

# ANALYSIS OF THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE VALUE OF FINANCIAL SYNERGY

Sarpi<sup>1</sup>, Eko Rizkianto<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Email: <sup>1</sup>[syarfi@gmail.com](mailto:syarfi@gmail.com), <sup>2</sup>[eko\\_rizkianto1969@yahoo.com](mailto:eko_rizkianto1969@yahoo.com)

---

## ABSTRAK

---

### Artikel History:

Artikel masuk: 12/05/2024

Artikel revisi: 15/07/2024

Artikel diterima: 31/07/2024

---

### Keywords:

Merger dan Akuisisi, *Wilcoxon*

*Signed Rank Test*, Sinergi

Keuangan

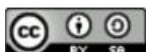
---

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dampak merger dan akuisisi terhadap sinergi keuangan pada perusahaan publik dan BUMN di Indonesia. Untuk mengukur nilai sinergi keuangan tersebut menggunakan nilai profitabilitas, efisiensi, likuiditas, solvabilitas, dan kapasitas pendanaan. Periode waktu pengamatannya satu tahun sebelum dan lima tahun setelah merger dan akuisisi dengan data sampel terdiri dari 84 perusahaan selama tahun 2005-2015 dengan periode laporan keuangan tahun 2004-2020. Metode pengujian menggunakan *wilcoxon signed rank test* untuk menghitung rata-rata sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat dampak sinergi keuangan antara sebelum dan setelah dilakukan merger dan akuisisi dengan adanya penurunan terhadap biaya modal baik *cost of debt*, *cost of equity* dan *weighted average cost of capital*, dan dampak negatif dengan adanya penurunan terhadap profitabilitas berupa ROIC dan efisiensi berupa TAT. Manajemen perusahaan, investor, dan regulator yang akan melakukan transaksi merger dan akuisisi selain berfokus meningkatkan sinergi keuangan dalam bentuk peningkatan kapasitas pendanaan juga harus menyiapkan perencanaan sinergi yang dapat meningkatkan profitabilitas dan efisiensi serta solvabilitas dan likuiditas. Untuk menyempurnakan penelitian berikutnya, perlu menghitung secara khusus nilai inkremental sinergi keuangan yang diciptakan setelah transaksi merger dan akuisisi dan penciptaan nilai dari hasil sinergi operasinya.

---

## ABSTRACT

*This study analyzes how mergers and acquisitions affect financial synergy in Indonesian public and state-owned companies. Using metrics like profitability, efficiency, liquidity, solvency, and funding capacity, it examines one year before and five years after these transactions, based on data from 84 firms (2005-2015, financial reports spanning 2004-2020). The Wilcoxon signed rank test calculates pre- and post-merger averages. Findings show decreased capital costs (debt, equity, weighted average) but also reduced profitability (ROIC) and efficiency (TAT). Stakeholders should focus on enhancing financial synergy by boosting funding capacity and planning to improve profitability, efficiency, solvency, and liquidity. Future research should specifically measure the incremental financial synergy value post-transaction and the value generated from operational synergy.*



## INTRODUCTION

Strategi merger dan akuisi (M&A) telah lama dipraktekkan oleh perusahaan di dunia. Berdasarkan histori, M&A pertama dilakukan sekitar tahun 1950 atau yg dikenal dengan *first wave* dan saat ini sudah berada pada *seventh wave* yang dimulai tahun 2011 (Junni & Teerikangas, 2019). Tujuan terbesar perusahaan melakukan M&A adalah *value creation* dan mempercepat proses pertumbuhan perusahaan melalui *unorganic growth* dibandingkan dengan cara *organic growth* serta untuk menciptakan nilai integrasi (Ibrahimi & Meghouar, 2019); (Renneboog & Vansteenkiste, 2019); (Zhao et al., 2019). Sejak tahun 1985-2020 terdapat transaksi M&A yang terus meningkat secara volume dan nilai (<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>).

Terdapat dua sinergi atas dampak M&A yaitu sinergi operasi berupa peningkatan *economies of scale* dan *economies of scope* serta sinergi keuangan berupa peningkatan kapabilitas keuangan untuk dapat menurunkan *cost of fund* (Depamphilis, 2019); (Ibrahimi, 2018). Pada penelitian sebelumnya, tidak selalu terjadi hasil yang diharapkan atas suatu M&A, dimana tingkat kegagalan M&A cukup tinggi mencapai lebih dari 83% (Wu et al., 2020); (Kumar & Sharma, 2019); (Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia & Bonnie Mindosa, 2019); (Straub, 2007). Kegagalan M&A dapat terjadi di setiap tahapan yaitu pada saat akan melakukan identifikasi dan valuasi dari perusahaan target, saat penyelesaian transaksi dan saat mengelola paska M&A (Eiteman et al., 2016). Namun demikian dalam penelitian lain masih belum dapat disimpulkan apakah M&A memberikan dampak yang signifikan terhadap *value-destroying* ataupun *value-adding* (Thompson & Kim, 2020). Di sisi lain, ditemukan analisa bahwa perusahaan yang melakukan M&A memperoleh dampak perbaikan terhadap kinerjanya melalui adanya sinergi, perolehan pasar, peningkatan profitabilitas, diversifikasi risiko dan implementasi strategi integrasi manajemen (Hossain, 2021); (Gupta et al., 2021); (Rehan et al., 2018).

