

## Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan dan *Return Saham* sebelum dan setelah Merger dan Akuisisi dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Moderasi

Sabrina Salsabila Azzahra<sup>1\*</sup>, Hari Setiono<sup>2</sup>, Nurdiana Fitri Isnaini<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Program Studi Akuntansi, Universitas Islam Majapahit, Indonesia

[sabrinasalsazahra@gmail.com](mailto:sabrinasalsazahra@gmail.com) <sup>1\*</sup>

Alamat: Jl. Raya Jabon No.KM.0,7, Tambak Rejo, Gayaman, Kec. Mojoanyar, Kabupaten Mojokerto, Jawa Timur 61364

Korespondensi penulis: [sabrinasalsazahra@gmail.com](mailto:sabrinasalsazahra@gmail.com)

**Abstract.** *The aim of this research is to analyze the comparison of financial performance and stock returns before and after mergers and acquisitions which are moderated by good corporate governance. This research applies comparative quantitative methods, using secondary data. A population of 21 companies that have carried out merger and acquisition activities were registered with the KPPU in 2021 and listed on the IDX during the 2019-2023 period. A sample of 11 companies was obtained with a 4 year observation span using the purposive sampling method. The data analysis used was IBM SPSS version 27 software with hypothesis testing, namely paired sample t-test, t test, R2 test, and MRA test. The research results show that the ROA, CR, DER, TATO, EPS and Stock Return variables do not show differences before and after carrying out mergers and acquisitions. The proportion of independent board of commissioners cannot moderate the influence of ROA, CR and EPS on merger and acquisition performance. The proportion of independent board of commissioners can moderate the influence of DER, TATO, and Share Return on merger and acquisition performance.*

**Keywords:** *financial performance, stock returns, good corporate governance, mergers and acquisitions*

**Abstrak.** Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk menganalisis perbandingan kinerja keuangan dan *return saham* sebelum dan setelah merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh *good corporate governance*. Penelitian ini menerapkan metode kuantitatif komparatif, menggunakan data sekunder. Populasi sebanyak 21 perusahaan yang telah melaksanakan kegiatan merger dan akuisisi tercatat di KPPU tahun 2021 dan tercantum di BEI selama periode 2019-2023. Diperoleh sampel sejumlah 11 perusahaan dengan 4 tahun rentang pengamatan menggunakan metode *purposive sampling*. Analisis data yang digunakan yaitu *software* IBM SPSS versi 27 dengan uji hipotesis yaitu *paired sample t-test*, uji t, uji R<sup>2</sup>, dan uji MRA. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ROA, CR, DER, TATO, EPS, dan *Return Saham* tidak menunjukkan perbedaan pada sebelum dan setelah melaksanakan merger dan akuisisi. Proporsi dewan komisaris independen tidak dapat memoderasi pengaruh ROA, CR, dan EPS terhadap kinerja merger dan akuisisi. Proporsi dewan komisaris independen dapat memoderasi pengaruh DER, TATO, dan *Return Saham* terhadap kinerja merger dan akuisisi.

**Kata kunci:** kinerja keuangan, *return saham*, *good corporate governance*, merger dan akuisisi

### 1. LATAR BELAKANG

Globalisasi dan kompleksitas bisnis modern yang dijumpai melalui perkembangan teknologi, informasi, dan komunikasi secara pesat, kegiatan perekonomian seringkali dihadapkan pada beragam tantangan dan peluang yang dapat mempengaruhi aktivitas dan pertumbuhan ekonomi secara menyeluruh. Total kegiatan M&A berturut-turut selama tahun 2019-2023 adalah sebanyak 120; 195; 233; 323; dan 112 pemberitahuan yang dikutip dari data Komisi Pengawasan Persaingan Usaha (KPPU). Harari dalam Akhbar et al. (2021) menyatakan bahwa beberapa alasan mendasar dari M&A adalah kerjasama, skala ekonomis, pengurangan biaya, peningkatan produk, dan rasionalisasi distribusi. Salah satu faktor pendukung

*Received: Juli 20, 2024; Revised: Agustus 06, 2024; Accepted: Agustus 20, 2024; Online available: Agustus 22, 2024*

keberhasilan M&A adalah dilakukannya penilaian terhadap keuangan, hukum dan risiko bisnis yang menyeluruh oleh kedua belah pihak sebelum dilakukan penggabungan usaha (Tarigan et al., 2016). Zack dan Colombo *et al.* dalam Fahlevi (2022), mengungkapkan bahwa perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A setidaknya 60% diantaranya mengalami performa yang negatif. Penilaian terhadap kinerja keuangan bertujuan untuk mengetahui kinerja perusahaan pasca M&A dalam jangka panjang. Berdasarkan penelitian Suprihatin (2022), diketahui pada variabel CR, DAR, TATO, ROA, dan ROE memperlihatkan terdapat perubahan, sedangkan variabel NPM, EPS, dan PER tidak menunjukkan perubahan sebelum dan setelah merger.

