMN migas memiliki Z''-Score 2,43 yang berarti perusahaan berada pada kategori *gray area*. Kemudian pada tahun 2016-2017 terjadi peningkatan Z''-Score menjadi 2,87 dan 2,82 sehingga BUMN migas masuk dalam kategori *non-bankrupt*. Tiga tahun terakhir setelah dibentuk *holding*, Z''-Score BUMN migas cenderung mengalami penurunan dan masuk dalam kategori *gray area*.

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis, dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan  *Holding*  BUMN Migas diukur menggunakan rasio likuiditas menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah  *holding* .  *Current Ratio*  dan  *Quick Ratio*  sesudah  *holding*  lebih rendah dibandingkan dengan sebelum  *holding*  terbentuk, namun penurunannya tidak signifikan. Dari segi  *leverage*  kinerja keuangan  *Holding*  BUMN Migas menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan.  *Debt to Equity Ratio*  meningkat namun tidak signifikan sedangkan  *Time-Interest-Earned*  mengalami penurunan secara signifikan. Diukur menggunakan rasio profitabilitas, kinerja keuangan  *Holding*  BUMN igas juga menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Terdapat penurunan pada  *Profit Margin* ,  *Return on Aset* , dan  *Return on Equity*  secara signifikan. Risiko keuangan  *Holding*  BUMN Migas yang diukur menggunakan Altman Z-Score menunjukkan adanya peningkatan risiko yang ditandai dengan menurunnya Z''-Score. sebelum  *holding*  BUMN Migas masuk dalam kategori  *non-bankrupt*  yang artinya perusahaan dalam kondisi keuangan yang sehat. Pasca  *holding*  BUMN migas masuk ke dalam kategori  *gray area*  yang berarti perusahaan berpotensi untuk mengalami kebangkrutan.

Restrukturisasi BUMN melalui pembentukan  *holding*  perlu dilakukan dengan kehati-hatian dengan mempertimbangkan banyak variabel.  *Holding*  BUMN Migas memiliki potensi yang besar untuk mencapai tujuan dari pendirian  *holding* . Untuk mencapai tujuan tersebut BUMN harus meningkatkan produktivitas dan melakukan efisiensi melalui optimalisasi aset serta mempertahankan  *leverage*  pada tingkat tertentu untuk mempertahankan tingkat kinerja dan kesehatan keuangan perusahaan.

Penelitian ini tentunya memiliki beberapa keterbatasan yang memungkinkan berpengaruh terhadap hasil penelitian. Maka dari itu penulis memberikan saran kepada peneliti selanjutnya agar dapat meneliti seluruh BUMN  *Holding*  di Indonesia sehingga dapat membandingkan kinerja satu  *holding*  BUMN dengan  *holding*  BUMN yang lain. Selain itu periode penelitian yang digunakan sebaiknya lebih panjang atau menggunakan jendela penelitian yang lebih sempit seperti bulanan atau triwulanan agar analisis yang dihasilkan lebih komprehensif.

