

Analisis Komparatif: Apakah Ada Perbedaan Kinerja Finansial Korporasi Sektor Non Keuangan di BEI Pra dan Pasca *Merger* Akuisisi?

Comparative Analysis: Is There a Difference in the Financial Performance of Non-Financial Sector Corporations on the BEI Pre and Post Merger Acquisition?

Adelia Septiliani*

Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YPPI Rembang
E-mail: adeliasepti 0119@gmail.com

Dian Anita Sari

Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas YPPI Rembang
E-mail: dian.soekamto@gmail.com

ABSTRACT

This research is intended to assess whether there are significant changes in the financial performance of non-financial companies on the Indonesia Stock Exchange before and after a merger or acquisition. Financial performance is tested using four financial indicators, namely liquidity ratio, solvency, profitability and activity. Data were analyzed by applying the paired sample t-test for data that was considered normal and while data was considered not normally distributed using the Wilcoxon signed ranks test. Data is collected with documentation. Data comes from secondary data. The data type uses documentary. The research sample consisted of 11 non-financial companies that carried out mergers and acquisitions in the 2016-2020 period and were listed on the Indonesian Stock Exchange. Purposive sampling technique was used in sampling. The time interval chosen in this research is three years before the merger or acquisition and three years after the merger or acquisition. From the study results, it was found that there were differences in the CR, DER and TATO ratios before or after mergers and acquisitions, while there was no change in the ROA ratio pre-implementation and post-implementation of mergers and acquisitions.

Keywords: Acquisition, financial performance, merger.

ABSTRAK

Riset ini dimaksudkan untuk menilai apakah terdapat perubahan signifikan dalam kinerja keuangan perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia sebelum dan setelah *merger* atau akuisisi. Kinerja keuangan diuji memakai empat indikator keuangan, yaitu rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas. Data dianalisis dengan mengaplikasikan uji *paired sample t-test* untuk data yang dianggap normal dan sementara data dianggap berdistribusi tidak normal mempergunakan *Wilcoxon signed ranks test*. Data dikumpulkan dengan dokumentasi. Data bersumber dari data sekunder. Jenis data menggunakan dokumenter. Sampel penelitian terdiri dari 11 perusahaan non-keuangan yang melakukan *merger* dan akuisisi periode 2016-2020 serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik *purposive sampling* digunakan dalam pengambilan *sampling*. Interval waktu yang dipilih dalam riset ini tiga tahun pra *merger* atau akuisisi dan tiga tahun pasca *merger* akuisisi. Dari hasil studi ditemukan adanya perbedaan pada rasio CR, DER beserta TATO pra atau setelah *merger* dan akuisisi, sementara tidak memperlihatkan perubahan rasio ROA pra-pelaksanaan serta pasca-pelaksanaan *merger* maupun akuisisi.

Kata kunci: Akuisisi, kinerja finansial, *merger*.

***Corresponding author**

PENDAHULUAN

Di era integrasi global, lembaga bisnis dituntut untuk terus berinovasi supaya dapat bertahan dan bersaing dengan kompetitor lainnya. Untuk itu, berbagai strategi bisnis diperlukan agar sebuah perusahaan dapat terus bertumbuh dan berkembang. Pemilihan strategi yang tepat akan melibatkan berbagai keputusan strategis yang penting. Salah satu strategi internal yang dapat diterapkan adalah perbaikan produk, peluncuran hasil baru, atau upaya untuk mempertahankan serta meningkatkan performa produk yang sudah ada. Selain itu, metode lain yang bisa dipertimbangkan ialah dilakukannya koordinasi dengan pihak ketiga melalui *merger* serta akuisisi (Amatilah *et al.*, 2021). Proses evolusi *merger* akuisisi di Indonesia dimulai pasca krisis ekonomi yang melanda antara tahun 1998 hingga 2004. Pada periode tersebut, hanya segelintir investor tertentu yang memiliki keberanian untuk melaksanakan akuisisi terhadap entitas korporasi yang ada di Indonesia. Namun, setelah Indonesia berhasil keluar dari krisis ekonomi yang melanda kawasan Asia, investor asing mulai melakukan aksi penggabungan ataupun akuisisi dengan tingkat agresivitas yang signifikan di Indonesia. Puncak dari fenomena ini tercatat pada rentang tahun 2009-2011, di mana minat investor global untuk menanamkan modal mereka di Indonesia mengalami lonjakan yang luar biasa (Lyssa'adah & Budiman, 2022). Kegiatan ini sering diterapkan di perusahaan non-keuangan.

Merger dan akuisisi dapat dilakukan oleh entitas non keuangan sebagai strategi ekspansi, yang mampu memperkuat nilai tambah dengan asistensi dari entitas yang memiliki keahlian lebih dalam keuangan. Perusahaan non keuangan dapat menjadi perusahaan target atau perusahaan akuisitor dalam proses *merger* dan akuisisi. Perusahaan sasaran merujuk pada entitas yang akan diambil kepemilikannya, sementara perusahaan akuisitor adalah pihak pengakuisisi. Perubahan kinerja finansial emiten non-keuangan akibat *merger* dan akuisisi bisa bersifat positif maupun negatif, tergantung pada bagaimana proses tersebut dijalankan.

Menurut Nasir & Morina (2018) menjelaskan bahwa *merger* sebagai proses menggabungkan dua badan usaha untuk bersatu, tetapi badan usaha yang melakukan penggabungan mungkin mengalami pembubaran atau penghapusan. Akuisisi adalah strategi dari sebuah perusahaan guna memperluas kendali dan kepemilikannya dengan mengambil alih perusahaan lain melalui proses integrasi (Amatilah *et al.*, 2021). Meskipun *merger* dan akuisisi memiliki makna yang berbeda, keduanya pada dasarnya merujuk pada proses penggabungan usaha. Dalam implementasi strategi *merger* dan akuisisi, perusahaan berharap memperoleh imbal hasil atau keuntungan yang dapat dinikmati sebagai konsekuensi dari pelaksanaan strategi tersebut. Imbal hasil yang diharapkan tersebut meliputi peningkatan profitabilitas perusahaan, apresiasi harga saham yang lebih tinggi, meningkatnya jumlah investor yang berkomitmen untuk menanamkan dananya, serta peningkatan tingkat pengenalan perusahaan di kalangan publik (Sundari, 2016). Perkembangan perusahaan non keuangan yang terlibat dalam *merger* dan akuisisi antara tahun 2010-2023 mengalami fluktuatif.

Tabel 1. Data Korporasi Non Keuangan yang Mengalami *Merger* Akuisisi 2010-2023

Tahun	Jumlah Perusahaan
2010	1
2011	7
2012	11
2013	15
2014	10
2015	4
2016	11
2017	10
2018	16
2019	13
2020	10
2021	16
2022	10
2023	6
Total	140

Sumber: <https://kppu.go.id/daftar-notifikasi-merger/>.

Berdasarkan data, total perusahaan non-keuangan yang menjalankan *merger* dan akuisisi menunjukkan fluktuasi, baik peningkatan maupun penurunan. Aspek ini adalah aspek yang harus mendapat perhatian utama dari pemegang saham sebelum keputusan investasi di perusahaan tersebut diambil. Menurut Qoni'ah dan Hidayat (2023) teori sinyal pada umumnya dapat dijelaskan sebagai pesan yang dikirimkan oleh perusahaan kepada para investor, yang bisa berupa sinyal baik ataupun buruk. Sebagian berita yang disampaikan perusahaan kepada pihak yang berinvestasi adalah pemberitahuan terkait *merger* dan akuisisi. Pengumuman ini menjadi sinyal bagi pasar, yang dapat menghasilkan respons pasar berupa reaksi positif maupun negatif. Perubahan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan keberhasilan kegiatan *merger* dan akuisisi. Kinerja keuangan menurut Amatilah *et al.* (2021) adalah kemampuan pengelolaan keuangan dalam mencapai sasaran perusahaan, yakni memperoleh laba yang optimal guna menambah kualitas perusahaan. Secara umum, untuk menilai tingkat keberhasilan entitas dalam *merger* atau akuisisi, bisa dilakukan cara meninjau kondisi finansial perusahaan melalui analisis laporan keuangan yang dimilikinya.

Dalam analisis evaluatif terhadap performa korporasi yang merefleksikan tingkat keberhasilan aksi korporasi *merger* dan akuisisi, penilaian dapat dikaji melalui interpretasi laporan keuangan yang diprosikan menggunakan indikator likuiditas dan profitabilitas, seperti *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on asset*, serta *total asset turnover*. CR berfungsi sebagai metrik fundamental dalam mengukur kapasitas entitas bisnis dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang jatuh tempo. Studi yang dikemukakan oleh Ali (2020) dan Nisafitri (2020) menunjukkan adanya disparitas nilai CR antara periode pra- dan pasca-*merger* serta akuisisi, sedangkan temuan penelitian yang dilakukan oleh Salsadila *et al.* (2021) dan Amatilah *et al.* (2021) justru mengindikasikan ketidakhadiran variabilitas nilai CR dalam dua periode tersebut. Sementara itu, DER sering dijadikan sebagai parameter oleh investor guna mengevaluasi proporsi utang korporasi terhadap struktur ekuitas yang dimilikinya. Temuan empiris dari Amatilah *et al.* (2021) serta Izzatika *et al.* (2021) menunjukkan adanya perbedaan DER sebelum dan sesudah aksi korporasi M&A. Namun, hasil penelitian yang dilakukan oleh Ali (2020) dan Salsadila *et al.* (2021) tidak menemukan adanya variabilitas DER dalam dua periode tersebut.

Dalam aspek profitabilitas, ROA digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan mampu mengkonversi aset yang dimilikinya menjadi laba bersih. Studi yang dipublikasikan oleh Nisafitri (2020) serta Amatilah *et al.* (2021) menegaskan adanya disparitas signifikan dalam rasio ROA sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi, tetapi temuan yang diungkap oleh Izzatika *et al.* (2021) tidak mengidentifikasi adanya perbedaan dalam metrik tersebut. Di sisi lain, TATO berfungsi sebagai indikator efisiensi perusahaan dalam mengoptimalkan total asetnya guna menghasilkan pendapatan operasional. Temuan yang dikemukakan oleh Qoni'ah dan Hidayat (2023) serta Salsadila *et al.* (2021) mengindikasikan adanya perbedaan yang signifikan dalam nilai TATO sebelum dan sesudah aksi M&A. Namun, hasil studi yang dipresentasikan oleh Kurniati & Asmirawati (2022) justru menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan material pada nilai TATO dalam periode yang sama. Dengan demikian, penelitian terkait *merger* dan akuisisi menunjukkan dinamika variatif dalam berbagai parameter keuangan, di mana hasil yang diperoleh dapat bergantung pada faktor internal perusahaan maupun kondisi eksternal yang mempengaruhi efektivitas strategi M&A.