Reaksi pasar dianalisis dengan *return* saham yang umumnya diamati dalam periode yang relatif singkat mencakup harian hingga bulanan dengan memberikan batasan waktu sebelum dan setelah peristiwa (*window period*). Penelitian oleh Pratiwi et al. (2021), menemukan bahwa tidak terjadi perubahan signifikan pada variabel *return* saham dan volume perdagangan saham sebelum dan setelah merger. Penelitian ini mengukur *return* saham akhir tahun untuk mengetahui perbedaan dalam jangka panjang.

*Good corporate governance* yang diwakili oleh proporsi dewan komisaris independen berperan dalam memperkuat hubungan kinerja keuangan dan *return* saham terhadap kinerja M&A. Vafeas dalam Tamrin & Maddatuang (2019), menyatakan bahwa komisaris bisa menumbuhkan kualitas laba melalui pengurangan pada tingkat manajemen laba dengan pengawasan pada pelaporan keuangan. Hadiprajitno & Krisnauli dalam Suaidah (2020), menyampaikan bahwa semakin banyak dewan komisaris artinya lebih besar pengendalian, sehingga manajemen dapat berbuat searah dengan kemauan investor serta dapat meninggikan rasio perputaran aset dan juga mengurangi biaya keagenan.

## **2. KAJIAN TEORITIS**

### ***Theory Of The Firm***

*Theory of the firm* adalah konsep mikroekonomi yang menjelaskan bahwa perusahaan menghasilkan barang atau jasa dan menjual produk yang dihasilkan kepada konsumen akhir untuk memperoleh keuntungan yang maksimal (Harianto et al., 2022).

### ***Agency Theory***

Jensen & Meckling dalam Tamrin & Maddatuang (2019), menjelaskan teori agensi adalah hubungan antara pemilik sumber daya ekonomi (*principal*) dengan manajer (*agent*) yang mengelola pemanfaatan dan pengawasan sumber daya tersebut. Pemilik perusahaan atau pemegang saham sebagai *principal* memiliki kontrol tidak langsung atas pengambilan

keputusan perusahaan. Manajer sebagai agen bertindak untuk mengelola dan mengambil keputusan atas kegiatan operasi.

### ***Teori Corporate Control***

*Teori corporate control* merupakan konsep yang menjelaskan hak dalam menetapkan anggota dewan direksi, hak dalam mempekerjakan dan memutuskan manajer tingkat tertinggi, serta hak untuk menentukan gaji. Kontrol diartikan sebagai kekuasaan atas perusahaan dengan tingkat pengaruh yang berbeda oleh pemegang saham.

### ***Behavioral Finance***

*Teori behavioral finance* merupakan teori yang menjelaskan karakteristik investor yang tidak serasional yang gambarkan oleh teori pasar yang efisien. Investor layaknya manusia kebanyakan yang mengeluarkan bias-bias psikologis secara terstruktur. Bias-bias tersebut akan berakibat pada harga hingga menjadi tidak efisien (Mamduh M. Hanafi, 2023).

### **Merger dan Akuisisi**

Merger merupakan peleburan dua atau lebih perusahaan yang bertujuan untuk menjaga eksistensi salah satu perusahaan dan melakukan likuidasi terhadap perusahaan lainnya (Saliman & Wirazilmustaan, 2020). Akuisisi merupakan beralihnya kepemilikan saham atau aset suatu perusahaan yang menyebabkan terjadinya perubahan atas pengendalian perusahaan tersebut.

### **Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan adalah pengukuran dengan cara menghitung rasio dengan memakai laporan keuangan guna menaksir keadaan keuangan dan kinerja perusahaan (Thian, 2022).

### **Return Saham**

*Return* menurut Jogiyanto dalam Amtiran (2022), adalah hasil yang didapatkan dari kegiatan investasi. *Return* bisa berbentuk pengembalian yang sudah diterima (*realized return*) atau pengembalian yang belum diterima namun diharapkan akan didapatkan di waktu mendatang (*expected return*). Tingkat keuntungan (*gain*) dan kerugian (*loss*) yang dicapai investor dari investasi disebut sebagai *return* saham.