Permasalahan timbulnya pro dan kontra terhadap dampak M&A perlu didalami karena banyak perusahaan melakukan strategi M&A berharap memperoleh hasil sinergi keuangan paska M&A yang meliputi profitabilitas, efisiensi, likuiditas, solvabilitas dan kapasitas pendanaan. Penelitian ini akan menjawab dampak M&A terhadap sinergi keuangan atas 5 aspek yaitu profitabilitas, efisiensi, likuiditas, solvabilitas dan kapasitas pendanaan.

## LITERATURE REVIEW

M&A merupakan dua istilah dimana merger artinya penggabungan satu perusahaan ke perusahaan lain dengan membentuk satu entitas baru atau mempertahankan salah satunya dan akuisisi artinya pengambilalihan perusahaan baik keseluruhan atau sebagian (Ross et al., 2019). M&A dilakukan melalui berbagai cara diantaranya (i) *horizontal merger*, dilakukan dua perusahaan dalam bidang industri yang sama, (ii) *vertical merger* antar perusahaan yang berada dalam satu *value chain*, (iii) *co-generic merger* yang dilakukan antar perusahaan dalam satu lini industri yang sama namun berbeda produk, (iv) *conglomerate merger* yang dilakukan oleh perusahaan yang berbeda segmen baik pasar dan industrinya (Ibrahimi & Meghouar, 2019); (Kumar & Sharma, 2019). Tujuan dan motivasi M&A dapat dibagi pada 4 hal besar yaitu tujuan strategis untuk pengembangan dan peningkatan kapasitas, tujuan keuangan untuk meningkatkan pendapatan dan efisiensi biaya, tujuan sumber daya untuk penguasaan baik material maupun keahlian, dan tujuan oportunistik untuk kepentingan manajemen (Hossain, 2021).

Sinergi dalam M&A dilakukan mulai dari *pre-acquisition* sampai dengan *post-acquisition* untuk menggabungkan antar perusahaan tersebut sampai dengan *business network*-nya sehingga tercipta *connected synergy* (Holtström & Anderson, 2021). Sumber sinergi M&A berasal dari (i) sinergi kolusi untuk meningkatkan penguasaan pasar, (ii) sinergi keuangan untuk mengurangi biaya, dan (iii) sinergi operasi untuk efisiensi dalam produksi dan administrasi (Ibrahimi, 2018).

Faktor yang menentukan adanya sinergi keuangan paska M&A adalah peningkatan *operating profit margin*, peningkatan pertumbuhan penjualan, dan pengurangan biaya modal (Kwilinski, 2020). Untuk melakukan kuantifikasi terhadap sinergi keuangan, terdapat 3 pendekatan yaitu (i) *revenue-related synergy* dengan adanya tambahan produk dan segmen pasar, (ii) *cost-related synergy* dengan pemanfaatan terhadap *share service*, (iii) *operating/asset-related synergy* dengan modal kerja bersama dan utilisasi kapasitas aset (Depamphilis, 2019). Pengukuran terhadap sinergi keuangan didasari atas perhitungan rasio keuangan berupa profitabilitas, aktivitas (efisiensi), likuiditas, dan solvabilitas serta kapasitas pendanaan (Amir & Ghitti, 2021); (Ross et al., 2019).

Dari penelitian sebelumnya diperoleh bahwa secara *long-term impact*, M&A memberikan dampak kinerja yang signifikan yang mulai terlihat setelah lebih dari 1 tahun paska M&A (Alhenawi & Krishnaswami, 2015); (Leepsa & Mishra, 2013). Pencipta nilai dari M&A adalah biaya investasi dan optimalisasi pajak serta restrukturisasi biaya sedangkan yang menghancurkan nilainya adalah kapasitas utang, beban keuangan dan risiko keuangan (Ibrahimi & Meghouar, 2019). Hubungan yang tidak signifikan antara M&A dengan dampak keuangan dari beberapa indikator seperti *return on sales* dan *equity value to enterprise value ratio* masih ditemukan atas kegiatan M&A yang dilakukan di Amerika, hal yang sama terjadi untuk indikator keuangan berupa ROCE, *equity to total asset*, DER, likuiditas, NPM, GPM (Borodin et al., 2020); (Wei et al., 2021); (Aggarwal & Garg, 2022); (Fees et al., 2022); (Rehan et al., 2018); (Sujud, 2018).

Dalam penelitian ini akan membuktikan melalui pengembangan hipotesis:

H01: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa profitabilitas paska M&A.

H02: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa profitabilitas paska M&A. Hal ini didukung melalui penciptaan sinergi keuangan dari *economies of scale* dan *economies of scope* (Aggarwal & Garg, 2022).

H02: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa efisiensi paska M&A.

HA2: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa efisiensi paska M&A. Hal ini didukung melalui pengelolaan efisiensi yang merupakan sumber sinergi untuk menurunkan biaya (Ibrahimi, 2018).

H03: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa likuiditas paska M&A.

HA3: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa likuiditas paska M&A. Hal ini didukung dengan adanya sinergi yang berkaitan dengan biaya maupun operasional serta aset setelah terjadinya M&A, maka perolehan profit akan meningkatkan aset lancarnya termasuk kas (Depamphilis, 2019).

H04: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa solvabilitas paska M&A.

