

Pengaruh Motivasi Merger dan Akuisisi Terhadap Performa Perusahaan di Indonesia Periode 2010-2019

Zaid Naqy Robbani dan Wardatul Adawiyah*

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia, Jl. Prof. Dr. Sumitro Djojohadikusumo, Kukusan, Kecamatan Beji, Kota Depok, 16424, Indonesia

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana jenis motivasi kegiatan merger dan/atau akuisisi (M&A) perusahaan mempengaruhi performa keuangan perusahaan pada perusahaan di Indonesia pada tahun 2010 hingga 2019. Fokus pada penelitian ini juga untuk memahami dan menguji bagaimana perbedaan pengaruh dari tiga tipe motivasi perusahaan dalam melakukan M&A terhadap performa perusahaan. Ketiga motivasi tersebut diantaranya adalah perluasan rantai nilai (value-chain-extension), technology-seeking dan campuran. Penelitian ini menggunakan sampel yang terdiri dari 72 perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Selama periode penelitian, terdapat 137 kegiatan M&A. Metode penelitian yang digunakan adalah metode feasible generalized least square. Penelitian ini menemukan bahwa dari tiga motivasi perusahaan melakukan M&A, hanya kegiatan M&A tipe campuran yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap performa perusahaan.

Kata Kunci: Merger, Akuisisi, Performa Keuangan Perusahaan, Price Earning Ratio, Return on Asset

The Impact of Mergers and Acquisitions Motivation on Firms' Performance in Indonesia Period 2010-2019

The objective of this study is to examine the effects of mergers and acquisitions (M&A) motivations on the financial performance of companies operating in Indonesia during the period from 2010 to 2019. The primary objective of this study was to examine the variations in business performance in relation to the three distinct reasons for mergers and acquisitions. There are three primary incentives identified in the literature, including value-chain extension, technology-seeking, and other motivations. The sample comprises 72 firms that are listed on the Indonesia Stock Exchange. During the designated research period, a total of 137 merger and acquisition (M&A) transactions were observed. The present study employed a feasible generalized least squares (FGLS) approach. The present study has identified a positive correlation between other mergers and acquisitions and firms' performance in Indonesia, with regards to three distinct types of M&A motivation.

Keywords: Merger, Acquisition, Firm Performance, Price Earning Ratio, Return on Asset

PENDAHULUAN

Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan salah satu topik menarik yang seringkali dibahas dalam studi-studi di bidang keuangan, dalam beberapa dekade terakhir, banyak sekali literatur yang melakukan penelitian pada area cakupan M&A, seperti pembayaran premium

maupun juga performa perusahaan setelah melakukan merger (Hu, 2020; Zhang *et al.*, 2018). Merger dan akuisisi juga dinilai sebagai salah satu strategi bisnis paling populer bagi perusahaan dalam meningkatkan performa keuangannya maupun pertumbuhan perusahaannya tersebut (Antony, 2019; Sahu dan Agarwal,

* Alamat email korespondensi: adawiyah@ui.ac.id

2017). Pada level industri, kegiatan M&A perusahaan didorong karena adanya kelangkaan sumber daya atau juga karena adanya inovasi teknologi (Harford, 2005; Mitchell dan Mulherin, 1996). Sedangkan pada level perusahaan, M&A biasanya terjadi karena adanya motivasi yang disebabkan oleh ketergantungan sumberdaya, keinginan masuk pasar baru, dan juga pertimbangan mengenai pajak perusahaan (Fama, 1980; Larsson and Finkelstein, 1999). Oleh karenanya, menurut penelitian yang dilakukan oleh Jiang *et al.* (2008) dan Zhang *et al.* (2018), M&A dapat diklasifikasikan berdasarkan tujuan dan motivasi dari perusahaan.

M&A terjadi secara terus-menerus dan sekaligus memiliki peran penting dalam ekonomi global, pada tiga kuartal pertama tahun 2018, dana global merger dan akuisisi bernilai sekitar USD3,3 triliun dan transaksi M&A adalah 4% dari seluruh PDB Global antara 1995 hingga 2018 (Chu, 2020). Peningkatan aktivitas M&A juga merupakan faktor yang membuat perkembangan negara berkembang semakin tinggi dengan melakukan M&A di wilayah domestiknya maupun melakukan M&A secara internasional atau global (Meyer dan Thaijongrak, 2013). Hal ini ditandai juga dengan semakin meningkatnya *cross-border* M&A, contohnya, pada semester pertama tahun 2015, M&A antar negara diperhitungkan sebesar 37% dari total transaksi M&A secara keseluruhan (Mergermarket, 2015). Kita dapat melihat peningkatan ini pada salah satu negara berkembang, yaitu Indonesia, dalam beberapa tahun terakhir kegiatan M&A meningkat, contohnya pada sepanjang bulan Januari hingga Agustus tahun 2020 dimana emiten di Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan melakukan transaksi M&A sebesar Rp79 triliun.

Peningkatan aktivitas M&A di negara berkembang, menurut penelitian Chari *et al.* (2012) dan Meyer *et al.* (2009) serta juga Zhang *et al.* (2018), adalah karena adanya dorongan terkait terbukanya dan tersedianya inovasi maupun juga karena adanya peningkatan kualitas kondisi dari institusi dan ekonomi pada negara-negara ini sehingga mendorong perusahaan

untuk dapat melakukan M&A dengan motivasi untuk mengembangkan bisnisnya lebih besar. Studi-studi terdahulu telah mempelajari dan mencoba menggambarkan terkait pengaruh M&A terhadap performa perusahaan dengan hasil yang inkonsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Aybar dan Ficici (2009) dan Bertrand dan Betschinger (2012), menemukan bahwa perusahaan *acquirer* memiliki performa yang negatif. Namun, Bhagat *et al.* (2011) dan Gubbi *et al.* (2010) menemukan performa positif pada perusahaan *acquirer*. Sedangkan untuk penelitian pada perusahaan *target*, ditemukan hasil yang konsisten yaitu berpengaruh secara positif (Chari *et al.*, 2012; Goddard *et al.*, 2012). Khususnya di Indonesia, pada periode penelitian dapat diperhatikan akibat dari berkembangnya inovasi membuat banyaknya bermunculan *disruptives tech start-up* yang mana juga memotivasi banyak perusahaan untuk dapat bersaing dan mengadopsi teknologi-teknologi baru guna meningkatkan efisiensi operasional bisnis.

