

Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kinerja Perusahaan: Sebelum Sesudah Merger dan Akuisisi

Rizna Novtaviani

Universitas Airlangga, riznanvian@gmail.com

ABSTRACT

Companies conducting mergers and acquisitions (M&A) is an investment strategy that is very popular among companies. Companies that conduct M&A and implement corporate governance mostly show positive short-term company performance. However, little research has followed the long-term performance of the acquiring firm. Therefore, this study aims to determine the relationship between corporate governance and company performance before and after mergers and acquisitions (M&A). The research sample was 17 companies that conducted M&A in 2017, obtained from the KPPU website and the Indonesia Stock Exchange. The research sample was 17 companies that conducted M&A in 2017, obtained from the KPPU website and the Indonesia Stock Exchange. This research method uses the OLS test. The results on the company before and during M&A activities show that independent directors and board ownership show no effect on the company's financial performance. Board size had a significant negative effect on financial performance. Meanwhile, the results for companies that have and have conducted M&A show that independent directors had a significant negative effect and board size had no significant effect on the company's financial performance. Also, board ownership had a significant positive effect on financial performance.

Keywords: board size, board ownership, financial performance, independent directors

ABSTRAK

Perusahaan melakukan merger dan akuisisi (M&A) merupakan strategi investasi yang sangat populer di kalangan perusahaan. Perusahaan yang melakukan M&A dan menerapkan *corporate governance* umumnya menunjukkan kinerja perusahaan dalam jangka pendek yang positif bagi perusahaan. Namun, sedikit penelitian yang mengikuti dalam jangka panjang kinerja perusahaan yang mengakuisisi. Oleh sebab itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi (M&A). Sampel penelitian sebanyak 17 perusahaan yang melakukan M&A pada tahun 2017, diperoleh dari *website* KPPU dan Bursa Efek Indonesia. Metode penelitian ini menggunakan uji OLS. Hasil pada perusahaan sebelum dan saat kegiatan M&A menunjukkan bahwa direktur independen dan kepemilikan manajerial menunjukkan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Ukuran dewan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan. Sedangkan, hasil pada perusahaan yang saat dan sudah melakukan M&A menunjukkan bahwa direktur independen berpengaruh negatif signifikan dan ukuran dewan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Serta, kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Kata Kunci : direktur independen, kinerja keuangan, kepemilikan manajerial, ukuran dewan

Naskah diterima: 09-09-2021, direvisi: 09-09-2021, diterbitkan: 14-09-2021

PENDAHULUAN

Perusahaan melakukan merger dan akuisisi (M&A) adalah strategi investasi yang sangat populer di kalangan perusahaan. Tujuan perusahaan melakukan M&A untuk melakukan perluasan pasar dan pertumbuhan

perusahaan, yang berefek pada kekayaan pemegang saham. Alasan umum perusahaan terlibat dalam M&A adalah untuk mencapai efek sinergi dan efisiensi, dan pada akhirnya meningkatkan kekayaan pemegang saham dari perusahaan yang mengakuisisi (Tuch dan

O'Sullivan, 2007; Vaara, 2002 dalam Cui & Chi-Moon Leung, 2020). Sebelumnya, penelitian dari Chang & Tsai (2013) dan Gao et al., (2019) mengenai perusahaan yang melakukan M&A umumnya menunjukkan kinerja perusahaan dalam jangka pendek yang positif bagi perusahaan. Namun, sedikit penelitian yang mengikuti dalam jangka panjang kinerja perusahaan yang mengakuisisi.

Keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuannya tergantung pada penerapan praktik *corporate governance* yang baik. Ada beberapa studi yang menunjukkan di antara akademisi dan pembuat kebijakan mengenai penerapan *corporate governance* yang baik membantu perusahaan meningkatkan kinerja keuangan dan menarik investasi dari investor domestik maupun internasional. Tidak hanya itu, perusahaan juga dapat mencapai tujuan perusahaannya, serta melindungi hak-hak pemegang saham dan memenuhi kepatuhan hukum melalui struktur *good corporate governance*. *Good corporate governance* memobilisasi modal melalui penggunaan sumber daya yang efisien dalam perusahaan.

