

PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH AKUISISI

Amelia Rizqi Suherman¹, Farida Ratna Dewi², Eka Dasra Viana^{3*}

¹ameliarizqi16@gmail.com, ²farida@apps.ipb.ac.id, ³ekadasraviana@apps.ipb.ac.id

^{1,2,3}IPB University, Indonesia

*Penulis Korespondensi

Abstrak

Strategi perusahaan untuk mendapatkan keunggulan kompetitif salah satunya adalah dengan melakukan merger atau akuisisi. Akuisisi tersebut membutuhkan biaya yang cukup besar dan bersifat jangka panjang sehingga dapat mengubah struktur modal. Keberhasilan akuisisi bisa dilihat dari kinerja keuangan perusahaan yang semakin membaik. Tujuan penelitian ini adalah untuk membandingkan kinerja keuangan dan struktur modal perusahaan saat sebelum dan setelah akuisisi. Pengukuran kinerja keuangan menggunakan rasio keuangan dan struktur modal. Sampel yang digunakan adalah akuisisi PT Bank Permata Tbk oleh PT Astra International Tbk pada tahun 2010 yang tercatat di Komisi Pengawasan Persaingan Usaha. Analisis memakai uji beda Paired Sample T Test untuk data yang terdistribusi normal dan Wilcoxon Sign Rank Test untuk data yang tidak terdistribusi normal. Hasil analisis menampilkan nilai yang signifikan untuk rasio keuangan TATO, ROA, EPS, DAR dan DER, sementara rasio CR dan komposisi struktur modal menunjukkan hasil tidak signifikan.

Kata Kunci: Akuisisi; Kinerja Keuangan; Struktur Modal; ROA; TATO

Abstract

One of the company's strategies to gain competitive advantage is to conduct mergers or acquisitions. The acquisition requires substantial costs and is long-term in nature so that it can change the capital structure. The success of the acquisition can be seen from the company's financial performance which is getting better. The purpose of this study was to compare the company's financial performance and capital structure before and after the acquisition. Measurement of financial performance using financial ratios and capital structure. The sample used is the acquisition of PT Bank Permata Tbk by PT Astra International Tbk in 2010 which is registered with the Business Competition Supervision Commission. The analysis used the Paired Sample T Test for data that was normally distributed and the Wilcoxon Sign Rank Test for data that were not normally distributed. The analysis results show significant values for the financial ratios of TATO, ROA, EPS, DAR and DER, while the CR ratio and capital structure composition show insignificant results.

Keywords: Acquisition; Financial Performance; Capital Structure; ROA; TATO

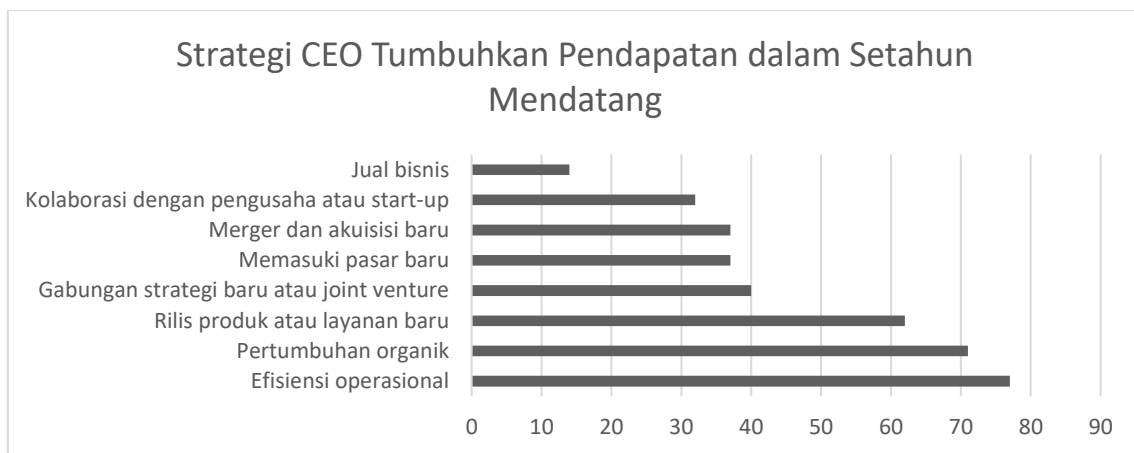


PENDAHULUAN

Menciptakan strategi yang tepat harus menjadi prioritas utama perusahaan untuk memenangkan persaingan bisnis yang kian kompetitif. Tujuan strategi tersebut tentu saja agar perusahaan semakin maju dan berkembang. Salah satu strategi agar perusahaan maju dan berkembang adalah dengan memperbesar skala usahanya. Perusahaan secara kompetitif memperbesar skala usaha untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal. Memperbesar skala usaha biasa disebut dengan ekspansi. Ekspansi terdiri dua, yaitu ekspansi internal dan ekspansi eksternal. Ekspansi internal yaitu kegiatan perusahaan yang memulai usaha dari awal dan mengembangkan lini bisnis yang ada, sementara ekspansi eksternal dengan cara menggabungkan beberapa perusahaan dalam bentuk merger, konsolidasi dan akuisisi (Sudana 2011).

Terdapat beberapa strategi guna meningkatkan pertumbuhan pendapatan perusahaan. Menurut data dari Price Waterhouse Coopers (2019), strategi merger dan akuisisi adalah alternatif pilihan *Chief Executive Officer (CEO)* untuk meningkatkan pendapatan perusahaan, seperti ditunjukkan pada Gambar.

Gambar 1 Strategi CEO Tumbuhkan Pendapatan dalam Setahun



Sumber: pricewaterhousecoopers (pwc) (2019)

Perusahaan di Indonesia juga banyak menjadi target investor internasional untuk melaksanakan ekspansi. Berdasarkan data *Bloomberg* Indonesia termasuk ke dalam rencana merger dan akuisisi terbesar kelima di pasar berkembang dan tercatat mencapai US\$ 16,3 miliar. Menurut Hariyani (2011) perusahaan menggunakan strategi ekspansi melalui akuisisi karena merupakan pintas untuk mencapai tujuan perusahaan dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan tanpa harus memulai bisnis dari awal. Dalam melakukan akuisisi, tidak semua perusahaan berhasil dalam mencapai tujuannya. Keberhasilan akuisisi secara ekonomis, terlihat dari kinerja keuangan perusahaan tersebut. Penelitian sebelumnya banyak menunjukan bahwa kinerja keuangan sebelum dan sesudah akuisisi tidak memperlihatkan perbedaan signifikan, bahkan ada yang gagal dan lebih buruk kinerja keuangannya.

