

## APAKAH MERGER DAN AKUISISI BERPENGARUH PADA KINERJA SAHAM XL AXIATA–SMARTFREN (EXCL) ? ANALISIS KOMPARATIF

Wahyu Mulyadi<sup>1</sup>; Nur Hidayah K Fadhilah<sup>2</sup>

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Nasional<sup>1</sup>;

Fakultas Bisnis, Hukum dan Pendidikan, Universitas Nusa Putra<sup>1</sup>

Email : Wahyu.mulyadiipb@gmail.com<sup>1</sup>; nhkfadhilah@nusaputra.ac.id<sup>2</sup>

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja saham PT XL Axiata Tbk dan PT Smartfren Telecom Tbk melalui pendekatan komparatif sebelum dan sesudah merger. Industri telekomunikasi Indonesia yang semakin kompetitif mendorong perusahaan melakukan strategi merger dan akuisisi untuk meningkatkan efisiensi operasional, memperluas pangsa pasar, serta memperkuat struktur modal. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain deskriptif komparatif, di mana data sekunder diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan data harga saham yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia. Kinerja saham dianalisis menggunakan lima indikator utama, yaitu Price to Book Value (PBV), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Price Earnings Ratio (PER), dan Debt to Equity Ratio (DER). Analisis data dilakukan melalui statistik deskriptif, uji normalitas, serta uji komparatif menggunakan Paired Sample t-test atau Wilcoxon Signed Rank Test dengan tingkat signifikansi 5 persen. Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa setelah merger terjadi peningkatan pada sebagian besar indikator kinerja, yaitu EPS, PBV, PER, dan ROE yang mengindikasikan adanya perbaikan profitabilitas serta peningkatan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, DER juga mengalami peningkatan yang menunjukkan adanya kenaikan tingkat leverage dan risiko keuangan pasca-merger. Temuan ini menunjukkan bahwa merger dan akuisisi berpotensi meningkatkan kinerja fundamental dan valuasi pasar perusahaan, meskipun perlu diimbangi dengan pengelolaan struktur modal yang optimal agar risiko keuangan tetap terkendali. Penelitian ini memberikan kontribusi akademik dalam memperkaya literatur mengenai dampak merger dan akuisisi di sektor telekomunikasi Indonesia serta memberikan implikasi praktis bagi investor, manajemen perusahaan, dan regulator dalam mengevaluasi efektivitas strategi korporasi terhadap nilai perusahaan di pasar modal.

Kata Kunci : Merger Dan Akuisisi; Kinerja Saham; EPS; PBV; ROE; DER; Sektor Telekomunikasi

### ABSTRACT

*This study aims to analyze the effect of mergers and acquisitions on the stock performance of PT XL Axiata Tbk and PT Smartfren Telecom Tbk using a comparative approach before and after the merger. The increasingly competitive telecommunications industry in Indonesia encourages companies to adopt mergers and acquisitions as a strategic initiative to improve operational efficiency, expand market share, and strengthen capital structure. This research employs a quantitative approach with a descriptive comparative design, where secondary data are obtained from company financial statements and stock price data published by the Indonesia Stock Exchange. Stock performance is analyzed using five key indicators, namely Price to Book Value (PBV), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Price Earnings Ratio (PER), and Debt to Equity Ratio (DER). Data analysis is conducted through descriptive statistics, normality tests, and comparative hypothesis testing using the Paired Sample t-test or Wilcoxon Signed Rank Test with a significance level of 5 percent. The descriptive analysis results indicate that after the merger, most performance indicators improved, particularly EPS, PBV, PER, and ROE, which reflect enhanced profitability and a more positive market perception of the company's value. However, DER also increased, indicating a rise in leverage and financial risk following the merger. These findings suggest that mergers and acquisitions have the potential to enhance the company's fundamental performance and market valuation, although they should be accompanied by effective capital structure management to control financial risk. This study contributes to the academic literature*

*on mergers and acquisitions in the Indonesian telecommunications sector and provides practical implications for investors, corporate management, and regulators in evaluating the effectiveness of corporate strategies in improving firm value in the capital market.*

*Keywords : Mergers and Acquisitions; Stock performance; EPS; PBV; ROE; DER; telecommunications sector*

## PENDAHULUAN

Industri telekomunikasi merupakan salah satu sektor strategis dalam perekonomian digital karena berperan sebagai infrastruktur utama bagi aktivitas komunikasi, transaksi, layanan digital, pendidikan, bisnis, dan akses informasi masyarakat. Perkembangan teknologi digital, peningkatan penggunaan internet, serta tingginya kebutuhan masyarakat terhadap layanan data menjadikan perusahaan telekomunikasi harus terus memperkuat kapasitas jaringan, efisiensi operasional, dan daya saing bisnis (Ahmad et al., 2020; Kalem et al., 2021; Nashiruddin, 2019). Dalam kondisi tersebut, perusahaan telekomunikasi tidak hanya dituntut untuk memperluas layanan, tetapi juga harus mampu menjaga kinerja keuangan dan nilai perusahaan di tengah tingginya kebutuhan investasi, persaingan tarif, serta perubahan perilaku konsumen. Kinerja perusahaan di pasar modal sangat dipengaruhi oleh persepsi investor terhadap profitabilitas, struktur modal, prospek pertumbuhan (Brealey et al., 2011), dan keputusan strategis manajemen, termasuk keputusan merger dan akuisisi (Brigham et al., 2004).

Fenomena merger dan akuisisi di sektor telekomunikasi Indonesia menjadi semakin relevan karena industri ini memiliki karakteristik padat modal, kompetitif, dan sangat bergantung pada skala ekonomi. Perusahaan telekomunikasi membutuhkan investasi besar untuk membangun infrastruktur jaringan, memperluas cakupan layanan, serta menghadapi transisi teknologi menuju layanan digital dan 5G (Ahmad et al., 2020; Rurianto et al., 2021). Dalam konteks tersebut, merger antara XL Axiata dan Smartfren menjadi fenomena penting karena penggabungan dua operator besar ini dipandang sebagai upaya untuk menciptakan sinergi, memperluas basis pelanggan, meningkatkan efisiensi operasional, dan memperkuat posisi kompetitif perusahaan. Secara konseptual, merger dan akuisisi merupakan strategi pertumbuhan eksternal yang dapat digunakan perusahaan untuk memperoleh aset, teknologi, pasar, dan sumber daya baru secara lebih cepat dibandingkan pertumbuhan organik (Prihadi, 2012; Prihadi, 2013; Ross et al., 2019). Meskipun merger dan akuisisi berpotensi menciptakan nilai tambah, dampaknya terhadap kinerja perusahaan tidak selalu bersifat positif secara otomatis. Keberhasilan merger sangat bergantung pada efektivitas integrasi, kualitas manajemen, kemampuan mengelola risiko, serta kesesuaian strategi perusahaan setelah penggabungan (Damodaran, 2023; Chollet et al., 2025; Li et al., 2025). Dalam praktiknya, proses merger dapat menimbulkan tantangan baru, seperti perbedaan budaya organisasi, peningkatan biaya integrasi, perubahan struktur modal, serta potensi kenaikan leverage. Kondisi tersebut dapat memengaruhi

persepsi investor dan pada akhirnya berdampak pada harga saham maupun rasio fundamental perusahaan. Oleh karena itu, merger XL Axiata–Smartfren tidak cukup hanya dipandang sebagai aksi korporasi, tetapi juga perlu dianalisis sebagai fenomena yang dapat mengubah nilai perusahaan, risiko keuangan, dan ekspektasi pasar.