Analisis empiris terkait fenomena *merger* dan akuisisi dalam entitas korporasi non-keuangan memberikan signifikansi multi-dimensi bagi berbagai pemangku kepentingan, mencakup entitas bisnis yang berambisi mengoptimalkan formulasi strategi korporasi, pemodal yang berorientasi pada evaluasi implikasi *merger* dan akuisisi terhadap valuasi ekuitas, serta otoritas regulasi yang memiliki mandat untuk menegakkan mekanisme persaingan yang sehat dalam ekosistem pasar. Eksplorasi yang lebih komprehensif mengenai dinamika *merger* dan akuisisi berkontribusi terhadap peningkatan presisi dalam proses formulasi keputusan strategis serta konstruksi kebijakan ekonomi berbasis evidensial.

Tinjauan Pustaka

Signalling Theory

Teori sinyal memberikan panduan tentang proses perusahaan mengirimkan isyarat kepada pemakai data keuangan. Keterangan yang mencerminkan upaya pengelolaan dalam merealisasikan kepentingan investor disampaikan dalam bentuk isyarat ini. Dalam hal ini, teori sinyal mengacu pada informasi yang disampaikan perusahaan kepada pemodal, baik dalam bentuk sinyal menguntungkan maupun merugikan. Bagi pihak eksternal, informasi yang dimiliki perusahaan sangat krusial karena menjadi acuan dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi yang valid, menyeluruh, dan relevan dibutuhkan oleh pihak eksternal. Sinyal tersebut dapat berupa berbagai informasi tentang tindakan atau kinerja perusahaan, yang kemudian dianalisis untuk menentukan apakah sinyal tersebut bersifat positif atau negatif. Informasi yang disampaikan oleh manajemen harus mencerminkan transparansi dan keandalan (Gozali & Panggabean, 2019). Keuntungan dari penerapan teori sinyal terletak pada kemampuannya untuk memfasilitasi perusahaan dalam membedakan diri dari entitas lain yang tidak memiliki informasi positif ataupun negatif dengan memberikan pembaruan kepada pasar mengenai keadaan internal mereka. Pasar cenderung akan meragukan kredibilitas sinyal yang diberikan oleh perusahaan yang memiliki rekam jejak kinerja keuangan yang kurang memadai, terutama ketika berkaitan dengan proyeksi kinerja yang optimistis di masa depan (Monika & Sudjarni, 2017).

Menurut Novitasari dan Sari (2024) dengan teori sinyal, investor dapat mengetahui keunggulan perusahaan karena perusahaan akan memberikan sinyal kepada investor berupa data dan informasi yang signifikan sehingga menunjukkan keunggulan dari perusahaan tersebut dibanding perusahaan pesaing. Informasi yang diumumkan kepada

publik berfungsi sebagai indikator bagi investor dalam menentukan langkah penempatan dana. Jika terdapat nilai positif dalam pengumuman tersebut, respons pasar diperkirakan akan muncul ketika informasi itu disetujui. Salah satu jenis berita yang disampaikan perusahaan kepada pasar adalah pengumuman soal *merger* atau akuisisi. Kabar adanya penggabungan dan pengambilalihan dapat menjadi tanda bagi pasar, baik dengan dampak positif atau negatif, yang memicu reaksi dari lingkungan bisnis. Jika pengumuman tersebut dipersepsikan jika dianggap sebagai kabar baik yang akan memberikan dampak sinergis menguntungkan bagi perusahaan, itu dianggap sebagai indikasi positif. Sebaliknya, jika kabar tersebut dipandang sebagai kabar buruk dan investor percaya bahwa strategi tersebut berpotensi membawa dampak negatif, maka informasi tersebut akan dianggap sebagai sinyal negatif.

Merger dan Akuisisi

Nasir & Morina (2018) *merger* mendefinisikan sebagai proses mengonsolidasikan dua perusahaan menjadi satu, tetapi perusahaan yang melakukan penggabungan mungkin mengalami pembubaran atau penghapusan. Sedangkan menurut Gozali dan Panggabean (2019) *merger* ialah cara atau strategi yang ditempuh oleh perusahaan untuk memperluas dan mengembangkan usahanya. *Merger* bisa disamakan dengan penyatuan. Namun, nama dan identitas perusahaan yang dikuasai tetap dipertahankan perusahaan yang mengakuisisi, sementara semua harta dan tanggungan dari perusahaan yang diakuisisi dipindahkan seluruhnya. Dalam situasi ini, entitas yang membeli diperkirakan menyerap harta ataupun kewajiban dari entitas yang dibeli. Proses koalisi antara dua atau lebih entitas mengarah pada pembentukan satu entitas, dengan mempertahankan status hukum dari salah satu perusahaan, dan menghapuskan perusahaan lainnya. Ekspansi bisnis eksternal untuk mengembangkan unit usaha dapat dilakukan dengan dua metode, yaitu melalui *merger* atau kepemilikan saham mayoritas di korporasi lain.

Penyatuan institusi dapat berupa *merger* maupun akuisisi, sementara kepemilikan mayoritas saham perusahaan lain merupakan bentuk penguasaan langsung atas perusahaan tersebut. Menurut Fatoni dan Soleh (2022) secara umum, terdapat dua alasan utama yang mendasari keputusan untuk melakukan *merger*. Pertama, tujuan untuk meningkatkan profitabilitas yang tercatat, baik secara aktual maupun proyektif, sehingga pihak yang memperoleh keuntungan dari pelaksanaan *merger* ini adalah *shareholder gains*. Kelompok kedua memandang *merger* sebagai upaya yang didorong oleh kepentingan pribadi *managerial gains*, yang tidak selalu sejalan dengan kepentingan jangka panjang perusahaan itu sendiri.

Akuisisi merujuk pada integrasi yang dilakukan oleh beberapa perusahaan, yang memungkinkan perusahaan pengakuisisi untuk mengendalikan atau memiliki aset dan saham perusahaan yang diakuisisi (Amatilah *et al.*, 2021). Akuisisi dipandang sebagai bentuk penanaman modal pada anak perusahaan, di mana perusahaan memperoleh kendali atas sebagian besar kepemilikan perusahaan lain, sehingga terjalin keterkaitan induk dan anak perusahaan. Walaupun kepemilikan sahamnya berada di tangan perusahaan, perusahaan yang diakuisisi masih beroperasi selaku entitas ekonomi yang terpisah dan independen. Dengan demikian, badan usaha terpisah tetap berfungsi oleh kedua perusahaan atau lebih tersebut. Dalam mengimplementasikan upaya penguasaan, perusahaan berharap memperoleh berbagai keuntungan, seperti peningkatan laba, kenaikan harga saham, bertambahnya jumlah *investor* yang berinvestasi di perusahaan, serta meningkatnya pengenalan perusahaan di masyarakat.

Kinerja Keuangan

Menurut Nasir dan Morina (2018) kinerja keuangan adalah alat ukur yang diaplikasikan dalam mengevaluasi pencapaian suatu perusahaan. Artinya, kinerja keuangan menjadi refleksi dari progres dan prospek yang menguntungkan bagi entitas bisnis. Penilaian prestasi keuangan bisa dicapai melalui laporan bisnis. Tujuan dari analisis performa finansial adalah sebagai sarana mengevaluasi taktik yang diterapkan dalam rangka *merger* dan akuisisi. Instrumen yang dipakai ketika mengevaluasi kinerja keuangan adalah penggunaan indeks keuangan. Rasio keuangan adalah analisis terhadap prestasi keuangan dan kemampuan perusahaan dilakukan dengan membandingkan berbagai elemen dalam laporan keuangan guna mengetahui status keuangan perusahaan (Nasir & Morina, 2018). Data yang diperoleh melalui analisis kinerja dengan menggunakan rasio keuangan berfungsi untuk menilai pencapaian yang telah dicapai oleh manajemen entitas, serta untuk memberikan arahan yang berharga dalam proses pengembangan dan perencanaan strategis di masa depan. Hasil dari analisis keuangan ini kemudian menjadi dasar yang digunakan untuk menggambarkan keadaan dan kondisi finansial perusahaan secara menyeluruh (Suprihatin, 2022). Di bawah ini adalah beberapa rasio finansial yang diterapkan pada entitas:

1. Rasio Likuiditas

Sebagaimana yang dikatakan Nisafitri (2020) rasio likuiditas berfungsi mengukur kinerja keuangan lembaga bisnis dalam hal pemenuhan utang jangka pendek. Dalam studi ini, rasio yang digunakan adalah *Current Ratio* (CR) dimana rasio ini mengevaluasi kapasitas perusahaan dalam menyelesaikan tanggungan yang jatuh tempo pada saat tertagih seluruhnya. Dengan melakukan pengukuran likuiditas, bisa mengetahui seberapa besar jumlah kas yang bisa diperoleh dari penjualan aset. Dengan CR yang tinggi, perusahaan menunjukkan adanya surplus aktiva lancar (tingginya likuiditas dan rendahnya risiko), namun hal ini dapat berdampak buruk pada profitabilitas. CR yang rendah menjelaskan bahwa perusahaan memiliki keterbatasan dalam memenuhi hutangnya.

2. Rasio Solvabilitas

Menurut Nisafitri (2020) rasio solvabilitas digunakan untuk menilai berapa jauh aset perusahaan didanai dari pinjaman. Sedangkan menurut (Yanti & Widodo, 2023) rasio yang digunakan untuk menghitung proporsi hutang yang diterapkan dalam pendanaan aset organisasi dikenal sebagai rasio solvabilitas. *Debt to Equity Ratio* (DER) diambil sebagai koefisien solvabilitas dalam penelitian yang akan dilakukan. Perbandingan antara utang dan ekuitas dinilai menggunakan rasio DER. Total utang, termasuk kewajiban jangka pendek, dibandingkan dengan total ekuitas untuk menghitung rasio ini. Rasio ini penting untuk mengukur proporsi modal antara peminjam dan perusahaan. Menurut teori sinyal, semakin besar proporsi utang perusahaan, kian meningkat pula risiko yang dihadapinya. Jadi, pelaku investasi yang bermaksud melakukan investasi di perusahaan tersebut mungkin tidak mendapat keuntungan optimal karena profitabilitasnya sedang menurun. Investor akan memberikan sinyal positif terhadap penurunan nilai DER karena mereka berpandangan hal itu dapat menaikkan nilai saham. Peningkatan harga saham dapat memperbesar kekayaan sehingga perusahaan dapat melunasi hutang dengan lancar. Dengan demikian, hal itu nanti memberikan sinyal bagus kepada penginvestasi, kemudian dapat memperkuat kepercayaan pasar terhadap masa depan perusahaan.

3. Rasio Profitabilitas

Kapasitas suatu entitas dalam mendapatkan profit dari penjualan, aset, dan modalnya dijelaskan oleh rasio profitabilitas (Mardiana & Suryandani, 2021). Menurut (Izzatika *et al.*, 2021) mengatakan *return on asset* berupa indikator yang dipakai untuk mengevaluasi seberapa lama perusahaan mampu memperoleh keuntungan dari penggunaan aset dalam operasionalnya. Hubungan teori sinyal terhadap profitabilitas adalah perusahaan dengan kinerja profit tinggi menunjukkan hasil yang baik dan menggambarkan potensi perusahaan dalam memperoleh laba. Diharapkan entitas yang melaksanakan *merger* akuisisi bisa mencapai integrasi yang positif, baik dari sisi finansial maupun pengelolaan bisnis, sehingga dapat memudahkan peningkatan laba dengan tingginya rasio profitabilitas.

4. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas merupakan ukuran untuk menilai sejauh mana efisiensi manajemen perusahaan ketika mengelola aktivitya (Finansia, 2017). Dalam penelitian yang dilakukan memakai *total asset turnover* (TATO). Rasio perputaran aset berfungsi membandingkan nilai pengelolaan harta perusahaan secara keseluruhan, serta mengukur seberapa banyak penjualan yang dihasilkan perusahaan per setiap rupiah asetnya (Salsadila *et al.*, 2021). Dalam konteks teori sinyal, semakin tinggi TATO semakin positif sinyal yang diberikan kepada investor, sebab melalui peningkatan aktivitas yang lebih perusahaan dapat memperoleh profit signifikan. Seiring meningkatnya rasio aktivitas, laba yang diraih perusahaan pun akan lebih besar.

Pengembangan Hipotesis

Current Ratio Sebelum dan Sesudah *Dimerger* dan Diakuisisi

Current ratio yaitu indikator yang menilai kapasitas entitas usaha bisnis untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo pada saat tertagih seluruhnya. Informasi nilai CR yang tinggi menerangkan bahwa instansi dapat membayar beban jangka pendeknya, dengan ini menandakan prospek yang baik untuk investor dalam melakukan investasi terhadap perseroan. Selepas kegiatan *merger* atau akuisisi, tingkat CR cenderung naik. *Merger* dan akuisisi dilaksanakan dengan tujuan agar perusahaan mampu memperluas pangsa pasarnya, selanjutnya dapat menaikkan penjualan. Peningkatan penjualan ini dapat mengarah pada peningkatan pendapatan perusahaan dalam bentuk aset lancar, sehingga memperbesar daya bayar perusahaan terhadap kewajiban jangka pendek.

Sebelum berlangsungnya proses *merger* atau akuisisi, entitas korporasi yang berperan sebagai target maupun *acquirer* dapat mengartikulasikan indikasi strategis kepada pasar melalui parameter rasio keuangan, salah satunya adalah CR. Tingginya CR sebelum pelaksanaan M&A dapat merepresentasikan kapabilitas likuiditas yang mumpuni serta kecakapan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Namun, eksistensi CR yang terlalu tinggi berpotensi diinterpretasikan sebagai inefisiensi dalam pemanfaatan aset likuid perusahaan. Sebaliknya, CR yang rendah dapat merefleksikan indikasi kesulitan likuiditas, yang dalam beberapa kondisi dapat menjadikan perusahaan tersebut sebagai target akuisisi oleh entitas lain dengan fundamental keuangan yang lebih stabil. Pasca pelaksanaan *merger* atau akuisisi, *Current Ratio* (CR) dari entitas hasil penggabungan dapat mengalami fluktuasi yang merefleksikan konsekuensi finansial dari proses integrasi tersebut. Peningkatan CR dapat diinterpretasikan sebagai indikasi positif bahwa sinergi antara aset serta manajemen keuangan kedua entitas menghasilkan optimalisasi likuiditas. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa pihak pengakuisisi telah berhasil mengelola aset lancar dan kewajiban jangka pendek secara lebih efisien.

Sebaliknya, penurunan CR dapat menjadi sinyal negatif yang menandakan adanya disrupsi keseimbangan keuangan, yang dapat disebabkan oleh eskalasi liabilitas jangka pendek atau tantangan dalam proses integrasi aset dan struktur keuangan antarperusahaan.

Temuan dari riset yang dilakukan Nisafitri (2020), Ali (2020) dan (Arifianto, 2022) mengungkapkan *current ratio* pra atau pasca *merger* serta akuisisi ada perbedaan. Hipotesis mengenai CR pada perusahaan non-keuangan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi dapat didefinisikan sebelum M&A, likuiditas yang baik diharapkan dapat ditunjukkan oleh perusahaan dengan CR yang tinggi, sehingga minat investor dapat ditarik dan sinyal positif mengenai stabilitas keuangan dapat diberikan. Berdasarkan hipotesis ini, diasumsikan bahwa kepercayaan investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan CR yang baik akan meningkat, sehingga kenaikan harga saham cenderung terjadi. Sedangkan untuk hipotesis sesudah M&A, variasi dalam perubahan CR dapat terjadi. Jika peningkatan aset lancar berhasil dicapai tanpa adanya kenaikan kewajiban lancar yang signifikan, maka peningkatan atau kestabilan CR diharapkan, sehingga peningkatan likuiditas dapat ditunjukkan. Namun, jika kewajiban meningkat lebih cepat dibandingkan dengan aset lancar, penurunan CR dapat terjadi, yang berpotensi menimbulkan persepsi negatif di kalangan investor serta mempengaruhi harga saham secara negatif. Maka hipotesis dalam penelitian yang akan dilakukan adalah:

H1: Diduga pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, terdapat variasi *current ratio* sebelum dan selepas *merger* akuisisi.

Debt to Equity Ratio Sebelum dan Sesudah *Dimerger* dan Diakuisisi

DER mencerminkan indikator guna menilai perhitungan utang serta ekuitas. Indikator ini dihitung melalui perhitungan total pinjaman, termasuk kewajiban jangka pendek, dengan total aset bersih. DER digunakan guna mengukur proporsi dana antara peminjam dan perusahaan. Rencana *merger* dan akuisisi suatu perusahaan bisa mengundang investor untuk menanamkan dana, terutama jika ekspansi itu dianggap memiliki prospek positif di masa depan. Peningkatan jumlah pemodal yang tertarik menanamkan modalnya akan mempengaruhi volume DER perusahaan, karena modal yang dimiliki perusahaan akan bertambah. Kenaikan modal ini akan mengurangi beban kreditur, memungkinkan perusahaan untuk membayar utangnya dan mengurangi ketergantungannya pada pihak eksternal, sehingga risiko perusahaan menjadi lebih rendah.

Menurut teori sinyal, semakin tinggi tingkat utang perusahaan, semakin meningkat pula risiko yang dihadapinya. Jadi, pemodal yang berminat berinvestasi di lembaga bisnis tersebut mungkin tidak mendapat keuntungan optimal karena profitabilitasnya sedang menurun. Investor akan memberikan sinyal positif terhadap penurunan nilai DER karena mereka berpandangan hal itu dapat menstimulasi melonjaknya kurs saham. Pertumbuhan kurs saham memperkuat kekayaan sehingga perusahaan dapat melunasi hutang dengan lancar. Dengan demikian, diartikan dapat memberikan sinyal menguntungkan kepada pemberi sumber dana, yang kemudian akan mendorong kepercayaan pasar terhadap masa depan perusahaan. Adanya *merger* dan akuisisi diharapkan akan menjadi penyertaan modal perusahaan dan meminimalisir nilai DER.

Sebelum *merger* atau akuisisi, DER berfungsi sebagai indikator strategis bagi perusahaan yang terlibat. DER tinggi pada perusahaan target dapat mengisyaratkan ketergantungan berlebih pada utang, meningkatkan risiko finansial, dan berpotensi menekan valuasi akuisisi akibat eksposur kewajiban yang lebih besar. Namun, dalam beberapa skenario, DER tinggi juga dapat mencerminkan strategi ekspansi agresif dengan pemanfaatan utang yang optimal. Sebaliknya, DER rendah menunjukkan stabilitas

finansial yang lebih besar, menjadikannya lebih menarik bagi acquirer yang mencari aset berisiko rendah. Selain itu, DER rendah dapat mengindikasikan kapasitas tambahan untuk leverage pasca-*merger*, meningkatkan fleksibilitas keuangan perusahaan hasil penggabungan. Sedangkan bagi perusahaan pengakuisisi jika DER tinggi dimiliki oleh perusahaan yang mengakuisisi, akuisisi ini mungkin dianggap berisiko oleh investor karena potensi peningkatan beban utang. Target dengan DER rendah cenderung dicari untuk menyeimbangkan struktur modal gabungan. DER rendah dijadikan sebagai sinyal bahwa kapasitas keuangan yang kuat dimiliki oleh perusahaan, memungkinkan pendanaan akuisisi tanpa penambahan utang yang berlebihan. Kepercayaan investor terhadap keberlanjutan pasca-*merger* dapat meningkat sebagai akibatnya. Pasca *merger* atau akuisisi, perubahan signifikan dalam DER dapat memberi sinyal baru bagi pasar. Peningkatan DER dapat dianggap negatif jika mencerminkan ketergantungan berlebih pada utang tanpa peningkatan profitabilitas, meskipun dapat diterima jika digunakan untuk ekspansi. Sebaliknya, penurunan DER menandakan restrukturisasi modal yang sukses, mengurangi ketergantungan pada utang, dan meningkatkan stabilitas keuangan serta kepercayaan investor.

Hasil kajian dari Amatilah *et al.* (2021) dan Arifianto (2022) membuktikan perbedaan DER sebelum dan sesudah penggabungan dan akuisisi. Hipotesis mengenai *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan non-keuangan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi bisa didefinisikan hipotesis sebelum M&A, risiko finansial yang lebih rendah diharapkan dapat ditunjukkan oleh perusahaan dengan DER yang rendah. Sinyal positif mengenai struktur modal yang sehat dan kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang diberikan kepada investor. Berdasarkan hipotesis ini, diasumsikan bahwa ketertarikan investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan DER rendah akan meningkat, sehingga stabilitas harga saham dapat didukung. Sedangkan untuk hipotesis sesudah M&A, indikasi mengenai dampak akuisisi terhadap struktur modal perusahaan dapat diberikan melalui perubahan dalam DER. Jika peningkatan utang terjadi secara signifikan tanpa diikuti oleh peningkatan proporsional dalam ekuitas, peningkatan DER diperkirakan akan terjadi, yang dapat menimbulkan kekhawatiran di kalangan investor terkait risiko likuiditas dan solvabilitas. Sebaliknya, jika posisi ekuitas diperkuat dan DER menurun, sinyal positif dapat diberikan, menunjukkan bahwa akuisisi berhasil meningkatkan nilai perusahaan. Maka hipotesis dalam studi yang dilakukan berbunyi:

H2: Diduga akan ada perbedaan dalam *debt to equity ratio* pra serta pasca *merger* dan akuisisi pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Saham Indonesia.