Kumara.N.V. dan Satyanarayana (2013) Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa posisi likuiditas merger dan akuisisi telah meningkat tetapi secara statistik tidak signifikan. Kinerja keuangan perusahaan membaik setelah merger dalam hal rasio lancar, rasio likuiditas, ROCE, ROA, dan pengembalian dana jangka panjang. Tetapi sebagian besar rasio tersebut secara statistik tidak signifikan. Kemudian, Aprilita *et al.* (2013) hasil pengujian yang membandingkan kinerja keuangan tiga tahun menjelang dan tiga tahun sesudah akuisisi didapat hasil yaitu tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada ROI, ROE, DER, TATO, CR dan EPS antara sebelum dan setelah akuisisi dan secara rata-rata nilai *mean* ROI, ROE dan CR menurun, hal tersebut mencerminkan bahwa pasca akuisisi keadaan operasi perusahaan semakin memburuk.

Penelitian terdahulu menyatakan bahwa keterbatasannya adalah jangka waktu yang diteliti kurang panjang. Efek jangka panjang sebagai hasil sinergi baru akan terlihat pada jangka waktu tertentu setelah peristiwa akuisisi menarik minat peneliti untuk mengkaji lebih lanjut. Hal tersebut sejalan dengan Sutrisno & Sumarsih (2004) yang mengungkapkan bahwa kemakmuran pemegang saham dan kinerja perusahaan akan meningkat dalam jangka Panjang setelah akuisisi. Kemudian, penelitian terdahulu juga masih sedikit yang mengaitkan dengan struktur modal. Struktur modal perusahaan dapat berubah setelah proses Akuisisi. Hal tersebut terjadi karena dalam melakukan akuisisi, perusahaan memerlukan biaya yang besar dan bersifat jangka panjang (Haryati et al. 2015). Struktur modal sendiri diperlukan untuk mencapai sinergi finansial yang baik. Penelitian Brigham dan Houston (2001) mengungkapkan struktur modal yang kuat akan menghasilkan sinergi finansial dan mampu mengakses sumber-sumber dana dari luar secara lebih mudah dan murah sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun. Aktivitas operasi perusahaan akan terjamin dan tidak akan menghadapi kesulitan likuiditas apabila struktur modal kuat. Oleh karena itu peneliti ingin mengetahui apakah setelah akuisisi perusahaan tetap memiliki struktur modal yang kuat atau malah memperbesar hutangnya. Utang jangka panjang dengan jumlah besar memiliki risiko yang bisa membahayakan keberlanjutan hidup perusahaan. Posisi keuangan perusahaan akan dipengaruhi oleh penempatan proporsi hutang dan ekuitas harus tepat (Haryati et al. 2015). Maka dari itu, peneliti ingin menganalisis perbandingan kinerja keuangan dan struktur modal perusahaan dengan periode lebih panjang yaitu sembilan tahun sebelum dan sembilan tahun sesudah akuisisi.

TINJAUAN PUSTAKA

Kinerja Keuangan

Baik buruknya keadaan keuangan perusahaan dapat terlihat dari kinerja keuangan perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan dilakukan untuk mengukur bagaimana suatu perusahaan menerapkan aturan-aturan standar keuangan secara baik dan benar. Kinerja dapat dianalisis dengan rasio keuangan. Rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan (Harahap, 2011). Rasio keuangan memiliki tolak ukur dengan indikator yang berbeda beda. Rasio keuangan dibagi dalam beberapa bentuk yaitu rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio hutang dan ekuitas.

Struktur Modal

Struktur modal perusahaan biasanya terdiri dari dua sumber dana utama, yaitu modal sendiri yang dihasilkan oleh perusahaan, dan modal berasal dari luar yaitu utang. Firmanullah dan Darsono (2017) menyatakan struktur modal merupakan kombinasi dari sumber dana jangka panjang yang dimiliki oleh suatu entitas. Modal ekuitas dan utang digunakan untuk membiayai operasi bisnis seperti kegiatan operasional, belanja modal, biaya akuisisi, dan investasi lainnya. Struktur modal digunakan oleh manajemen sebagai alat keputusan dalam mempertimbangkan dan menentukan pendanaan jangka panjang perusahaan. Sherman (2015) menyatakan struktur modal mencerminkan perilaku manajerial serta toleransi risiko, anggapan tanggung jawab manajerial, serta bermacam pengaruh yang mempengaruhi kinerja, keputusan kebijakan, serta faktor-faktor yang memengaruhi pola ekonomi secara luas.

Akuisisi

Salah satu tipe merger yang paling diminati manajemen adalah akuisisi, dimana perusahaan mengambil alih hak kepemilikan perusahaan lain sehingga meskipun nama perusahaan target tetap ada tetapi kepemilikannya telah beralih kepada pengakuisisi. Proses ini sering dikenal juga dengan nama *subsidiary merger* (Tarigan *et al.* 2016). Terminologi merger dan akuisisi (M&A) memang perihalan yang mirip. Frasa ini digunakan secara longgar guna merujuk pada segala jenis kombinasi atau pengambilalihan perusahaan. Tetapi secara tegas, merger berarti kombinasi dari semua aset dan kewajiban dari dua perusahaan. Pembelian saham atau kekayaan perusahaan lain merupakan akuisisi (Brealey *et al.* 2001).

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini berkaitan dengan analisis data laporan keuangan perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, fokus pada perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 2010 dan dicatat di KPPU (Komisi Pengawasan Persaingan Usaha). Waktu penelitian dilaksanakan sekira bulan Februari 2021 – Maret 2021. Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder dan merupakan data kuantitatif dari data laporan keuangan. Data laporan keuangan yang akan dianalisis adalah laporan keuangan pada periode 2002 sampai 2019. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini memakai teknik *non-probability sampling* dengan kriteria perusahaan yang dijadikan sampel penelitian adalah sebagai berikut: 1. Perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). 2. Melakukan akuisisi pada tahun 2010 yang tercatat pada Komisi Pengawasan Persaingan Usaha (KPPU). 3. Terdapat laporan keuangan pada sembilan tahun sebelum akuisisi dan sembilan tahun setelah akuisisi.