HA4: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa solvabilitas paska M&A. Hal ini didukung bahwa salah satu tujuan utang adalah meningkatkan kapasitas perusahaan dan akan semakin besar kapasitasnya melalui *horizontal* maupun *vertical merger* (Kumar & Sharma, 2019).

H05: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa kapasitas pendanaan paska M&A.

HA5: M&A tidak memiliki dampak signifikan terhadap sinergi keuangan berupa kapasitas pendanaan paska M&A. Hal ini didukung bahwa tujuan M&A adalah terciptanya peningkatan terhadap kapasitas pendanaan (Kwilinski, 2020); (Ibrahimi, 2018).

## METHODS

<http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

Sinergi keuangan menggunakan 5 parameter dengan total 18 indikator (Amir & Ghitti, 2021); (Kwilinski, 2020); (Rani et al., 2016) dengan tabel 1 di bawah.

**Tabel 1. Variabel Penelitian**

Parameter	Indikator	Formula
Profitabilitas	1. Return on Assets (ROA)	$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$
	2. Return on Equity (ROE)	$ROE = \frac{Net\ Income}{Equity}$
	3. Return on Invested Capital (ROIC)	$ROIC = \frac{Net\ Operating\ Income}{Net\ Invested\ Capital}$
	4. Net Profit Margin (NPM)	$NPM = \frac{Net\ Income}{Sales}$
	5. EBITDA Margin (EBM)	$EBM = \frac{EBITDA}{Sales}$
Aktivitas (Efisiensi)	1. Receivables Turnover (RT)	$RT = \frac{Sales}{Account\ Receivables}$
	2. Day's Sales in Receivables (DSR)	$DSR = \frac{365\ Days}{Receivables\ Turnover}$
	3. Total Asset Turnover (TAT)	$TAT = \frac{Sales}{Total\ Assets}$
	4. Working Capital Turnover (WCTr)	$WCTr = \frac{Sales}{Working\ Capital}$
Likuiditas	1. Current Ratio (CR)	$CR = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities}$
	2. Quick Ratio (QR)	$QR = \frac{Cash + Short-term\ Marketable\ Investments + Account\ Receivables}{Current\ Liabilities}$
Solvabilitas	1. Equity Multiplier (EM)	$EM = \frac{Total\ Assets}{Total\ Equity}$
	2. Debt to Equity Ratio (DER)	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$
	3. Debt to Capital Ratio (DCR)	$DCR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Debt + Equity}$
	4. Interest Coverage Ratio (ICR)	$ICR = \frac{Operating\ Profit}{Net\ Interest\ Expense}$
Biaya Modal	1. Cost of Debt (CoD)	$CoD = \frac{Beban\ bunga}{Total\ hutang\ berbunga}$
	2. Cost of Equity (CoE)	$CoE = rf + B \times (rm - rf)$
	3. Weighted Average Cost of Capital (WACC)	$WACC = w\ Equity \times re + w\ Debt \times rd$

Sumber: diolah sendiri

Window penelitian ini menggunakan 1 tahun sebelum dan 5 tahun setelah terjadinya transaksi M&A sehingga periode laporan keuangan dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2020. Sumber data diperoleh dari Revinitif Eikon Database, Bursa Efek Indonesia. Studi yang digunakan adalah *event study* dengan mengamati sebelum maupun setelah dilakukannya M&A (Rao & Mishra, 2020). Pengolahan datanya menggunakan uji beda dengan metode Wilcoxon (*Wilcoxon Signed Rank Test*)

<http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

mengingat data yang diolah tidak terdistribusi normal yang merupakan data keuangan sesuai dengan karakternya dimana hasil pengujian Shapiro-wilk menunjukkan nilai signifikansinya di bawah 0,05. Hasilnya berupa tanda positif apabila nilai sinergi keuangan lebih besar dari sebelumnya dan tanda negatif apabila lebih kecil dari sebelumnya.

## RESULTS

Selama 11 tahun periode sampel, volume transaksi M&A tertinggi terjadi pada tahun 2008 dan 2009 kemudian diikuti tahun 2010 yang merupakan hampir setengah sampel terpusa di tiga tahun ini dengan sebaran data sebagai berikut.

**Tabel 2. Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun Transaksi M&A**

Tahun	Jumlah Perusahaan	Persentase
2005	2	2,38%
2006	0	0,00%
2007	4	4,76%
2008	14	16,67%
2009	14	16,67%
2010	12	14,29%
2011	8	9,52%
2012	8	9,52%
2013	9	10,71%
2014	8	9,52%
2015	5	5,95%

Sumber: *diolah sendiri*

Sedangkan bila dilihat dari sektor industri maupun asal negara, terlihat bahwa sektor yang paling banyak melakukan M&A adalah sektor industrial, sedangkan asal perusahaan terbanyak dari Indonesia dengan sebaran distribusi sampel data sebagai berikut.