Return on Asset Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi

Menurut Izzatika *et al.*, (2021) mengatakan ROA ialah ukuran guna mengevaluasi potensi perusahaan dalam menciptakan keuntungan mengenai operasionalnya. Perusahaan bertujuan untuk meningkatkan pangsa pasarnya melalui *merger* dan akuisisi. Profit yang meningkat disebabkan oleh meningkatnya tingkat penjualan, penjualan yang meningkat akan menambah jumlah pendapatan yang diterima oleh perusahaan. Pendapatan yang bertambah berpengaruh pada meningkatnya jumlah laba bersih perusahaan. Teori sinyal memiliki peran yang sangat penting bagi pihak pemilik saham sebab menyajikan pengumuman yang akurat tentang perusahaan. Diharapkan perusahaan yang mengadakan proses *merger* dan akuisisi bisa mencapai sinergi, baik secara finansial maupun dalam pengelolaan usaha. Ini diharapkan akan mempermudah peningkatan laba perusahaan, yang tercermin dari tingginya rasio ROA. Sehingga nilai ROA akan mengalami peningkatan.

Hubungan antara teori sinyal dan ROA pada perusahaan non keuangan sebelum dan setelah *merger* dan akuisisi dapat dijelaskan entitas dengan *Return on Assets* (ROA) yang tinggi sebelum proses *merger* atau akuisisi berpotensi mengartikulasikan sinyal positif kepada pasar, merefleksikan ketangguhan manajemen keuangan serta kapabilitas operasional yang optimal. Sebaliknya, ROA yang rendah dapat mengindikasikan bahwa *merger* atau akuisisi dimanfaatkan sebagai instrumen strategis untuk meningkatkan profitabilitas melalui penciptaan sinergi atau ekspansi cakupan pasar. Investor dan pemangku kepentingan cenderung menafsirkan ROA pra-M&A sebagai parameter diagnostik awal dalam menilai prospek kinerja perusahaan secara holistik. Jika peningkatan ROA terjadi setelah M&A, sinyal positif tentang keberhasilan peningkatan efisiensi dan profitabilitas melalui integrasi aset serta strategi bisnis yang lebih baik dapat diberikan. Sebaliknya, jika penurunan ROA terjadi, sinyal negatif dapat ditunjukkan kepada pasar, mengindikasikan adanya kesulitan dalam pengelolaan aset tambahan atau inefisiensi pasca-M&A. Perubahan ROA akan dinilai oleh investor sebagai indikator keberhasilan atau kegagalan strategi M&A.

Riset oleh Amatilah *et al.* (2021), Ali (2020), Lyssa'adah & Budiman (2022) dan Arifianto (2022) mengungkapkan tidak perbedaan dalam ROA sebelumnya dan sesudahnya *merger* serta akuisisi. Hipotesis sebelum M&A, efisiensi dalam pengelolaan aset dan kemampuan untuk menghasilkan laba yang baik diharapkan dapat ditunjukkan oleh perusahaan dengan ROA yang tinggi. Diasumsikan bahwa ketertarikan investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan ROA tinggi akan meningkat, karena kinerja keuangan yang solid dan potensi pertumbuhan yang baik tercerminkan. Dalam konteks ini, sinyal positif bagi pasar dapat diberikan oleh ROA yang tinggi. Hipotesis sesudah M&A, indikasi tentang keberhasilan akuisisi dapat diberikan melalui perubahan dalam ROA. Jika peningkatan laba bersih terjadi tanpa adanya proporsi peningkatan aset yang signifikan, maka peningkatan ROA diharapkan, menunjukkan bahwa efisiensi dalam menghasilkan laba dari aset telah dicapai. Sebaliknya, jika total aset meningkat lebih besar dibandingkan dengan laba bersih, penurunan ROA dapat terjadi, yang berpotensi menimbulkan kekhawatiran di kalangan investor mengenai efektivitas akuisisi dan dampaknya terhadap profitabilitas. Maka, hipotesis yang diuji pada riset ini yaitu:

H3: Diduga ketidaksetaraan *return on asset* dapat ditemukan antara periode pra dan pasca *merger* serta akuisisi pada perusahaan non-bank yang tercantum di BEI.

Total Asset Turnover Sebelum dan Sesudah Dimerger Akuisisi

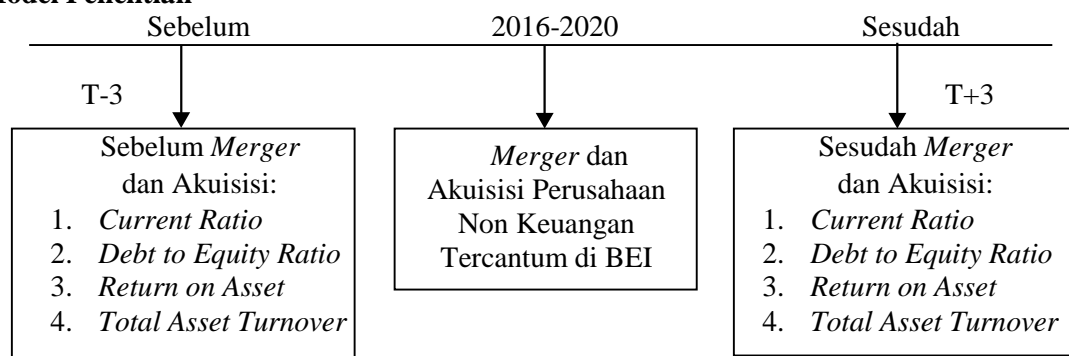
Dari sudut pandang Salsadila *et al.* (2021) rasio perputaran aset difungsikan sebagai alat membandingkan rotasi total kekayaan perusahaan dan mengukur hasil omset yang dihasilkan perusahaan dari nilai rupiah harta miliknya. Setelah melakukan *merger* dan akuisisi, diharapkan entitas bisnis dapat memperkuat modal dan mengatasi kekurangan, sehingga meningkatkan aktivitas dan efisiensi operasional perusahaan. Peningkatan efisiensi dalam aktivitas perusahaan akan meningkatkan penjualan, yang pada gilirannya nilai TATO akan naik. Semakin tinggi TATO maka perusahaan merupakan sinyal yang baik bagi investor, karena dengan tingkat aktivitas yang ekstrem maka perusahaan mampu memperoleh keuntungan yang besar. Rasio aktivitas yang tinggi berhubungan langsung dengan peluang keuntungan yang didapat perusahaan. Hal ini dapat diartikan semakin meningkatnya nilai TATO setelah *merger* dan akuisisi berarti perusahaan semakin efektif dan efisien dalam mengelola aktivitas perusahaan.

Sebelum M&A, efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan pendapatan tercermin melalui TATO. Sinyal positif mengenai manajemen aset yang baik dapat diberikan kepada pasar oleh perusahaan dengan TATO tinggi. Jika TATO rendah dimiliki

oleh perusahaan yang melakukan M&A, peningkatan efisiensi operasional melalui sinergi dapat menjadi alasan dilakukannya M&A. Jika peningkatan TATO terjadi setelah M&A, sinyal positif tentang keberhasilan peningkatan efisiensi penggunaan aset dapat diberikan. Sebaliknya, jika penurunan TATO terjadi, interpretasi pasar dapat mengarah pada ketidakefektifan integrasi aset atau peningkatan aset yang belum diimbangi dengan pertumbuhan pendapatan. Perubahan TATO akan dijadikan sebagai sinyal oleh investor untuk menilai keberhasilan atau kegagalan strategi M&A.

Hasil studi oleh Nisafitri (2020), Qoni'ah dan Hidayat (2023), Arifianto (2022), dan Salsadila *et al.* (2021) menerangkan bahwa TATO adanya perbedaan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi. Hipotesis sebelum terjadinya *merger* atau akuisisi, perusahaan dengan Total Asset Turnover (TATO) yang tinggi diharapkan merefleksikan kapabilitas superior dalam optimalisasi aset guna memaksimalkan volume penjualan. Hipotesis ini mengasumsikan bahwa TATO yang tinggi akan diinterpretasikan oleh investor sebagai indikasi efisiensi operasional yang tinggi, sehingga dapat memperkuat daya tarik investasi dan meningkatkan kepercayaan pasar. Korelasi positif antara peningkatan TATO dan efektivitas perputaran aktiva dalam menghasilkan profitabilitas semakin mengukuhkan signifikansi metrik ini dalam evaluasi kinerja korporasi. Sementara Hipotesis pasca *merger* atau akuisisi, dinamika perubahan dalam *Total Asset Turnover* (TATO) dapat berfungsi sebagai parameter diagnostik terhadap keberhasilan integrasi serta efektivitas operasional entitas hasil penggabungan. Apabila akuisisi mampu mendorong ekspansi pendapatan tanpa eskalasi aset yang berskala proporsional, peningkatan TATO diharapkan terjadi, mencerminkan optimalisasi pemanfaatan aset dalam aktivitas produktif. Sebaliknya, apabila pertumbuhan total aset melampaui peningkatan pendapatan, depresiasi TATO dapat terjadi, yang berpotensi menimbulkan skeptisisme investor terhadap efisiensi pengelolaan aset serta validitas strategis dari keputusan akuisisi tersebut. Maka hipotesis dalam penelitian yang akan dilakukan adalah: **H4:** Diduga terdapat fluktuasi *total asset turnover* terhadap perusahaan non keuangan di BEI sebelum dan pasca-*merger* dan akuisisi.

Model Penelitian



Keterangan:

T-3 = 3 tahun sebelum

T+3 = 3 tahun sesudah

Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan merupakan kuantitatif. Penelitian Ini mengambil sampel dari perusahaan non-finansial yang melaksanakan *merger* dan akuisisi antara 2016-2020 yang tercantum di BEI. Alasannya karena data dari tahun 2016-2020 umumnya sudah

tersedia dalam laporan keuangan tahunan, laporan perusahaan, dan publikasi BEI, sehingga memungkinkan analisis yang komprehensif dan valid. Dalam periode ini, ekonomi Indonesia mengalami berbagai kondisi, seperti pertumbuhan ekonomi stabil sebelum 2020 dan dampak pandemi COVID-19 pada akhir periode. Data dikumpulkan menggunakan teknik dokumentasi, sementara data sekunder digunakan sebagai sumber data. Teknik analisis data yang diterapkan adalah *paired sample t-test* dipakai jika data berpola simetris atau *Wilcoxon signed ranks test* jika data tanpa pola simetris. Teknik sampel dipilih melalui *purposive sampling* dengan kriteria berikut:

- Perusahaan non-keuangan yang *merger* dan akuisisi dilakukan selama periode 2016-2020 teregistrasi pada lembaga Komisi Pengawasan Persaingan Usaha (KPPU).
- Entitas bisnis non-keuangan yang tersimpan di BEI dan tidak pernah *delisting* dalam rentang waktu 2016-2020.
- Tanggal pelaksanaan *merger* dan akuisisi diketahui secara pasti.