Pengolahan dan analisis data penelitian yang dipakai adalah untuk membandingkan hasil kinerja keuangan dan struktur modal dalam periode yang berbeda. Metode pertama yang digunakan yaitu analisis rasio keuangan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan, atau prestasi operasi di setiap periode dan menganalisis struktur modal di setiap periode setiap tahunnya dengan komposisi modal hutang dan modal saham. Kemudian membandingkan periode

kinerja perusahaan dan struktur modal periode antara sebelum dengan pasca akuisisi dengan menggunakan statistik deskriptif, uji normalitas, serta uji hipotesis. Uji hipotesis yang digunakan yaitu *Paired Sample T-Test* untuk data yang terdistribusi normal serta *Wilcoxon Sign Rank Test* untuk data yang tidak terdistribusi normal.

Teknik analisis yang dilakukan adalah dengan membuat perbandingan antar variabel rasio keuangan dan variabel komposisi modal hutang dan komposisi modal saham yang sama diantara periode sebelum dan setelah akuisisi. Variabel yang mengukur kinerja keuangan adalah rasio *Current Ratio (CR)*, *Turn Assets Turnover (TATO)*, *Return on Assets (ROA)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Debt to Asset Ratio (DAR)*, dan *Debt to Equity Ratio (DER)* pada struktur modal menggunakan variabel komposisi modal hutang dan komposisi modal saham.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kinerja Keuangan

Kondisi kinerja keuangan pada penelitian ini diukur menggunakan rasio keuangan. Kinerja keuangan perusahaan sebelum akuisisi adalah pada jangka waktu dari tahun 2002 – 2010. Jangka waktu sesudah akuisisi adalah pada tahun 2011 – 2019. Perusahaan yang diteliti pada penelitian ini adalah PT Astra International Tbk dan PT Bank Permata Tbk.

Tabel 1. Daftar Kinerja Keuangan Sebelum Akuisisi

Tahun	PT Astra Internasional						PT Bank Permata					
	CR	TATO	ROA	EPS	DAR	DER	CR	TATO	ROA	EPS	DAR	DER
2002	1,3	1.156	13	90	0,659	2.657	1.091	0,153	-4,8	46	0,957	23.185
2003	1,2	1.150	17	110	0,507	1.187	1.052	0,453	1,9	72	0,94	15.919
2004	1,0	1.148	16	134	0,496	1.178	1.069	0,574	2,3	81	0,925	12.546
2005	0,7	1.302	10	135	0,484	1.114	1.044	0,571	1,2	38	0,924	12.504
2006	0,8	0,962	6	92	0,544	1.408	1.085	0,630	2,4	40	0,899	9.044
2007	1,3	1.105	10	161	0,496	1.169	1.104	0,701	3,1	65	0,899	9.054
2008	1,3	1.202	11	227	0,497	1.214	1.057	0,556	3,6	59	0,919	11.590
2009	1,4	1.108	11	248	0,450	1.003	1.093	0,615	1,70	62	0,912	10.569
2010	1,3	1.152	15	355	0,480	1.099	1.095	0,507	1,4	112	0,892	8.315
Mean	1.144	1.143	12.111	172.295	0,513	1.336	1.077	0,529	1.422	63.963	0.919	12.525

Sumber: Data diolah (2022)

Rasio keuangan sebelum akuisisi memiliki nilai yang berfluktuasi dan tidak stabil. PT Bank Permata pernah mengalami kerugian pada tahun 2002 dapat dilihat dari nilai ROA yang negatif senilai -4,8. Hal tersebut dikarenakan PT Bank Permata merupakan perusahaan baru penggabungan pada tahun 2002 hasil merger dari PT Bank Bali, PT Bank Universal, PT Bank Prima Express, PT Bank Artamedia, dan PT Bank Patriot. Rasio keuangan sebelum akuisisi secara lengkap dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 2. Daftar Kinerja Keuangan Sebelum Akuisisi

Tahun	PT Astra Internasional						PT Bank Permata					
	CR	TATO	ROA	EPS	DAR	DER	CR	TATO	ROA	EPS	DAR	DER
2002	1,3	1.156	13	90	0,659	2.657	1.091	0,153	-4.8	46	0.957	23.185
2003	1,2	1.150	17	110	0,507	1.187	1.052	0,453	1,9	72	0.94	15.919
2004	1,0	1.148	16	134	0,496	1.178	1.069	0,574	2,3	81	0.925	12.546
2005	0,7	1.302	10	135	0,484	1.114	1.044	0,571	1,2	38	0.924	12.504
2006	0,8	0,962	6	92	0,544	1.408	1.085	0,630	2,4	40	0.899	9.044
2007	1,3	1.105	10	161	0,496	1.169	1.104	0,701	3,1	65	0.899	9.054
2008	1,3	1.202	11	227	0,497	1.214	1.057	0,556	3,6	59	0.919	11.590
2009	1,4	1.108	11	248	0,450	1.003	1.093	0,615	1,70	62	0.912	10.569
2010	1,3	1.152	15	355	0,480	1.099	1.095	0,507	1,4	112	0.892	8.315
Mean	1.144	1.143	12.111	172.295	0,513	1.336	1.077	0,529	1.422	63.963	0.919	12.525

Sumber: Data diolah (2021)

Rasio keuangan pasca akuisisi secara keseluruhan kinerja keuangan menuju keadaan yang lebih baik dan stabil. Tetapi, sama halnya dengan sebelum akuisisi secara keseluruhan kinerja keuangan PT Bank Permata masih berada di bawah PT Astra. Rata – rata rasio tertinggi dari *Current Ratio*, *Total Asset Turnover*, *Return on Asset*, dan *Earning Per share* PT Astra memiliki nilai yang lebih tinggi dibanding dengan PT Bank Permata. Tahun 2016, PT Bank Permata mengalami rugi kembali seperti tahun 2002, dengan rasio *Return on Asset* bernilai negatif senilai -4,9. Namun secara keseluruhan kinerja keuangan setelah akuisisi menunjukkan nilai yang semakin menaik dibanding sebelum akuisisi yang masih berfluktuasi. Rasio keuangan sesudah akuisisi secara lengkap dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Variabel Kinerja Keuangan