### ***Good Corporate Governance***

SKN BUMN No. 117/2002, memaparkan definisi dari *Good Corporate Governance* adalah tahapan serta susunan yang dipakai perusahaan untuk memperbaiki akuntabilitas perusahaan dalam memperoleh nilai pemegang saham jangka panjang dengan mengamati kepentingan lainnya, berlandaskan undang-undang dan etika (Franita, 2018).

### **3. METODE PENELITIAN**

Jenis penelitian yang diterapkan yaitu metode komparatif dengan pendekatan kuantitatif. Data sekunder diterima dari Bursa Efek Indonesia (BEI) berbentuk laporan keuangan, laporan tahunan perusahaan, dan harga penutupan saham akhir tahun. Subjek penelitian yaitu perusahaan yang listing di BEI yang melaksanakan M&A tercatat di KPPU tahun 2021. Penelitian ini melibatkan populasi sebanyak 21 perusahaan. Teknik sampling memanfaatkan metode *purposive sampling*. Banyaknya sampel yang didapatkan sejumlah 11 perusahaan dengan masa pengamatan 4 tahun yaitu 2 tahun sebelum dan setelah M&A. Sehingga jumlah data yang didapatkan adalah 44. Analisis data menggunakan *software IBM SPSS* versi 27 dengan melakukan analisis deskriptif, uji asumsi klasik, analisis regresi linier berganda, dan uji hipotesis (*paired sample t-test*, uji t, uji  $R^2$ , dan uji MRA).

### **4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

#### **Hasil Penelitian**

**Tabel 1** Statistik Deskriptif

<b>Descriptive Statistics</b>					
	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
X1 (ROA)	44	-.227	.260	.03474	.086004
X2 (CR)	44	.448	5.746	2.33676	1.508410
X3 (DER)	44	.112	6.395	1.71317	1.716003
X4 (TATO)	44	.050	1.125	.45627	.364078
X5 (EPS)	44	-76.180	398.000	55.18052	94.300583
X6 (RS)	44	-.628	5.818	.13040	.937763
Y (M&A)	44	0	1	.50	.506
Z (DKI)	44	.333	.800	.49344	.125831
Valid N (listwise)	44				

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Tabel tersebut menunjukkan bahwa terdapat 44 data yang digunakan. Hasil output menyatakan nilai minimum, maksimum, *mean*, hingga standar deviasi pada setiap variabel penelitian. Besarnya standar deviasi dari nilai *mean* menandakan keberagaman variabel,

sedangkan rendahnya nilai standar deviasi dari nilai *mean* menandakan bahwa variabel tidak bervariasi.

**Tabel 2 Uji Normalitas**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		44
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	0
	Std. Deviation	.47905
Most Extreme Differences	Absolute	.185
	Positive	.185
	Negative	-.184
Kolmogorov-Smirnov Z		1.226
Asymp. Sig. (2-tailed)		.099

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar  $0,099 < 0,05$  pada tabel hasil uji normalitas diatas, menyatakan bahwa data telah terdistribusi dengan normal.

**Tabel 3 Uji Multikolonieritas**

Model	Coefficients <sup>a</sup>		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error				Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.045	.518		-.087	.931		
X1 (ROA)	-1.502	1.546	-.255	-.972	.338	.360	2.775
X2 (CR)	.000	.074	.001	.004	.997	.508	1.969
X3 (DER)	-.070	.084	-.237	-.830	.412	.306	3.270
X4 (TATO)	.228	.312	.164	.732	.469	.494	2.025
X5 (EPS)	.001	.001	.244	.972	.338	.395	2.533
X6 (RS)	-.035	.089	-.065	-.396	.694	.916	1.092
Z (DKI)	1.103	.774	.274	1.426	.163	.673	1.487

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Hasil uji multikolonieritas menunjukkan bahwa tidak ada gejala multikolonieritas karena setiap variabel menunjukkan nilai tolerance  $> 0,10$  dan VIF  $< 10,00$ .

**Tabel 4 Uji Heteroskedastisitas**

Model	Coefficients <sup>a</sup>		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
	Unstandardized Coefficients B	Std. Error			
1 (Constant)	.099	.398		.250	.804
X1 (ROA)	.144	.259		.158	.555
X3 (DER)	5.793E-5	.013		.001	.005
X4 (TATO)	-.063	.049		-.292	-1.283
X5 (EPS)	.000	.000		-.163	-.648
Z (DKI)	.068	.118		.110	.579

LNX6 (RS)	.010	.218	.007	.044	.965
LNX2 (CR)	-.030	.027	-.262	-1.103	.278

a. Dependent Variable: ABS\_RES2

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Hasil uji heteroskedastisitas menyatakan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas sebab semua variabel memiliki nilai Sign. > 0,05.