Walaupun M&A merupakan suatu strategi bisnis perusahaan yang dilakukan untuk meningkatkan dan mengembangkan bisnisnya, namun masih banyak terdapat faktor lain yang memotivasi atau mendorong perusahaan untuk melakukan M&A (Zhang *et al.*, 2018). Hal ini selaras dengan yang dikemukakan oleh Qiu *et al.* (2006), bahwa perusahaan mempertimbangkan banyak sekali faktor dalam proses menentukan keputusan terkait M&A, termasuk diantaranya adalah faktor teknis, penambahan skala ekonomi soal produksi maupun pengadaan, perluasan dan peningkatan rantai pasokan ke hulu maupun hilir industri terkait, dan mengenai masuk ke pasar baru. Oleh karena alasan diatas, penelitian terkait bagaimana pengaruh M&A perusahaan terhadap performa perusahaan hasilnya masih inkonsisten sehingga masih menjadi area studi yang dapat di eksplor lebih jauh, ditambah juga karena adanya perbedaan bukan hanya pada level industri maupun perusahaan namun juga pada wilayah tertentu.

Selain dari banyaknya penelitian terdahulu yang mana menemukan banyak sekali gambaran dan juga kesimpulan yang bervariasi, pada

tahun 2021 telah terjadi peningkatan pada kegiatan M&A yang terjadi di Indonesia yaitu sekitar 120 kejadian, meningkat sebesar 51,6% dari tahun sebelumnya (PwC, 2022; Statista, 2023). Lebih jauh lagi, dalam lingkup global tahun tersebut juga merupakan rekor kegiatan M&A dalam segi volume dan juga valuasi. Pada beberapa tahun terakhir juga ditemukan bahwa secara global, pendekatan kegiatan merger dan/atau akuisisi secara terprogram atau terencana adalah pendekatan yang paling baik untuk tingkat keberhasilannya, dibandingkan dengan pendekatan-pendekatan lainnya (McKinsey, 2021). Pendekatan kegiatan M&A yang terprogram dapat diartikan bahwa perusahaan secara matang dan berkala telah merencanakan dengan baik kegiatan M&A yang akan dilakukan, bukan hanya mengandalkan untuk memenuhi kebutuhan maupun kesempatan jangka pendek perusahaan, ataupun juga pendekatan yang lebih terhadap mempertimbangkan jumlah valuasi kesepakatan M&A yang besar. Hal ini berkaitan juga dengan kondisi yang ada pada lingkup penelitian, dimana peneliti melihat bahwa pasar M&A hanya didominasi oleh beberapa kesepakatan yang valuasinya besar. Oleh karenanya, hal ini menjadi perhatian dan motivasi peneliti dalam melakukan penelitian ini dimana untuk melihat bagaimana motivasi dan tipe pendekatan kegiatan M&A yang terjadi di Indonesia, serta memberikan sedikit gambaran mengenai bagaimana cara meningkatkannya.

Pertanyaan Penelitian

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Zhang et al (2018) terkait dengan bagaimana jenis merger dan/atau akuisisi yang dilakukan perusahaan dapat mempengaruhi performa keuangan perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa tidak semua motivasi ataupun jenis kegiatan merger dan/atau akuisisi dapat signifikan mempengaruhi performa perusahaan tersebut. Adapun demikian, penelitian bertujuan untuk dapat membantu menggambarkan bagaimana kegiatan merger dan/atau akuisisi mampu meningkatkan performa perusahaan, hal ini dikarenakan banyak sekali faktor lain maupun risiko yang terlibat dalam proses kegiatan M&A (Anthony, 2019; Hu, 2020).

Oleh karena dari temuan-temuan diatas yang mengacu pada penelitian terdahulu, perusahaan disarankan untuk memikirkan banyak faktor finansial agar kegiatan M&A yang dilakukan dapat berdampak secara positif pada kinerja perusahaan. Berikut adalah pertanyaan-pertanyaan yang timbul dalam penelitian ini:

- a. Bagaimana pengaruh kegiatan *value-chain-extension* merger dan akuisisi terhadap Performa Perusahaan di Indonesia pada periode 2010-2019?
- b. Bagaimana pengaruh kegiatan *technology-seeking* merger dan akuisisi terhadap Performa Perusahaan di Indonesia pada periode 2010-2019?
- c. Bagaimana pengaruh kegiatan *Other* merger dan akuisisi terhadap Performa Perusahaan di Indonesia pada periode 2010-2019?
- d. Bagaimana pengaruh *Firm Size, Firm Exclusive Asset, Firm Solvency, Firm Property Right, dan Firm Age* terhadap Performa Perusahaan di Indonesia setelah melakukan merger dan akuisisi pada periode 2010-2019?

TINJAUAN TEORITIS

Performa Perusahaan

Nilai pasar dan *profit margin* adalah dua indikator untuk mengukur performa perusahaan. Nilai pasar merupakan nilai atau harga yang mau dibayarkan oleh pembeli untuk sebuah aset di pasar. Kedua indikator diatas, nilai pasar dan profit margin dapat dilihat dari *price-earnings ratio (PE)* dan *return on assets (ROA)* (Zhang et al., 2018). Dalam menghitung performa perusahaan dengan PE, menurut penelitian yang sama, dapat juga dilakukan dengan melihat *earning per share* dan *market price per share*.