<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>				
Rasio Keuangan	Sebelum	Sesudah	Taraf signifikan	Kesimpulan
<i>Current Ratio</i>	0,100	0,043	0,05	Tidak Normal
<i>Total Asset Turnover</i>	0,012	0,094	0,05	Tidak Normal
<i>Return On Asset</i>	0,070	0,013	0,05	Tidak Normal
<i>Earning Per Share</i>	0,060	0,167	0,05	Normal
<i>Debt to Asset Ratio</i>	0,000	0,000	0,05	Tidak Normal
<i>Debt to Equity Ratio</i>	0,006	0,000	0,05	Tidak Normal

Sumber: Data diolah (2021)

Dalam penelitian ini terdapat data rasio keuangan sebelum dan sesudah akuisisi keduanya harus sama – sama terdistribusi normal atau jika hanya satu yang terdistribusi normal maka dianggap data tersebut tidak normal. Hasil dari uji normalitas data yang terdistribusi normal hanya *Earning Per Share* (EPS) dengan nilai sig, 0,060 > taraf sig. ($\alpha=0,05$) dan sig. 0,060 > taraf sig. ($\alpha=0,05$). Sedangkan *Current Ratio*, *Total Asset Turnover*, *Return On Asset*, *Debt to Asset Ratio*, dan *Debt to Equity Ratio* terdistribusi tidak normal karena *Asymptotic sig* < taraf signifikan ($\alpha=0.05$). Data yang terdistribusi normal akan diuji dengan *Paired Sample T-Test* dan yang tidak normal akan diuji menggunakan *Wilcoxon Sign Rank Test*.

Tabel 4. Hasil Uji *Paired Sample T- Test*

Variabel	Mean	Sig. (2-tailed)	Taraf Signifikan	Kesimpulan
<i>Earning Per Share (EPS)</i>	-135,16667	0,008	0,05	Signifikan

Sumber: Data diolah (2021)

Hasil dari uji *Paired Sample T Test* untuk variabel *Earning Per Share* memiliki nilai sig. (2-tailed) adalah 0,008. Artinya nilai sig. (2-tailed) < 0,05 berarti H1 diterima. Hasil tersebut mempunyai arti terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio *Earning Per Share* sebelum dan sesudah akuisisi.

Tabel 5. Hasil Uji *Wilcoxon Sign Rank Test*

Rasio	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Taraf signifikan	Kesimpulan
<i>Current Ratio</i>	-,517 ^b	0,605	0,05	Tidak Signifikan
<i>Total Asset Turnover</i>	-2,504 ^b	0,012	0,05	Signifikan
<i>Return On Asset</i>	-2,608 ^b	0,009	0,05	Signifikan
<i>Debt to Asset Ratio</i>	-2,817 ^b	0,005	0,05	Signifikan
<i>Debt to Equity Ratio</i>	-3,724 ^b	0,000	0,05	Signifikan

Sumber: Data diolah (2021)

Dari hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa nilai *Asymp Sig. (2-tailed)* *Total Asset Turnover*, *Return On Asset*, *Debt to Asset Ratio*, dan *Debt to Equity Ratio* < taraf signifikan 0.05. Artinya variabel rasio tersebut memiliki perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah akuisisi. Sedangkan untuk nilai *Asymp Sig. (2-tailed)* *Current Ratio* adalah 0,605 > taraf signifikan 0.05. Artinya variabel CR tidak memiliki perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah melakukan akuisisi.

Struktur Modal

Analisis struktur modal menggunakan presentase modal dibiayai oleh hutang dan modal dibiayai oleh ekuitas atau saham. PT Astra International struktur modal disusun oleh hutang jangka panjang berupa *bonds* dan modal saham kombinasi dari saham biasa dan saham preferen. PT Bank Permata struktur modalnya disusun oleh modal inti (tier 1) dan modal pelengkap (tier 2) susunan struktur modal pada perbankan diatur sendiri oleh Bank Indonesia.

Tabel 6. Struktur Modal Sebelum dan Sesudah Akuisisi

Thn Sebelum	PT Astra Int		PT Bank Permata		Thn Sesudah	PT Astra Int		PT Bank Permata	
	Struktur modal	%	Struktur modal	%		Struktur modal	%	Struktur modal	%
2002	hutang jangka panjang	50%	Modal inti (tier 1)	65%	2011	hutang jangka panjang	27%	Modal inti (tier 1)	64%
	Saham biasa	50%	Modal Pelengkap (Tier 2)	35%		Saham biasa	73%	Modal Pelengkap (Tier 2)	36%
	TOTAL	100%	TOTAL	100%		TOTAL	100%	TOTAL	100%
2003	hutang jangka panjang	48%	Modal inti (tier 1)	75%	2012	hutang jangka panjang	42%	Modal inti (tier 1)	62%
	Saham biasa	52%	Modal Pelengkap (Tier 2)	25%		Saham biasa	58%	Modal Pelengkap (Tier 2)	38%
	TOTAL	100%	TOTAL	100%		TOTAL	100%	TOTAL	100%
2004	hutang jangka panjang	38%	Modal inti (tier 1)	81%	2013	hutang jangka panjang	35%	Modal inti (tier 1)	63%
	Saham biasa	62%	Modal Pelengkap (Tier 2)	19%		Saham biasa	65%	Modal Pelengkap (Tier 2)	37%
	TOTAL	100%	TOTAL	100%		TOTAL	100%	TOTAL	100%
2005	hutang jangka panjang	33%	Modal inti (tier 1)	86%	2014	hutang jangka panjang	32%	Modal inti (tier 1)	67%
	Saham biasa	67%	Modal Pelengkap (Tier 2)	14%		Saham biasa	68%	Modal Pelengkap (Tier 2)	33%
	TOTAL	100%	TOTAL	100%		TOTAL	100%	TOTAL	100%
2006	hutang jangka panjang	21%	Modal inti (tier 1)	67%	2015	hutang jangka panjang	36%	Modal inti (tier 1)	71%
	Saham biasa	79%	Modal Pelengkap (Tier 2)	33%		Saham biasa	64%	Modal Pelengkap (Tier 2)	29%
	TOTAL	100%	TOTAL	100%		TOTAL	100%	TOTAL	100%
2007	hutang jangka panjang	21%	Modal inti (tier 1)	70%	2016	hutang jangka panjang	33%	Modal inti (tier 1)	75%
	Saham biasa	79%	Modal Pelengkap	30%		Saham biasa	67%	Modal Pelengkap	25%