Secara teoretis, merger dan akuisisi dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila perusahaan mampu menciptakan sinergi operasional, memperbaiki efisiensi biaya, meningkatkan profitabilitas, serta memperkuat daya saing. Namun demikian, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang beragam. Mc Namara et al. (2017) menemukan bahwa EPS dan PER dapat menurun setelah merger dan akuisisi, sementara DER dan ROE tidak menunjukkan perubahan signifikan. Jeng dan Wells (2000) serta Whidbee dan Wohar (1999) juga menemukan bahwa beberapa rasio profitabilitas dan valuasi tidak selalu mengalami perbedaan signifikan setelah aksi korporasi. Sebaliknya, Chen et al. (2020) dan Senna (2008) menunjukkan adanya peningkatan pada beberapa rasio keuangan, meskipun hasilnya tidak selalu konsisten pada seluruh indikator dan sektor. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan adanya senjang empiris bahwa dampak merger dan akuisisi tidak dapat digeneralisasi untuk semua perusahaan, sektor, maupun periode pengamatan.

Senjang penelitian juga tampak dari sisi pendekatan dan indikator yang digunakan. Sebagian besar studi terdahulu lebih banyak menyoroti reaksi pasar jangka pendek melalui return saham, abnormal return, volume perdagangan, atau cumulative abnormal return. Akhigbe dan Madura (1996), misalnya, menekankan bahwa aksi korporasi dapat memengaruhi abnormal return jangka pendek. Namun, pendekatan tersebut belum sepenuhnya menggambarkan dampak merger terhadap kondisi fundamental perusahaan. Padahal, dalam menilai efektivitas merger, indikator fundamental dan valuasi seperti Price to Book Value (PBV), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Price Earnings Ratio (PER), dan Debt to Equity Ratio (DER) penting untuk dianalisis secara bersamaan karena masing-masing mencerminkan dimensi yang berbeda dari kinerja perusahaan (Adair & Adaskou, 2015; Becht et al., 2003; Kudina, 2023a, 2023b).

PBV dan PER merefleksikan bagaimana pasar menilai prospek dan nilai perusahaan, sedangkan ROE dan EPS menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba serta efisiensi penggunaan modal. Sementara itu, DER menggambarkan struktur modal dan tingkat risiko keuangan perusahaan, terutama apabila merger dibiayai melalui peningkatan utang (Brealey et al., 2011; Ross et al., 2019). Dengan demikian, analisis terhadap kelima indikator tersebut dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai apakah merger benar-benar meningkatkan nilai perusahaan atau justru menimbulkan risiko keuangan baru. Dalam konteks XL Axiata dan Smartfren, kajian yang secara khusus membandingkan kondisi sebelum

dan sesudah merger melalui PBV, ROE, EPS, PER, dan DER masih relatif terbatas, sehingga penelitian ini memiliki ruang kontribusi yang jelas.

Berdasarkan celah tersebut, penelitian ini menjadi penting karena tidak hanya melihat merger sebagai peristiwa korporasi, tetapi juga sebagai fenomena yang dapat memengaruhi persepsi pasar, profitabilitas, dan struktur risiko perusahaan. Merger XL Axiata–Smartfren perlu dikaji secara komprehensif karena penggabungan ini berpotensi menghasilkan nilai tambah melalui peningkatan skala usaha, efisiensi operasional, dan perluasan pasar. Namun, pada saat yang sama, merger juga berpotensi meningkatkan risiko keuangan apabila struktur modal perusahaan menjadi lebih bergantung pada utang. Oleh karena itu, penelitian ini berupaya menjawab apakah merger dan akuisisi benar-benar memberikan perubahan signifikan terhadap kinerja saham dan fundamental perusahaan, atau hanya menghasilkan respons positif sementara di pasar.

Kebaruan atau novelty penelitian ini terletak pada analisis komparatif dampak merger XL Axiata–Smartfren terhadap kinerja saham dengan mengintegrasikan lima indikator utama, yaitu PBV, ROE, EPS, PER, dan DER. Berbeda dari penelitian sebelumnya yang cenderung berfokus pada return atau abnormal return jangka pendek, penelitian ini memberikan penilaian yang lebih luas karena mencakup dimensi valuasi pasar, profitabilitas, ekspektasi investor, dan risiko struktur modal secara simultan. Selain itu, penelitian ini memiliki nilai tambah karena mengkaji peristiwa merger aktual pada sektor telekomunikasi Indonesia yang memiliki implikasi strategis terhadap persaingan industri, keputusan investasi, dan stabilitas pasar modal. Dengan demikian, penelitian ini berbeda dari studi sebelumnya karena tidak hanya menilai reaksi pasar, tetapi juga mengevaluasi perubahan fundamental perusahaan sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan kinerja saham dan fundamental perusahaan sebelum dan sesudah merger XL Axiata–Smartfren melalui indikator PBV, ROE, EPS, PER, dan DER. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi akademik dalam memperkaya literatur mengenai merger dan akuisisi di sektor telekomunikasi Indonesia, khususnya melalui pendekatan komparatif berbasis indikator pasar dan fundamental. Secara praktis, penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam menilai prospek perusahaan pasca-merger, bagi manajemen dalam mengevaluasi efektivitas strategi korporasi, serta bagi regulator dalam memahami dampak konsolidasi industri terhadap pasar modal dan stabilitas sektor telekomunikasi.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori

Nilai perusahaan merupakan konsep fundamental dalam keuangan dan manajemen strategis yang merujuk pada kemampuan perusahaan menciptakan kekayaan bagi pemegang saham melalui pengelolaan aset, modal, dan strategi bisnis yang efisien (Soe, 2024). Nilai ini tidak hanya mencerminkan kinerja jangka pendek, tetapi juga prospek pertumbuhan, daya saing, dan keberlanjutan perusahaan yang di pasar modal terefleksi pada harga saham sebagai agregasi persepsi investor terhadap profitabilitas, likuiditas, struktur modal, serta keputusan strategis manajemen (Bergendorff et al., 2024). Salah satu strategi korporasi yang dinilai signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan adalah merger dan akuisisi (M&A), karena berpotensi menciptakan sinergi operasional, efisiensi biaya, dan peningkatan daya saing. Namun demikian, keberhasilan M&A sangat bergantung pada efektivitas integrasi dan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko yang muncul selama proses penggabungan (Kagalkar, n.d.; Li et al., 2025). Oleh karena itu, dalam kerangka teori nilai perusahaan, dampak M&A perlu dievaluasi secara komprehensif melalui kombinasi indikator pasar dan fundamental seperti PBV, ROE, EPS, PER, dan DER untuk menilai perubahan valuasi, profitabilitas, serta struktur modal (Moeini Gharagozloo et al., 2022).