**Tabel 5** Uji Autokorelasi

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.694 <sup>a</sup>	.482	.378	.11950	1.932

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Uji autokorelasi Durbin-Watson menunjukkan bahwa nilai  $dU < d < 4-dU$  atau  $1,8538 < 1,902 < 2,1462$  yang berarti bahwa tidak timbul autokorelasi.

**Tabel 6** Analisis Regresi Linier Berganda

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.832	.085		9.789	.000
	X1 (ROA)	-1.313	.521	-.443	-2.519	.016
	X2 (CR)	-.021	.024	-.128	-.890	.379
	X3 (DER)	-.122	.026	-.837	-4.696	.000
	X4 (TATO)	-.249	.071	-.420	-3.488	.001
	X5 (EPS)	.002	.000	.640	3.805	.001
	X6 (RS)	-.064	.030	-.246	-2.149	.038

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Diketahui nilai konstanta sebesar 0,832, artinya kalau tidak ada perubahan variabel X (nilai X adalah 0) maka nilai variabel Y sebesar 0,832. Koefisien regresi ROA adalah -1,313, artinya jika ROA naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832. Koefisien regresi CR adalah -0,021, artinya jika CR naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832. Koefisien regresi DER adalah -0,122, artinya jika DER naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832. Koefisien regresi TATO adalah -0,294, artinya jika TATO naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832. Koefisien regresi EPS adalah 0,002, artinya jika EPS naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832. Koefisien regresi *return* saham adalah -0,064, artinya jika *return* saham naik 1 nilai, maka kinerja M&A turun 0,832.

**Tabel 7 Paired Sample Statistics**

		<b>Paired Samples Statistics</b>			
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROA SBLM	.0396	22	.10890	.02322
	ROA STLH	.0298	22	.05689	.01213
Pair 2	CR SBLM	2.3606	22	1.58967	.33892
	CR STLH	2.3129	22	1.45970	.31121
Pair 3	DER SBLM	1.7562	22	1.72803	.36842
	DER STLH	1.6702	22	1.74344	.37170
Pair 4	TATO SBLM	.4505	22	.35583	.07586
	TATO STLH	.4620	22	.38044	.08111
Pair 5	EPS SBLM	48.3423	22	81.49406	17.37459
	EPS STLH	62.0188	22	107.09528	22.83279
Pair 6	RS SBLM	.2301	22	1.28972	.27497
	RS STLH	.0307	22	.34130	.07276

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Tabel diatas menunjukkan bahwa rata-rata kinerja keuangan dan *return* saham sebelum dan setelah M&A tidak berbeda secara signifikan.

**Tabel 8 Paired Sample Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ROA SBLM & ROA STLH	22	.458	.032
Pair 2	CR SBLM & CR STLH	22	.877	.000
Pair 3	DER SBLM & DER STLH	22	.883	.000
Pair 4	TATO SBLM & TATO STLH	22	.944	.000
Pair 5	EPS SBLM & EPS STLH	22	.643	.001
Pair 6	RS SBLM & RS STLH	22	.231	.300

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Tabel *paired sample correlations* menghasilkan bahwa variabel ROA, CR, DER, TATO, dan EPS mendapatkan nilai *Sign.* < 0,05 sehingga variabel sebelum dan setelah M&A memiliki hubungan. Sedangkan pada variabel *return* saham mendapatkan nilai *Sign.* > 0,05 yang artinya antara variabel sebelum dan setelah M&A tidak memiliki hubungan.

**Tabel 9 Paired Sample T-Test**

		<b>Paired Samples Test</b>								
		Paired Differences						t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
					Lower	Upper				
Pair 1	ROA SBLM - ROA STLH	.00980	.09709	.02070	-.03325	.05285	.473	21	.641	
Pair 2	CR SBLM - CR STLH	.04765	.76768	.16367	-.29272	.38802	.291	21	.774	

Pair 3	DER SBLM - DER STLH	.08596	.84121	.17935	-.28701	.45893	.479	21	.637
Pair 4	TATO SBLM - TATO STLH	-.01154	.12563	.02678	-.06724	.04416	-.431	21	.671
Pair 5	EPS SBLM - EPS STLH	-	82.9477	17.6845	-50.45347	23.10045	-.773	21	.448
		13.6765	2	1					
		1							
Pair 6	RS SBLM - RS STLH	.19934	1.25547	.26767	-.35731	.75598	.745	21	.465

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Berdasarkan *paired sample t-test*, seluruh variabel mendapatkan nilai  $\text{sign.} > 0,05$ . Artinya sebelum dan setelah M&A tidak menunjukkan perbedaan kinerja keuangan dan *return* saham.