Sumber: Data diolah (2021)

Dilihat dari komposisi struktur modalnya dari tahun ke tahun mengalami perbedaan yang fluktuatif. Komposisi struktur modal secara keseluruhan menunjukkan komposisi hutang lebih kecil dari modal sahamnya. Dilihat dari periode kedua tahun yaitu periode sebelum akuisisi 2002 – 2010 dan setelah akuisisi 2011 – 2019 menunjukkan perbaikan. Komposisi hutang tertinggi pada periode sebelum akuisisi terjadi pada tahun 2002 dengan komposisi 50% dan komposisi hutang terendah terjadi pada tahun 2008 yaitu 20% dari komposisi modal sahamnya. Kondisi setelah akuisisi komposisi hutang tertinggi terjadi pada tahun 2012 dengan komposisi 42% dan terendah terjadi pada tahun 2019 dengan komposisi 25% dan 75% untuk modal sahamnya. Pada Bank Permata komposisi struktur modal secara keseluruhan menunjukkan komposisi hutang (tier 2) lebih kecil dari modal sahamnya (tier 1). Pada periode sebelum akuisisi komposisi hutang tertinggi terjadi pada tahun 2002 dengan komposisi 25% dan komposisi hutang terendah terjadi pada tahun 2005 dengan komposisi 14%. Pada periode setelah akuisisi komposisi hutang tertinggi terjadi pada tahun 2012 dengan komposisi 38% dan komposisi hutang terendah terjadi pada tahun 2018 dan 2019 dengan komposisi 10%.

Tabel 7. Hasil Uji Normalitas Struktur Modal

<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>				
Variabel	Sebelum	Sesudah	Taraf signifikan	Kesimpulan
Komposisi hutang	0,200	0,200	0,05	Normal
Komposisi modal saham	0,200	0,200	0,05	Normal

Sumber: Data diolah (2021)

Uji normalitas untuk variabel komposisi hutang dan komposisi modal saham digunakan untuk mengetahui data yang terdistribusi normal atau tidak. Hasil dari uji normalitas variabel komposisi hutang dan komposisi modal saham menunjukkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05. Artinya kedua data tersebut terdistribusi normal dan perlu menggunakan uji parametrik yaitu uji *Paired Sample T-Test*.

Tabel 8. Hasil Uji *Wilcoxon* Struktur Modal

Variabel	<i>Mean</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>	Taraf Signifikan	Kesimpulan
Komposisi hutang	-0,00336	0,911	0,05	Tidak Signifikan
Komposisi modal saham	0,00336	0,911	0,05	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah (2021)

Hasil uji *Paired Sample T-Test* perbedaan struktur modal dengan variabel komposisi hutang dan komposisi modal saham keduanya menunjukkan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > taraf sig. 0,05. Artinya kedua variabel tersebut menunjukkan hasil yang tidak signifikan untuk perbedaan komposisi hutang dan komposisi modal saham sebelum dan sesudah akuisisi. Hal tersebut berarti struktur modal sebelum dan sesudah akuisisi tidak memiliki perbedaan yang signifikan.

Analisis

Berdasarkan tabel 9. Dilihat dari ke enam variabel yang diuji, hanya *Current Ratio* dan *Earning Per Share* yang mengalami peningkatan nilai *mean* sesudah akuisisi. Sedangkan untuk ke-empat variabel lainnya yaitu *Total Asset Turnover*, *Return On Asset*, *Debt to Asset Ratio*, dan *Debt to Equity Ratio* mengalami penurunan nilai rata-rata sesudah akuisisi. Perubahan ini menunjukkan adanya perbaikan pada rasio CR, EPS, DAR, dan DER dan pada rasio lain terjadi penurunan setelah akuisisi.

Tabel 9. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan

Variabel	Statistik Deskriptif	Sebelum	Sesudah	Deskripsi
<i>Current Ratio (CR)</i>	<i>Mean</i>	1,1106	1,1389	Naik
<i>Total Asset Turnover (TATO)</i>	<i>Mean</i>	0,8358	0,6811	Turun
<i>Retrun On Asset (ROA)</i>	<i>Mean</i>	6,7667	4,7650	Turun
<i>Earning Per Shrae (EPS)</i>	<i>Mean</i>	118,1667	253,3333	Naik
<i>Debt to Asset Ratio (DAR)</i>	<i>Mean</i>	0,7156	0,6871	Turun
<i>Earning Per Shrae (EPS)</i>	<i>Mean</i>	6,9307	4,5854	Turun

Sumber: Data diolah (2021)

Pada *Current Ratio* menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan *Asymp Sig. (2-tailed)* Taraf Sig. 0, 05. Hasil tersebut sejalan dengan riset Dewi (2012) yang menganalisis perbandingan kinerja keuangan lima tahun saat sebelum serta lima tahun setelah akuisisi pada industri manufaktur serta Hanantyo (2017) mempelajari dengan ilustrasi industri yang melaksanakan akuisisi 2010- 2011 dengan jangka waktu 2 tahun saat sebelum serta 5 tahun pasca akuisisi. Maksudnya kegiatan akuisisi memanglah tidak meningkatkan secara signifikan pada variabel *Current Ratio*. Tetapi, nilai mean pada CR mengalami kenaikan. Selisih kenaikan tersebut memanglah sangat kecil yaitu 0,0283. Kenaikan pada rata-rata (mean) *Current Ratio* saat sebelum serta setelah akuisisi mengindikasikan membaiknya keahlian aktiva mudah industri dalam penuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva mudah yang dimilikinya. Meski masih terletak dibawah standar industri serta peningkatannya tidak signifikan, kenaikan tersebut senantiasa menampilkan jika keahlian industri dalam penuhi kewajiban jangka pendeknya makin meningkat. Kinerja *Current Ratio* sangat tergantung pada komposisi aktiva. Terus menjadi banyak aktiva mudah yang dipunyai industri hingga terus menjadi baik keahlian industri buat dimiliki kewajiban jangka pendeknya.