Merger dan akuisisi (M&A) secara konseptual dipandang sebagai strategi pertumbuhan eksternal yang memungkinkan perusahaan memperluas pangsa pasar, memperkuat daya saing, memperoleh sinergi, serta meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan (Afuwape, 2025; Bezverkhyi & Matiukha, 2025). Merger merupakan penggabungan dua atau lebih perusahaan menjadi satu entitas, sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan dan kontrol atas perusahaan lain (Prihadi, 2012). Strategi ini memberikan peluang pertumbuhan yang lebih cepat dibandingkan pertumbuhan organik melalui perolehan aset, teknologi, dan sumber daya baru (Prihadi, 2013; Ross et al., 2019). Secara teoretis, M&A didasarkan pada empat pilar utama, yaitu sinergi operasional yang meningkatkan efisiensi dan profitabilitas (Ross, 2008), diversifikasi risiko untuk menjaga stabilitas pendapatan (SAPUTRI, 2025), peningkatan market power yang memperkuat posisi kompetitif (Anissa, 2022), serta signaling theory yang menjelaskan bagaimana pengumuman M&A memengaruhi persepsi dan reaksi pasar (Bak, 2025; Supangat et al., 2023). Keberhasilan implementasinya tidak hanya ditentukan oleh aspek finansial, tetapi juga oleh kualitas manajemen, integrasi organisasi dan teknologi, serta kemampuan mengelola risiko (Chollet et al., 2025).

Kinerja saham mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham dan dapat dianalisis melalui kinerja pasar maupun fundamental, di mana kinerja pasar diukur melalui harga saham dan return, sedangkan kinerja fundamental mencakup

profitabilitas, efisiensi modal, valuasi, dan struktur permodalan. Dalam konteks merger dan akuisisi (M&A), analisis sebelum dan sesudah peristiwa strategis penting untuk menilai dampaknya terhadap nilai perusahaan dan persepsi investor. Indikator seperti Price to Book Value (PBV) dan Price Earnings Ratio (PER) merefleksikan ekspektasi pasar, sementara Return on Equity (ROE) dan Earnings per Share (EPS) menunjukkan kemampuan menghasilkan laba dan efisiensi penggunaan modal, serta Debt to Equity Ratio (DER) menggambarkan risiko keuangan dan keseimbangan struktur modal (Kudina, 2023b, 2023a). Perubahan PBV pasca-merger mencerminkan penilaian pasar terhadap potensi sinergi dan nilai tambah, sedangkan ROE menunjukkan efektivitas perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitas; pendekatan ini relevan dalam industri telekomunikasi Indonesia yang kompetitif dan padat modal, termasuk dalam menilai efektivitas M&A XL Axiata-Smartfren yang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau justru memunculkan risiko integrasi (Kimmel et al., 2022).

Analisis Return on Equity (ROE) dan Earnings per Share (EPS) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi (M&A) penting untuk menilai peningkatan profitabilitas dan efisiensi penggunaan modal yang berpengaruh pada ekspektasi investor terhadap harga saham. Kenaikan EPS pasca-merger mencerminkan keberhasilan integrasi dan tercapainya sinergi operasional yang memberi manfaat langsung bagi pemegang saham. Sementara itu, Price Earnings Ratio (PER) menunjukkan bagaimana pasar menilai potensi pertumbuhan laba di masa depan, di mana PER yang lebih tinggi umumnya mencerminkan optimisme investor. Di sisi lain, Debt to Equity Ratio (DER) menggambarkan perubahan struktur modal dan tingkat risiko keuangan, sehingga analisis sebelum dan sesudah merger dapat menilai apakah M&A memperkuat posisi keuangan atau meningkatkan leverage. Secara keseluruhan, PBV dan PER merefleksikan persepsi pasar, sedangkan ROE, EPS, dan DER menunjukkan kinerja fundamental, sehingga pendekatan komparatif atas indikator-indikator tersebut memberikan gambaran menyeluruh mengenai dampak merger terhadap nilai dan kinerja saham perusahaan.

### **Penelitian Terdahulu**

Penelitian terdahulu menjadi dasar penting dalam memahami dampak merger dan akuisisi (M&A) terhadap kinerja saham dan keuangan perusahaan, dengan hasil yang beragam tergantung pada sektor, ukuran perusahaan, jenis transaksi, strategi integrasi, dan persepsi investor. (Mc Namara et al., 2017) menemukan EPS dan PER menurun pasca-M&A, sementara DER dan ROE tidak signifikan; (Jeng & Wells, 2000; Whidbee & Wohar, 1999) juga tidak menemukan perbedaan signifikan pada rasio profitabilitas dan valuasi. Sebaliknya, (H. Chen et al., 2020; Senna, 2008) menunjukkan peningkatan pada beberapa rasio, meski tidak konsisten antar indikator dan sektor. (Allen et al., 2021) menekankan peran good corporate governance sebagai variabel moderasi, sedangkan (D. Chen et al., 2023; Xiang et al., 2022) menegaskan

kompleksitas efek M&A berdasarkan karakteristik transaksi. Dalam konteks pasar, (Akhigbe & Madura, 1996) menemukan dampak pada abnormal return jangka pendek, sementara (Weltbank, 2023) mencatat peningkatan DER dengan perubahan ROE dan PBV yang tidak konsisten. Temuan-temuan ini menunjukkan bahwa dampak M&A terhadap PBV, ROE, EPS, PER, dan DER tidak dapat digeneralisasi, sehingga analisis komparatif sebelum dan sesudah M&A tetap relevan untuk menilai dampak riil terhadap nilai dan kinerja perusahaan.

### **Kerangka Pemikiran**

Penelitian ini menganalisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja saham XL Axiata–Smartfren, di mana M&A dipandang sebagai strategi untuk meningkatkan efisiensi, pangsa pasar, daya saing, dan nilai perusahaan (Kurnia et al., 2020; Safiullah & Shamsuddin, 2018). Keputusan tersebut memengaruhi persepsi investor yang tercermin pada indikator kinerja saham dan fundamental (Akhigbe & Madura, 1996; Shleifer & Vishny, 1997). Kinerja diukur melalui PBV, ROE, EPS, PER, dan DER (Adair & Adaskou, 2015; Becht et al., 2003), dengan PBV mencerminkan valuasi pasar (Güven, 2026), ROE dan EPS menunjukkan profitabilitas (Spencer, 2024), PER menggambarkan ekspektasi pertumbuhan laba (Enebeli et al., 2026), serta DER menilai struktur modal dan risiko keuangan pasca-merger (Yang, 2025).

Penelitian ini menggunakan pendekatan komparatif sebelum dan sesudah M&A untuk menilai dampak langsung merger terhadap kinerja saham XL Axiata–Smartfren dari sisi fundamental dan valuasi pasar, dengan asumsi bahwa M&A memengaruhi efisiensi operasional (profitabilitas), persepsi investor (valuasi saham), serta struktur modal dan risiko keuangan (leverage). Kerangka ini menjadi dasar perumusan lima hipotesis yang menguji perbedaan signifikan PBV (H1), ROE (H2), EPS (H3), PER (H4), dan DER (H5) sebelum dan sesudah merger, guna memperoleh bukti empiris apakah strategi M&A benar-benar meningkatkan nilai perusahaan atau tidak. Secara keseluruhan, analisis komparatif ini diharapkan memberikan gambaran menyeluruh mengenai efektivitas M&A terhadap kinerja saham, sekaligus menjadi referensi bagi investor, manajemen, dan regulator dalam mengevaluasi implikasinya terhadap pasar modal Indonesia.