Salah satu cara yang mudah untuk mendapatkan gambaran analisis tentang performa perusahaan adalah dengan melihat rasio-rasio keuangannya, secara sekilas, rasio-rasio itu dapat memberikan kita gambaran besar terkait dengan seberapa baik performa dari perusahaan tersebut. Salah satunya adalah dengan melihat rasio profitabilitas, rasio ini biasanya sangat populer untuk melihat performa keuangan perusahaan.

Rasio profitabilitas digunakan dalam mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk proses operasional mereka (Ross *et al.*, 2014). Oleh karenanya *price earnings ratio* dan juga *return on assets* dijadikan sebagai variabel yang bisa mewakili performa perusahaan setelah terjadinya M&A.

Merger and Acquisitions

Merger dan akuisisi adalah dua strategi bisnis yang biasa dilakukan perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya, merger merupakan sebuah strategi bisnis yang menggabungkan dua perusahaan menjadi satu perusahaan baru, sedangkan akuisisi adalah strategi bisnis dimana salah satu perusahaan membeli atau mengakuisisi perusahaan lain sehingga perusahaan yang dibeli ini menjadi bagian dari perusahaan yang membeli (Sherman, 2016). Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan cara yang paling populer bagi perusahaan dalam melakukan restrukturisasi ataupun pengembangan dan ekspansi bisnisnya (Hossain, 2020). Terlebih lagi, merger dan akuisisi dinilai sebagai salah satu strategi bisnis untuk perusahaan dalam meningkatkan performa keuangannya maupun pertumbuhan perusahaannya tersebut (Antony, 2019; Sahu dan Agarwal, 2017).

Menurut Cooper (2009), secara klasik, merger dan akuisisi dapat dibedakan menjadi tiga klasifikasi berdasarkan keterkaitan perusahaannya, yaitu ada *vertical M&A* dimana kedua perusahaan yang terlibat dalam proses M&A ini adalah perusahaan yang dalam satu rantai industri namun berbeda tahapan, *horizontal mergers and acquisitions* dimana kedua perusahaan memproduksi barang atau jasa yang sama atau ada kemiripan, yang terakhir adalah *comprehensive mergers and acquisitions* saat kedua perusahaan berada pada industri yang berbeda.

Menurut Jiang *et al.* (2008) dan juga Zhang *et al.* (2018) kegiatan merger dan akuisisi juga dapat diklasifikasikan menjadi tiga kategori alternatif yang berbeda berdasarkan dari motivasi dan polanya, yaitu:

a. *Value-chain-extension Mergers and Acqui-*

sitions dimana tujuan ataupun motivasi perusahaan dalam melakukan M&A adalah untuk masuk ke pasar baru maupun juga untuk memperluas jaringan penjualannya. Sederhananya, pada jenis kegiatan merger dan/atau akuisisi ini dilakukan jika perusa *acquiree* juga mempunyai *main business line* yang sama dengan perusahaan *acquirer*.

b. *Technology-seeking Mergers and Acquisitions* dimana perusahaan melakukan M&A dengan motivasi untuk mendapatkan teknologi baru dan pengembangan produk maupun meningkatkan kemampuan R&D.

c. *Other Mergers and Acquisitions* saat merger dan akuisisi tidak dapat dikategorikan pada dua klasifikasi yang lain serta jika kegiatan merger dan/atau akuisisi adalah campuran dari kedua klasifikasi diatas dan jenis lainnya. Pada jenis ini, antara lain terdapat jenis merger konsolidasi, horizontal merger yang bukan untuk kegiatan R&D, dan juga merger dan/atau akuisisi konglomerasi.

Value Creation

Banyak sekali hal yang dapat dilakukan perusahaan untuk dapat mengembangkan performa perusahaannya, baik secara organik maupun juga bila perusahaan memilih untuk melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi. Dalam hal ini, kegiatan merger dan/atau akuisisi dapat meningkatkan banyak hal terkait performa perusahaan, mulai dari tingkat profitabilitas perusahaan yang dihitung dengan rasio-rasionya, *shareholder value*, *market valuation*, dan lain sebagainya (Anthony, 2019; Aybar & Ficici, 2009; Liu *et al.*, 2009). Hal ini dikarenakan juga dengan melakukan kegiatan M&A, dapat terjadinya *economies of scale* dan juga *economies of scope* untuk perusahaan, sehingga membuat meningkatnya kemampuan serta kapabilitas perusahaan dalam beroperasi secara lebih efisien dan juga peningkatan akses perusahaan terhadap pasar maupun sumber modal dan aset (Gubbi *et al.*, 2010; Sahu *et al.*, 2017).

Efek dari kegiatan merger dan/atau akuisisi yang sudah disebutkan diatas juga dapat menjadi alasan yang digunakan investor pada pasar

modal dalam merencanakan dan menentukan pilihan investasinya. Melihat dari penemuan terdahulu yang telah disebutkan di atas, dapat dilihat bahwa kegiatan M&A dapat mempengaruhi kegiatan valuasi pasar yang mana juga menjadi indikator dari performa suatu perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya *market reaction* atau respon pasar yang positif terkait dengan kabar akan dilakukannya kegiatan merger dan/atau akuisisi oleh perusahaan di pasar modal (Bhagat et al, 2011).

HIPOTESIS

Hipotesis pada penelitian ini dikembangkan dan mengacu pada hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Zhang *et al.* (2018). Pada penelitian tersebut, Zhang *et al.* (2018) mendapatkan hasil bahwa *value-chain-extensions* merger dan/atau akuisisi yang dilakukan perusahaan farmasi di China berpengaruh positif terhadap performa Perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis pertama (H1) dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: *Value-chain-extensions merger and acquisitions* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap performa Perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan Zhang *et al.* (2018) mereka mendapatkan hasil bahwa *technology-seeking* merger dan/atau akuisisi yang dilakukan perusahaan farmasi di China juga berpengaruh positif terhadap performa Perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis kedua (H2) dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: *Technology-seeking merger and acquisitions* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap performa Perusahaan.