Pada rasio *Total Asset Turnover* memiliki nilai nilai *Asymp Sig. (2-tailed)* < taraf signifikan 0.05. Artinya variabel rasio tersebut menunjukkan perbedaan yang signifikan saat sebelum dan pasca akuisisi. Tetapi nilai *mean* pada rasio tersebut turun yang berarti aktivitas akuisisi tidak membuat baik pada rasio perputaran aset.

Hasil tersebut sejalan dengan (Serenade, 2018) yang menganalisis perusahaan yang mengakuisisi pada tahun 2013 dengan jangka waktu tiga tahun sebelum dan tidak tahun setelah akuisisi, penelitian (Y. R. K. S. Dewi & Worokinasih, 2013) menganalisis perusahaan dengan jangka waktu tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah akuisisi, dan penelitian (Esterlina & Firdausi, 2017) mengatakan bahwa nilai *mean* TATO menurun dan hasil uji beda terdapat perbedaan yang signifikan saat sebelum dan sesudah akuisisi. Nilai rata-rata TATO setelah akuisisi menurun baik satu tahun, dua tahun, maupun tiga tahun setelah akuisisi. Rasio ini mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari setiap rupiah aktiva. Perusahaan setelah melakukan akuisisi mengalami penurunan nilai *mean* berarti akuisisi tidak berpengaruh positif terhadap *Total Asset Turnover*. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak memanfaatkan seluruh aset yang dimiliki sesudah akuisisi untuk mendapatkan pendapatan yang tinggi. Namun penurunan rasio ini juga dapat terpengaruh oleh penjualan yang menurun karena beberapa faktor, seperti kasus pada perusahaan sampel PT Bank Permata dan PT Astra International yang dijadikan sampel pada penelitian ini yang mengalami penurunan penjualan pada lima tahun terakhir.

Pada rasio *Return On Asset* memiliki nilai nilai *Asymp Sig. (2-tailed)* < taraf signifikan 0.05. Artinya variabel rasio tersebut memiliki perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah akuisisi. Nilai *mean* untuk rasio tersebut menurun dengan rasio sebelum lebih besar dari sesudah (0,8358 > 0,6811). Hasil ini sejalan dengan Ratnasari (2019) pada variabel ROA menunjukkan hasil yang signifikan dan nilai *mean* lebih besar sebelum akuisisi dibanding sesudah akuisisi. Hal tersebut sejalan juga dengan yang dikemukakan oleh Harjito dan Martono (2014) menyatakan hasil perhitungan setelah akuisisi nilai *mean* lebih kecil dari sebelum akuisisi, serta hasil uji beda mengindikasikan bahwa adanya penurunan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba bersih untuk perusahaan. Sedangkan penelitian Fadilah (2010) menguji dengan periode satu tahun sebelum dan sesudah akuisisi menunjukkan hasil yang tidak signifikan dan terjadi penurunan nilai *mean* sebelum dan setelah akuisisi. Hal tersebut artinya dalam jangka pendek setelah akuisisi *mean* turun tetapi belum signifikan, setelah diuji dengan jangka waktu yang panjang setelah akuisisi didapatkan ternyata perubahannya signifikan dan aktivitas akuisisi tidak meningkatkan profitabilitas dalam segi *Return on Asset*.

Pada rasio *Earning Per Share* memiliki nilai sig. (*2-tailed*) adalah 0,008. Artinya nilai sig. (*2-tailed*) < 0,05. Hasil tersebut mempunyai arti terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio *Earning Per Share* saat sebelum dan sesudah akuisisi. Nilai *mean Earning Per Share* saat sebelum dan sesudah akuisisi juga menunjukkan nilai EPS sesudah akuisisi lebih besar dari EPS sebelum akuisisi dengan (253,333 > 118,1667). Artinya ada peningkatan nilai *earning per share* setelah melakukan aktivitas akuisisi. Nilai EPS yang tinggi mengindikasikan bahwa kinerja semakin membaik dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham semakin baik. Hal ini sejalan dengan semakin rendah nilai DER yang mengindikasikan biaya ekuitas lebih besar dari biaya hutang. Sejalan dengan penelitian (Esterlina & Firdausi, 2017) mengatakan bahwa terdapat beda yang signifikan pada rasio EPS di beberapa tahun yaitu dua tahun saat sebelum dengan satu tahun setelah akuisisi dan pada tiga tahun sebelum dengan satu tahun setelah akuisisi, dengan nilai *mean* sebelum akuisisi < *mean* EPS sesudah akuisisi.

Sedangkan pada (Aprilita *et al.* 2013) menyatakan bahwa EPS mengalami peningkatan setelah melakukan akuisisi namun hasil uji beda tidak signifikan. Artinya dalam jangka waktu yang pendek *mean* EPS setelah akuisisi meningkat namun tidak signifikan, setelah diuji dengan jangka waktu yang lebih panjang ternyata EPS tetap meningkat dengan perbedaan yang signifikan.

Pada *Debt to Asset Ratio* (DAR) sebelum dan sesudah akuisisi dengan standar deviasi sebelum dan sesudah akuisisi lebih kecil dari *mean* yaitu, DAR sebelum: (0,21342 > 0,7156) dan DAR sesudah (0,20611 > 0,6871) artinya distribusi data *Debt to Asset Ratio* baik yaitu nilai penyimpangan data dari *mean* nya lebih kecil. Hasil rata – rata (*mean*) DAR sebelum akuisisi adalah 0,7156 dan rata – rata (*mean*) DAR sesudah akuisisi adalah 0,6871. Nilai tersebut masih cukup tinggi dan berada diatas standar industri. Namun, dilihat dari nilai rata – rata tersebut artinya nilai rasio *Debt to Asset Ratio* menurun. Hal tersebut sejalan dengan (Pramadi, 2018) yang menganalisis tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah akuisisi menyatakan bahwa rasio *leverage* diproksikan oleh *Debt to Asset Ratio* (DAR) menunjukkan adanya perbedaan saat sebelum dan sesudah perusahaan melakukan akuisisi. Kemudian sejalan juga dengan (Serenade, 2018) yang menganalisis perusahaan yang mengakuisisi pada tahun 2013 dengan jangka waktu tiga tahun sebelum dan tidak tahun setelah akuisisi juga menyatakan bahwa nilai *mean* rasio DAR mengalami penurunan pasca akuisisi dan hasil uji beda membuktikan terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan setelah akuisisi. Sedangkan pada penelitian (Esterlina & Firdausi, 2017) yang menganalisis perbedaan berbagai periode waktu yaitu dari satu tahun sebelum sampai tiga tahun sesudah akuisisi menyatakan ada satu tahun sesudah merger dan akuisisi nilai rata-rata DAR menurun, dan naik pada dua tahun setelah akuisisi, serta menurun kembali pada tiga tahun setelah akuisisi. DAR menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara sebelum dengan sesudah akuisisi. Hal tersebut dapat berarti rasio DAR sesudah akuisisi dengan jangka waktu yang pendek masih belum menunjukkan hasil yang signifikan, kemudian setelah jangka panjang menunjukkan hasil yang signifikan.