### **METODE PENELITIAN**

Metode adalah suatu cara kerja yang dapat digunakan untuk memperoleh sesuatu. Sedangkan metode penelitian dapat diartikan sebagai tata cara kerja di dalam proses penelitian, baik dalam pencarian data ataupun pengungkapan fenomena yang ada (Zulkarnaen, W., et al., 2020). Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain deskriptif komparatif untuk menganalisis secara sistematis dampak merger dan akuisisi (M&A) terhadap kinerja saham XL Axiata–Smartfren. Pendekatan kuantitatif dipilih karena memungkinkan pengukuran objektif atas perubahan indikator keuangan berbasis data numerik yang dapat diuji secara

statistik, sehingga menghasilkan kesimpulan yang reliabel dan terukur (Sugiyono, 2020). Desain komparatif digunakan untuk membandingkan kondisi sebelum dan sesudah M&A, dengan periode observasi satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah pengumuman merger guna menangkap dampak langsung keputusan strategis tersebut serta meminimalkan distorsi faktor eksternal (Creswell, 2015; Sekaran & Bougie, 2016). Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan, harga saham harian, serta publikasi resmi perusahaan dan Bursa Efek Indonesia, sehingga menjamin validitas dan akurasi informasi (Black & Babin, 2019).

Populasi penelitian mencakup seluruh data harga saham dan laporan keuangan XL Axiata–Smartfren yang tersedia pada periode pengamatan, dengan teknik total sampling (census sampling) untuk memastikan seluruh data relevan dianalisis secara komprehensif (Sugiyono, 2014). Variabel independen adalah peristiwa M&A yang diukur secara kategoris berdasarkan periode sebelum dan sesudah merger, sedangkan variabel dependen adalah kinerja saham yang diukur melalui lima indikator utama: Price to Book Value (PBV), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Price Earnings Ratio (PER), dan Debt to Equity Ratio (DER). Pengukuran dilakukan menggunakan rumus standar dalam literatur keuangan modern, dengan proses validasi dan konsistensi data untuk memastikan keandalan hasil analisis.

Teknik analisis data meliputi analisis deskriptif untuk menggambarkan nilai rata-rata, minimum, maksimum, dan standar deviasi masing-masing indikator, diikuti uji normalitas untuk menentukan metode pengujian hipotesis yang tepat (Sekaran & Bougie, 2017). Pengujian komparatif dilakukan menggunakan Paired Sample t-test apabila data berdistribusi normal, atau Wilcoxon Signed Rank Test jika tidak memenuhi asumsi normalitas (Creswell, 2019). Keputusan hipotesis ditentukan berdasarkan tingkat signifikansi  $\alpha = 0,05$  (Sugiyono, 2020). Dengan pendekatan ini, penelitian mampu mengevaluasi secara objektif apakah M&A memberikan perubahan signifikan terhadap valuasi pasar, profitabilitas, dan struktur modal, sehingga menghasilkan temuan yang relevan bagi investor, manajemen, dan regulator pasar modal.

## HASIL PENELITIAN DAN DISKUSI

### Gambaran Umum

Penelitian ini berfokus pada pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja saham entitas hasil penggabungan antara PT XL Axiata Tbk dan PT Smartfren Telecom Tbk, dua operator telekomunikasi besar di Indonesia yang berperan penting dalam pengembangan konektivitas nasional. XL Axiata dikenal sebagai salah satu operator terbesar dengan jaringan infrastruktur luas serta dukungan dari Axiata Group Berhad, sementara Smartfren berfokus pada layanan data berbasis 4G LTE dan inovasi digital. Kesepakatan merger diumumkan melalui

penandatanganan perjanjian definitif pada 11 Desember 2024, disetujui dalam RUPS-LB pada 25 Maret 2025, dan efektif berlaku (legal day one) pada 16 April 2025 setelah memperoleh persetujuan regulator, dengan entitas baru bernama PT XLSmart Telecom Sejahtera Tbk (Axiata, 2024). Penggabungan ini bertujuan menciptakan sinergi operasional, memperluas pangsa pasar, memperkuat struktur modal, serta meningkatkan kapasitas investasi terutama pada pengembangan 5G dan layanan digital berbasis data. Sejak implementasinya, XLSmart menjadi salah satu entitas terbesar di industri telekomunikasi Indonesia dengan basis pelanggan dan kapasitas finansial yang lebih kuat, sehingga penelitian ini mengevaluasi perubahan kinerja saham melalui indikator PBV, ROE, EPS, PER, dan DER sebelum dan sesudah M&A untuk menilai dampaknya terhadap nilai dan fundamental perusahaan di pasar modal Indonesia.

### **Analisis Deskriptif**

Analisis deskriptif dalam penelitian ini bertujuan menggambarkan kondisi kinerja saham dan fundamental perusahaan sebelum dan sesudah merger PT XL Axiata Tbk dan PT Smartfren Telecom Tbk yang efektif pada 16 April 2025. Pengamatan dilakukan selama satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah merger terhadap lima indikator utama, yaitu Price to Book Value (PBV), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Price Earnings Ratio (PER), dan Debt to Equity Ratio (DER), dengan total 11 periode observasi pada masing-masing fase.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif sebelum merger, kinerja perusahaan menunjukkan kondisi yang relatif stabil pada seluruh indikator. Earnings Per Share (EPS) memiliki rata-rata 144,27 dengan rentang 125 hingga 160 dan standar deviasi 10,179, yang mencerminkan variasi antarperiode namun masih dalam batas wajar. Price to Book Value (PBV) mencatat rata-rata 1,3809 dengan fluktuasi rendah (0,09659), menunjukkan valuasi pasar yang cukup stabil. Price Earning Ratio (PER) berada pada rata-rata 19,464 dengan standar deviasi 0,5353, menggambarkan ekspektasi investor yang konsisten, sementara Debt to Equity Ratio (DER) memiliki rata-rata 1,8418 dengan variasi sangat rendah (0,04687), menandakan struktur modal yang stabil meskipun tingkat leverage tergolong tinggi. Return on Equity (ROE) juga menunjukkan rata-rata 7,109 dengan standar deviasi 0,4847, yang mencerminkan profitabilitas yang relatif terjaga. Secara keseluruhan, kondisi sebelum merger memperlihatkan kinerja yang stabil dengan tingkat variasi rendah dan menjadi dasar pembandingan yang kuat untuk mengevaluasi perubahan pada 11 periode observasi setelah merger.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif setelah merger, Earnings Per Share (EPS) memiliki rata-rata 170,64 dengan rentang 40 dan standar deviasi 13,822, menunjukkan peningkatan laba per saham disertai fluktuasi yang lebih besar dibandingkan sebelum merger. Price to Book Value (PBV) meningkat menjadi rata-rata 1,6309 dengan variasi rendah (0,08961),

mencerminkan persepsi pasar yang lebih positif terhadap prospek perusahaan hasil penggabungan. Price Earning Ratio (PER) juga naik menjadi 20,191 dengan standar deviasi 0,5576, menandakan ekspektasi pertumbuhan laba yang lebih tinggi. Debt to Equity Ratio (DER) meningkat ke rata-rata 2,1691 dengan variasi rendah (0,09544), menunjukkan kenaikan leverage pasca-merger. Sementara itu, Return on Equity (ROE) naik menjadi 8,136 dengan standar deviasi 0,5904, mengindikasikan peningkatan efektivitas penggunaan modal. Secara keseluruhan, seluruh indikator menunjukkan perbaikan kinerja dan valuasi setelah merger, meskipun peningkatan DER mengisyaratkan adanya kenaikan risiko keuangan yang perlu dianalisis lebih lanjut melalui uji inferensial.