Selanjutnya, Zhang *et al.* (2018) juga menemukan bahwa *other merger and acquisition* yang dilakukan perusahaan farmasi di China tidak berpengaruh secara signifikan terhadap performa Perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis ketiga (H3) dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: *Other merger and acquisitions* memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap performa Perusahaan.

Penelitian Zhang *et al.* (2018) juga memberikan gambaran tentang faktor apa saja yang dimiliki perusahaan yang dapat mempengaruhi performa perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi. Hasil dari penelitian tersebut menemukan bahwa, *firm exclusive assets*, *firm solvency*, *firm size*, dan *firm age* memiliki hubungan terhadap performa perusahaan. Adapun untuk *firm property right* tidak memiliki hubungan terhadap performa perusahaan. Oleh karena itu, maka hipotesis empat (H4) dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H4: *Firm Size, Firm Exclusive Asset, Firm Solvency, Firm Property Right, dan Firm Age* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap performa perusahaan

METODE PENELITIAN

Desain penelitian pada penelitian yang akan dilakukan adalah *casual research* dimana penelitian ini akan melihat hubungan pengaruh antar dua variabel, yaitu jenis merger dan/atau akuisisi yang dilakukan perusahaan dengan performa perusahaan. Penelitian ini juga berjenis kuantitatif dimana penelitian memiliki tujuan untuk mengukur sesuatu secara tidak abstrak. Metode penelitian atau analisa yang akan digunakan adalah metode regresi panel data. Selain metode ini juga dipakai pada penelitian acuan yang dijadikan acuan pada penelitian ini, metode regresi panel data juga memiliki beberapa kelebihan untuk dapat lebih menggambarkan dan menjawab tujuan-tujuan maupun pertanyaan yang diajukan di penelitian ini.

Objek pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun penelitian yaitu, 2010 - 2019. Kemudian, untuk kebutuhan penelitian, peneliti melakukan penyaringan terhadap perusahaan-perusahaan tersebut berdasarkan pada apakah di periode penelitian, mereka melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi. Sehingga pada akhirnya terdapat 72 perusahaan dari berbagai industri yang dijadikan sampel pada

penelitian ini dengan jumlah observasi sebanyak 137 kegiatan merger dan/atau akuisisi.

Pada penelitian ini terdapat dua variabel dependen, yaitu *price earning ratio* (PE) dan *return on asset* (ROA).

1. *Price earning ratio* (PE), dihitung menggunakan *reciprocal* dari PE
2. *Return on asset* (ROA), dilihat perbedaan antar ROA satu tahun sebelum adanya M&A dengan jumlah ROA satu tahun dan dua tahun setelah dilakukannya M&A

Variabel independen yang digunakan terbagi menjadi tiga berdasarkan pada jenis merger dan/atau akuisisi (MA). Variabel independen MA1 adalah *Value-chain extension merger and acquisitions*, MA2 adalah *Technology-seeking mergers and acquisitions*, dan MA3 adalah *Other-mergers merger and acquisitions*. Variabel ini berbentuk *dummy*, dengan nilai 1 jika masuk ke dalam salah satu jenis merger dan/atau akuisisi, dan nilai 0 jika masuk ke dalam kategori jenis merger dan/atau akuisisi lainnya.

Sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah *firm size* (Size), *firm exclusive asset* (Ea), *firm solvency* (Debt), *firm property right* (Prop), dan *firm age* (Age).

Firm size (Size), dapat diukur dengan rumus berikut:

$$Size = \log Total Assets$$

Firm exclusive asset (Ea), dapat diperoleh dari rumus berikut:

$$Ea = \frac{Intangible Asset}{Total Asset}$$

Firm solvency (Debt), dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Debt = \frac{Total Liabilities}{Total Assets}$$

Firm property right (Prop) merupakan variabel *dummy* kontrol yang dipakai untuk melihat apakah perusahaan merupakan BUMN atau tidak. Variabel ini akan bernilai 1 jika perusa-

haan tersebut merupakan perusahaan BUMN dan bernilai 0 (nol) jika bukan termasuk perusahaan BUMN.

Firm age (Age), dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Age = \log (M\&A Year - Founded Year)$$

Penelitian ini akan berfokus pada hasil dari ketiga variabel kategorikal independen (MA1, MA2, dan MA3), untuk melihat bagaimana hubungan merger dan/atau akuisisi perusahaan terhadap performa perusahaan. Terdapat dua variabel dependen yang dijadikan sebagai indikator menghitung performa perusahaan, yaitu *price earning ratio* dan *return on asset*. Adapun demikian, karena terdapat dua variabel dependen dan tiga variabel independen *dummy*, pada penelitian ini digunakan 6 (enam) model regresi. Data dari penelitian ini adalah sejumlah 137 kejadian M&A pada periode penelitian. Berikut keenam model:

Pengaruh merger dan/atau akuisisi (MA) dengan *price earning ratio* (PE):

$$PE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA1_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$PE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA2_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$PE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA3_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Pengaruh merger dan/atau akuisisi dengan *return on asset* (ROA):

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA1_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA2_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MA3_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Ea_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 Pro_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Adapun keenam model tersebut digunakan untuk menjawab hipotesis berikut ini:

H1: *Value-chain extension* merger dan/atau akuisisi signifikan berpengaruh secara