**Tabel 3. Distribusi Sampel Berdasarkan Sektor Industri**

Sektor	Jumlah Perusahaan	Persentase
Industrials	20	23,81%
Materials	16	19,05%

<http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>



Sektor	Jumlah Perusahaan	Persentase
Consumer Staples	12	14,29%
Real Estate	11	13,10%
Energy and Power	7	8,33%
High Technology	6	7,14%
Telecommunications	5	5,95%
Retail	4	4,76%
Consumer Products and Services	2	2,38%
Media and Entertainment	1	1,19%

Sumber: *diolah sendiri*

**Tabel 4. Distribusi Sampel Berdasarkan Asal Negara Target**

Asal Negara Perusahaan Target	Jumlah Perusahaan	Persentase
Indonesia	72	85,71%
Singapura	4	4,76%
Malaysia	3	3,57%
Amerika	1	1,19%
China	1	1,19%
Jepang	1	1,19%
Vietnam	1	1,19%
Senegal	1	1,19%

Sumber: *diolah sendiri*

## Dampak M&A Terhadap Profitabilitas

**Tabel 5. Tes Berpasangan Terhadap Profitabilitas**

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>A. Return On Asset (ROA)</b>					
(-1,+1)	3,88%	5,63%	1,75%	-.227a	0,820
(-1,+2)	3,88%	3,35%	-0,53%	-.767a	0,443
(-1,+3)	3,88%	-9,95%	-13,83%	-1.146a	0,252
(-1,+4)	3,88%	2,17%	-1,71%	-.950a	0,342
(-1,+5)	3,88%	0,74%	-3,14%	-1.155a	0,248
<b>B. Return On Equity (ROE)</b>					
(-1,+1)	8,03%	14,83%	6,80%	-.214b	0,830
(-1,+2)	8,03%	-0,34%	-8,37%	-.758a	0,448
(-1,+3)	8,03%	23,10%	15,07%	-.138a	0,890
(-1,+4)	8,03%	1,89%	-6,14%	-.981a	0,327
(-1,+5)	8,03%	-1,18%	-9,21%	-1.507a	0,132
<b>C. Return on Invested Capital (ROIC)</b>					
(-1,+1)	14,98%	13,86%	-1,12%	-1.124a	0,261
(-1,+2)	14,98%	10,65%	-4,33%	-1.570a	0,116
(-1,+3)	14,98%	47,47%	32,49%	-.803a	0,422
(-1,+4)	14,98%	11,56%	-3,43%	-1.441a	0,150
(-1,+5)	14,98%	9,62%	-5,36%	-2.261a	<b>0,024</b>
<b>D. Net Profit Margin (NPM)</b>					
(-1,+1)	-5,28%	12,55%	17,83%	-.624b	0,532
(-1,+2)	-5,28%	-7,01%	-1,72%	-.022a	0,982
(-1,+3)	-5,28%	-64,97%	-59,69%	-.308a	0,758
(-1,+4)	-5,28%	3,54%	8,82%	-.227a	0,820
(-1,+5)	-5,28%	29,09%	34,37%	-.120b	0,904



Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>E. EBITDA Margin (EBM)</b>					
(-1,+1)	16,37%	18,07%	1,69%	-.914b	0,361
(-1,+2)	16,37%	-1,72%	-18,09%	-.419a	0,675
(-1,+3)	16,37%	15,50%	-0,87%	-.013a	0,989
(-1,+4)	16,37%	17,37%	1,00%	-.214a	0,830
(-1,+5)	16,37%	4,53%	-11,85%	-1.231a	0,218

Sumber: *diolah sendiri*

Dengan lima indikator untuk mengukur profitabilitas, terlihat bahwa terjadi peningkatan rata-rata ROA, ROE, ROIC, NPM, dan EBM setelah transaksi M&A, yaitu pada tahun pertama. Sementara itu, pada tahun kedua, nilai rata-rata mengalami penurunan, bahkan pada tahun keempat dan kelima, juga terjadi penurunan profitabilitas pada ROA, ROE, dan ROIC. Namun, NPM mengalami peningkatan relatif tinggi pada tahun kelima namun dalam hal EBITDA Margin mengalami penurunan relatif tinggi lebih dari 10%. Peningkatan atau penurunan profitabilitas setelah transaksi M&A satu hingga lima tahun setelahnya belum signifikan berdasarkan nilai signifikansi tabel di atas, yang seluruhnya di atas 5% kecuali terbukti signifikan hanya pada indikator ROIC pada tahun kelima. Namun secara keseluruhan, hal tersebut tidak signifikan.

**Dampak M&A berupa profitabilitas** hasil penelitian ini adalah negatif atau terjadi penurunan profitabilitas dengan demikian **reject H01**. Sinergi keuangan dan sinergi operasi untuk memaksimalkan pendapatan melalui efisiensi biaya belum berhasil dilakukan. Hal ini sebagaimana disebutkan (Depamphilis, 2019) bahwa kuantifikasi sinergi keuangan melalui *revenue*, *cost*, dan *operating/asset* tidak berjalan sesuai dengan perencanaan. Hal ini terjadi karena asumsi yang terjadi setelah implementasi paska transaksi M&A tidak sesuai dengan *due diligence*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Fees et al., 2022).