### **Penilaian Kinerja Saham**

#### **Earning Per Share (EPS) Sebelum dan Setelah Merger**

Uji normalitas dilakukan menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test untuk mengetahui apakah data Earnings Per Share (EPS) sebelum dan sesudah merger berdistribusi normal sebagai syarat penggunaan uji parametrik (Paired Sample t-Test). Keputusan diambil berdasarkan nilai signifikansi (Asymp. Sig.), di mana nilai  $> 0,05$  menunjukkan data berdistribusi normal, sedangkan nilai  $< 0,05$  menunjukkan data tidak berdistribusi normal.

Berdasarkan hasil uji normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov, diperoleh nilai Asymp. Sig. sebesar 0,126 untuk EPS sebelum merger dan 0,062 untuk EPS sesudah merger, yang keduanya lebih besar dari 0,05 sehingga menunjukkan data berdistribusi normal. Hasil ini diperkuat oleh nilai Monte Carlo Sig. masing-masing 0,125 dan 0,063 yang juga berada di atas 0,05, menegaskan tidak adanya penyimpangan dari distribusi normal. Dengan terpenuhinya asumsi normalitas, analisis dapat dilanjutkan menggunakan uji parametrik Paired Sample t-Test untuk menguji perbedaan signifikan EPS sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan hasil uji Paired Sample t-Test terhadap Earnings Per Share (EPS) sebelum dan sesudah merger, diperoleh nilai rata-rata selisih (Mean Difference) sebesar -26,364, yang menunjukkan bahwa EPS setelah merger lebih tinggi dengan peningkatan rata-rata 26,364 poin. Nilai t hitung sebesar -10,492 dengan  $df = 10$  dan signifikansi 0,000 ( $< 0,05$ ) mengindikasikan bahwa  $H_0$  ditolak dan terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik. Interval kepercayaan 95% berada pada rentang -31,962 hingga -20,765 yang seluruhnya bernilai negatif, semakin menegaskan bahwa peningkatan EPS pasca-merger terjadi secara konsisten. Dengan demikian, merger dan akuisisi terbukti memberikan dampak positif dan signifikan terhadap peningkatan EPS perusahaan.

#### **Price to Book Value (PBV) Sebelum dan Setelah Merger**

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test untuk mengetahui apakah data Price to Book Value (PBV) sebelum dan sesudah merger

berdistribusi normal sebagai syarat penggunaan uji parametrik (Paired Sample t-Test). Keputusan didasarkan pada nilai signifikansi (Asymp. Sig.), di mana nilai  $> 0,05$  menunjukkan data berdistribusi normal, sedangkan nilai  $< 0,05$  menunjukkan data tidak berdistribusi normal.

Uji normalitas terhadap Price to Book Value (PBV) menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 baik sebelum maupun sesudah merger, yang berada di atas tingkat signifikansi 0,05 sehingga data dinyatakan berdistribusi normal. Hasil ini diperkuat oleh nilai Monte Carlo Sig. sebesar 0,713 untuk periode sebelum merger dan 0,408 untuk periode sesudah merger, yang juga lebih besar dari 0,05 dan menegaskan tidak adanya penyimpangan distribusi. Dengan terpenuhinya asumsi normalitas, analisis dapat dilanjutkan menggunakan uji parametrik Paired Sample t-Test untuk menguji perbedaan signifikan PBV sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan hasil uji Paired Sample t-Test pada variabel Price to Book Value (PBV), diperoleh nilai rata-rata selisih (mean difference) sebesar -0,25000 yang menunjukkan adanya perbedaan rata-rata 0,25 poin antara periode sebelum dan sesudah merger. Standar deviasi selisih sebesar 0,06512 dengan standar error 0,01963 mengindikasikan variasi yang relatif kecil. Nilai t hitung sebesar -12,734 dengan  $df = 10$  dan interval kepercayaan 95% berada pada rentang -0,29375 hingga -0,20625 yang tidak melewati nol, sehingga secara statistik menunjukkan adanya perbedaan yang nyata. Nilai signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,000 ( $< 0,05$ ) menegaskan bahwa perbedaan PBV sebelum dan sesudah merger signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan yang sangat tinggi.

#### **Price Earning Ratio (PER) Sebelum dan Setelah Merger**

Uji normalitas dilakukan menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test untuk mengetahui apakah data Price Earning Ratio (PER) sebelum dan sesudah merger berdistribusi normal sebagai syarat penggunaan uji parametrik (Paired Sample t-Test). Keputusan ditentukan berdasarkan nilai signifikansi (Asymp. Sig.), di mana nilai  $> 0,05$  menunjukkan data berdistribusi normal, sedangkan nilai  $< 0,05$  menunjukkan data tidak berdistribusi normal.

Berdasarkan hasil uji normalitas, nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 untuk PER sebelum maupun sesudah merger berada di atas 0,05, sehingga data dinyatakan berdistribusi normal. Hasil ini diperkuat oleh nilai Monte Carlo Sig. sebesar 0,901 pada periode sebelum merger dan 0,408 pada periode sesudah merger yang juga lebih besar dari 0,05, menegaskan tidak adanya penyimpangan distribusi. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi dan analisis dapat dilanjutkan menggunakan uji parametrik Paired Sample t-Test untuk menguji perbedaan signifikan PER sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan hasil uji Paired Sample t-Test pada variabel Price Earning Ratio (PER), diperoleh nilai rata-rata selisih (mean difference) sebesar -0,72727 yang menunjukkan adanya

perbedaan rata-rata 0,727 poin antara periode sebelum dan sesudah merger. Standar deviasi selisih sebesar 0,82473 dengan standar error 0,24867 menggambarkan variasi data yang moderat. Interval kepercayaan 95% berada pada rentang -1,28133 hingga -0,17321 yang tidak melewati nol, sehingga secara statistik menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. Nilai t hitung sebesar -2,925 dengan  $df = 10$  dan signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,015 ( $< 0,05$ ) menegaskan bahwa perbedaan PER sebelum dan sesudah merger signifikan pada taraf 5%.

#### **Debt to Equity Ratio (DER) Sebelum dan Setelah Merger**

Uji normalitas terhadap variabel Debt to Equity Ratio (DER) dilakukan menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test untuk memastikan bahwa data sebelum dan sesudah merger berdistribusi normal sebagai syarat penggunaan uji parametrik.

Berdasarkan hasil uji normalitas, nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 untuk DER sebelum dan sesudah merger berada di atas 0,05, sehingga data dinyatakan berdistribusi normal. Hal ini diperkuat oleh nilai Monte Carlo Sig. sebesar 0,617 pada periode sebelum merger dan 0,471 pada periode sesudah merger yang juga lebih besar dari 0,05, menegaskan tidak adanya penyimpangan distribusi. Dengan terpenuhinya asumsi normalitas, analisis dapat dilanjutkan menggunakan uji parametrik Paired Sample t-Test untuk menguji perbedaan signifikan DER sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan hasil uji Paired Sample t-Test pada variabel Debt to Equity Ratio (DER), diperoleh nilai rata-rata selisih (mean difference) sebesar -0,32727 yang menunjukkan adanya perbedaan rata-rata 0,327 poin antara DER sebelum dan sesudah merger. Standar deviasi sebesar 0,12736 dengan standar error 0,03840 menunjukkan variasi selisih yang relatif terkendali. Interval kepercayaan 95% berada pada rentang -0,41284 hingga -0,24171 yang tidak melewati nol, sehingga secara statistik menegaskan adanya perbedaan signifikan. Nilai t hitung sebesar -8,522 dengan  $df = 10$  dan signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,000 ( $< 0,05$ ) menunjukkan bahwa perbedaan DER sebelum dan sesudah merger signifikan secara statistik.