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Konstanta	Kejadian M&A	Mean	Std. Deviation	Min	Max
PE	137	22,2	0,552	-4,81	34
ROA	137	-0,08	0,161	-0,010	0,807
MA1	137	0,701	0,459	0	1
MA2	137	0,175	0,381	0	1
MA3	137	0,124	0,331	0	1
Size	137	13,2	0,626	12,2	15,2
Ea	137	0,0453	0,126	0,000002	0,756
Debt	137	0,274	0,169	0,00467	0,785
Age	137	1,37	0,327	0,477	2,09
Prop	137	0,167	0,375	0	1

Tabel 2. Hasil Uji Model

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Konstanta	0,4901*** (0,0313)	0,4928*** (0,0281)	0,4857*** (0,0287)	-0,0169 (0,0284)	-0,0019 (0,0257)	0,0130 (0,0253)
MA1	0,0046 (0,0168)			0,0183 (0,0152)		
MA2		-0,0340* (0,0206)			0,0250 (0,0189)	
MA3			0,0333* (0,0229)			0,0119*** (0,0203)
Size	-0,0109 (0,0462)	-0,0216 (0,0462)	-0,0130 (0,0458)	0,0355 (0,0419)	0,0487 (0,0422)	0,0465 (0,0405)
Ea	0,0837 (0,0509)	0,0791 (0,0505)	0,0799 (0,0506)	0,0187 (0,0461)	0,0227 (0,0462)	0,0268 (0,0448)
Debt	-0,1826*** (0,0374)	-0,1825*** (0,0369)	-0,1785*** (0,0371)	0,0476 (0,0339)	0,0501 (0,0338)	0,0429 (0,0328)
Pro	-0,0311 (0,0251)	-0,0312 (0,0249)	-0,0304 (0,0249)	-0,0317 (0,0228)	-0,0311 (0,0227)	-0,0324 (0,0221)
Age	-0,0475 (0,0442)	-0,0288 (0,0451)	-0,0424 (0,0437)	-0,0345 (0,0401)	-0,0569 (0,0412)	-0,0554 (0,0386)

Catatan:

***, **, dan * menunjukkan regresi signifikan pada tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%

Angka yang didalam kurung menunjukkan standar error

positif terhadap kinerja perusahaan

H2: *Technology-seeking* merger dan/atau akuisisi signifikan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan

H3: *Other* merger dan/atau akuisisi signifikan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan

H4: *Firm Size, Firm Exclusive Asset, Firm Solvency, Firm Property Right, dan Firm Age* secara bersamaan memiliki hubungan pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan

PEMBAHASAN

Data statistik deskriptif menunjukkan bahwa dari semua data merger dan/atau akuisisi yang digunakan pada penelitian ini, jumlah M&A yang termasuk kedalam *Value-chain extension*

merger and acquisitions lebih banyak dibandingkan dengan jenis kegiatan M&A lainnya dengan jumlah sebesar 96 kegiatan M&A. Sedangkan jumlah M&A yang termasuk kedalam jenis *Technology-seeking mergers and acquisitions* dan *Other-mergers merger and acquisitions* masing-masing adalah sebanyak 24 dan 17 kegiatan M&A. Tabel 1 merupakan hasil dari statistik deskriptif dari data penelitian.

Berdasarkan hasil uji Breush-Pagan Lagrangian Multiplier didapatkan bahwa *common effect* model merupakan teknik estimasi terbaik bagi keenam model dikarenakan semua nilai probabilitas Uji Breush-Pagan Lagrangian Multiplier (BPLM) untuk semua model adalah lebih besar dari tingkat signifikansi 5%. Tabel 2 merupakan hasil regresi dari keenam model dengan variabel dependen PE dan ROA.

Analisis Hipotesis 1

Berfokus pada Model 1 dan 4, hasil pengujian hipotesis 1 menyatakan bahwa kegiatan merger dan akuisisi *value-chain extention* (MA1) tidak signifikan berpengaruh terhadap performa perusahaan, baik terhadap variabel PE maupun ROA. Hasil hipotesis pada penelitian ini berarti bahwa jika perusahaan memilih melakukan merger dan/atau akuisisi dengan motivasi untuk meningkatkan nilai dari penghasilan utamanya maka tidak serta merta akan mempengaruhi performa perusahaan tersebut, khususnya bila dilihat dari PE dan juga *return on asset* perusahaan tersebut. Dengan demikian bukti dari hasil regresi, penelitian ini belum dapat menerima hipotesis 1, sehingga menolak hipotesis 1 dikarenakan kegiatan merger *valuechain extension mergers and acquisitions* (MA1) tidak ditemukan memiliki hubungan pengaruh yang signifikan terhadap PERF. Adanya hasil ini dapat dijelaskan dengan banyaknya faktor lain yang dapat mempengaruhi sukses atau tidaknya suatu merger dan akuisisi. Begitupun juga terkait bagaimana rumitnya integrasi perusahaan *acquiree* untuk langsung memberikan dampak bagi perusahaan induk dalam jangka waktu yang singkat (Schweiger *et al.*, 1994). Jauh lagi, biasanya perusahaan *acquirer* memiliki kekurangan jika dibandingkan dengan perusahaan yang mengakuisisi sehingga bisa saja terjadinya pelimpahan bebab perusahaan *acquirer* kepada perusahaan induk (Koi-Akrofi, 2016). Asimetri informasi juga dapat terjadi dimana perusahaan *acquirer* tidak memberikan seluruh informasi terkait kondisi perusahaan sebelum dilakukannya merger dan/atau akuisisi (Hansen, 1987). Proses integrasi dalam penambahan nilai suatu barang/jasa juga membutuhkan waktu serta perencanaan yang cukup mendalam.