Berikut ini daftar perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *merger* serta akuisisi tahun 2016-2020:

Tabel 2. Daftar Perusahaan Non-Finansial yang Melakukan *Merger* Akuisisi 2016-2020

Perusahaan Induk	Perusahaan Target	Tanggal	Ket
PT Jasa Marga (Persero) Tbk	PT Solo Ngawi Jaya	22 Januari 2016	Akuisisi
PT Darma Henwa Tbk	PT Cipta Multi Prima	29 Januari 2016	Akuisisi
PT Erajaya Swasembada Tbk	PT Axioo International Indonesia	16 Februari 2016	Akuisisi
PT London Sumatera Indonesia Tbk	PT Pasir Luhur	29 Maret 2016	Akuisisi
PT Plaza Indonesia Realty Tbk	PT Citra Asri Property	16 Mei 2016	Akuisisi
PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	PT Multi Makanan Permai	19 September 2016	Akuisisi
PT PP Properti Tbk	PT Wisma Seratus Sejahtera	19 September 2016	Akuisisi
PT Golden Energy Mines Tbk	PT Era Mitra Selaras	13 Oktober 2016	Akuisisi
PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk	Golden Harvest Cocoa Pte Ltd	26 Oktober 2016	Akuisisi
PT Tower Bersama Infrastruktur Tbk	PT Jaringan Pintar Indonesia	2 November 2016	Akuisisi
PT Amman Mineral Internasional Tbk	PT Amman Mineral Nusa Tenggara	14 Desember 2016	Akuisisi
PT Medco Energi International Tbk	Lundin Sea Holding BV	3 Januari 2017	Akuisisi
PT Siloam International Hospital Tbk	PT Graha Ultima Medika	2 Maret 2017	Akuisisi
PT Elang Mahkota Teknologi Tbk	PT Espay Debit Indonesia Koe	13 Maret 2017	Akuisisi
PT Rimo International Lestari Tbk	PT Hokindo Properti Investama	26 Mei 2017	Akuisisi
PT PP Presisi Tbk	PT Lancarjaya Mandiri Abadi	21 Juli 2017	Akuisisi
PT Global Digital Niaga Tbk	PT Globalnet Sejahtera	1 Agustus 2017	Akuisisi
PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk	PT Garudafood Beverage Jaya	24 Agustus 2017	<i>Merger</i>
PT Acset Indonusa Tbk	PT Bintai Kidenko Engineering Indonesia	5 September 2017	Akuisisi

Perusahaan Induk	Perusahaan Target	Tanggal	Ket
PT Darma Henwa Tbk	Pendopo Coal LTD	18 September 2017	Akuisisi
PT Indo Tambangraya Megah Tbk	PT Tepian Indah Sukses	20 Oktober 2017	Akuisisi
PT Multistrada Arah Sarana Tbk	PT Penta Artha Impressi	16 Januari 2018	Akuisisi
PT Indika Energy Tbk	PT Kideco Kaya Agung	19 Januari 2018	Akuisisi
PT Erajaya Swasembada Tbk	PT Indonesia Orisinil Teknologi	27 Februari 2018	Akuisisi
PT Sri Rejeki Isman Tbk	PT Primayudha Mandirijaya	26 Maret 2018	Akuisisi
PT Nippon Indosari Corporindo Tbk	PT Prima Top Boga	29 Maret 2018	Akuisisi
PT KMI Wire And Cable Tbk	PT Langgeng Bajapratama	29 Maret 2018	Akuisisi
PT Indo Tambangraya Megah Tbk	PT Energi Batubara Perkasa	19 April 2018	Akuisisi
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	PT Indofood Barokah Makmur	27 April 2018	Akuisisi
PT Medco Energi International Tbk	Lundin Indonesia Holding BV	27 April 2018	Akuisisi
PT Harum Energy Tbk	PT Bumi Karunia Pertiwi	22 Mei 2018	Akuisisi
PT Profesional Telekomunikasi Indonesia Tbk	PT Komet Infra Nusantara	5 Juli 2018	Akuisisi
PT Gajah Tunggal Tbk	PT Filamendo Sakti	9 Agustus 2018	Akuisisi
PT Golden Energy Mines Tbk	PT Dwikarya Sejati Utama	12 Oktober 2018	Akuisisi
PT Phaphros Tbk	PT Lucas Djaja Group	26 Oktober 2018	Akuisisi
PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	PT Gihon Telekomunikasi Indonesia Tbk	30 Oktober 2018	Akuisisi
PT PP Properti Tbk	PT Limasland Realty Cilegon	14 November 2018	Akuisisi
PT Dharma Satya Nusantara Tbk	PT Bima Palma Nugraha	10 Januari 2019	Akuisisi
PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	PT Visi Telekomunikasi Infrastruktur Tbk	11 Januari 2019	Akuisisi
PT Merdeka Copper Gold Tbk	PT Pani Bersama Jaya	22 Januari 2019	Akuisisi
PT Perusahaan Gas Negara Tbk	PT Pertamina Gas	28 Januari 2019	Akuisisi
PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk	PT Persada Sokka Tama	29 Maret 2019	Akuisisi
PT Pelabuhan Indonesia III	PT Terminal Petikemas Surabaya	17 Mei 2019	Akuisisi
PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk	PT Global Loyalty Indonesia	29 Agustus 2019	Akuisisi
PT MNC Vision Network Tbk	PT Digital Vision Network	30 Agustus 2019	Akuisisi
PT Indo-Rama Synthetics Tbk	PT Mitshubishi Chemical Indonesia	4 Oktober 2019	Akuisisi
PT Global Digital Niaga Tbk	PT Promoland Indowisata	11 Oktober 2019	Akuisisi

Perusahaan Induk	Perusahaan Target	Tanggal	Ket
PT Dian Swastatika Sentosa Tbk	-	15 November 2019	Akuisisi
PT Adhi Comuter Properti	PT Mega Graha Citra Perkasa	17 Desember 2019	akuisisi
PT Midi Utama Indonesia Tbk	-	31 Desember 2019	Akuisisi
PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk	-	21 Januari 2020	Akuisisi
PT Midi Utama Indonesia Tbk	PT Salim Anugerah Sejahtera	20 Februari 2020	Akuisisi
PT Buana Lintas Lautan Tbk	PT Mahameru Nusa Mentari	7 April 2020	Akuisisi
PT Profesional Telekomunikasi Indonesia Tbk	-	13 Mei 2020	Akuisisi
PT Surya Citra Media Tbk	PT Benson Media Kreasi	18 Mei 2020	Akuisisi
PT Dian Swastatika Sentosa Tbk	-	16 Juli 2020	Akuisisi
PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk	-	8 Oktober 2020	Akuisisi
PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk	PT Mulia Boga Raya Tbk	12 November 2020	Akuisisi
PT Indo-Raya Synthetics Tbk	PT Cikondang Kencana Prima	3 Desember 2020	Akuisisi
PT Elang Mahkota Teknologi Tbk	PT Sarana Meditama Metropolitan Tbk	16 Desember 2020	Akuisisi

Definisi Oprasional Variabel

1. *Current Ratio* (CR)

Secara sederhana, ukuran ini menilai tingkat ketersediaan dana jangka pendek untuk memenuhi kewajiban yang segera harus dibayar (Kasmir, 2019). *Current ratio* diproksi sebagai berikut (Kasmir, 2019):

$$CR = \frac{\text{Harta Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

2. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Debt to equity ratio ialah ukuran solvabilitas yang mengindikasikan hubungan antara dana tetap dengan tingkat pembiayaan kredit perusahaan (Kasmir, 2019). *Debt to equity ratio* diproksi berikut ini (Amatilah *et al.*, 2021):

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

3. *Return on Asset* (ROA)

Return on asset menggambarkan Rasio antara keuntungan operasional dengan modal sendiri dan pinjaman yang digunakan untuk memperoleh laba, digambarkan melalui format persen (Amatilah *et al.*, 2021). *Return on asset* dihitung menggunakan (Amatilah *et al.*, 2021):

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

4. Total Asset Turnover (TATO)

Rasio perputaran aset total berfungsi untuk membandingkan tingkat penjualan dengan jumlah keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan (Salsadila *et al.*, 2021). *Total asset turnover* dihitung dengan berikut (Kasmir, 2019):

$$\text{TATO} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$$

Uji Normalitas

Menguji apakah data dianggap normal atau tidak adalah tujuan penilaian normalitas. Jika statistik data normal, *paired sample t-test* digunakan, sementara jika angka terdistribusi tidak normal, uji *Wilcoxon signed rank* dapat digunakan. Dalam melakukan uji normalitas, peneliti menerapkan statistik uji *Kolmogorov-Smirnov*. Pengujian *Kolmogorov-Smirnov* menggunakan spesifikasi sebagai berikut (Ghozali, 2018):

- Apabila nilai Asymp. signifikansi > 0,05, dapat dikatakan berdistribusi normal.
- Jika nilai Asymp. signifikansi ≤ 0,05, distribusi dikatakan tidak normal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Tabel 3. Hasil Uji Deskripsi Statistik

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
CR SBLM	33	,19	3,07	1,5544	,64226
SQRT CR STLH	33	,83	1,87	1,2521	,24900
DER SBLM	33	,51	5,28	1,8196	1,24346
DER STLH	33	,11	2,92	1,0339	,66676
ROA SBLM	33	-8,20	11,01	4,2244	4,38642
ROA STLH	33	-1,26	14,15	4,7730	3,75974
SQRT TATO	33	,58	1,53	,9679	,25075
SBLM					
SQRT TATO	33	,27	1,50	,8166	,35357
STLH					
Valid N (listwise)	33				

Mengacu pada Tabel 2 total observasi dalam riset ini berjumlah 33 data dari 11 perusahaan sampel. Dapat dijelaskan bahwa CR pra-*merger* dan akuisisi memiliki nilai terendah berjumlah 0,19 kali, tertinggi 3,07 kali, *mean* 1,5544 kali dan deviasi standar mencapai 0,64226 kali. *Mean* variabel CR sebelum *merger* dan akuisisi lebih tinggi daripada standar deviasi, yang menunjukkan bahwa variasi data CR sebelum *merger* dan akuisisi relatif kecil. Sementara itu, SQRT CR setelah *merger* dan akuisisi memiliki nilai minimum 0,83 kali, maksimum 1,87 kali, *mean* 1,2521 kali dan tingkat penyebaran sebesar 0,24900 kali. *Mean* SQRT CR pasca-*merger* dan akuisisi juga melebihi nilai standar deviasi, artinya bahwa variasi CR setelah tahap penggabungan dan pengambilalihan juga kecil.

Dijelaskan oleh Tabel 2 bahwa DER sebelum *merger* dan akuisisi memiliki nilai minimal yaitu 0,51 kali, maksimal 5,28 kali, *mean* 1,8196 kali dan tingkat deviasi 1,24346 kali. *Mean* variabel DER sebelum *merger* dan akuisisi lebih tinggi dari simpangan baku, yang menunjukkan bahwa penyebaran data DER sebelum *merger* dan akuisisi relatif kecil. Sementara itu, DER setelah *merger* dan akuisisi memiliki nilai minimum 0,11 kali, maksimum 2,92 kali, *mean* 1,0339 kali dan standar deviasi sebanyak 0,66676. *Mean* DER

setelah juga lebih banyak dari standar deviasi, yang menunjukkan bahwa variasi data DER setelah *merger* dan akuisisi kecil.