#### **Return On Equity (ROE) Sebelum dan Setelah Merger**

Uji normalitas terhadap variabel Return on Equity (ROE) dilakukan menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test untuk memastikan bahwa data sebelum dan sesudah merger berdistribusi normal sebagai prasyarat penggunaan uji parametrik.

Berdasarkan hasil uji normalitas, nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,124 untuk ROE sebelum merger dan 0,200 untuk ROE sesudah merger, yang keduanya lebih besar dari 0,05, sehingga data dinyatakan berdistribusi normal. Hasil ini diperkuat oleh nilai Monte Carlo Sig. sebesar 0,120 pada periode sebelum merger dan 0,370 pada periode sesudah merger yang juga berada di atas 0,05, menegaskan tidak adanya penyimpangan distribusi. Dengan terpenuhinya

asumsi normalitas, analisis dapat dilanjutkan menggunakan uji parametrik Paired Sample t-Test untuk menguji perbedaan signifikan ROE sebelum dan sesudah merger.

Berdasarkan hasil uji Paired Sample t-Test pada variabel Return on Equity (ROE), diperoleh nilai rata-rata selisih (mean difference) sebesar -1,02727 yang menunjukkan bahwa ROE setelah merger lebih tinggi dibandingkan sebelum merger. Standar deviasi selisih sebesar 0,41974 dengan standar error 0,12656 menunjukkan variasi yang relatif terkendali. Interval kepercayaan 95% berada pada rentang -1,30926 hingga -0,74529 yang tidak melewati nol, sehingga secara statistik menegaskan adanya perbedaan yang konsisten. Nilai t hitung sebesar -8,117 dengan  $df = 10$  dan signifikansi (Sig. 2-tailed) sebesar 0,000 ( $< 0,05$ ) menunjukkan bahwa perbedaan ROE sebelum dan sesudah merger signifikan secara statistik.

## **Pembahasan**

### **Analisis Komparatif Sebelum dan Sesudah Merger**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa setelah merger terjadi perubahan pada seluruh indikator kinerja saham dan fundamental perusahaan. EPS, PBV, PER, dan ROE mengalami peningkatan, sementara DER juga meningkat yang menunjukkan perubahan struktur modal menjadi lebih leveraged. Peningkatan pada indikator profitabilitas dan valuasi pasar ini mengindikasikan bahwa merger memberikan sinyal positif bagi investor serta memperkuat persepsi terhadap prospek perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian (Jeng & Wells, 2000; Mc Namara et al., 2017) yang menyatakan bahwa M&A dapat meningkatkan kinerja keuangan dan nilai pemegang saham apabila sinergi operasional tercapai. Namun, kenaikan DER juga mendukung temuan (Whidbee & Wohar, 1999) yang menunjukkan bahwa merger sering diikuti peningkatan leverage sebagai konsekuensi strategi pendanaan, sehingga membawa implikasi risiko keuangan yang perlu dikelola secara hati-hati.

### **Analisis EPS**

Peningkatan EPS setelah merger menunjukkan adanya perbaikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba per saham, yang mencerminkan keberhasilan integrasi dan sinergi pasca-merger. Hasil ini konsisten dengan penelitian (H. Chen et al., 2020; Whidbee & Wohar, 1999) yang menemukan bahwa perusahaan cenderung mengalami peningkatan profitabilitas setelah restrukturisasi korporasi yang efektif. Selain itu, temuan ini juga memperkuat argumen (Allen et al., 2021; Lizińska et al., 2024) bahwa sinergi operasional dan efisiensi biaya menjadi faktor utama peningkatan nilai perusahaan pasca-M&A. Dengan demikian, dari sisi profitabilitas, merger XL Axiata-Smartfren menunjukkan indikasi keberhasilan dalam menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham.

### **Analisis PBV**

Peningkatan PBV pasca-merger menunjukkan bahwa pasar memberikan valuasi yang lebih tinggi terhadap perusahaan hasil penggabungan. Hal ini mencerminkan optimisme investor terhadap potensi pertumbuhan dan sinergi yang dihasilkan. Temuan ini sejalan dengan (Allen et al., 2021) yang menyatakan bahwa pengumuman M&A dapat meningkatkan valuasi pasar apabila dipersepsikan sebagai strategi ekspansi yang prospektif. Selain itu, hasil ini mendukung signaling theory, yang menjelaskan bahwa merger dapat menjadi sinyal positif mengenai prospek masa depan perusahaan, sehingga mendorong kenaikan penilaian pasar terhadap nilai buku perusahaan.

#### **Analisis PER**

Kenaikan PER setelah merger menunjukkan adanya peningkatan ekspektasi pasar terhadap pertumbuhan laba di masa depan. Investor tampaknya menilai bahwa penggabungan perusahaan akan memperkuat daya saing dan memperluas potensi pendapatan. Temuan ini konsisten dengan penelitian (Hermalin, 2005) yang menemukan bahwa M&A dapat memengaruhi persepsi investor dan rasio valuasi saham. Selain itu, (Kurnia et al., 2020) menegaskan bahwa respons pasar terhadap M&A sangat bergantung pada keyakinan terhadap keberhasilan integrasi dan prospek jangka panjang perusahaan. Dengan demikian, perubahan PER dalam penelitian ini mencerminkan respons pasar yang cenderung optimistis terhadap merger.

#### **Analisis DER**

Peningkatan DER menunjukkan adanya perubahan struktur modal perusahaan menjadi lebih berbasis utang setelah merger. Kondisi ini sejalan dengan teori struktur modal yang menyatakan bahwa merger sering kali dibiayai melalui tambahan leverage (Brealey et al., 2011; Ross et al., 2019). Temuan ini juga mendukung hasil (Adair & Adaskou, 2015) yang menunjukkan bahwa perusahaan sektor telekomunikasi pasca-merger cenderung mengalami peningkatan rasio utang. Walaupun leverage dapat meningkatkan potensi return, risiko keuangan juga meningkat apabila tidak diimbangi dengan pertumbuhan laba yang memadai. Oleh karena itu, dampak merger terhadap struktur modal memerlukan pengelolaan risiko yang efektif agar tidak menekan kinerja jangka panjang.

#### **Analisis ROE**

Peningkatan ROE menunjukkan bahwa perusahaan menjadi lebih efektif dalam menghasilkan laba dari ekuitas yang dimiliki. Hasil ini mendukung penelitian (Weston & Nnadi, 2023) yang menemukan bahwa M&A di pasar berkembang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui perbaikan profitabilitas. Selain itu, temuan ini juga konsisten dengan (Shaoai et al., 2021) yang menyatakan bahwa keberhasilan merger sering tercermin dari meningkatnya efisiensi operasional dan skala ekonomi. Dengan demikian, dari sisi profitabilitas

berbasis modal sendiri, merger XL Axiata–Smartfren menunjukkan indikasi kinerja yang lebih baik dibandingkan periode sebelum penggabungan, meskipun keberlanjutan peningkatan tersebut tetap bergantung pada konsistensi strategi dan efektivitas integrasi jangka panjang.

### KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Penelitian ini menyimpulkan bahwa merger dan akuisisi memberikan dampak signifikan terhadap kinerja saham dan struktur keuangan perusahaan. Peningkatan Earnings per Share (EPS) dan Return on Equity (ROE) menunjukkan adanya perbaikan profitabilitas serta efektivitas penggunaan modal pasca-merger, yang mengindikasikan tercapainya sinergi operasional. Dari sisi pasar, kenaikan Price to Book Value (PBV) dan perubahan Price Earnings Ratio (PER) mencerminkan meningkatnya valuasi dan ekspektasi positif investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan. Namun demikian, peningkatan Debt to Equity Ratio (DER) menunjukkan adanya perubahan struktur modal yang lebih leverage, sehingga berimplikasi pada peningkatan risiko keuangan. Secara keseluruhan, temuan ini menunjukkan bahwa merger berdampak positif terhadap profitabilitas dan persepsi pasar, meskipun disertai konsekuensi peningkatan risiko yang memerlukan pengelolaan strategis.

Secara praktis, manajemen perusahaan perlu mengelola peningkatan leverage secara hati-hati agar risiko keuangan tetap terkendali dan penggunaan utang mampu menghasilkan return yang optimal. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi referensi dalam menilai dampak merger terhadap kinerja fundamental dan risiko perusahaan secara lebih komprehensif. Sementara itu, bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas periode observasi serta menambahkan variabel lain seperti abnormal return, arus kas, atau rasio likuiditas guna memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai dampak jangka panjang merger terhadap kinerja perusahaan.

### DAFTAR PUSTAKA

- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1006477.
- Akhigbe, A., & Madura, J. (1996). Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(9-10), 1267–1287.
- Allen, F., Gu, X., & Jagtiani, J. (2021). A survey of fintech research and policy discussion. *Review of Corporate Finance*, 1(3–4).
- Anieze, B. K., & Egbunike, P. A. (2025). Capital Structure, Asset Liquidity And Financial Performance Of Listed Deposit Money Banks In Nigeria. *International Review of Financial Studies*, 2(5), 49–84.
- Aryanto, T. (2023). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Penerbit Nem.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1–109). Elsevier.
- Black, W., & Babin, B. J. (2019). Multivariate data analysis: Its approach, evolution, and impact. In *The great facilitator: Reflections on the contributions of Joseph F. Hair, Jr. to marketing and business research* (pp. 121–130). Springer.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill

Education.

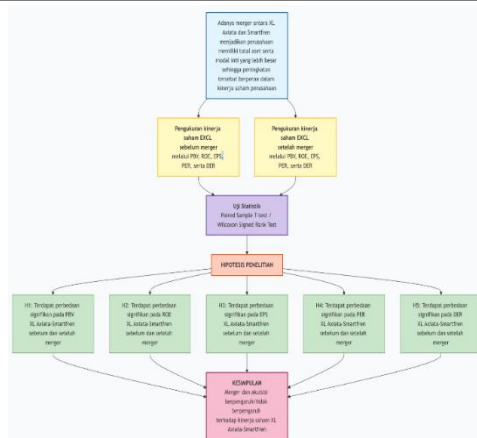
- Brigham, E. F., Houston, J. F., & Clark, D. A. (2004). *Fundamentals of financial management*.
- Chen, D., Hu, H., & Chang, C. (2023). Green finance, environment regulation, and industrial green transformation for corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(5), 2166–2181.
- Chen, H., Yang, D., Zhang, J. H., & Zhou, H. (2020). Internal controls, risk management, and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101695.
- Creswell, J. W. (2015). Penelitian kualitatif & desain riset. *Yogyakarta: Pustaka Pelajar*, 1–634.
- Creswell, J. W. (2019). *Research design: Pendekatan metode kualitatif, kuantitatif dan campuran*.
- Damodaran, A. (2023). Country risk: determinants, measures and implications—the 2023 edition. *Measures and Implications—The*.
- Enebeli, E. L., Enebeli, U. U., Dakyen, Y. J., Cherima, Y. J., Hassan, R. K., Mikailu, F., Islam, Z., & Orya, E. E. (2026). A World Bank Data-Driven Analysis of Income, Investment, and Sectoral Change in ECOWAS Economies (2000–2024). *Hensard Journal of Policy, Economics and Development*, 1(1).
- Gitman, L. J. (1991). Principles of managerial finance (6th). *M. Harper Collins Publishers*, 177.
- Güven, A. B. (2026). The World Bank in a post-pandemic age: scaling up an ever-expanding agenda. *Third World Quarterly*, 1–20.
- Harahap, S. S. (2011). *Analisis kritis atas laporan keuangan*.
- Hermalin, B. E. (2005). Trends in corporate governance. *The Journal of Finance*, 60(5), 2351–2384.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2009). *Competitiveness and Globalization*.
- Idrissyah, D. H., & Kurnianingsih, R. (2026). The Effect of Capital Structure on Profitability in Health Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2022–2024 Period. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IJSE)*, 9(1), 611–622.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241–289.
- Kurnia, P., Darlis, E., & PUTR, A. A. (2020). Carbon emission disclosure, good corporate governance, financial performance, and firm value. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 223–231.
- Lizińska, J., Gryko, J., & Czapiewski, L. (2024). Discovering the relationship between financing and earnings management. In *Earnings Management and Corporate Finance* (pp. 177–193). Routledge.
- Mc Namara, A., Murro, P., & O’Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43, 122–138.
- Putri, A. W., Nurrohman, A. L., Irsyadillah, M. I., & Najib, M. T. A. (2024). Analisis Rasio Keuangan Dalam Mengukur Kinerja Keuangan PT Ultra Jaya Milk Industry & Trading Co. Tbk. Tahun 2022-2023. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 16(2), 50–58.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Roberts, G. S., Pandes, J. A., & Holloway, T. A. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance 10th Canadian ed*. McGraw Hill.
- Safiullah, M., & Shamsuddin, A. (2018). Risk in Islamic banking and corporate governance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 47, 129–149.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: A skill building approach*. John Wiley & Sons.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian untuk Bisnis: Pendekatan Pengembangan Keahlian Edisi 6 Buku 2*.
- Senna, D. (2008). Global financial talent shortage. *Corporate Finance Review*, 13(3), 5.
- Shaoai, C., Ximan, L., & Fangyan, Y. (2021). Teaching Reform of Corporate Finance Based on the Applied Talent Gap in Financial Industry. *2021 6th International Conference on Social Sciences and Economic Development (ICSSSED 2021)*, 631–634.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Spencer, F. (2024). *The World Bank's Multilateralism*.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian kuantitatif, kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Sugiyono. (2020). *Metode Penelitian Kualitatif, Kualitatif, Dan R&D*. Alfabeta.
- Weltbank. (2023). *World Bank East Asia and Pacific Economic Update, October 2023: Services For Growth*. World Bank Publications.
- Weston, P., & Nnadi, M. (2023). Evaluation of strategic and financial variables of corporate sustainability and ESG policies on corporate finance performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(2), 1058–1074.
- Whidbee, D. A., & Wohar, M. (1999). Derivative activities and managerial incentives in the banking industry. *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 251–276.
- Xiang, X., Liu, C., & Yang, M. (2022). Who is financing corporate green innovation? *International Review of Economics & Finance*, 78, 321–337.
- Yang, J. (2025). World Bank assessment: evaluation of the international trade environment. *Management Decision*.
- Zulkarnaen, W., Fitriani, I., & Yuningsih, N. (2020). Pengembangan Supply Chain Management Dalam Pengelolaan Distribusi Logistik Pemilu Yang Lebih Tepat Jenis, Tepat Jumlah Dan Tepat Waktu Berbasis Human Resources Competency Development Di KPU Jawa Barat. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi)*, 4(2), 222-243. <https://doi.org/10.31955/mea.vol4.iss2.pp222-243>.