## Dampak M&A Terhadap Efisiensi

Tabel 6. Tes Berpasangan Terhadap Efisiensi

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>A. Receivables Turnover (RT)</b>					
(-1,+1)	4.361,85	859,94	(3.501,90)	-.009b	0,993
(-1,+2)	4.361,85	19,78	(4.342,07)	-1.039a	0,299

<http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
(-1,+3)	4.361,85	80,16	(4.281,69)	-.080b	0,936
(-1,+4)	4.361,85	23,03	(4.338,82)	-.740a	0,459
(-1,+5)	4.361,85	19,15	(4.342,70)	-1.534a	0,125
B. Day's Sales in Receivables (DSR)					
(-1,+1)	61,92	65,96	4,04	-.219b	0,827
(-1,+2)	61,92	92,89	30,97	-.812b	0,417
(-1,+3)	61,92	59,64	(2,28)	-.366a	0,715
(-1,+4)	61,92	140,72	78,80	-.428b	0,669
(-1,+5)	61,92	122,45	60,53	-1.574b	0,115
C. Total Asset Turnover (TAT)					
(-1,+1)	0,95	0,91	(0,04)	-2.475a	0,013
(-1,+2)	0,95	0,88	(0,07)	-2.341a	0,019
(-1,+3)	0,95	0,97	0,02	-1.971a	0,049
(-1,+4)	0,95	0,89	(0,06)	-2.217a	0,027
(-1,+5)	0,95	0,92	(0,02)	-2.230a	0,026
D. Working Capital Turnover (WCT)					
(-1,+1)	11,75	12,42	0,68	-.129b	0,897
(-1,+2)	11,75	19,94	8,19	-.236a	0,813
(-1,+3)	11,75	-1,46	(13,21)	-.410a	0,682
(-1,+4)	11,75	1,65	(10,10)	-.183a	0,855
(-1,+5)	11,75	4,79	(6,96)	-.727a	0,467

Sumber: diolah sendiri

Untuk parameter efisiensi, menggunakan empat indikator yang menunjukkan bahwa indikator RT telah mengalami penurunan dari tahun pertama setelah transaksi M&A hingga tahun kelima, dengan nilai yang stabil. Penurunan ini terbukti tidak signifikan karena seluruhnya di atas 5%. Bukti tidak signifikan ini juga terjadi untuk indikator DSR dan WCT, di mana masing-masing terlihat meningkat pada tahun pertama setelah transaksi M&A. Penurunan DSR terjadi hanya pada tahun ketiga berarti umur piutang lebih pendek dan menjadi lebih panjang lagi pada tahun keempat dan kelima. Sementara itu, WCT pada tahun ketiga hingga kelima mengalami penurunan, yang dapat mengindikasikan bahwa mungkin terjadi penurunan pendapatan atau peningkatan modal kerja pada tahun tersebut. Dari lima indikator parameter efisiensi di atas, satu indikator, yaitu TAT, terbukti signifikan untuk penurunan yang terjadi pada tahun pertama, kedua, keempat, dan kelima. Sebaliknya, pada tahun ketiga, mengalami peningkatan. Nilai penurunan atau peningkatan rata-rata berada di bawah 10%. Penurunan ini dapat terjadi karena pendapatan rendah atau pertumbuhan total aset.

**Dampak M&A berupa efisiensi** hasil penelitian ini bersifat negatif dengan demikian **reject H02**. Sinergi yang diharapkan dapat meningkatkan produktivitas (Ibrahimi, 2018) tidak terjadi. Tujuan untuk menyatukan sumber daya sehingga dapat <http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

mengeksploitasi alat produksi yang belum beroperasi dengan kapasitas penuh (Hossain, 2021) juga belum tercapai. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Trujillo et al., 2020).

### Dampak M&A Terhadap Likuiditas

Tabel 7. Tes Berpasangan Terhadap Likuiditas

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>A. Current Ratio (CR)</b>					
(-1,+1)	1,90	2,57	0,67	-.095a	0,924
(-1,+2)	1,90	2,98	1,08	-.590a	0,555
(-1,+3)	1,90	1,67	(0,23)	-1.173a	0,241
(-1,+4)	1,90	1,72	(0,18)	-.696a	0,487
(-1,+5)	1,90	1,62	(0,28)	-1.325a	0,185
<b>B. Quick Ratio (QR)</b>					
(-1,+1)	1,13	1,84	0,71	-.250a	0,803
(-1,+2)	1,13	2,17	1,04	-.304a	0,761
(-1,+3)	1,13	0,98	(0,16)	-.959a	0,338
(-1,+4)	1,13	0,95	(0,19)	-.660a	0,509
(-1,+5)	1,13	0,91	(0,22)	-1.289a	0,197

Sumber: diolah sendiri

Dari dua indikator di atas, baik CR maupun QR menunjukkan pola yang sama, yaitu pada tahun pertama dan kedua mengalami peningkatan sementara pada tahun ketiga hingga kelima setelah transaksi M&A mengalami penurunan. Dengan demikian, dapat diindikasikan bahwa pada tahun ketiga hingga kelima, terjadi peningkatan kewajiban jangka pendek yang tidak diimbangi dengan peningkatan sisi aset lancar serta kesiapan likuid atau likuiditas dengan kas. Peningkatan dan penurunan kedua indikator tersebut terbukti tidak signifikan karena nilai signifikansi dari uji Wilcoxon seluruhnya di atas 5%.

**Dampak M&A berupa likuiditas** hasil penelitian ini tidak memiliki dampak terhadap likuiditas dengan demikian **accept H03**. Likuiditas yang seharusnya dihasilkan dengan meningkatnya kas atau setara kas dan aset lancar (Amir & Ghitti, 2021) belum teroptimalkan walaupun secara total aset mengalami kenaikan dengan masuknya tambahan aset konsolidasi dari perusahaan yang diakuisisi. Hal ini dapat terjadi karena aspek hutangnya yang mengalami penambahan akibat konsolidasi hutang lancar yang semakin tinggi. Dengan demikian tambahan aset lancar masih lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan hutang yang akan jatuh tempo dalam

kurun waktu satu tahun. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Borodin et al., 2020).