Tabel 2 menjelaskan ROA sebelum konsolidasi dan akuisisi memiliki hasil minimum sebesar -8,20 persen, maksimum 11,01 persen, *mean* 4,2244 persen serta standar deviasi mencapai 4,38642 persen. Nilai *mean* elemen ROA sebelum, lebih rendah dibandingkan simpangan standar, yang menggambarkan bahwa distribusi data ROA sebelum *merger* dan akuisisi cukup tinggi. Sementara itu, ROA setelah *merger* dan akuisisi mempunyai penilaian terendah -1,26 persen, maksimum 14,15 persen, rata-rata 4,7730 persen dan tingkat keragaman senilai 3,75974 persen. Nilai rerata terhadap ROA setelah di *merger* akuisisi melebihi standar deviasi, artinya variasi statistik ROA setelah penggabungan relatif kecil.

Dilihat dari Tabel 2, diuraikan variabel SQRT TATO sebelum *merger* dan akuisisi menetapkan nilai terkecil sebesar 0,58 kali, maksimum 1,53 kali, rata-rata 0,9679 kali, dan deviasi baku 0,25075 kali. Nilai tengah variabel SQRT TATO sebelum *merger* dan akuisisi lebih banyak dibandingkan dengan standar deviasinya, yang mengindikasikan bahwa variasi data TATO awal *merger* dan akuisisi relatif kecil. Sebaliknya, diakhir *merger* dan akuisisi SQRT TATO memiliki nilai min 0,27 kali, maks 1,50 kali, nilai rata 0,8166 kali, dan tingkat deviasi 0,61585 kali. *Mean* setelah *merger* dan akuisisi juga lebih besar daripada standar deviasinya, menunjukkan bahwa TATO sebelum *merger* dan akuisisi memiliki penyebaran data lebih kecil.

Uji Normalitas

1. Hasil Uji Normalitas Pertama

Tabel 4. *Output* Pengujian Normalitas Sebelum *Outlier*

Variabel	Kolmogorov Smirnov	Sig. (2-Tailed)
CR Sebelum	0,188	0,000
CR Sesudah	0,263	0,000
DER Sebelum	0,205	0,000
DER Sesudah	0,171	0,000
ROA Sebelum	0,206	0,000
ROA Sesudah	0,169	0,000
TATO Sebelum	0,192	0,000
TATO Sesudah	0,248	0,000

Hasil pengolahan SPSS Tabel 3 menjelaskan nilai signifikan variabel CR, DER, ROA atau TATO pra dan pasca peristiwa digabung serta diakuisisi memperlihatkan nilai pada level signifikansi $< 0,05$. Selanjutnya bisa dikatakan data tidak berdistribusi normal. Selanjutnya peneliti melakukan pengobatan dengan melakukan *outlier* (*Z Score*) data pada uji normalitas yang kedua.

2. Hasil Uji Normalitas Kedua

Tabel 5. Hasil Tes Normalitas Setelah *Outlier*

Indikator	Kolmogorov Smirnov	Sig. (2-Tailed)
CR Sebelum	0,106	0,200
CR Setelah	0,154	0,045
DER Sebelum	0,147	0,069
DER Setelah	0,104	0,200
ROA Sebelum	0,099	0,200
ROA Setelah	0,092	0,200
TATO Sebelum	0,153	0,047
TATO Setelah	0,172	0,014

Hasil output SPSS pada Tabel 4 mengindikasikan bahwa angka *Sig. (2-tailed)* indikator CR pra aktivitas *merger* dan akuisisi mempunyai nilai dengan tingkat signifikansi $> 0,05$, sementara CR setelah di *merger* akuisisi memiliki tingkat signifikansi $< 0,05$. Variabel *debt to equity ratio* sebelum dan setelah peristiwa *merger* dan akuisisi memiliki angka signifikansi $> 0,05$. Pada rasio *return on asset* sebelum serta setelah proses penggabungan maupun akuisisi mempunyai tingkat signifikansi $> 0,05$. Variabel *total asset turnover* sebelum dan setelah aksi *merger* dan akuisisi memiliki nilai dengan level signifikansi < 5 persen. Hasil normalitas pada pengujian kedua menunjukkan terdapat variabel yang memiliki nilai *Asymp. Sig.* $< 0,05$. Variabel tersebut yaitu CR pasca *merger* dan akuisisi, TATO sebelum dan setelah *merger* dan akuisisi. Berdasarkan hal tersebut maka dilakukan transformasi data pada uji normalitas ketiga.

3. Hasil Uji Normalitas Ketiga

Transformasi data diterapkan dalam uji normalitas ketiga. Dilihat dari grafik kemiringan pada variabel CR setelah *merger* dan akuisisi menunjukkan lebih condong ke kanan bawah yaitu *moderat positive skewness* sehingga nanti setelah dilakukan transformasi data pada variabel CR pasca *merger* dan akuisisi berubah menjadi SQRTCR setelah *merger* dan akuisisi. Hal ini juga karena melihat dari grafik kemiringan terhadap TATO sebelum dan setelahnya *merger* dan akuisisi menunjukkan condong ke kanan bawah yaitu *moderat positive skewness* sehingga nanti setelah dilakukan transformasi data pada variabel TATO berubah menjadi SQRT TATO sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi.

Tabel 6. Luaran Uji Normalitas Sesudah Outlier serta Transformasi

Variabel	Kolmogorov Smirnov	Asymp. Sig
CR SBLM	0,106	0,200
SQRT CR SSDH	0,135	0,132
DER SBLM	0,147	0,069
DER SSDH	0,104	0,200
ROA SBLM	0,099	0,200
ROA SSDH	0,092	0,200
SQRT TATO SBLM	0,107	0,200
SQRT TATO SSDH	0,111	0,200

Data keluaran SPSS pada Tabel 5 menjelaskan besaran *Asymp. Sig* pada variabel *current ratio* dan *total asset turnover* sebelum dan setelah aktivitas *merger* dan akuisisi memiliki skor dengan signifikansi lebih dari 5 persen dimana awalnya variabel tersebut tidak berdistribusi normal. Sesudah dilakukan *outlier* dan transformasi semua data sudah berdistribusi secara simetris.

Hasil Uji Hipotesis

Metode statistik sampel berpasangan, yaitu *paired sample t-test* digunakan untuk menguji hipotesis dalam riset yang dilakukan karena data memiliki distribusi standar. Sampel berpasangan terdiri dari subjek yang sama namun menerima perlakuan berbeda. Melalui *paired sample test* analisis selisih antar rata-rata dua kelompok yang memiliki hubungan dilakukan (Ghozali, 2018). Capaian analisis uji t berpasangan dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 6 berikut:

Tabel 7. *Output Paired Sample T-test*

Variabel	Sig	Hasil Akhir
CR Pra serta Pasca <i>Merger</i> Akuisisi	0,014	H1 Disetujui
DER Pra dan Pasca <i>Merger</i> Akuisisi	0,000	H2 Disetujui
ROA Pra serta Pasca <i>Merger</i> dan Akuisisi	0,482	H3 Tidak Disetujui
TATO Pra dan Pasca <i>Merger</i> dan Akuisisi	0,000	H4 Disetujui

Berikut adalah penjelasan mengenai hasil uji hipotesis pada Tabel 6:

1. Hasil Uji Hipotesis Pertama (**H1**)

Diduga terjadi perbedaan *current ratio* pra dan pasca digabung serta di akuisisi pada lembaga bisnis non-finansial. Nilai signifikansi sebanyak 0,014 yang mana $< 0,05$, diperoleh dengan uji *paired sample t-test*. Disimpulkan hipotesis diterima, yang mengatakan bahwa ada variasi dalam CR periode pra-pasca *merger* maupun akuisisi pada lembaga bisnis non finansial yang tercantum di Bursa Efek Indonesia.

2. Hasil Uji Hipotesis Kedua (**H2**)

Menurut hipotesis kedua, diperkirakan ada perbedaan *debt to equity ratio* pra dan pasca kegiatan *merger* dan akuisisi pada entitas non-bank yang terdaftar di BEI. Hasil uji sampel berpasangan menunjukkan nilai signifikansi 0,000 berarti kurang dari 0,05. Berdasarkan hal tersebut, bisa disimpulkan jika hipotesis diterima, mengarah pada lembaga bukan keuangan yang tercatat di pasar saham Indonesia ditemukan perbedaan *debt to equity ratio* sebelum setelah *merger* dan pengambilalihan.

3. Hasil Uji Hipotesis Ketiga (**H3**)

Diduga sebelum dan sesudah dilakukan *merger* serta akuisisi adanya perbedaan terhadap entitas selain bank yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, yang dinyatakan dalam hipotesis ketiga. Nilai signifikansi 0,482 didapat dari uji t artinya $0,482 \geq 5$ persen. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis ditolak, yang menyatakan bahwa tidak ada perubahan pada rasio pengembalian aset sebelumnya dan setelah terjadinya *merger* serta akuisisi pada perusahaan non-keuangan tercatat di Bursa Efek Indonesia.

4. Hasil Uji Hipotesis Keempat (**H4**)

Diduga terjadi indikasi dalam perputaran total aset sebelumnya dan sesudah terjadinya *merger* dan akuisisi pada badan usaha non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sebagaimana dinyatakan dalam hipotesis keempat. Nilai signifikan senilai 0,000 ditunjukkan oleh pengujian t-test, yang berarti bahwa skor signifikansi kurang 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis diterima yang berbunyi terdapat perbedaan pra *merger* dan pasca akuisisi *total asset turnover* terhadap perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI.

Pembahasan

1. Perbandingan *Current Ratio* Sebelum *Merger* dan Sesudah Akuisisi

Uji pertama dari hipotesis menunjukkan bahwa ada variasi nilai CR diawal dan diakhir proses *merger* dan pengambilalihan. Banyak kejadian terjadi pada 2016-2020 diantaranya kebijakan *tax amnesty* (2016) program ini memperbesar likuiditas perusahaan melalui pengembalian aset luar negeri, yang sering dialihkan menjadi aset lancar seperti kas. Likuiditas tambahan ini memperkuat rasio lancar sebelum *merger* dan akuisisi (M&A) menunjukkan perusahaan mampu membayar kewajiban pendek. Kejadian pandemi covid juga mempengaruhi perbedaan ini. Pandemi memberikan tekanan pada perusahaan non-keuangan, khususnya di sektor ritel, transportasi, dan pariwisata, yang mengalami penurunan pendapatan dan gangguan arus kas.

Selama pandemi, banyak perusahaan melakukan divestasi unit bisnis non-inti untuk menjaga likuiditas dan memusatkan perhatian pada aktivitas utama mereka.

Langkah ini mencerminkan bahwa tekanan finansial mempengaruhi keputusan strategis perusahaan, termasuk pelepasan aset yang kurang menguntungkan. Secara keseluruhan, pandemi menciptakan peluang bagi perusahaan besar untuk ekspansi melalui *merger* dan akuisisi, sementara banyak perusahaan kecil terpaksa menyerah akibat tekanan finansial. Banyak perusahaan terlibat dalam *merger & akuisisi* dengan CR yang lebih rendah dari kondisi normal, sementara perusahaan dengan CR yang stabil sebelum pandemi cenderung mengakuisisi perusahaan yang lebih lemah. Pemanfaatan likuiditas untuk *merger* akuisisi, ditambah dengan bertambahnya utang jangka pendek, bisa menyebabkan penurunan CR, meskipun pengaruhnya tidak signifikan jika perusahaan mampu meningkatkan pendapatan dari hasil akuisisi.