**Tabel 10 Uji T**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.832	.085			9.789	.000
X1 (ROA)	-1.313	.521	-.443		-2.519	.016
X2 (CR)	-.021	.024	-.128		-.890	.379
X3 (DER)	-.122	.026	-.837		-4.696	.000
X4 (TATO)	-.249	.071	-.420		-3.488	.001
X5 (EPS)	.002	.000	.640		3.805	.001
X6 (RS)	-.064	.030	-.246		-2.149	.038

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Menurut hasil uji t, variabel ROA, DER, TATO, EPS, dan *return* saham memiliki nilai  $\text{sign.} < 0,05$  dan nilai t hitung  $> 2,02619$  (nilai t tabel) yang menunjukkan bahwa variabel X mempunyai pengaruh terhadap variabel Y secara signifikan. Sedangkan variabel CR memiliki nilai  $\text{sign.} > 0,05$  dan nilai t hitung  $< 2,02619$  (nilai t tabel) menunjukkan bahwa variabel X tidak mempunyai pengaruh pada variabel Y secara signifikan.

**Tabel 11 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.758 <sup>a</sup>	.575	.506	.17903

Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)

Dijelaskan bahwa nilai *adjusted R square* memiliki nilai sebesar 0,506 yang menunjukkan pengaruh variabel X terhadap Y sebanyak 50,6%. Sedangkan 49,4% lainnya mendapatkan pengaruh dari faktor lain yang tidak termasuk dalam variabel penelitian.



**Tabel 12** Regresi X\*Z

		<b>Coefficients<sup>a</sup></b>				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.284	.079		3.592	.001
	X1 (ROA)	-1.187	1.066	-.401	-1.114	.274
	X2 (CR)	-.011	.033	-.064	-.327	.746
	X3 (DER)	-.151	.035	-1.031	-4.268	.001
	X4 (TATO)	-.232	.081	-.391	-2.850	.008
	X5 (EPS)	.001	.001	.548	2.410	.022
	X6 (RS)	-.372	.076	-1.421	-4.862	.001
	Z (DKI)	.527	.146	.260	3.618	.001
	X1_Z	-.683	2.222	-.111	-.307	.761
	X2_Z	.004	.069	.013	.060	.953
	X3_Z	.142	.059	.616	2.405	.023
	X4_Z	.971	.198	.560	4.908	.001
	X5_Z	.000	.001	-.108	-.449	.657
	X6_Z	.678	.153	1.244	4.422	.001

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Menurut hasil uji MRA pada variabel ROA, CR, EPS dengan proporsi dewan komisaris independen memiliki nilai sign. > 0,05, artinya variabel Z tidak bisa memoderasi hubungan variabel X kepada variabel Y. Sedangkan, variabel DER, TATO, *Return Saham* dengan proporsi dewan komisaris independen mendapatkan nilai sign. < 0,05, artinya variabel Z bisa memoderasi hubungan variabel X kepada variabel Y.

**Tabel 13** Adjusted R Square X\*Z

<b>Model Summary<sup>b</sup></b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.992 <sup>a</sup>	.983	.976	.03968

*Sumber : Data diolah output SPSS 27 (2024)*

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,976, dengan ini setelah adanya variabel moderasi yaitu proporsi dewan komisaris independen (Z), hubungan variabel independen (X) kepada variabel dependen (Y) menjadi sebanyak 97,6%.

## **Pembahasan**

### **a. Perbedaan Rasio Profitabilitas Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi**

Rasio profitabilitas yang diprosikan oleh ROA tidak menunjukkan perbedaan sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign. 0,641 > 0,05. ROA memiliki standard > 5%, semakin tinggi nilai ROA semakin besar laba bersih yang diterima pada setiap dolar yang tertanam dalam total aset (Hutabarat, 2023). Rata-rata ROA sebelum M&A sebesar 3,96% dan

setelah M&A sebesar 2,98%. Artinya perusahaan belum dapat memanfaatkan asetnya secara efisien untuk menghasilkan laba. Sejalan dengan *theory of the firm* yang menekankan bahwa perusahaan ada karena aktivitas produksi dan distribusi yang bertujuan untuk memaksimalkan keuntungan dengan menciptakan kesenjangan antara pendapatan dan biaya (Harianto et al., 2022). Hasil serupa ditunjukkan oleh Setiawan & Amelia (2024), menyatakan bahwa ROA tidak menunjukkan peningkatan performa setelah M&A.