Manajer yang melakukan kegiatan M&A sebagian besar termotivasi untuk mencapai sinergi mempengaruhi dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Namun, M&A melibatkan proses integrasi yang kompleks dan dinamis dan tidak mudah untuk mencapai manfaat sinergi yang diinginkan. Manajer yang cakap dapat berkontribusi pada penciptaan nilai bagi perusahaan (Cui & Chi-Moon Leung, 2020).

Praktik *corporate governance* yang baik memperkuat kinerja perusahaan dan melindungi mereka dari risiko kesulitan keuangan. Perusahaan yang melakukan M&A dan menerapkan *good corporate governance* lebih mampu mengidentifikasi perusahaan sasaran yang sesuai, menangani tugas kompleks untuk menggabungkan sumber daya dan meminimalkan konflik personel atau budaya (Bertrand dan Schoar, 2003; Holcomb et al., 2009 dalam Cui & Chi-Moon Leung, 2020).

Perusahaan menerapkan *good corporate governance* harus diterapkan sejak awal agar mendapatkan hasil yang maksimal

pada kinerja perusahaan. Tentunya, perusahaan yang telah melakukan kegiatan M&A adalah tercapainya sinergi dan lebih meningkatkan kinerja keuangan. Jika sistem *good corporate governance* dilakukan secara efisien maka dapat menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dan dalam mengelola aset gabungan dan operasi setelah M&A, memperoleh kinerja pasca-M&A perusahaan akan jauh lebih baik dibandingkan dengan manajer yang kurang mampu. Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui hubungan *corporate governance* dengan kinerja perusahaan, sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi (M & A).

KAJIAN LITERATUR

Agency Theory

Teori keagenan menjelaskan tentang hubungan antara *principal* dengan *agent*, yang mana *principal* adalah pemilik sedangkan *agent* adalah pengelola. Dalam kegiatan operasional perusahaan, pemilik akan memberikan wewenang kepada pengelola agar tercapainya tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, pemilik memberikan wewenang kepada *agent* dalam kegiatan operasional serta pengambilan keputusan atas nama pemilik perusahaan. Namun, hal ini akan menimbulkan permasalahan tersendiri yaitu, masalah keagenan. Permasalahan ini dapat diminimalisir dengan menggunakan suatu mekanisme yang dapat mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan *principal*. Ada dua mekanisme yang dapat dilakukan yaitu *monitoring* dan *bonding* (C. Jensen & Meckling, 1976). Pertama, mekanisme *monitoring* yang diawasi oleh dewan komisaris, sebagai dewan pengawas dan melibatkan para pemegang saham melalui konsentrasi kepemilikan. Sedangkan, *bonding* melibatkan pihak pemberi pinjaman yaitu penggunaan hutang, maupun melibatkan pengelola perusahaan melalui kontrak kepemilikan manajerial.

Independent Directors

Menurut teori keagenan, peran direktur independen adalah untuk mengawasi dan mempertanyakan kebijakan yang

dikembangkan dan diterapkan oleh manajemen perusahaan. Karena direktur independen tidak terlibat dalam menjalankan perusahaan sehari-hari, mereka dapat mengambil pandangan yang terpisah dan kritis tentang pengambilan keputusan di dalam dewan. Karena *independent directors* tidak terlibat dalam menjalankan perusahaan sehari-hari, tapi mereka dapat mengambil pandangan yang terpisah dan kritis tentang pengambilan keputusan di dalam dewan (Malikov et al., 2021).

Selanjutnya, direktur independen merupakan individu yang berpengetahuan dan berpengalaman, mereka dapat membawa keahlian eksternal ke perusahaan dalam memberikan saran dan sumber daya dan, dengan demikian, meningkatkan pengambilan keputusan perusahaan. Serta, teori keagenan menunjukkan bahwa proporsi direktur independen yang lebih tinggi di dewan untuk mencapai lebih banyak tujuan dan pemantauan yang efisien. Oleh karena itu, Dewan Komisaris yang memiliki lebih banyak anggota independen memastikan pemantauan kebijakan manajemen yang lebih baik untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal yang sama disampaikan oleh Khan & Awan (2012) yang menyatakan bahwa Dewan Komisaris berkorelasi positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

H1 : *Independent directors* berpengaruh terhadap kinerja keuangan sebelum dan sesudah M&A.