Ini menandakan bahwa perusahaan masih mempunyai kapasitas yang relatif bagus untuk menyelesaikan utang lancar, meskipun terdapat penurunan yang tidak signifikan. Adanya peningkatan utang lancar terjadi karena pihak entitas akuisisi dan *merger* mengambil alih utang lancar dari entitas bisnis yang diakuisisi, atau karena mereka membutuhkan biaya besar untuk proses tersebut sehingga meminjam dari pihak lain. Akibatnya, utang lancar perusahaan meningkat lebih tinggi dibandingkan aset lancar yang diakuisisi. Hal ini mengarah pada kesimpulan bahwa perusahaan masih kesulitan mengoptimalkan aset lancar untuk melunasi utang lancar sesudah *merger* dan akuisisi. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang diakuisisi memiliki hutang lebih banyak atau aset tidak likuid sebelum *merger* dan diakuisisi, sehingga tidak memberikan kabar buruk kepada investor yang berencana untuk berinvestasi.

Dalam konteks *merger* dan akuisisi, penurunan CR yang tidak signifikan dapat diinterpretasikan sebagai sinyal negatif bagi investor. Penurunan CR mengindikasikan bahwa likuiditas perusahaan mungkin tidak mengalami perbaikan pasca *merger* atau akuisisi, padahal seharusnya diharapkan dapat meningkatkan kinerja keuangan. Apabila suatu entitas bisnis gagal meningkatkan kinerja finansial pasca-*merger*, yang tercermin dari stagnasi *Current Ratio* (CR), investor dapat menafsirkan hal ini sebagai indikasi ketidakmampuan manajemen dalam menciptakan nilai tambah. Situasi ini berpotensi mengurangi kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Apabila performa finansial tidak menunjukkan perbaikan yang substansial, maka sinyal yang disampaikan melalui laporan keuangan kehilangan signifikansinya. Investor cenderung meragukan informasi positif yang disajikan oleh manajemen jika tidak didukung oleh data kinerja yang solid. Oleh karena itu, hubungan antara teori sinyal dan temuan penelitian mengenai penurunan CR pasca-*merger* menekankan pentingnya komunikasi yang efektif dari manajemen untuk membangun kepercayaan investor dan mengurangi asimetri informasi. Hasil penelitian yang dilakukan sejalan dengan penelitian Nisafitri (2020), Ali (2020), dan Arifianto (2022) menunjukkan bahwa *current ratio* ada perbedaan pra serta pasca digabung dan akuisisi.

2. Perubahan Sebelum dan Sesudah *Debt to Equity Ratio Merger* dan Akuisisi

Penerapan kebijakan pengampunan pajak pada tahun 2016 dan dampak COVID-19 yang terjadi tahun 2020 membawa pengaruh signifikan terhadap struktur keuangan perusahaan non-keuangan di Indonesia. Pandemi COVID-19 telah mengakibatkan kontraksi permintaan di berbagai sektor industri, yang berujung pada penurunan pendapatan perusahaan. Sebagai ilustrasi, perusahaan di sektor properti mengalami penurunan daya beli masyarakat, yang menyebabkan investor menunda keputusan investasi mereka. Kondisi ini berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan, termasuk penurunan laba dan arus kas. Pengampunan pajak memberi perusahaan

kesempatan untuk mengembalikan dana, meningkatkan aset lancar dan ekuitas, serta mengurangi ketergantungan pada utang jangka panjang, yang menurunkan DER. Selama pandemi, kesulitan likuiditas dialami oleh banyak perusahaan dan utang besar dipilih sehingga mengakibatkan peningkatan DER yang menunjukkan ketergantungan yang lebih besar pada utang untuk membiayai operasional pasca-pandemi. Fenomena ini mencerminkan perubahan dalam strategi pendanaan yang diadopsi oleh perusahaan.

Setelah *merger* dan akuisisi, meskipun perusahaan pengakuisisi menanggung utang dari perusahaan target, penggunaan dana pengembalian untuk melunasi utang atau mendanai akuisisi dapat menurunkan DER dengan meningkatkan ekuitas tanpa menambah utang secara signifikan. Penurunan pendapatan dan ketidakpastian ekonomi menyebabkan ketergantungan pada utang. Jika utang perusahaan target diambil alih oleh perusahaan pengakuisisi, DER dapat meningkat. Namun, kesempatan untuk mengurangi utang jangka panjang diberikan oleh penurunan nilai utang perusahaan target akibat dampak ekonomi, yang berpotensi menurunkan DER. Selain itu, ekuitas dapat diperbesar oleh perusahaan pengakuisisi dengan memanfaatkan kondisi pasar yang lebih rendah atau pengurangan utang pada perusahaan target, yang akan mengurangi DER.

Penurunan DER yang signifikan setelah dilakukan *merger* dan akuisisi terjadi karena kenaikan jumlah ekuitas yang melebihi peningkatan total utang perusahaan. Ini disebabkan setelah dilakukan *merger* dan akuisisi akan memaparkan berita baik bagi investor untuk membeli saham baru. Ketika investor membeli saham baru, total ekuitas perusahaan akan meningkat dibandingkan total utang perusahaan yang dapat menurunkan nilai DER. Investor akan memberikan sinyal positif (*good news*) terhadap penurunan nilai DER karena beranggapan bahwa dapat mendorong naiknya harga saham. Naiknya harga saham akan menghasilkan ekuitas tinggi sehingga utang perusahaan dapat dibayarkan tepat waktu.

Secara keseluruhan, korelasi antara teori sinyal dan temuan penelitian terkait penurunan DER pasca-*merger* dan akuisisi mengindikasikan bahwa perubahan dalam rasio keuangan dapat mempengaruhi persepsi investor. Penurunan DER yang signifikan dapat berfungsi sebagai sinyal positif mengenai pengelolaan utang dan potensi pertumbuhan perusahaan. Namun, penting untuk dicatat bahwa tidak semua penelitian menemukan perbedaan signifikan dalam DER setelah *merger* dan akuisisi. Oleh karena itu, penurunan DER harus didukung oleh kinerja keuangan yang solid agar dapat diinterpretasikan secara positif oleh pasar. Dengan begitu, maka dapat memberikan sinyal yang tepat kepada pemberi dana sehingga meningkatkan rasa percaya pasar terhadap prospek organisasi bisnis. Riset yang dilakukan selaras dengan hasil riset Amatilah *et al.* (2021), Izzatika *et al.* (2021) dan Arifianto (2022) menunjukkan DER mengalami perbedaan sebelum dan setelah *merger* dan akuisisi.

3. Perubahan *Return on Asset* Pra dan Pasca *Merger* atau Akuisisi

Dari kebijakan pengampunan pajak, dana pengembalian dapat memperkuat posisi keuangan perusahaan dengan menurunkan utang atau meningkatkan ekuitas. Namun, ROA lebih dipengaruhi oleh kinerja operasional daripada posisi keuangan. Jika dana tersebut tidak digunakan secara efisien dalam operasi, peningkatan ROA mungkin tidak akan signifikan. Setelah *merger* dan akuisisi, meskipun dana kembalian tersebut dialokasikan untuk mengurangi utang atau mendanai akuisisi, peningkatan ROA tetap terbatas jika efisiensi operasional perusahaan target tidak meningkat secara substansial. Selama COVID-19, banyak perusahaan mengalami penurunan pendapatan

dan laba karena pembatasan operasional. Pandemi COVID-19 telah mengakibatkan kontraksi permintaan di berbagai sektor industri, yang berujung pada penurunan pendapatan perusahaan. Sebagai ilustrasi, perusahaan di sektor properti mengalami penurunan daya beli masyarakat, yang menyebabkan investor menunda keputusan investasi mereka. Kondisi ini berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan, termasuk penurunan laba dan arus kas. Meskipun meningkatkan utang atau restrukturisasi, ROA menurun karena penurunan laba lebih besar dari peningkatan aset. Setelah *merger* dan akuisisi, perusahaan pengakuisisi kesulitan mengintegrasikan operasi target akibat gangguan pandemi, menghalangi pemanfaatan aset baru dan membuat ROA tidak berubah signifikan.

Berdasarkan uji hipotesis, tidak ditemukan perbedaan nilai ROA di awal serta akhir kegiatan *merger* dan akuisisi. Situasi ini terjadi karena total aset meningkat lebih signifikan daripada laba bersih. Peningkatan aset yang lebih besar ini terjadi karena pasca di *merger* dan akuisisi, lembaga bisnis seringkali memperoleh aset yang tidak dapat segera diubah menjadi laba bersih dalam jangka pendek. Adanya kenaikan yang tidak signifikan dapat disebabkan adanya peningkatan laba bersih dari inovasi atau investasi yang berdampak langsung terhadap nilai ROA, tetapi total kekayaan yang dipergunakan untuk menghasilkan laba bersih tidak berubah.

Meskipun terdapat peningkatan ROA, jika peningkatan tersebut tidak signifikan, investor mungkin meragukan efektivitas *merger* atau akuisisi yang dilakukan. Teori sinyal menyatakan bahwa investor mencari indikasi positif dari kinerja perusahaan untuk menilai prospek investasi. Peningkatan ROA yang tidak substansial dapat dianggap sebagai indikasi bahwa perusahaan mungkin tidak berhasil meningkatkan efisiensi operasional atau profitabilitas secara signifikan setelah penggabungan. Investor cenderung menilai bahwa jika sebuah perusahaan tidak mampu menunjukkan peningkatan kinerja yang jelas dan signifikan pasca-*merger*, maka sinyal yang diberikan mungkin kurang meyakinkan. Hal ini dapat menyebabkan penurunan minat investasi atau kepercayaan terhadap manajemen perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa hasil yang beragam mengenai perubahan ROA pasca-*merger* menunjukkan bahwa tidak semua strategi *merger* dan akuisisi berhasil menciptakan nilai tambah yang diharapkan. Temuan penelitian yang dilakukan serasi sesuai kajian Izzatika *et al.* (2021) dan Hadyarti (2022) mengatakan kondisi kinerja ROA pra-*merger* atau pasca akuisisi tetap sama.

4. Perbandingan *Total Asset Turnover* Pra-Merger dan Pasca Akuisisi

Kebijakan *tax amnesty* mengungkapkan bahwa dana yang dikembalikan dapat digunakan untuk meningkatkan ekuitas dan likuiditas perusahaan, namun tidak selalu diikuti oleh peningkatan pendapatan atau efisiensi aset. Jika efisiensi operasional tidak meningkat setelah dana digunakan, TATO bisa turun meskipun aset bertambah. Setelah akuisisi, meskipun aset baru ditambahkan, TATO dapat menurun jika aset tersebut tidak dimanfaatkan secara efektif, terutama jika perusahaan target memiliki aset yang kurang efisien dalam menghasilkan pendapatan. Pada waktu adanya pandemi menyebabkan banyak perusahaan mengalami penurunan pendapatan yang tajam, yang mengarah pada penurunan TATO meskipun mereka menambah aset atau mengambil utang besar.