## Dampak M&A Terhadap Solvabilitas

Tabel 8. Tes Berpasangan Terhadap Solvabilitas

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>A. Equity Multiplier (EM)</b>					
(-1,+1)	2,68	2,94	0,26	-437a	0,662
(-1,+2)	2,68	3,18	0,50	-553a	0,580
(-1,+3)	2,68	2,89	0,21	-165a	0,869
(-1,+4)	2,68	2,97	0,29	-348b	0,728
(-1,+5)	2,68	2,86	0,19	-499b	0,617
<b>B. Debt to Equity Ratio (DER)</b>					
(-1,+1)	0,87	1,09	0,22	-089b	0,929
(-1,+2)	0,87	1,28	0,41	-161a	0,872
(-1,+3)	0,87	0,87	(0,00)	-223a	0,824
(-1,+4)	0,87	0,95	0,07	-312b	0,755
(-1,+5)	0,87	0,98	0,11	-477b	0,633
<b>C. Debt to Capital Ratio (DCR)</b>					
(-1,+1)	0,36	0,44	0,09	-147a	0,883
(-1,+2)	0,36	0,44	0,09	-366a	0,715
(-1,+3)	0,36	0,07	(0,29)	-780a	0,435
(-1,+4)	0,36	0,01	(0,35)	-259a	0,796
(-1,+5)	0,36	0,18	(0,17)	-161a	0,872
<b>D. Interests Coverage Ratio (ICR)</b>					
(-1,+1)	(19,66)	10,58	30,24	-275b	0,783
(-1,+2)	(19,66)	1.298,94	1.318,60	-232b	0,817
(-1,+3)	(19,66)	29,33	48,99	-903b	0,366
(-1,+4)	(19,66)	119,73	139,39	-045b	0,964
(-1,+5)	(19,66)	5.963,73	5.983,39	-154b	0,877

Sumber: diolah sendiri

Lima indikator digunakan untuk mengukur parameter solvabilitas, yaitu EM, DER, DCR, dan ICR. Untuk indikator EM, terjadi peningkatan dari awal tahun hingga tahun kelima setelah transaksi M&A. Peningkatan terjadi pada tahun kedua. Sementara itu, jika dilihat dari kapasitas pendanaan utang, terjadi peningkatan dibandingkan dengan ekuitasnya meskipun masih sekitar satu atau kurang dari satu ekuitas untuk lima tahun setelah M&A. Namun, komposisi utangnya dibandingkan dengan semua pendanaan yang ada, termasuk yang berasal dari ekuitas, mengalami penurunan pada tahun ketiga hingga kelima. Hal ini juga terlihat dari nilai positif kemampuan membayar bunga dengan peningkatan nilai ICR yang tinggi pada tahun kedua dan kelima, sementara selain tahun tersebut, tetap berada pada posisi dengan nilai yang lebih rendah. Secara keseluruhan, peningkatan atau penurunan indikator solvabilitas ini terbukti tidak konsisten karena semua di atas 5% dan bahkan rata-rata lebih dari 50%.

<http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

**Dampak M&A berupa solvabilitas** hasil penelitian ini tidak memiliki dampak terhadap solvabilitas dengan demikian **accept H04**. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan aset, hutang dan ekuitas atas transaksi M&A (Ross et al., 2019) belum memberikan dampak perbaikan ataupun penurunan terhadap solvabilitas. Rasio untuk pembayaran bunga dari hasil operasinya juga belum dapat menunjukkan bahwa hal tersebut dipengaruhi oleh transaksi M&A. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Wei et al., 2021).

### Dampak M&A Terhadap Biaya Modal

Tabel 9. Tes Berpasangan Terhadap Biaya Modal

Tes Berpasangan	Rata-Rata			Z-Wilcoxon	Sig.
	Sebelum M&A	Setelah M&A	Perbedaan		
<b>A. Cost of Debt (CoD)</b>					
(-1,+1)	10,69%	2,87%	-7,82%	-1.412a	0,158
(-1,+2)	10,69%	10,26%	-0,42%	-.277b	0,782
(-1,+3)	10,69%	20,49%	9,80%	-1.052a	0,293
(-1,+4)	10,69%	7,70%	-2,98%	-1.253a	0,210
(-1,+5)	10,69%	1,01%	-9,68%	-.050a	0,960
<b>B. Cost of Equity (CoE)</b>					
(-1,+1)	14,89%	13,88%	-1,01%	-.361a	0,718
(-1,+2)	14,89%	10,33%	-4,56%	-1.704a	0,088
(-1,+3)	14,89%	7,09%	-7,80%	-2.667a	<b>0,008</b>
(-1,+4)	14,89%	7,30%	-7,60%	-2.596a	<b>0,009</b>
(-1,+5)	14,89%	6,65%	-8,24%	-2.783a	<b>0,005</b>
<b>C. Weighted Average Cost of Capital (WACC)</b>					
(-1,+1)	9,91%	3,79%	-6,12%	-.424a	0,672
(-1,+2)	9,91%	18,32%	8,41%	-.932a	0,351
(-1,+3)	9,91%	89,96%	80,05%	-2.056a	<b>0,040</b>
(-1,+4)	9,91%	5,44%	-4,47%	-1.753a	0,080
(-1,+5)	9,91%	-9,39%	-19,30%	-2.917a	<b>0,004</b>