Board Size

Beberapa penelitian berpendapat bahwa peningkatan ukuran dewan dapat menyebabkan masalah koordinasi/komunikasi yang lebih besar dan masalah keagenan. M. C. Jensen (1993) berpendapat bahwa ketika ukuran dewan meningkat, direktur menjadi kurang efektif dalam mengawasi manajemen dan, dengan demikian, CEO menjadi lebih kuat dalam mempengaruhi keputusan perusahaan. Ini karena ketika dewan semakin besar, semakin sulit bagi anggota dewan untuk mencapai kesepakatan tentang keputusan perusahaan yang penting. Ketika dewan tumbuh lebih besar menjadi sulit untuk perusahaan tersampaikan informasi dengan baik dan menantang tentang keputusan yang diambil oleh dewan dan manajemen.

Dewan yang lebih besar juga lebih cenderung memiliki variasi keterampilan dan pengalaman yang lebih besar, hal ini mengarah pada pengambilan keputusan dan pemantauan perusahaan yang lebih baik. Ini menunjukkan bahwa pengakuisisi dengan dewan yang lebih besar dapat memantau bisnis secara lebih efektif dan mungkin memiliki kinerja pasca akuisisi yang lebih baik daripada dewan yang lebih kecil.

Dewan yang lebih besar, mungkin lebih cenderung untuk melonggarkan monitoring yang dilakukan oleh direktur lain dan, karenanya, keseluruhan pemantauan menjadi rendah. Dewan yang lebih kecil, maka kualitas pemantauan dapat meningkat dengan baik karena dewan terdiri dari serangkaian keterampilan dan pengalaman yang kurang untuk pemantauan efektif. Oleh karena itu, interaksi antara ukuran dewan dan kepemilikan dewan pada efektivitas fungsi pengawasan direksi adalah masalah kompleks. H2 : *Board size* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan sebelum dan sesudah M&A.

Board Ownership

Kepemilikan dewan didefinisikan sebagai proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh anggota dewan. Teori keagenan berpendapat bahwa kepemilikan saham dewan yang substansial dapat mengurangi konflik kepentingan antara direktur dan pemegang saham (Fama, 1980, C. Jensen & Meckling, 1976; M. C. Jensen, 1993). Hal ini terjadi karena dewan yang terikat atas kepemilikan manajemen merupakan pemilik perusahaan. Oleh karena itu, semua keputusan manajemen dipertimbangkan dengan lebih cermat untuk segala konsekuensi dari keputusan yang dibuat. Oleh karena itu, dewan direksi yang lebih tinggi cenderung menyelaraskan tujuan dengan pemegang saham dan mengembangkan strategi untuk meningkatkan kinerja bisnis, terutama dalam jangka panjang.

Kepemilikan dewan memberikan insentif kepada direktur untuk tidak hanya merumuskan dan menerapkan keputusan perusahaan yang mereka ambil, tetapi juga memantau keputusan yang telah mereka delegasikan kepada manajemen puncak dengan tujuan meningkatkan kinerja perusahaan.

H3 : *Board Ownership* berpengaruh terhadap kinerja keuangan sebelum dan sesudah M&A.

Sampel

Sampel terdiri dari perusahaan non-keuangan yang telah melakukan M&A yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari 2016 hingga 2020. Data diambil dari website KPPU dan Bursa Efek Indonesia. Sampel akhir diperoleh sebanyak 17 perusahaan.

Data penelitian dibagi menjadi dua yaitu sebelum melakukan M&A dan sesudah melakukan M&A. Jumlah observasi perusahaan sedikit yang melakukan M&A. Oleh karena itu, data tahun 2018 dilibatkan saat melakukan M&A pada masing-masing data sebelum dan sesudah M&A.

METODE PENELITIAN

Pengujian penelitian ini sama dengan penelitian (Cui & Chi-Moon Leung, 2020) menggunakan regresi OLS untuk mengukur kinerja pasca akuisisi untuk satu, dua, dan tiga tahun setelah akuisisi sebagai variabel dependen. Namun pada penelitian ini akan mengukur kinerja perusahaan sebelum dan sesudah melakukan M&A.

$$ROA = \alpha + \beta_1 IND_{i,t} + \beta_2 BSIZE_{i,t} + \beta_3 OWN_{i,t} + e_{i,t} \dots (1)$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 IND_{i,t} + \beta_2 BSIZE_{i,t} + \beta_3 OWN_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + e_{i,t} \dots (2)$$

Keterangan :

α : konstanta

IND : Jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah anggota dewan komisaris.