**GAMBAR, GRAFIK DAN TABEL**

Tabel 1. Rumus Perhitungan Rasio Keuangan Penelitian

| Rasio                      | Rumus   |
|----------------------------|---|
| Price to Book Value (PBV)  | $\frac{\text{Harga Saham Per lembar}}{\text{Nilai Buku Per Saham}}$ |
| Return on Equity (ROE)     | $\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100$        |
| Earnings per Share (EPS)   | $\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$            |
| Price Earnings Ratio (PER) | $\frac{\text{Harga Saham Per Lembar}}{\text{Earning Per Share}}$    |
| Debt to Equity Ratio (DER) | $\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$                   |



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Tabel 2. Analisis Deskriptif Statistik Sebelum Merger

| Variabel             | N  | Min  | Max  | Mean   | Std. Deviation |
|----------------------|----|------|------|--------|----------------|
| Earning Per Share    | 11 | 125  | 160  | 144.27 | 10.179         |
| Price to Book Value  | 11 | 1.24 | 1.55 | 1.3809 | 0.09659        |
| Price Earning Ratio  | 11 | 18.5 | 20.1 | 19.464 | 0.5353         |
| Debt to Equity Ratio | 11 | 1.75 | 1.92 | 1.8418 | 0.04687        |
| Return On Equity     | 11 | 6.2  | 7.8  | 7.109  | 0.4847         |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 3. Analisis Deskriptif Statistik Setelah Merger

| Variabel             | N  | Min  | Max  | Mean   | Std. Deviation |
|----------------------|----|------|------|--------|----------------|
| Earning Per Share    | 11 | 155  | 195  | 170.64 | 13.822         |
| Price to Book Value  | 11 | 1.51 | 1.78 | 1.6309 | 0.08961        |
| Price Earning Ratio  | 11 | 19.5 | 21.3 | 20.191 | 0.5576         |
| Debt to Equity Ratio | 11 | 2.02 | 2.28 | 2.1691 | 0.09544        |
| Return On Equity     | 11 | 7.4  | 9.1  | 8.136  | 0.5904         |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Earning Per Share (EPS)

| Statistik                           | EPS Sebelum | EPS Sesudah |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| N                                   | 11          | 11          |
| Mean                                | 144.27      | 170.64      |
| Std. Deviation                      | 10.179      | 13.822      |
| Most Extreme Differences (Absolute) | 0.225       | 0.246       |
| Most Extreme Differences (Positive) | 0.225       | 0.246       |
| Most Extreme Differences (Negative) | -0.194      | -0.168      |
| Test Statistic                      | 0.225       | 0.246       |
| Asymp. Sig. (2-tailed)              | 0.126       | 0.062       |
| Monte Carlo Sig. (2-tailed)         | 0.125       | 0.063       |
| 99% CI Lower Bound                  | 0.116       | 0.057       |
| 99% CI Upper Bound                  | 0.133       | 0.070       |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 5. Paired Samples Test Earning Per Share (EPS)

| Variabel                  | Mean Difference | t       | df | p-value |
|---------------------------|-----------------|---------|----|---------|
| EPS Sebelum – EPS Sesudah | -26.364         | -10.492 | 10 | 0.000   |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 6. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Price to Book Value (PBV)

| Statistik                           | PBV Sebelum | PBV Sesudah |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| N                                   | 11          | 11          |
| Mean                                | 1.3809      | 1.6309      |
| Std. Deviation                      | 0.09659     | 0.08961     |
| Most Extreme Differences (Absolute) | 0.149       | 0.180       |
| Most Extreme Differences (Positive) | 0.149       | 0.180       |
| Most Extreme Differences (Negative) | -0.107      | -0.113      |
| Test Statistic                      | 0.149       | 0.180       |
| Asymp. Sig. (2-tailed)              | 0.200       | 0.200       |
| Monte Carlo Sig. (2-tailed)         | 0.713       | 0.408       |
| 99% CI Lower Bound                  | 0.701       | 0.395       |
| 99% CI Upper Bound                  | 0.724       | 0.421       |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 7. Paired Samples Test Price to Book Value (PBV)

| Variabel                  | Mean Difference | t       | df | p-value |
|---------------------------|-----------------|---------|----|---------|
| PBV Sebelum – PBV Sesudah | -0.25000        | -12.734 | 10 | 0.000   |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 8. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Price Earning Ratio (PER)

| Keterangan                  | PER Sebelum | PER Sesudah |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| N                           | 11          | 11          |
| Mean                        | 19.4636     | 20.1909     |
| Std. Deviation              | 0.53530     | 0.55759     |
| Test Statistic (K-S)        | 0.125       | 0.179       |
| Asymp. Sig. (2-tailed)      | 0.200       | 0.200       |
| Monte Carlo Sig. (2-tailed) | 0.901       | 0.408       |
| 99% CI Lower Bound          | 0.893       | 0.395       |
| 99% CI Upper Bound          | 0.909       | 0.421       |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 9. Paired Samples Test Price Earning Ratio (PER)

| Variabel                  | Mean Difference | t      | df | p-value |
|---------------------------|-----------------|--------|----|---------|
| PER Sebelum – PER Sesudah | -0.72727        | -2.925 | 10 | 0.015   |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 10. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Debt to Equity Ratio (DER)

| Keterangan                  | DER Sebelum | DER Sesudah |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| N                           | 11          | 11          |
| Mean                        | 1.8418      | 2.1691      |
| Std. Deviation              | 0.04687     | 0.09544     |
| Test Statistic (K-S)        | 0.158       | 0.172       |
| Asymp. Sig. (2-tailed)      | 0.200       | 0.200       |
| Monte Carlo Sig. (2-tailed) | 0.617       | 0.471       |
| 99% CI Lower Bound          | 0.605       | 0.458       |
| 99% CI Upper Bound          | 0.630       | 0.484       |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 11. Paired Samples Test Debt to Equity Ratio (DER)

| Variabel                  | Mean Difference | t      | df | p-value |
|---------------------------|-----------------|--------|----|---------|
| DER Sebelum – DER Sesudah | -0.32727        | -8.522 | 10 | 0.000   |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 12. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov Return On Equity (ROE)

| Keterangan                  | ROE Sebelum | ROE Sesudah |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| N                           | 11          | 11          |
| Mean                        | 7.1091      | 8.1364      |
| Std. Deviation              | 0.48467     | 0.59038     |
| Test Statistic (K-S)        | 0.225       | 0.184       |
| Asymp. Sig. (2-tailed)      | 0.124       | 0.200       |
| Monte Carlo Sig. (2-tailed) | 0.120       | 0.370       |
| 99% CI Lower Bound          | 0.112       | 0.357       |
| 99% CI Upper Bound          | 0.129       | 0.382       |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)

Tabel 13. Paired Samples Test Return On Equity (ROE)

| Variabel                  | Mean Difference | t      | df | p-value |
|---------------------------|-----------------|--------|----|---------|
| ROE Sebelum – ROE Sesudah | -1.02727        | -8.117 | 10 | 0.000   |

Sumber : Data diolah Peneliti (2026)