Analisis Hipotesis 2

Berfokus pada hasil model 2 dan 5, hasil pengujian hipotesis 2 menyatakan bahwa kegiatan merger dan akuisisi *technology-seeking extention* (MA2) tidak signifikan berpengaruh terhadap performa perusahaan, hanya signifikan berpengaruh terhadap variabel PE namun tidak terbukti memiliki pengaruh yang signifikan ter-

hadap ROA. Hasil hipotesis pada penelitian ini memiliki arti bahwa jika perusahaan melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi dengan motivasi untuk melakukan peningkatan teknologi maka tidak serta merta akan mempengaruhi performa perusahaan tersebut, khususnya bila dilihat dari *return on asset* perusahaan tersebut. Dengan demikian, dengan hasil penelitian ini belum cukup ada bukti untuk dapat menerima hipotesis 2, sehingga menolak hipotesis 2 dikarenakan kegiatan merger *technology-seeking mergers and acquisitions* (MA2) tidak ditemukan memiliki hubungan pengaruh yang signifikan terhadap PERF. Adanya hasil ini dapat dijelaskan dengan banyaknya faktor lain yang dapat mempengaruhi sukses atau tidaknya suatu merger dan/atau akuisisi. Begitupun juga terkait bagaimana rumitnya integrasi perusahaan *acquiree* untuk langsung memberikan dampak bagi perusahaan induk dalam jangka waktu yang singkat.

Pengimplementasian teknologi baru yang didapat dari kegiatan merger dan/atau akuisisi juga tidak dapat dilakukan secara langsung dan tiba-tiba, dalam praktiknya pengadopsian terhadap teknologi baru tentu membutuhkan waktu dan juga pelatihan jika adopsi tersebut ingin menghasilkan perbedaan yang signifikan dalam beroperasi secara efisien (Makri *et al.* 2010).

Analisis Hipotesis 3

Berfokus pada model 3 dan 6. hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan bahwa kegiatan merger dan akuisisi *Other* (MA3) adalah signifikan berpengaruh secara positif terhadap tingkat performa perusahaan, dengan tingkat signifikansi 10% untuk variabel PE dan 1% terhadap variabel ROA, masing-masing dijelaskan oleh model 3 dan 6 penelitian. Hasil hipotesis pada penelitian ini memiliki arti bahwa jika perusahaan melakukan merger dan/atau akuisisi dengan jenis campuran yang diluar dari *value-chain extension* dan juga *technology-seeking merger* dapat mempengaruhi signifikan secara positif terhadap tingkat performa perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian ini mempunyai cukup bukti untuk menerima hipotesis 3, dimana dinyatakan bahwa *Other mergers*

Tabel 3. Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Asumsi Awal	Model Terkait	Hasil Penelitian	Signifikansi Variabel Independen atau Kontrol
Hipotesis 1	Kegiatan <i>Value-chain extension M&A</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap PERF (PE dan ROA)	Model 1 dan Model 4	Tidak signifikan berpengaruh pada kedua variabel dependen	Tidak Signifikan, Terima H0
Hipotesis 2	Kegiatan <i>Technology-seeking M&A</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap PERF (PE dan ROA)	Model 2 dan Model 5	Tidak signifikan berpengaruh pada PERF. (MA2 hanya signifikan mempengaruhi salah satu variabel dependen yaitu PE pada signifikansi 10%)	Tidak Signifikan, Terima H0
Hipotesis 3	Kegiatan <i>Other M&A</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap PERF (PE dan ROA)	Model 3 dan Model 6	Signifikan mempengaruhi PERF (PE pada signifikansi 10%, ROA pada signifikansi 1%)	Signifikan, Tolak H0
Hipotesis 4	Firm Size, Firm Exclusive Asset, Firm Solvency, Firm Property Right, dan Firm Age memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PERF (PE dan ROA)	Model 1, Model 2, Model 3, Model 4, Model 5, dan Model 6	Tidak signifikan berpengaruh pada kedua variabel dependen. (Hanya variabel Debt signifikan mempengaruhi PE pada tingkat 1%)	Tidak Signifikan, Terima H0

and acquisitions memiliki pengaruh yang signifikan terhadap performa perusahaan yang digambarkan pada variabel dependen PE dan ROA. Dalam penelitian ini, yang termasuk dalam kategori *Others mergers and acquisitions* (MA3) adalah kegiatan M&A yang tidak termasuk dalam MA1 dan MA3, yang mayoritas merupakan jenis merger konglomerasi maupun integrasi. Adanya hasil ini dapat dijelaskan dengan asumsi bahwa salah satu merger yang masuk dalam jenis merger dan/atau akuisisi ini adalah yang dilakukan dengan tujuan konglomerasi, dimana pada dasarnya perusahaan yang melakukan konglomerasi biasanya telah memiliki performa keuangan perusahaan yang sangat baik. Dengan melakukan merger dan/atau akuisisi yang bersifat konglomerasi juga biasanya masalah-masalah seperti adanya beban dari perusahaan *acquiree* bisa dapat sedikit teratasi karena kemampuan finansial daripada perusahaan *acquirer*. (Jiang et al., 2008; Liu et al, 2009). Adapun temuan ini juga semakin memperkuat bagaimana pihak manajemen perusahaan harus cermat dalam memilih dan melakukan rencana merger dan/atau akuisisi, dikarenakan tujuan dari merger dan/atau akuisisi dapat berpengaruh pada tingkat performa perusahaan. Jauh lagi, kebanyakan dari proses transisi setelah dilakukannya merger dan/atau akuisisi adalah bagaimana integrasi dan adaptabilitas perusahaan untuk memanfaatkan ‘sumber daya’ baru yang telah didapatkan dari proses M&A tadi. Bagaimana perusahaan yang baru diakui-

sisi dapat membantu kegiatan perusahaan induk untuk lebih menjadi efisien. Dan dalam kasus merger, tingkat adaptabilitas juga perlu diperhatikan bagaimana kedua perusahaan dapat segera berkolaborasi dan bekerja secara efektif sebagai satu kesatuan. Hal ini berkaitan dengan teori *value creation* dimana dalam dengan melakukan M&A perusahaan mampu meningkatkan performa perusahaannya karena adanya *economies of scale* yang didapat dan juga valuasinya karena adanya respon pasar.