BSIZE : Jumlah anggota dewan komisaris

OWN : Kepemilikan saham oleh manajemen dibagi jumlah total saham yang beredar.

SIZE : Natural logaritma dari total aset.

LEV : Total hutang dibagi total aset.

GROWTH : Aset tahun berjalan dari perusahaan yang mengakuisisi dikurangi aset tahun sebelumnya, dibagi aset tahun sebelumnya.

$e_{i,t}$: error

PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif ditunjukkan pada Tabel 1, sebelum dan saat perusahaan melakukan M&A dan Tabel 2, saat dan sesudah perusahaan melakukan M&A.

Tabel 1. Statistik Deskriptif tahun 2016-2018

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
ROA	51	-0,06	0,2	0,053	0,06251
IND	51	0,2	0,5	0,391	0,08535
BSIZE	51	6	20	11,12	3,44469
OWN	51	0,01	0,08	0,039	0,01597
SIZE	51	27,51	32,2	29,91	1,25282
LEV	51	0	0,93	0,480	0,22568
GROWTH	51	-0,17	1,01	0,197	0,22721

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan Tabel 1 sebelum dan saat perusahaan melakukan M&A tahun 2016 - 2018 menunjukkan bahwa:

1. ROA memiliki nilai minimum sebesar -0,06, dengan nilai maksimum 0,2. Sedangkan, *mean* sebesar 0,053 dan *standar deviasi* sebesar 0,06251.
2. *Independent directors (IND)* memiliki nilai minimum sebesar 0,2, dengan nilai maksimum 0,5. Sedangkan, *mean* sebesar 0,391 dan *standar deviasi* sebesar 0,08535.
3. *Board size (BSIZE)* memiliki nilai minimum sebesar 6, dengan nilai maksimum 20. Sedangkan, *mean* sebesar 11,12 dan *standar deviasi* sebesar 3,44469.
4. *Board ownership (OWN)* memiliki nilai minimum sebesar 0,01, dengan nilai maksimum 0,08. Sedangkan, *mean* sebesar 0,039 dan *standar deviasi* sebesar 0,01597.
5. Ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai minimum sebesar 27,51, dengan nilai maksimum 32,2. Sedangkan, *mean* sebesar 29,91 dan *standar deviasi* sebesar 1,25282.
6. *Leverage (LEV)* memiliki nilai minimum sebesar 0, dengan nilai maksimum

0,93. Sedangkan, *mean* sebesar 0,480 dan *standar deviasi* sebesar 0,22568.

7. *Growth* memiliki nilai minimum sebesar -0,17, dengan nilai maksimum 1,01. Sedangkan, *mean* sebesar 0,197 dan *standar deviasi* sebesar 0,22721.

12,5. Sedangkan, *mean* sebesar 0,929 dan *standar deviasi* sebesar 2,09926.

7. *Growth* memiliki nilai minimum sebesar -0,97, dengan nilai maksimum 0,7. Sedangkan, *mean* sebesar 0,068 dan *standar deviasi* sebesar 0,23682.

Tabel 2. Statistik Deskriptif tahun 2018-2020

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
ROA	51	-0,06	1,86	0,096	0,31406
IND	51	0,2	0,67	0,415	0,08986
BSIZE	51	8	20	11,06	3,00274
OWN	51	0,02	0,08	0,041	0,0149
SIZE	51	25,57	32,73	29,96	1,51058
LEV	51	0	12,5	0,929	2,09926
GROWTH	51	-0,97	0,7	0,068	0,23682

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan Tabel 2 sebelum dan saat perusahaan melakukan M&A tahun 2018-2020 menunjukkan bahwa:

1. ROA memiliki nilai minimum sebesar -0,06, dengan nilai maksimum 1,86. Sedangkan, *mean* sebesar 0,096 dan *standar deviasi* sebesar 0,31406.
2. *Independent directors (IND)* memiliki nilai minimum sebesar 0,2, dengan nilai maksimum 0,67. Sedangkan, *mean* sebesar 0,451 dan *standar deviasi* sebesar 0,08986.
3. *Board size (BSIZE)* memiliki nilai minimum sebesar 8, dengan nilai maksimum 20. Sedangkan, *mean* sebesar 11,06 dan *standar deviasi* sebesar 3,00274.
4. *Board ownership (OWN)* memiliki nilai minimum sebesar 0,02, dengan nilai maksimum 0,08. Sedangkan, *mean* sebesar 0,041 dan *standar deviasi* sebesar 0,0149.
5. Ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai minimum sebesar 25,57, dengan nilai maksimum 32,73. Sedangkan, *mean* sebesar 29,96 dan *standar deviasi* sebesar 1,51058.
6. *Leverage (LEV)* memiliki nilai minimum sebesar 0, dengan nilai maksimum

Result

Pengujian hipotesis yang diajukan ada atau tidaknya pengaruh *independent directors (IND)*, *board size (BSIZE)*, dan *board ownership (OWN)* terhadap kinerja keuangan perusahaan, serta dengan variabel kontrol yang digunakan yaitu ukuran perusahaan (*SIZE*), *Leverage (LEV)*, dan pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*) sebelum dan sesudah M&A. Hasil regresi dengan tingkat signifikansi 5% dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Regresi

Var.	Sebelum		Setelah	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Konstanta	0,033 (0,186)	0,049 (-0,09)	0,014 (0,816)	0,053 (0,504)
IND	0,477 (0,138)	0,5396 (0,094)	0,032 (-1,25)	0,008 (-0,66)
BSIZE	0,018 (-0,01)	0,033 (-0,05)	0,555 (0,24)	0,813 (0,002)
OWN	0,102 (-2,73)	0,145 (-2,23)	0,009 (1,65)	0,006 (1,495)
SIZE		0,291 (0,009)		0,603 (-0,16)
LEV		0,029 (-0,1)		0,000 (0,14)
GROWTH		0,003 (0,118)		0,000 (-0,936)
Obs.	51	51	51	51
R	0,293	0,546	0,334	0,98

R square 0,086 0,298 0,112 0,961

Sumber : Output SPSS

Hasil regresi pada Tabel 3 sebelum melakukan M&A, hasil pada *independent directors (IND)* pada Model 1 diperoleh nilai koefisien sebesar 0,138 dan nilai signifikansi sebesar 0,477. Sedangkan, *independent directors* pada Model 2 diperoleh nilai koefisien sebesar 0,094 dan nilai signifikansi sebesar 0,5396, menunjukkan bahwa Model 1 dan Model 2, *independent directors (IND)* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Board size (BSIZE) pada Model 1 menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,01 dan nilai signifikansi sebesar 0,018. Sedangkan, *board size (BSIZE)* pada Model 2 diperoleh nilai koefisien sebesar -0,05 dan nilai signifikansi sebesar 0,033. Hasil ini menunjukkan bahwa *board size (BSIZE)* pada Model 1 dan Model 2 berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Board ownership (OWN) pada Model 1 menunjukkan nilai koefisien sebesar -2,73 dan nilai signifikansi sebesar 0,102. Sedangkan, *board ownership (OWN)* pada Model 2 diperoleh nilai koefisien sebesar -2,23 dan nilai signifikansi sebesar 0,145. Hasil ini menunjukkan bahwa *board ownership (OWN)* pada Model 1 dan Model 2 tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil ukuran perusahaan (*SIZE*) pada Model 2 menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,009 dan nilai signifikansi sebesar 0,291. *Leverage (LEV)* menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,1 dan nilai signifikansi sebesar 0,02. Sedangkan, *growth* menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,118 dan nilai signifikansi sebesar 0,003.