b. Perbedaan Rasio Likuiditas Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Rasio likuiditas yang diprosikan oleh CR tidak menunjukkan perbedaan pada sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,774 > 0,05$ . CR memiliki nilai standard  $> 2$ , tingginya nilai CR menunjukkan besarnya kapabilitas perusahaan untuk mencukupi kewajiban jangka pendek (Hutabarat, 2023). Rata-rata CR sebelum M&A sebesar 2,3606 dan setelah M&A sebesar 2,3129. Artinya perusahaan memperoleh tingkat likuiditas yang memadai baik sebelum dan setelah M&A. Penelitian ini ditunjang oleh Widiyanto et al. (2021), yang menyatakan tidak terdapat perubahan signifikan pada variabel CR sebelum dan setelah M&A.

c. Perbedaan Rasio Solvabilitas Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Rasio solvabilitas yang diprosikan oleh DER tidak menunjukkan perbedaan pada sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,637 > 0,05$ . DER memiliki standard  $< 4$ , dimana rendahnya rasio DER menunjukkan tingginya kapabilitas perusahaan untuk menutupi hutangnya dari pihak luar dan membayar hutang dari modal tersebut (Hutabarat, 2023). Rata-rata DER sebelum M&A adalah 1,756 dan setelah M&A sebesar 1,670. Artinya perusahaan memiliki tingkat hutang yang sehat dibandingkan dengan ekuitasnya. Hasil penelitian yang sama oleh Widiyanto et al. (2021), memaparkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada DER sebelum dan sesudah M&A.

d. Perbedaan Rasio Aktivitas Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Rasio aktivitas yang diprosikan oleh TATO tidak menunjukkan perbedaan pada sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,671 > 0,05$ . TATO memiliki nilai standar  $> 1$ , tingginya nilai rasio menunjukkan efisiensi perusahaan dalam mendapatkan penjualan dibandingkan dengan asetnya. Rata-rata TATO sebelum M&A sebesar 0,4505 dan setelah M&A sebesar 0,4620. Artinya perusahaan belum memanfaatkan asetnya secara efektif untuk meningkatkan penjualan. Hasil yang serupa dipaparkan oleh Gandamihardja & Rusliati (2020), memberikan hasil bahwa tidak terjadi perubahan signifikan pada TATO sebelum dan setelah akuisisi.

e. Perbedaan Rasio Pasar Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Rasio pasar yang diproksikan oleh EPS tidak terdapat perbedaan sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,448 > 0,05$ . EPS memiliki standard  $< 15$ , tingginya nilai EPS menunjukkan banyaknya investor yang ingin menanamkan modalnya sehingga harga saham pun otomatis akan tinggi (Hutabarat, 2023). Rata-rata EPS sebelum M&A sebesar 48,342 dan setelah M&A sebesar 62,018. Meskipun terdapat peningkatan nilai rata-rata EPS, uji beda menunjukkan bahwa peningkatan ini tidak signifikan secara statistik. Hasil yang sama pada penelitian oleh Suprihatin (2022), bahwa EPS tidak menunjukkan adanya perubahan yang signifikan pada kinerja keuangan sebelum dan setelah M&A.

f. Perbedaan Return Saham Sebelum dan Setelah Merger dan Akuisisi

Return saham tidak menunjukkan perbedaan pada sebelum dan setelah M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,465 > 0,05$ . Hanafi dalam Mamduh M. Hanafi (2023), menyatakan bahwa pasar dapat dikatakan efisien apabila sebelum pengumuman tampak ada fluktuasi harga. Pasar dapat mengantisipasi pengumuman akuisisi, bisa juga terjadi kebocoran informasi mengenai pengumuman tersebut. Pola seperti itu menandakan bahwa pasar efisien dalam artian berusaha mengantisipasi suatu peristiwa. Dari penelitian yang telah dilakukan, grafik menunjukkan harga yang tetap meningkat setelah pengumuman. Hal tersebut menunjukkan adanya gejala *underreaction*, yang mengindikasikan bahwa pasar Indonesia belum efisien. Temuan ini sejalan dengan pemaparan Pratiwi et al. (2021), yang menuturkan bahwa pada variabel *return* saham dan volume perdagangan tidak menunjukkan perbedaan sebelum dan setelah dilakukannya merger.