## Daftar Pustaka

- Abbas, Q., Hunjra, A. I., Saeed, R., Hassan, E. U., & Ijaz, M. S. (2014). Analysis of Pre and Post Merger and Acquisition Financial Performance of Banks in Pakistan. *Information Management and Business Review*, 6(4), 177–190. <https://doi.org/10.22610/imbr.v6i4.1113>
- Adipratama, R. (2012). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Kasus pada Perusahaan Go Public Non Bank yang Terdaftar di BEI Periode 2001-2008). *Skripsi Dipublikasi (Universitas Diponegoro)*.
- Adu-Darko, E., & Bruce-Twum, E. (2014). The Pre and Post Merger Performance of Firms in Ghana: The Experience of Guinness Ghana Breweries Limited. *Journal of Finance and Accounting*, 2(1), 8–18. <https://doi.org/10.12691/jfa-2-1-2>
- Airlangga, S. A. (2019). Dilema Holdingisasi BUMN Migas : Diantara Efektifitas Kinerja dan Hilangnya Status Kelembagaan. *Faculty of Social and Political, Gajah Mada University, Hukum Bisnis/Kebijakan Publik*, 1–18.
- Akinbuli, S. F., & Kelilume, I. (2013). The Effect of Mergers and Acquisition on Corporate Growth and Profitability: Evidence From Nigeria. *Global Journal of Business Research*, 1(1). <https://doi.org/10.1111/1467-6451.00042>
- Ali, K., & Ullah, A. (2019). The Role and Impact of Merger & Acquisition of Banking Sector in Pakistan. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 3(3), 113–121. [https://doi.org/10.21272/fmir.3\(3\).113-121.2019](https://doi.org/10.21272/fmir.3(3).113-121.2019)
- Anjum, S. (2012). Business Bankruptcy Prediction Models: A Significant Study of the Altman's Z-Score Model. *SSRN Electronic Journal*, 3(1), 212–219. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2128475>
- Arifudin, O., Wahrudin, U., & Rusmana, F. D. (2020). *Manajemen Risiko*. Widina Bhakti Persada.
- Boloupremo, T., & Ogege, S. (2019). Mergers, Acquisitions and Financial Performance: A Study of Selected Financial Institutions. *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 9(1), 36–44. <https://doi.org/10.5195/emaj.2019.162>
- Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. In *Journal of International Studies* (Vol. 13, Issue 2, pp. 34–47). <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen Keuangan, Edisi Kedelapan* (Y. Sumiharti & W. C. Kristiaji (eds.)). Erlangga.
- Direktorat Jenderal Minyak dan Gas Bumi Kementerian ESDM. (2021). Laporan Kinerja 2020. *ESDM Ditjen Migas*, 1–139.
- Edi, & Irayanti, L. (2019). How Merger and Acquisition Affect Firm Performance and Its Quality. In *journal of accounting finance and auditing studies (JAFAS)* (Vol. 5, Issue 3, pp. 42–53). <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.30>
- Farid, F. F., Musadieq, M. Al, & Ruhana, I. (2015). GAMBARAN RESTRUKTURISASI ORGANISASI (Studi Pada PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk. Witel Malang Tentang Bentuk, Jenis, Faktor Pendorong, Faktor Penghambat Restrukturisasi Dan Desain Struktur Organisasi). *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 18(2), 85406.
- Fatihudin, D., Jusni, & Mochklas, M. (2018). How Measuring Financial Performance. *Internal Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(6), 553–557.
- Geraldin, L. H., Pujawan, I. N., & Dewi, D. S. (2007). Manajemen Risiko dan Aksi Mitigasi untuk Menciptakan Rantai Pasok yang Robust. *Jurnal Teknologi Dan Rekayasa Teknik Sipil "Torsi,"* 53–64.

- Gupta, R., & Gupta, S. K. (2013). Measuring Postmerger and Acquisition Financial Performance in Selected Indian Pharmaceutical Industry.pdf. *International Journal of Management Research and Review*, 3(10).
- Ismail, T. H., Abdou, A. A., & Annis, R. M. (2009). Exploring Improvements of Post-Merger Corporate Performance: The Case of Egypt. *The IUP Journal of Business Strategy*, III(1), 7–25.
- Kemal, M. U. (2011). Post-Merger Profitability : A Case of Royal Bank of Scotland ( RBS ). *International Journal of Business and Social Science*, 2(5), 157–162.
- Khan, A. A. (2011). Merger and Acquisitions ( M & As ) in the Indian Banking Sector in Post Liberalization Regime. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 2(11), 31–45.
- Kusnandar, V. B. (2019). *Katadata*. Katadata.Co.Id. <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2019/09/04/defisit-neraca-minyak-indonesia-kian-melebar>
- L.A., S. (2012). Does Restructuring Improve Performance? An Industry Analysis Of Nigerian Oil & Gas Sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(6), 55–62. <http://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/2401>
- Leepsa, N. M., & Mishra, C. S. (2012). Post merger financial performance: A study with reference to select manufacturing companies in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 83(83), 6–17.
- Mahesh, R., & Prasad, D. (2012). Post Merger and Acquisition of Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies. *International Journal of Engineering and Management Sciences (IJEMS)*, 3(3), 362–369.
- Makaliwe, W. A., & Pranoto, T. (2013). Restrukturisasi Bumn Menjadi Holding Company. *Lembaga Manajemen FE UI*, 1–22.
- Mantravadi, P., & Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22(22), 192–204. <http://ssrn.com/abstract=1317757><http://www.eurojournals.com/finance.htm>
- Maroof, Z., Shah, A. M. A., & Ahmad, B. (2017). *Does Vertical Integration Strategy for Merger and Acquisition a Fruitful Desicion\_Evidence from Pakistani Merger Market.pdf*. Academy of Accounting and Financial Studies Journal.
- Mboroto, S. N. (2013). the Effect of Mergers and Acquisitions on the Financial Performance of Petroleum Firms in Kenya By a Research Project in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Science in Finance , School of Business , University of Nairobi Oc. In *University of Nairobi* (Issue October).
- Mulyadi, M. (2011). Penelitian Kuantitatif Dan Kualitatif Serta Pemikiran Dasar Menggabungkannya. *Jurnal Studi Komunikasi Dan Media*, 15(1), 128. <https://doi.org/10.31445/jskm.2011.150106>
- Nainggolan, H. (2017). Analisis Resiko Keuangan Dengan Model Altman Z-Score Pada Perusahaan Perbankan di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 6(1), 96–115.
- Ritonga, N. A. (2020). Holding Company Bumn Sektor Minyak Bumi Dan Gas ( Migas ) Dalam Perspektif Hukum. *Skripsi Dipublikasi (Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara)*.
- Sayidah, N., & Assagaf, A. (2020). *Assessing Variables Affecting The Financial Distress of State-Owned Enterprises in Indonesia (Empirical Study in Non-Financial Sector).pdf* (pp. 545–554). <https://doi.org/http://doi.org/10.3846/btp.2020.11947>