Selanjutnya, hasil regresi sesudah melakukan M&A menunjukkan bahwa *independent directors (IND)* pada Model 3 diperoleh nilai koefisien sebesar -1,25 dan nilai signifikansi sebesar 0,032. Sedangkan, *independent directors* pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar -0,66 dan nilai signifikansi sebesar 0,008, menunjukkan bahwa Model 3 dan Model 4, *independent directors (IND)* berpengaruh negatif

signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Model 3 menunjukkan nilai koefisien dari *board size (BSIZE)* sebesar 0,24 dan nilai signifikansi sebesar 0,555. Sedangkan, *board size (BSIZE)* pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar 0,002 dan nilai signifikansi sebesar 0,813. Hasil ini menunjukkan bahwa *board size (BSIZE)* pada Model 3 dan Model 4 tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Nilai koefisien dari *board ownership (OWN)* pada model 3 sebesar 1,65 dan nilai signifikansi sebesar 0,009. Sedangkan, *board ownership (OWN)* pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar 1,495 dan nilai signifikansi sebesar 0,006. Hasil ini menunjukkan bahwa *board ownership (OWN)* pada Model 3 dan Model 4 berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Sedangkan, hasil pada Model 4 menunjukkan nilai koefisien dari ukuran perusahaan (*SIZE*) sebesar -0,16 dan nilai signifikansi sebesar 0,603. *Leverage (LEV)* menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,14 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Sedangkan, *growth* menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,936 dan nilai signifikansi sebesar 0,000.

Berdasarkan pada Tabel 3 dari hasil uji koefisien determinasi (*R-square*) yang menjelaskan bahwa variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen, dengan diperoleh pada Model 1 sebesar 0,086 atau 8,6% dan Model 3 sebesar 0,112 atau 11,2%. Sedangkan, hasil uji koefisien determinasi (*R-square*) yang menjelaskan bahwa variabel independen dengan variabel kontrol dapat menjelaskan variabel dependen, diperoleh hasil pada Model 2 sebesar 0,298 atau 29,8% dan Model 4 sebesar 0,961 atau 96,1%. Sedangkan, sisa nilai dari masing-masing model dipengaruhi atau dijelaskan oleh faktor lain.

Pengaruh *independent directors* terhadap kinerja keuangan perusahaan

Hasil pengujian regresi ditemukan *independent directors (IND)* pada Model 1 diperoleh nilai koefisien sebesar 0,138 dan nilai signifikansi sebesar 0,477. Sedangkan, *independent directors* pada Model 2 diperoleh

nilai koefisien sebesar 0,094 dan nilai signifikansi sebesar 0,5396. Sehingga, hasil menunjukkan bahwa Model 1 dan Model 2 *independent directors* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan sebelum dan saat melakukan M&A. Asumsinya bahwa direktur independen tidak secara aktif memantau perusahaan. Sehingga, pemilik perusahaan umumnya tidak melibatkan direktur independen dalam proses pengambilan keputusan tertentu.

Sedangkan, *independent directors (IND)* pada Model 3 diperoleh nilai koefisien sebesar -1,25 dan nilai signifikansi sebesar 0,032. Sedangkan, *independent directors* pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar -0,66 dan nilai signifikansi sebesar 0,008, menunjukkan bahwa Model 3 dan Model 4, *independent directors (IND)* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dengan asumsi bahwa semakin banyak direktur independen yang terlibat dalam proses pengambilan keputusan maka dapat mengurangi kinerja operasi pasca M&A, karena direktur independen kurang aktif dalam mengawasi perusahaan sehingga dapat mengakibatkan terlewatnya kesempatan-kesempatan atas investasi yang dilakukan, terutama untuk mencapai sinergi sebagai tujuan dari M&A.

Penelitian ini sesuai Ciftci et al. (2019) dan Malikov et al. (2021) bahwa kecenderungan perusahaan umumnya adalah menunjuk rekan atau orang-orang terdekatnya menjadi direktur independen, namun memiliki keterbatasan atau tidak ada efek pada proses pengambilan keputusan dan anggota direktur independen perusahaan kurangnya otonomi.

Pengaruh *board size* terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pada Tabel 3 ditemukan hasil bahwa *board size (BSIZE)* pada Model 1 menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,01 dan nilai signifikansi sebesar 0,018. Sedangkan, *board size (BSIZE)* pada Model 2 diperoleh nilai koefisien sebesar -0,05 dan nilai signifikansi sebesar 0,033. Hasil ini menunjukkan bahwa *board size (BSIZE)* pada Model 1 dan Model 2 berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Asumsinya bahwa ukuran dewan yang besar dapat mengurangi kinerja