g. Pengaruh Rasio Profitabilitas Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen tidak mampu memoderasi hubungan ROA terhadap kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,761 > 0,05$ . Hasil serupa dalam penelitian oleh Septiana & Aris (2023), menunjukkan proporsi dewan komisaris independen memberikan pengaruh yang berarti pada kinerja keuangan bank. Hasil ini tidak sesuai dengan Vafeas dalam Tamrin & Maddatuang (2019), memaparkan bahwa komisaris bisa menaikkan kualitas laba dengan mengurangi tingkat manajemen laba melalui pengawasan pada pelaporan keuangan.

h. Pengaruh Rasio Likuiditas Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen tidak mampu memoderasi hubungan CR kepada kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,953 > 0,05$ . Hasil yang sama dalam penelitian oleh Septiana & Aris (2023), menunjukkan bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak mempengaruhi kinerja keuangan bank. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan Hadiprajitno & Krisnauli dalam Suaidah (2020), mengungkapkan bahwa besarnya ukuran dewan komisaris menunjukkan tingginya tingkat pengawasan, sehingga manajemen mampu menaikkan rasio perputaran aset dan menekan biaya keagenan.

i. Pengaruh Rasio Solvabilitas Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen mampu memoderasi pengaruh DER terhadap kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,023 < 0,05$ . Hasil ini konsisten pada penelitian Novtaviani (2021), mendapati bahwa proporsi dewan komisaris independen memberikan pengaruh kepada kinerja keuangan perusahaan setelah pelaksanaan M&A.

j. Pengaruh Rasio Aktivitas Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen mampu memoderasi hubungan TATO kepada kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,001 < 0,05$ . Penelitian ini memiliki hasil sesuai pada penelitian yang dilaksanakan oleh Novtaviani (2021), bahwa proporsi dewan komisaris independen memberikan pengaruh kepada kinerja keuangan perusahaan setelah pelaksanaan M&A.

k. Pengaruh Rasio Pasar Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen tidak mampu memoderasi hubungan EPS kepada kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,657 > 0,05$ . Hasil yang serupa dalam Septiana & Aris (2023), menghasilkan bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak mempengaruhi kinerja keuangan bank. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan Hadiprajitno & Krisnauli dalam Suaidah (2020), menyampaikan bahwa semakin banyak dewan komisaris menandakan lebih tinggi pengawasan, sehingga manajemen akan berlaku selaras dengan permintaan pemegang saham dan dapat menaikkan rasio perputaran aset serta menurunkan biaya keagenan.

1. Pengaruh *Return* Saham Terhadap Kinerja Merger dan Akuisisi dengan Dimoderasi Proporsi Dewan Komisaris Independen

Proporsi dewan komisaris independen mampu memoderasi hubungan *return* saham kepada kinerja M&A yang ditunjukkan dari nilai sign.  $0,001 < 0,05$ . Hasil yang sama dipaparkan oleh Salim (2017), bahwa *good corporate governance* menunjukkan pengaruhnya kepada *return* saham. Hasil temuan ini sejalan pada penelitian Hadiprajitno & Krisnauli dalam Suaidah (2020), menyampaikan bahwa semakin banyak dewan komisaris menunjukkan lebih tinggi tingkat pengawasan, sehingga manajemen dapat bertindak konsisten pada permintaan pemegang saham serta dapat menaikkan rasio perputaran aset dan mengurangi biaya keagenan.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Dengan mempertimbangkan hasil temuan dan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa:

- a. Analisis tidak menunjukkan adanya perubahan signifikan dalam rasio keuangan *return on asset*, *current ratio*, *debt to equity ratio*, *total asset turnover*, *earning per share*, dan *return* saham perusahaan sebelum dan setelah merger serta akuisisi.
- b. Proporsi dewan komisaris independen dalam jumlah tertentu tidak cukup untuk mempengaruhi kinerja keuangan yang diukur melalui *return on asset*, *current ratio*, dan *earning per share* dalam konteks merger dan akuisisi.
- c. Proporsi dewan komisaris independen terbukti mampu memoderasi pengaruh *debt to equity ratio*, *total asset turnover*, dan *return* saham terhadap kinerja perusahaan pasca merger dan akuisisi.

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, peneliti memberikan sejumlah rekomendasi bagi beberapa pihak, antara lain :

- a. Sebelum memutuskan berinvestasi, disarankan untuk melakukan analisis mendalam terhadap kinerja perusahaan baik sebelum maupun sesudah transaksi tersebut.
- b. Perusahaan yang telah M&A perlu secara berkala mengevaluasi strategi bisnis yang telah diterapkan untuk memastikan bahwa tujuan strategis perusahaan tercapai dan kinerja keuangan terus membaik.
- c. Penelitian di masa mendatang dapat mengembangkan variabel lain yang potensial memengaruhi kinerja M&A sehingga hasil penelitian lebih komprehensif.