Sumber: *diolah sendiri*

Setelah M&A untuk CoE, mengalami penurunan dari tahun pertama hingga tahun kelima. Hal yang sama berlaku untuk CoD kecuali pada tahun ketiga terjadi peningkatan. Ketika dilihat dari kedua indikator ini, maka setelah M&A pada tahun kelima menunjukkan biaya CoD dan CoE yang hampir bisa diabaikan. Namun, setelah menghitung rata-rata semua biaya modalnya menggunakan WACC, terjadi peningkatan pada tahun kedua dan ketiga dan mengalami penurunan yang cukup tinggi pada tahun keempat dan kelima. Nilai yang terbukti signifikan terjadi pada penurunan CoE dari tahun ketiga hingga tahun kelima dan juga signifikan pada penurunan WACC di tahun kelima serta peningkatan WACC di tahun ketiga.

**Dampak M&A berupa kapasitas pendanaan** hasil penelitian ini menunjukkan dampak yang positif dengan adanya penurunan terhadap biaya modal dengan demikian **rejeck H05**. Sinergi keuangan dengan meningkatnya kapasitas pendanaan yang selaras dengan peningkatan ekuitas, total aset maupun kapasitas usaha berhasil dilakukan (Kwilinski, 2020). Perbaikan fundamental perusahaan dari aspek pendanaan menjadi salah satu tujuan utama dan motivasi dilakukannya transaksi M&A sehingga hal ini langsung terlihat dan terbukti dari hasil penelitian ini dan juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Kwilinski, 2020).

## CONCLUSION AND SUGGESTION

Berdasarkan hasil pengujian data empiris yang telah dikumpulkan dan diolah, serta dianalisis 84 perusahaan sampel, transaksi M&A berdampak pada sinergi keuangan. Efek yang terbukti signifikan adalah penurunan CoE dan WACC, yang menunjukkan bahwa setelah M&A berhasil membuat perbaikan pada kemampuan keuangan, yang menyebabkan penurunan biaya modal. Sementara itu, dampak pada profitabilitas dan efisiensi menunjukkan sebaliknya, yang terbukti terjadi penurunan signifikan pada ROIC dan TAT, yang berarti pasca-M&A masih mengalami kegagalan dalam meningkatkan pendapatan. Secara umum, profitabilitas yang mencakup ROA, ROE, ROIC, NPM, dan EBM, telah mengalami penurunan dan terbukti secara statistik signifikan untuk kinerja ROIC yang menurun setelah lima tahun setelah M&A. Hanya tahun pertama setelah M&A yang menunjukkan peningkatan, yaitu ROA, ROE, NPM, dan EBM. Ini menunjukkan bahwa keuntungan yang diharapkan setelah sinergi keuangan dan operasional dengan memaksimalkan pendapatan atau memangkas biaya belum berhasil. Hal ini tidak berlaku untuk dampak efisiensi yang mencakup RT, DSR, TAT, WCT hanya RT, yang selama lima tahun setelah M&A telah terbukti mengalami penurunan. Sementara itu, TAT telah mengalami penurunan lima tahun setelah M&A kecuali untuk tahun ketiga yang mengalami peningkatan. Perubahan dalam rasio TAT ini terbukti secara statistik signifikan. Untuk DSR, terjadi peningkatan kecuali untuk tahun ketiga setelah M&A, yang berarti penjualan dalam bentuk piutang semakin tinggi. WCT telah mengalami penurunan sejak tahun ketiga, <http://jurnal.umt.ac.id/index.php/dmj>

meskipun ada peningkatan pada tahun pertama dan kedua. Secara umum, dampak efisiensi pasca-M&A belum berhasil diperoleh dan cenderung tidak efisien dengan penurunan signifikan pada TAT. Dampak likuiditas pasca-M&A, yang mencakup CR dan QR, memiliki pola yang sama: tahun pertama dan kedua setelah M&A naik dan tahun ketiga hingga kelima setelah M&A turun. Ini berarti semakin lama setelah M&A mengalami penurunan likuiditas. Namun, penurunan tersebut belum terbukti secara statistik signifikan. Dalam hal dampak solvabilitas, yang mencakup EM, DER, DCR, dan ICR, terjadi peningkatan pada aset dan margin operasional terlihat dengan peningkatan EM dan ICR. Namun, komposisi utang cenderung meningkat, yang menyebabkan komposisi utang dari total pendanaan juga meningkat kecuali penurunan secara pecahan terjadi pada tahun ketiga hingga kelima setelah M&A. Semua perubahan dalam rasio solvabilitas belum terbukti secara statistik signifikan. Dampak biaya modal pasca-M&A, termasuk CoD, CoE, dan WACC, telah mengalami penurunan kecuali CoD pada tahun ketiga dan WACC pada tahun kedua dan ketiga. Penurunan CoE dari tahun ketiga hingga tahun kelima dan penurunan WACC pada tahun kelima terbukti secara statistik signifikan. Ini menunjukkan bahwa dengan adanya M&A, terjadi peningkatan kapasitas pendanaan yang berhasil mengurangi biaya utang, biaya ekuitas, dan rata-rata menurunkan biaya modal.