keuangan perusahaan. Dampak negatif dari ukuran dewan pada kinerja adanya fakta bahwa dewan dengan jumlah direksi yang besar mungkin kurang dalam membuat rencana dan keputusan strategis yang efektif karena banyak perbedaan ide. Lipton dan Lorsch (1992) dalam Azutoru et al., (2017) mengamati bahwa rata-rata perilaku di sebagian besar ruang rapat bersifat disfungsi, karena direktur jarang mengkritik kebijakan manajer puncak atau mengadakan diskusi terbuka tentang kinerja perusahaan. Oleh karena itu, jika jumlah komisaris bertambah atau menjadi terlalu banyak, proses pengambilan keputusan cenderung melambat karena setiap komisaris harus diminta pendapat terlebih dahulu. Terlebih lagi, pada perusahaan yang akan melakukan kegiatan M&A, diperlukan keputusan yang cepat dan tepat, dengan harapan untuk mencapai sinergi.

Mendukung teori keagenan M. C. Jensen (1993) menunjukkan bahwa ukuran dewan yang lebih besar akan mengurangi efektivitas peningkatan operasi perusahaan karena ide-ide baru dan pendapat cenderung tidak diungkapkan dalam rapat direksi, dan proses pemantauan cenderung kurang. Ukuran dewan yang lebih besar meningkatkan masalah komunikasi dan koordinasi dan meningkatkan biaya agensi. Selain itu, ukuran dewan yang lebih besar dapat menghadapi masalah dengan tingkat konflik yang lebih besar.

Ketika ukuran dewan yang besar akan kurang peduli tentang manajemen pemantauan, dengan asumsi bahwa direktur lain bisa melakukannya. Selain itu, seorang direktur dalam dewan direksi merupakan biaya bagi bisnis. Jika biaya yang dibayarkan kepada direktur tidak sesuai dengan ide, rencana, pemantauan manajemen yang efisien dan efektif, dan terhindarnya penipuan, kinerja keuangan bisnis akan menurun seiring dengan meningkatnya ukuran dewan direksi. Hasil ini sejalan dengan Azutoru et al. (2017) dan Malikov et al., (2021). Namun, hasil ini berlawanan dengan penelitian Ciftci et al. (2019) yang menemukan *board size* positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Sedangkan, hasil penelitian setelah dan saat melakukan M&A ditunjukkan pada Model 3 *board size (BSIZE)* dengan nilai

koefisien sebesar 0,24 dan nilai signifikansi sebesar 0,555. Sedangkan, *board size* (*BFSIZE*) pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar 0,002 dan nilai signifikansi sebesar 0,813. Hasil ini menunjukkan bahwa *board size* (*BFSIZE*) pada Model 3 dan Model 4 tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Meskipun, perusahaan telah melakukan M&A, ukuran dewan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan yang signifikan karena ukuran dewan yang lebih besar pengambilan keputusan cenderung tidak efektif sehingga tidak maksimalnya perusahaan dalam memanfaatkan peluang bisnis. Hal ini mengakibatkan kesempatan perusahaan memperoleh manfaat laba menjadi berkurang. Oleh sebab itu, ukuran dewan pada perusahaan yang telah melakukan M&A tidak memiliki pengaruh pada kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh *board ownership* terhadap kinerja keuangan perusahaan

Dari Tabel 3 dengan hasil pengujian regresi sebelum dan saat melakukan M&A, *board ownership* (*OWN*) pada Model 1 menunjukkan nilai koefisien sebesar -2,73 dan nilai signifikansi sebesar 0,102. Sedangkan, *board ownership* (*OWN*) pada Model 2 diperoleh nilai koefisien sebesar -2,23 dan nilai signifikansi sebesar 0,145. Hasil ini menunjukkan bahwa *board ownership* (*OWN*) pada Model 1 dan Model 2 tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini kemungkinan karena semakin besarnya ukuran dewan, dapat mengakibatkan semakin banyaknya kepentingan dari dewan, sehingga menjadikan kinerja keuangan menjadi buruk.