- Sayidah, N., Assagaf, A., & Possumah, B. T. (2019). *Determinant of SOE Financial health\_Indonesia Empirical Evidence.pdf* (pp. 1–15). *cogent business & management*. <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1600207>
- Selcuk, E. A., & Yilmaz, A. A. (2011). The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 2011(BEJ-22), 1–8.
- Sharma, S. (2016). Measuring Post Merger Performance – A Study of Metal Industry. *International Journal of Applied Research and Studies*, 2(8), 1–8. <https://doi.org/10.20908/ijars.v2i8.9463>
- Sofiati, & Anggraeni, I. S. K. (2020). Analisis Kinerja Pt Pertamina (Persero) Paska Holding Company. *Jurnal Ekonomi Bisnis Manajemen Prima*, I(September 2017), 1–11. <http://jurnal.unprimdn.ac.id/index.php/JEBIM/article/view/845>
- Sudharmono, J. (2017). Manajemen Berbasis Sinergi : Studi Kasus Holding BUMN Pupuk dan Semen di Indonesia. *Manajemen Strategic*, 5(2), 146–173.
- Suhanda, N. H., Hidayat, A. N., & Firmansyah, A. (2019). *Firm Value and Performance in Merger Policy\_Evidence From Indonesia.pdf*. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*.
- Sumarna, R. A., & Solikin, A. (2018). Pengaruh Restrukturisasi Melalui Pembentukan Holding Bumh Terhadap Kinerja Keuangan Bumh. *Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing Dan Keuangan Vokasi*, 2(2), 240. <https://doi.org/10.35837/subs.v2i2.317>
- Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara, (2003).
- Utoyo, B. (2019). Kebijakan dan Strategi Peningkatan Kinerja BUMN ABC Holding. In *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952. Institut Pertanian Bogor.
- Utoyo, B., Marimin, Fahmi, I., & Murdanoto, A. P. (2019). Apakah Pembentukan Holding Meningkatkan Kinerja Perusahaan ? Analisis Perbandingan Kinerja Anak Perusahaan Abc Bumh Holding Sebelum Dan Setelah Holdingisasi Dan Faktor Yang Mempengaruhinya. *Mix: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 9(2), 251. <https://doi.org/10.22441/mix.2019.v9i2.001>
- Wibowo, F. A. (2012). MERGER DAN AKUISISI ( Studi Pada Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi (Studi pada Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi, periode 2004-2010). *Skripsi*.
- Wicaksono, A. (2008). Indonesian State-Owned Enterprises The Challenge of Reform. *ISEAS Publishing*, 146–168.
- Yuliastry, E. C., & Wirakusuma, M. G. (2014). Analisis Financial Distress dengan Metode Z Score Altman, Springate, Zmijewski. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 6(3), 379–389.