Pada pengujian *Debt to Equity Ratio* (DER) mengindikasikan nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ artinya terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* saat sebelum dan setelah akuisisi. Nilai *mean Debt to Equity Ratio* mengalami penurunan dari 6,9307 menjadi 4,5854 dan nilai *mean* juga lebih kecil dari kedua standar deviasi dengan DER sebelum (6,9307 > 6,58477) dan DER sesudah (4,5854 > 3,98264) artinya distribusi datanya baik yaitu nilai *mean*-nya lebih kecil dari simpangan data. Walaupun nilai tersebut masih tinggi dan diatas standar industri, penurunan tersebut mengindikasikan secara perlahan kondisi struktur modal menunjukkan kondisi yang membaik. Penurunan ini sejalan dengan penurunan nilai maksimum, minimum, dan standar deviasi. Dilihat dari penurunan *mean* nilai DER sebelum dan sesudah akuisisi memiliki arti aktivitas akuisisi menunjukkan posisi pemilik modal makin besar dalam menjamin investasi kreditor dan semakin besar modal yang dibiayai oleh ekuitas dibanding oleh hutang. Hasil tersebut sejalan dengan (Pramadi, 2018) yang menganalisis dengan periode tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah akuisisi, menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan pada rasio DER sesudah perusahaan melakukan akuisisi.

Tabel. 10 Statistik Deskriptif Struktur Modal

Variabel	Statistik Deskriptif	Sebelum	Sesudah	Deskripsi
Komposisi hutang	Mean	0,2829	0,2862	Naik
Komposisi modal saham	Mean	0,7171	0,7138	Turun

Sumber: Data diolah (2021)

Hasil pengujian variabel struktur modal dengan variabel komposisi hutang dan komposisi modal saham saat sebelum dan sesudah melakukan akuisisi dengan jangka waktu sembilan tahun sebelum akuisisi dan sembilan tahun sesudah akuisisi pada dua sampel perusahaan keduanya menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Nilai *mean* pada statistik deskriptif pada komposisi hutang naik sedangkan pada komposisi modal menurun. Hal tersebut berarti secara komposisi setelah akuisisi komposisi hutang lebih dari komposisinya sebelum akuisisi. Tetapi komposisi tersebut masih lebih besar komposisi modal sahamnya dengan *mean* sebelum akuisisi dengan komposisi hutang 28% dan komposisi modal saham 72%. Sesudah akuisisi *mean* komposisi yaitu 29% komposisi hutang dan 73% komposisi modal saham. Selisih dari nilai *mean* untuk komposisi hutang dan komposisi modal saham tersebut sangat sedikit yaitu 0,0033 sehingga menghasilkan perbedaan yang tidak signifikan.

Hasil tersebut berbeda dengan rasio solvabilitas atau *leverage* dari *Debt to Asset Ratio* dan *Debt to Equity Ratio*, karena rasio tersebut menunjukkan hasil yang signifikan dan nilai *mean* nya menurun. *Debt to Asset Ratio* yang mengukur total hutang dengan total aset dan *Debt to Equity Ratio* atau rasio hutang mengukur total hutang dengan total ekuitas. Hal tersebut berbeda karena *Debt to Equity Ratio* mengukur dari total hutangnya dan struktur modal ini hanya hutang jangka panjangnya. Jadi dapat disimpulkan setelah akuisisi perusahaan tidak memiliki hasil yang signifikan pada permodalan yang dibandingkan dengan komposisi hutang jangka panjang. Tetapi signifikan pada perbandingan keseluruhan total hutangnya. Artinya setelah akuisisi perusahaan membaik dalam mengelola hutang dan risikonya.

Berdasarkan hal tersebut dapat dikatakan perusahaan dalam melakukan akuisisi memiliki tujuan dan motif yang berbeda - beda berdasarkan (Tarigan et al., 2016) perusahaan melakukan merger dan akuisisi memiliki berbagai tujuan, antara lain meningkatkan pertumbuhan, menjalin sinergi, diversifikasi, dan tujuan lainnya. Oleh karena itu, merger & akuisisi (M&A) juga dapat dibedakan berdasarkan motif. Hasil penelitian menyatakan hasil yang berbeda beda, ada yang menyatakan perbandingan yang positif dan signifikan pada profitabilitas tetapi pada sisi solvabilitas kurang baik dan yang menghasilkan perbandingan positif signifikan pada solvabilitas tetapi tidak selalu positif juga pada profitabilitas. Penelitian ini variabel yang menunjukkan hasil yang positif dan signifikan adalah dari variabel struktur modalnya. Untuk variabel kinerja keuangan masih belum menunjukkan hasil yang positif karena terjadinya penurunan. Penurunan pada variabel kinerja keuangan terjadi pada rasio TATO dan ROA rasio tersebut dapat disebabkan juga dari segi penjualannya karena TATO sendiri adalah perbandingan penjualan dengan *average total aset* dan ROA perbandingan dari laba bersih setelah pajak dengan total aset. Perusahaan yang melakukan akuisisi total aset akan bertambah sedangkan

kinerja penjualannya akan tetap seperti itu. Jika perusahaan tidak berusaha untuk memaksimalkan aset yang dimiliki untuk menambah penjualan dan laba maka rasio tersebut tidak akan naik dan malah akan menurun.