Perusahaan cenderung mengurangi biaya operasional dan menunda investasi besar selama pandemi untuk menjaga arus kas. Banyak perusahaan yang memilih untuk fokus pada kegiatan inti dan menjual unit bisnis non-inti sebagai langkah strategis untuk memperkuat posisi keuangan mereka di tengah ketidakpastian. Setelah

merger dan akuisisi, perusahaan pengakuisisi mungkin mengambil alih aset perusahaan target yang terdampak pandemi. Jika aset tersebut tidak dimanfaatkan secara efisien atau permintaan pasar menurun, TATO perusahaan gabungan dapat turun meskipun aset baru ditambahkan.

Output uji hipotesis menunjukkan terdapat perbedaan TATO sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi. Terjadi situasi ini disebabkan oleh perlambatan penjualan pada usaha bisnis cukup besar sebelum dan setelah terjadinya *merger* akuisisi. Terjadinya penurunan penjualan karena adanya penurunan permintaan dari konsumen. Perusahaan belum efisien dalam memanfaatkan total aktiva untuk menghasilkan pendapatan besar pasca-*merger* dan akuisisi, sehingga menghasilkan volume penjualan tidak cukup tinggi dibandingkan dengan total aktiva yang dimiliki. Pemakaian total aset yang belum optimal terjadi karena adanya aset yang sama milik perusahaan setelah dilakukan penggabungan. Ini mencerminkan ketidakefisienan perusahaan ketika memanfaatkan aktiva untuk meraih laba sehingga menurunkan harga saham. Penurunan nilai TATO mencerminkan adanya ketidakpastian mengenai kondisi entitas yang akan datang.

Penelitian menunjukkan bahwa kinerja keuangan yang buruk, seperti penurunan TATO, dapat mengakibatkan reaksi negatif dari pasar, termasuk penurunan harga saham. Akibatnya pemodal akan hilang kepercayaan dan ragu untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut karena investor beranggapan bahwa kinerja operasional mereka tidak memadai. Hasil penelitian yang dilakukan sejalan dengan penelitian Amatilah *et al.* (2021), Nisafitri (2020), Qoni'ah & Hidayat (2023), Arifianto (2022), dan Salsadila *et al.* (2021) menyampaikan bahwa ada perbedaan TATO pra serta pasca *merger* akuisisi.

Berikut ini identifikasi perusahaan non-keuangan yang sukses dan gagal setelah melakukan *merger* dan akuisisi antara tahun 2016-2020, beserta faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan dan kegagalannya:

Perusahaan non keuangan yang sukses

1. PT Tower Bersama Infrastructure Tbk (TBIG) berhasil mengakuisisi PT Gihon Telekomunikasi Indonesia dan PT Visi Telekomunikasi Infrastruktur pada tahun 2018. Setelah akuisisi, TBIG mengalami peningkatan pendapatan dan memperluas jangkauan layanan. Faktor keberhasilannya adalah adanya integrasi yang baik antara perusahaan yang diakuisisi dengan TBIG meningkatkan efisiensi operasional dan pertumbuhan kebutuhan infrastruktur telekomunikasi di Indonesia selama periode tersebut mendukung kinerja perusahaan.
2. PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) melakukan beberapa akuisisi untuk memperluas portofolio produk makanan. Hasilnya, perusahaan menunjukkan pertumbuhan pendapatan yang stabil. Kunci suksesnya adalah akuisisi membantu ICBP dalam memperluas variasi produk dan meningkatkan daya saing di pasar serta adanya strategi manajemen yang baik dalam mengelola akuisisi dan integrasi pasca-*merger*.

Perusahaan non keuangan yang gagal

1. PT Buana Lintas Lautan Tbk (BULL) setelah mengakuisisi PT Mahameru Nusa Mentari pada tahun 2020, BULL mengalami penurunan laba yang signifikan. Laba tahun berjalan turun drastis dibandingkan tahun sebelumnya. Faktor kegagalan karena kesulitan dalam mengintegrasikan operasi dan budaya perusahaan yang diakuisisi. Dampak dari pandemi COVID-19 yang mempengaruhi permintaan di sektor pelayaran.

2. PT Sri Rejeki Isman Tbk (SRIL) meskipun melakukan akuisisi pada tahun 2018, kinerja keuangan SRIL tidak menunjukkan perbaikan yang signifikan setelah proses M&A. SRIL menjadi perusahaan non keuangan yang gagal dalam M&A karena tidak adanya sinergi yang jelas antara SRIL dan perusahaan yang diakuisisi serta keputusan strategis yang kurang tepat dalam memilih target akuisisi dan pengelolaan pasca-*merger*.

KESIMPULAN

Menyimak hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, berikut adalah poin-poin kesimpulan yang dapat diambil dalam penelitian ini: (1) Terdapat perbedaan *current ratio*, *debt to equity ratio* serta rasio perputaran aset sebelum atau setelah proses *merger* dan akuisisi terhadap lembaga bisnis non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Ini disebabkan oleh adanya aktivitas *merger* akuisisi perusahaan mengambil utang perusahaan yang ambil kepemilikannya. Hal lain yang menjadi faktor perbedaan ini dengan adanya berita baik, investor akan membeli saham baru kemudian ekuitas akan naik dibanding utang. (2) Tidak ditemukan diferensiasi *return on asset* sebelumnya dan setelah terjadinya *merger* dan akuisisi pada entitas non-keuangan di Bursa Efek Indonesia. Disebabkan oleh aset meningkat lebih tinggi dibandingkan keuntungan bersih perusahaan. Merujuk pada kesimpulan dan keterbatasan yang telah diuraikan sebelumnya, usulan yang dapat diberikan sebagai berikut: (1) Disarankan memperbanyak jumlah sampel dan memperluas waktu observasi, saat sebelumnya maupun sesudahnya *merger* dan akuisisi, agar data yang dianalisis lebih representatif terhadap perbedaan pasca melakukan *merger* dan akuisisi. (2) Harapannya pada riset selanjutnya tidak hanya fokus pada perusahaan di luar sektor keuangan saja, tetapi juga melibatkan perusahaan lain di Bursa Efek Indonesia untuk memberikan perspektif yang lebih luas.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, K. (2020). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *DERIVATIF: Jurnal Manajemen*, 14, 200–209.
- Amatilah, F. F., Syarief, M. E., & Laksana Banter. (2021). Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi pada Perusahaan Non-Bank yang Tercatat di BEI Periode 2015 Comparison of financial performance pre and post *merger* and acquisition of firm non-bank listed on IDX in 2015 Mochamad Edman Syarief Banter Laksana. *Indonesian Journal of Economics and Management*, 1(2), 375–385.
- Arifianto, A. (2022). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Merger* atau *Merger* atau akuisisi (Studi Empiris Pada Perusahaan *Merger* atau *Merger* atau akuisisi Yang Terdaftar di BEI). www.kppu.go.id.
- Fatoni, U. F., & Soleh, A. (2022). Analisis Perbedaan Sebelum Dan Sesudah Dilakukan *Merger* Dan Akuisisi Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Perbankan Go Public. *Jurnal Akuntansi Dan Audit Syariah (JAAiS)*, 3(1), 20–27. DOI: <https://doi.org/10.28918/jaais.v3i1.4728>.
- Finansia, L. (2017). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Setelah *Merger* dan Akuisisi. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia (JMBI)*, 6(1), 43–54.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gozali, R., & Panggabean, R. R. (2019). *Merger dan Akuisisi, Dampaknya Pada Likuiditas, Profitabilitas, Aktivitas, dan Solvabilitas: Bukti dari Bursa Efek Indonesia. Inovasi: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen*, 13–28.
- Hadyarti, V. (2022). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah *Merger* dan Akuisisi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020. *Jurnal Eco-Entrepreneur*, 8(1), 31–42.
<https://kppu.go.id/daftar-notifikasi-merger/>. (n.d.).
- Izzatika, D. N., Kustono, A. S., & Nuha, G. A. (2021). Pengaruh Rasio Keuangan Sebelum dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. In *ACE | Accounting Research Journal*, 1 (1).
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan* (Cetakan ke-12). Depok: PT. Raja Grafindo Persada Depok.
- Kurniati, M., & Asmirawati, A. (2022). Efek *Merger* Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Go Public. *JPS (Jurnal Perbankan Syariah)*, 3(1), 72–84. DOI: <https://doi.org/10.46367/jps.v3i1.473>.
- Lyssa'adah, I., & Budiman, A. (2022). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah *Merger* Dan Akuisisi Pada Perusahaan Sektor Keuangan. *Jurnal Al-Iqtishad*, 1, 1–18.
- Mardiana, Y., & Suryandani, W. (2021). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, dan Jaminan Terhadap Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Non Keuangan yang Diperingkat Oleh PT Pefindo yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Global Business and Management Review*, 3(1), 30–44. DOI: <https://doi.org/10.37253/jgbmr.v3i1.5089>.
- Monika, N. G. A. P. D., & Sudjarni, L. K. (2017). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(2), 905–932. DOI: <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2018.v7.i02.p13>.
- Nasir, M., & Morina, T. (2018). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi (Studi Perusahaan yang Melakukan *Merger* dan Akuisisi yang Terdaftar di BEI 2013-2015). *Jurnal Economic Resources*, 1, 71–85.
- Nisafitri, D. A. (2020). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Merger* Dan Akuisisi (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI 2017 Yang Melakukan *Merger* dan Akuisisi). *Business and Economics Conference in Utilization of Modern Technology*, 408–421.
- Novitasari, D., & Sari, D. A. (2024). *Analisis Komparatif Abnormal Return, Trading Volume Activity, Harga Saham Terhadap Stock Split*, 13 (1).
- Qoni'ah, N., & Hidayat, R. (2023). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah *Merger* Akuisisi Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *REVITALISASI: Jurnal Ilmu Manajemen*, 12, 1–11.
- Salsadila, A. N., Miftah, M., & Fadila, A. (2021). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Sektor Non Keuangan. *Jurnal Visionida*, 7, 124–132.
- Sundari, R. I. (2016). Kinerja *Merger* dan Akuisisi pada Perusahaan Go Public. *Telaah Bisnis*, 17(1), 51-64.

- Suprihatin, N. S. (2022). Komparasi Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah *Merger* Dan Akuisisi Pada Perusahaan Pengakuisisi Di BEI. *JAK (Jurnal Akuntansi) Kajian Ilmiah Akuntansi*, 9(1), 126–144. DOI: <https://doi.org/10.30656/jak.v9i1.4038>.
- Yanti, N. E. A., & Widodo, A. (2023). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum Dan Saat Pandemi Covid- 19 Pada Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 9(3), 818–826. DOI: <https://doi.org/10.35870/jemsi.v9i3.1215>.