Berdasarkan keterbatasan studi ini, terdapat beberapa saran bagi para peneliti yang tertarik untuk melakukan penelitian dengan tema serupa. Perhitungan sinergi keuangan juga perlu dilihat dari sisi perusahaan target, terutama jika perusahaan target tidak digabungkan tetapi hanya melakukan transaksi akuisisi sehingga keberadaannya tetap berdiri sebagai entitas terpisah dari perusahaan yang melakukan akuisisi. Diperlukan perhitungan khusus untuk menunjukkan nilai tambah dari dampak sinergi keuangan yang dihasilkan setelah M&A sebagai variabel penelitian tambahan. Diperlukan untuk mengelompokkan dampak sinergi keuangan setelah transaksi M&A untuk perusahaan yang hanya melakukan transaksi merger dan perusahaan yang hanya melakukan transaksi akuisisi. Penambahan sampel perlu dilakukan dengan mencari sumber data keuangan lainnya, baik untuk perusahaan



yang terdaftar di bursa saham maupun perusahaan tertutup yang data-datanya dapat diakses.

## BIBLIOGRAPHY

- Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218–236. <https://doi.org/10.1177/0972150919852009>
- Alhenawi, Y., & Krishnaswami, S. (2015). Long-term impact of merger synergies on performance and value. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 58, 93–118. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.01.006>
- Amir, E., & Ghitti, M. (2021). Financial Analysis of Mergers and Acquisitions: Understanding Financial Statements and Accounting Rules with Case Studies. In *Financial Analysis of Mergers and Acquisitions: Understanding Financial Statements and Accounting Rules with Case Studies*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-61769-1>
- Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34–47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Depamphilis, D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2016). *Multinational Business Finance: Vol. Fourth Edition*.
- Fees, W., Nguyen, T. T. M., & Xu-Fees, X. (2022). Financial performance analysis of German firms after Chinese mergers and acquisitions. *Review of International Business and Strategy*, 32(3), 405–422. <https://doi.org/10.1108/RIBS-10-2020-0129>
- Gupta, I., Raman, T. V., & Tripathy, N. (2021). Impact of Merger and Acquisition on Financial Performance: Evidence from Construction and Real Estate Industry of India. *FIIB Business Review*, 12(1), 74–84. <https://doi.org/10.1177/23197145211053400>
- Holtström, J., & Anderson, H. (2021). Exploring and extending the synergy concept – a study of three acquisitions. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 36(13), 26–39. <https://doi.org/10.1108/JBIM-09-2020-0420>
- Hossain, M. S. (2021). Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*, 116. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2021.106004>
- Ibrahimi, M. (2018). *Mergers & Acquisitions*.

- Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10-11), 1398-1415. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2018-0053>
- Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and Acquisitions. In *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.15>
- Kumar, V., & Sharma, P. (2019). *An Insight Into MERGERS & ACQUISITIONS A Growth Perspective*.
- Kwilinski, A. (2020). Main Effects of Mergers and Acquisitions in International Enterprise Activities. *International Journal of Entrepreneurship*, 24(1).
- Leepsa, N. M., & Mishra, C. S. (2013). Do Mergers & Acquisitions Pay Off Immediately? *South Asian Journal of Management*, 20(3).
- Rani, N., Singh, S., Pramod, Y., & Jain, K. (2016). *India Studies in Business and Economics Mergers and Acquisitions A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance*. <http://www.springer.com/series/11234>
- Rao, U., & Mishra, T. (2020). Posterior analysis of mergers and acquisitions in the international financial market: A re-appraisal. *Research in International Business and Finance*, 51, 101062. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101062>
- Rehan, M., Imran Khan, M., & Kamran Khan, M. (2018). Effects of Merger and Acquisition on the Profitability of Banks. *European Academic Research*, VI(8). [www.euacademic.org](http://www.euacademic.org)
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate finance: Vol. Twelfth Edition*.
- Straub, T. (2007). *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions A Comprehensive Analysis*.
- Sujud, H. (2018). Effect of Mergers and Acquisitions on Performance of Lebanese Banks. In *International Research Journal of Finance and Economics*. <http://www.internationalresearchjournaloffinanceandeconomics.com>
- Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia, Y., & Bonnie Mindosa, S. (2019). Dampak Merger & Akuisisi Pada Kinerja Keuangan: Studi Pada Perusahaan Non Keuangan. *Manajemen Keuangan*, 8(2).
- Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-M&A performance and failure: Implications of time until deal completion. *Sustainability (Switzerland)*, 12(7). <https://doi.org/10.3390/su12072999>

- Trujillo, A. J., Garcia-Morales, E. E., Kabarriti, G., & Anderson, G. (2020). Do mergers and acquisitions improve firms' financial performance? The case of the U.S. generic drug industry. *Managerial and Decision Economics*, 41(1), 10–24. <https://doi.org/10.1002/mde.3074>
- Wei, C., Nneka, U. O., & George, N. (2021). The impact of Mergers and Acquisitions on the Financial Performance of Ecobank Ghana Limited. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 7(3), 243–259. <https://doi.org/10.32602/jafas.2021.028>
- Wu, C., Yu, X., & Zheng, Y. (2020). The spillover effect of financial information in mergers and acquisitions. *British Accounting Review*, 52(4). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100879>
- Zhao, X., Lin, D., & Hao, T. (2019). A new discussion on the relationship between M&A and innovation in an emerging market: the moderating effect of post-acquisition R&D investment. *Technology Analysis and Strategic Management*, 31(12), 1447–1461. <https://doi.org/10.1080/09537325.2019.1627310>