SIMPULAN

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kondisi kinerja keuangan sebelum dan sesudah akuisisi pada perusahaan yang dijadikan sampel mengalami tren yang berfluktuasi. Namun, secara keseluruhan kondisi keuangan sesudah akuisisi mengalami kondisi yang membaik. Komposisi struktur modal yang dibiayai hutang lebih kecil dari dibiayai oleh modal saham. Perbandingan kinerja keuangan saat sebelum dan sesudah akuisisi dengan jangka waktu sembilan tahun sebelum dan sembilan tahun sesudah menunjukkan nilai signifikan pada variabel TATO, ROA, EPS, DAR, dan DER. Sedangkan untuk variabel CR menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Berdasarkan hasil statistik deskriptif didapat nilai mean CR dan EPS naik dari sebelum akuisisi. Sedangkan nilai mean TATO, ROA, DAR, dan DER menurun pasca akuisisi. Perbandingan struktur modal sebelum dan sesudah akuisisi keduanya menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Berdasarkan hasil statistik deskriptif didapatkan rata-rata modal yang dibiayai hutang naik dan yang dibiayai oleh modal saham menurun. Keterbatasan penelitian ini hanya menggunakan dua sampel perusahaan, untuk peneliti selanjutnya bisa menambahkan jumlah sampel lebih banyak dan mengukur kinerja perusahaan setelah akuisisi dengan variabel dan metode yang lain agar terlihat lebih jelas perbedaannya dari segi variabel yang lain. Bagi perusahaan yang akan memilih strategi akuisisi perlu perencanaan yang tepat dalam menggunakan aset yang akan dimiliki nanti agar aset tersebut dapat optimal dalam menghasilkan laba penjualan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aprilita, I., Rina, T., & Aspahani, H. (2011). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi (Study Pada Perusahaan Pengakuisisi Yang Terdaftar Di Bei Periode 2000-2011). *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 11(2).
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. Thrid Edit. Volume ke-53. Boston: mcgraw-Hill.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan. Jilid 2. Edisi 8*. Suharto, Dodo. Wibowo, Herman, penerjemah. Jakarta: Erlangga. Terjemahan dari: *Fundamental of Financial Management*.
- Dewi, A. (2012). *Analisis Dampak Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia , Periode 2005)* Oleh ANUGERAH DEWI P . S . DEPARTEMEN MANAJEMEN. [Skripsi IPB University], 1–96.
- Dewi, Y. R. K. S., & Worokinasih, A. (2013). *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi (Study Pada Perusahaan Pengakuisisi Yang Terdaftar Di Bei Periode 2000-2011)*. 62(2), 166–175.

- Esterlina, P., & Firdausi, N. (2017). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Merger Dan Akuisisi. *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*.
- Fahmi, Irham. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Firdaus, J. & Yuniati, T. (2016). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada PT Kalbe Farma Tbk. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*.
- Firmanullah N, Darsono. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Di Perusahaan Indonesia (Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2011-2014). *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3).
- Ghozali, P.D.H.I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanantyo, P. E. (2017). *Analisis Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. [Skripsi Universitas Negeri Yogyakarta].
- Harahap, S. S. (2011). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada.
- Hariyani, I, Serfianto, Yustisia, C. (2011). *Merger, Akuisisi, Konsolidasi, & Pemisahan Perusahaan: Cara Cerdas Mengembangkan & Memajukan Perusahaan*. Ctk 1. Jakarta: Visimedia.
- Harjito, D.A. dan Martono. (2014). *Manajemen Keuangan. Edisi Kedua*. Yogyakarta: EKONOSIA.
- Haryati, Amaniah, E., Nugroho, P. (2015). Analisis Struktur Modal Perusahaan Akuisitor Sebelum dan Setelah Melakukan Akuisisi serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan. *Jurnal Studi Manajemen*, 9(1).
- Kasmir. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada
- Kumara, N.V.M, Satyanarayana. (2013). Comparative Study of Pre and Post Corporate Integration through Mergers and acquisition. *Int J Bus Manag Invent ISSN*. 2(3):31–38. www.ijbmi.org.
- Lai, K. Y., Ling, T. P., Eng, T. K., Cheng, L. S., & Ting, L. F. (2015). *Financial Performance of Malaysia Local Banks: During Periods of Pre-Merger and Post-Merger*. *Journal of Economics, Business and Management*.
- Levy, H. (2001). *Principles of Corporate Finance, 2nd ed. South-Western: Educational Publishing*.
- Lukviarman, Niki. (2006). *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*. Padang: Andalas University Press.
- Moin A, Vorhauser-Smith S. (2010). *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Yogyakarta: Ekonisia
- Nazir, Moh. (2005). *Metode Penelitian*. Jakarta: Ghalia Indonesia
- Pignataro P. (2015). *Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Pramadi, A. R. (2018). *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Periode 2011-2013*. [Skripsi Universitas Negeri Surabaya], 1–23.
- Rani, N. Surendra S. Yadav, S.S., & Jain, P.K. (2012). *Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India*. *International Journal of Commerce and Management*, 25(4), 402 – 423.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi Keempat*.

Yogyakarta: BEF

- Sekaran, U, Bougie, R. (2013). *Research Methods for Busines: a skill-bilding approach*. 7th Editio. Italy: Printer Trento Sri.
- Serenade, V. (2018). *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Akuisisi*. [Skripsi] Universitas Sanata Dharma.
- Sherman, E. H. (2015). A Manager's Guide to Financial Analysis. In *American Management Association AMA* (Sixth Edit, Vol. 50, Issue 2). American Management Association AMA.
- Sudana, I.M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktek*. Surabaya: Penerbit Erlangga.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sutrisno dan Sumarsih. (2004). Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap Pemegang Saham di BEJ Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal. *JAAI*. 8(2), 1410-2420.
- Tarigan, J., Yenewan, S., & Natalia, G. (2016). *Merger dan Akuisisi: dari Prespektif Strategis dan Kondisi Indonesia (Pendekatan Konsep dan Studi Kasus)* (Vol. 1, Issue 6). Ekuilibria.
- Tarigan, P.P.Y., dan Pratomo, W.A. (2015). Analisis Dampak Merger dan Akuisisi terhadap Abnormal Return dan Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 3(3), 200-212.
- Timothy J. Richards, T.J., & Manfredo, M.R. (2016). *Post-Merger Performance of Agricultural Cooperatives*. *Jurnal Agricultural Finance Review*, 63(2), 175 – 192.