## DAFTAR REFERENSI

- Akhbar, R. T., Nurdin, A., & Maspupah, U. S. (2021). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Setelah Merger atau Akuisisi. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(4), 966–976. <https://doi.org/10.24843/eja.2021.v31.i04.p13>
- Amtiran, P. Y. (2022). Arbitrage Pricing Theory : Kajian Makroekonomi, Return Pasar dan Risiko Politik Terhadap Return Saham. PT. Literasi Nusantara Abadi Grup.
- Fahlevi, A. R. (2022). DAMPAK PELAKSANAAN MERGER DAN AKUISISI (M&A) TERHADAP TINGKAT EFISIENSI DAN KINERJA PASAR PERUSAHAAN: STUDI KASUS PADA PERBANKAN DI INDONESIA. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, 19(2), 204–224.
- Franita, R. (2018). Mekanisme Good Corporate Governance dan Nilai Perusahaan.
- Gandamihardja, S., & Rusliati, E. (2020). Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Non-Keuangan. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 12(1), 25–30.
- Hariato, Rifin, A., & Rosiana, N. (2022). *Ekonomi Manajerial (1st ed.)*. PT Penerbit IPB Press.
- Hutabarat, F. (2023). Analisa Laporan Keuangan : Perspektif Warren Buffet. Mamduh M. Hanafi. (2023). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi : Review Teori dan Bukti Empiris*. Gadjah Mada University Press.
- Novtaviani, R. (2021). Pengaruh Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan: Sebelum Sesudah Merger dan Akuisisi. *Jurnal Ecodemia: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Bisnis*, 5(2), 175–183. <http://ejournal.bsi.ac.id/ejurnal/index.php/ecodemica>
- Pratiwi, I. G. A. M. A. M. A., Dwipradnyana, I. M. M., & Diatmika, I. G. N. D. (2021). ANALISIS PERBANDINGAN RETURN SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SETELAH MERGER (Studi Kasus pada PT. Bank Syariah Indonesia Tbk.). *Majalah Ilmiah Untab*, 18(1), 108–113.
- Salim, A. (2017). PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE PERCEPTION INDEX (CGPI) DAN UKURAN PERUSAHAAN (ZISE) TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM (STUDI KASUS PADA PESERTA CGPI 2006-2009). *Ekomadania*, 1(1), 87–116.
- Saliman, A. R., & Wirazilmustaan. (2020). *Hukum Bisnis Untuk Perusahaan: Teori dan Contoh Kasus (12th ed.)*. Prenadamedia Group.
- Septiana, N., & Aris, M. A. (2023). Analisis Proposi Dewan Komisaris Independen, Ukuran Dewan Direksi, Komite Audit, Blockholder Ownership terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Manajemen*, 4(2), 101–114. <https://doi.org/10.35912/jakman.v4i2.1051>
- Setiawan, C., & Amelia, P. (2024). Financial and Efficiency Performance before and after Mergers and Acquisitions in the Indonesian Infrastructure Industry. *Journal of Infrastructure Policy and Management*, 7(1), 43–62.
- Suaidah, Y. M. (2020). *Good Corporate Governance dalam Biaya Keagenan pada Sistem Perbankan Indonesia (1st ed.)*. Scopindo Media Pustaka.
- Suprihatin, N. S. (2022). Komparasi Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Merger Dan Akuisisi Pada Perusahaan Pengakuisisi Di BEI. *Jurnal Akuntansi : Kajian Ilmiah Akuntansi*, 9(1), 126–144. <https://doi.org/10.30656/jak.v9i1.4038>

- Tamrin, M., & Maddatuang, B. (2019). Penerapan Konsep Good Corporate Governance dalam Industri Manufaktur di Indonesia (1st ed.). Penerbit IPB Press.
- Tarigan, J., Yenewan, S., & Natalia, G. (2016). MERGER DAN AKUISISI: dari Perspektif Strategis dan Kondisi Indonesia (Pendekatan Konsep dan Studi Kasus) (1st ed.). Ekuilibria.
- Thian, A. (2022). Analisis Laporan Keuangan (1st ed.). ANDI.
- Widianto, T., Khristiana, Y., & Pahlawi, L. A. I. (2021). Analysis of the Company's Financial Performance Before and After Mergers and Acquisitions of Go Public Companies in Indonesia. *Advance : Jurnal Accounting*, 8(2), 47–54. <http://e-journal.stie-aub.ac.id>