Hasil regresi sesudah dan saat melakukan M&A, ditemukan bahwa nilai koefisien dari *board ownership* (*OWN*) pada Model 3 sebesar 1,65 dan nilai signifikansi sebesar 0,009. Sedangkan, *board ownership* (*OWN*) pada Model 4 diperoleh nilai koefisien sebesar 1,495 dan nilai signifikansi sebesar 0,006. Hasil ini menunjukkan bahwa *board ownership* (*OWN*) pada Model 3 dan Model 4 berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Asumsinya bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka dapat meningkatkan kinerja keuangan

perusahaan, karena dewan memiliki kendali yang lebih besar dan mendominasi manajemen perusahaan, dengan cara memantau perusahaan atau bisnisnya secara aktif. Hal ini dikarenakan memiliki kendali yang lebih besar. Jika perusahaan mengalami kerugian maka pemegang saham yang paling besar akan menanggung kerugian yang cukup besar.

Oleh sebab itu, pemegang saham besar memantau bisnisnya secara aktif dan menerapkan *good corporate governance* untuk meningkatkan kinerja keuangan. Pihak manajemen yang memiliki saham yang lebih besar cenderung menyusun strategi untuk meningkatkan kinerja perusahaan, untuk kinerja perusahaan jangka panjang, terutama perusahaan yang melakukan M&A. M&A dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan pangsa pasarnya, serta mensejahterakan kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini didukung oleh Al Alabdullah (2018), Farooque et al. (2020), dan Malikov et al. (2021).

SIMPULAN

Penelitian mengenai penerapan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan diperoleh hasil yaitu sebelum dan saat kegiatan M&A bahwa *independent directors* dan *board ownership* dalam Model 1 dan Model 2 menunjukkan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. *Board size* pada Model 1 dan Model 2 berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Sedangkan, hasil pada sesudah dan saat melakukan M&A pada Model 3 dan Model 4 menunjukkan bahwa *independent directors* berpengaruh negatif signifikan dan *board size* tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Serta, *board ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan pada semua model.

Hasil menunjukkan bahwa penerapan *corporate governance* pasca M&A mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Hal ini karena, perusahaan telah menyusun strategi jangka panjang untuk meningkatkan kinerjanya dan sesuai dengan tujuan M&A untuk mencapai efek sinergi dan efisiensi, dan meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Kriteria yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan kegiatan M&A pada tahun 2018, sehingga batasan penelitian ini adalah ukuran sampel yang relatif kecil dan hanya ditemukan 17 perusahaan. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode waktu yang lebih lama dan dapat menambah variabel dependen seperti ROE (*Return on Equity*), NIM (*Net Interest Margin*) atau CAR (*Cumulative Abnormal Return*) agar hasil penelitian yang didapatkan lebih akurat.

REFERENSI

- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079>
- Alabdullah, T. T. Y. (2018). The relationship between ownership structure and firm financial performance: Evidence from Jordan. *The Electronic Library*, 34(1), 1–5.
- Azutoru, I. H. C., Georgina Obinne, U., & Ogochukwu Chinelo, O. (2017). Effect of Corporate Governance Mechanisms on Financial Performance of Insurance Companies in Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 93–103. <https://doi.org/10.12691/jfa-5-3-4>
- Chang, S. C., & Tsai, M. T. (2013). Long-run performance of mergers and acquisition of privately held targets: Evidence in the USA. *Applied Economics Letters*, 20(6), 520–524. <https://doi.org/10.1080/13504851.2012.718060>
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., & Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90–103. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- Cui, H., & Chi-Moon Leung, S. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16(1), 100185. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100185>
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition*, 88(21), 270–282. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.022>
- Gao, W., Huang, Z., & Yang, P. (2019). Political connections, corporate governance and M&A performance: Evidence from Chinese family firms. *Research in International Business and Finance*, 50(April), 38–53. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.007>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). *THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE I*. Introduction and summary In this paper WC draw on recent progress in the theory of (1) property rights , firm . In addition to tying together elements of the theory of e. 3, 305–360.
- Jensen, M. C. (1993). *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. XLVIII(3), 831–880.
- Khan, A., & Awan, S. H. (2012). Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business Effect of Board Composition on Firm's Performance: A Case of Pakistani Listed Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business*, 3(10), 853–863. <http://journal-archives15.webs.com/853-863.pdf>
- Malikov, K., Demirbag, M., Kuvandikov, A., & Manson, S. (2021). Workforce reductions and post-merger operating performance: The role of corporate governance. *Journal of Business Research*, 122(August 2020), 109–120. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.08.042>