Analisis Hipotesis 4

Terakhir, hasil pengujian hipotesis 4 (semua model) dapat disimpulkan bahwa variabel *Firm Size*, *Firm Exclusive Asset*, *Firm Solvency*, *Firm Property Right*, dan *Firm Age* secara bersamaan tidak memiliki hubungan pengaruh yang signifikan terhadap PERF (PE dan ROA). Hal ini berarti, jika variabel *Firm Size*, *Firm Exclusive Asset*, *Firm Solvency*, *Firm Property Right*, dan *Firm Age* mengalami perubahan, dari hasil penelitian ini, hal tersebut tidak memiliki bukti yang cukup untuk memiliki hubungan yang signifikan bisa mempengaruhi tingkat performa perusahaan. Dengan demikian, dari hasil penelitian ini peneliti belum dapat menerima hipotesis 4, menolak hipotesis 4 karena *Firm Size*, *Firm Exclusive Asset*, *Firm Solvency*, *Firm Property Right*, dan *Firm Age* secara bersamaan tidak memiliki hubungan pengaruh yang signifikan terhadap PERF. Tabel 3 menyajikan rangkuman dari hasil uji semua model

pada penelitian dan bagaimana hasilnya dalam menjawab hipotesis penelitian.

PENUTUP

Berdasarkan hasil regresi dan analisis, penelitian ini menemukan bahwa merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *value-chain extension mergers and acquisitions* tidak memiliki hubungan yang signifikan pada tingkat performa perusahaan yang digambarkan oleh dua variabel dependen *price-earnings ratio* dan *return on asset*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang melakukan merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *value-chain extension mergers and acquisitions* belum bisa digambarkan apakah nantinya kegiatan merger dan/atau akuisisi tersebut akan berpengaruh pada tingkat performa perusahaan, khususnya PE dan ROA. Hal tersebut dapat dikarenakan adanya *lag time* dari proses transisi setelah terjadinya merger dan/atau akuisisi yang menyebabkan pengaruh dari perusahaan *acquiree* tidak langsung secara serta-merta berdampak mempengaruhi nilai dari rantai bisnis perusahaan *acquirer*. Hal ini juga dapat dikarenakan sampel penelitian ini terlalu beragam karena berasal dari berbagai industri pada bursa, sehingga tidak mampu menggambarkan model secara keseluruhan.

Merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *technology-seeking mergers and acquisitions* tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada tingkat performa perusahaan yang digambarkan oleh dua variabel dependen *priceearnings ratio* dan *return on asset*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *technology-seeking mergers and acquisitions* belum menghasilkan bukti yang cukup apakah kegiatan merger dan/atau akuisisi tersebut akan berpengaruh pada tingkat performa perusahaan, khususnya ROA. Hal tersebut dapat dikarenakan adanya *lag time* dari proses transisi setelah terjadinya merger dan/atau akuisisi yang menyebabkan tingkat adopsi teknologi baru yang didapat dari proses merger dan/atau akuisisi tidak langsung memiliki dampak pengaruh terhadap

tingkat performa perusahaan. Hal ini juga dapat dikarenakan sampel penelitian ini terlalu beragam karena berasal dari berbagai industri pada bursa, sehingga tidak mampu menggambarkan model secara keseluruhan.

Selain itu, penelitian ini juga menemukan bahwa merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *Other extension mergers and acquisitions* memiliki hubungan yang signifikan dengan tingkat performa perusahaan yang digambarkan oleh dua variabel dependen *price earnings ratio* dan *return on asset*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi yang termasuk dalam kategori *Other mergers and acquisitions* pada penelitian terbukti memiliki pengaruh yang bersifat positif secara signifikan terhadap performa perusahaan, yaitu tergambar oleh variabel PE dan ROA pada penelitian ini. Hal ini dapat dikarenakan salah satu jenis merger yang ada pada kategori ini adalah jenis merger konglomerasi dimana perusahaan yang melakukan merger dan/atau akuisisi jenis ini adalah perusahaan yang memiliki tingkat kemampuan maupun performa keuangan yang baik.

Pada akhirnya, penelitian ini juga menemukan bahwa *Firm Size*, *Firm Exclusive Asset*, *Firm Solvency*, *Firm Property Right*, dan *Firm Age* secara bersamaan tidak memiliki hubungan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat performa perusahaan, yang diestimasi oleh dua variabel dependen pada penelitian ini yaitu PE dan ROA. Hal ini dapat dikarenakan sampel penelitian ini terlalu beragam karena berasal dari berbagai industri pada bursa, sehingga tidak mampu menggambarkan model secara keseluruhan.

Keterbatasan Penelitian

Dalam melakukan penelitian ini, terdapat berbagai keterbatasan, yaitu:

- a. Data terkait kejadian merger dan/atau akuisisi yang terjadi pada perusahaan-perusahaan dalam Bursa Efek Indonesia sangatlah minim sehingga jumlah observasi yang dapat diteliti

pada penelitian ini juga tidak sama jumlahnya dengan penelitian terdahulu.

- b. *Sample pool* dari penelitian ini berbeda dengan yang ada pada penelitian terdahulu. Pada penelitian ini, digunakan data pada seluruh perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia dengan tujuan untuk memenuhi kebutuhan jumlah observasi. Hal ini dapat menyebabkan tingginya variasi dari data yang dipakai pada objek penelitian.
- c. Peneliti tidak menggunakan dua variabel kontrol pada penelitian acuan karena tidak tersedianya data untuk variabel *firm growth ability* dan *firm corporate governance*. Hal ini dikarenakan adanya keterbatasan berupa tidak lengkapnya informasi soal komposisi direksi maupun perhitungan perkembangan perusahaan pada *Eikon Datastream*.
- d. Data terkait variabel dependen *price earning ratio* yang digunakan adalah data tahunan berbasis *calendar year* sedangkan untuk *return on asset* adalah tahunan berbasis *financial year*, hal ini mungkin menyebabkan kurangnya tingkat akurasi ketimpangan data yang dipakai.
- e. Penelitian ini juga hanya menggunakan data pada periode 10 tahun, yaitu tahun 2010 - 2019. Hal ini menyebabkan bahwa penelitian ini hanya dapat menggambarkan hasil pada periode tersebut.

Implikasi Manajerial

Hasil dari penelitian dapat membuktikan bahwa adanya hubungan pengaruh kegiatan *Other mergers and acquisitions* dengan tingkat performa perusahaan yang dihitung menggunakan variabel *price earnings ratio* dan juga *return on asset*. Temuan ini diharapkan dapat membantu pihak manajerial perusahaan dalam proses perencanaan kegiatan merger dan/atau akuisisi yang akan dilakukan. Khususnya terkait dengan tujuan maupun motivasi dari perusahaan *acquirer* dalam melakukan kegiatan merger dan/atau akuisisi. Begitupun juga terkait dengan memperhatikan indikator-indikator apa saja yang dapat dijadikan acuan dalam memproyeksikan pengaruh yang didapat dari ke-

giatan merger dan/atau akuisisi yang sedang direncanakan.

Implikasi Teoritis

Hasil dari penelitian dapat membuktikan bahwa hanya tidak semua jenis dari tujuan melakukan M&A memiliki pengaruh yang signifikan terhadap performa keuangan perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa tujuan ataupun motivasi dalam melakukan M&A dapat berperan dalam menentukan apakah kegiatan M&A dapat menimbulkan *value creation* menyoal performa keuangan dari perusahaan tersebut.

Saran Bagi Perusahaan

Terkait dengan hasil penelitian ini, perusahaan diharapkan mampu menentukan secara strategik tujuan maupun motivasi dalam melakukan kegiatan M&A dan juga tidak lupa untuk memperhatikan faktor-faktor apa saja yang krusial dalam rangka mencapai tujuan tersebut. Lebih jauh lagi, perusahaan juga perlu mempertimbangkan bahwa selama proses transisi pasca terjadinya merger dan/atau akuisisi perlu diberikan banyak perhatian dan juga usaha lebih dari perusahaan agar proses transisi dapat berjalan dengan lancar. Hal ini perlu dipertimbangkan dalam rangka meningkatkan efisiensi dalam proses integrasi transisi setelah dilakukannya merger. Dalam temuan pada penelitian ini, jenis merger dan/atau akuisisi yang ditujukan untuk meningkatkan nilai rantai bisnis maupun juga yang ditujukan untuk mendapatkan teknologi baru rasanya membutuhkan usaha lebih dalam proses transisi pasca M&A agar dapat menghasilkan integrasi yang nantinya mampu meningkatkan tingkat performa perusahaan.

Saran Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan mampu membantu akademisi dalam melakukan penelitian-penelitian selanjutnya. Temuan yang didapat pada penelitian ini juga diharapkan mampu dijadikan acuan bagi peneliti dalam membuat penelitian terkait jenis merger dan/atau akuisisi yang mana yang mampu memiliki pengaruh terhadap tingkat performa perusahaan. Lebih jauh lagi, hasil dari penelitian ini juga diharapkan dapat

dijadikan sebagai acuan pembandingan bagi penelitian terkait selanjutnya, adapun begitu, penelitian lanjutan yang akan dilakukan peneliti juga diharapkan mempertimbangkan soal cakupan yang lebih luas dan sampel data yang lebih banyak daripada penelitian ini. Adapun yang telah

disinggung terkait keterbatasan penelitian ini, penelitian di masa depan diharapkan mampu juga dapat menyesuaikan ketimpangan data terkait variabel *price earning ratio* dan *return on asset*.

DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, M. U. G. O. (2019). Effects of merger and acquisition on financial performance: case study of commercial banks. *International Journal of Business Management and Finance*, 1(1).
- Aybar, B., Ficici, A., 2009. *Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals*. *J. Int. Bus. Stud.* 40 (8), 1317–1338.
- Baghat, S., Black, B., 2000. *Board independence and long-term firm performance*. Columbia Law School. In: Law and Economics Working Paper.
- Bertrand, O., Betschinger, M.A., 2012. *Performance of domestic and cross-border acquisitions: empirical evidence from Russian acquirers*. *J. Comp. Econ.* 40, 413–437.
- Bhagat, S., Malhotra, S., Zhu, P.C., 2011. *Emerging country cross-border acquisitions: characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants*. *Emerg. Mark. Rev.* 12, 250–271.
- Brooks, C. (2019). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.
- Chari, A., Chen, W., Dominguez, K.M.E., 2012. *Foreign ownership and firm performance: emerging market acquisitions in the United States*. *IMF Econ. Rev.* 60 (1), 1–42.
- Chu, Y., Chu, J., & Liu, H. (2020). The impact of mergers and acquisitions on brand equity: A structural analysis. *International Journal of Research in Marketing*.
- Chu, Y. (2017). Shareholder litigation, shareholder–creditor conflict, and the cost of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 45, 318–332.
- Conyon, M. J., Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2002). *The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom*. *European Economic Review*, 46(1), 31–49.
- Cooper, C. L., & Finkelstein, S. (Eds.). (2009). *Advances in mergers and acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited.
- Cording, M., Christmann, P., Bourgeois Iii, L.J., 2002. *A focus on resources in M&A success: a literature review and research agenda to resolve two paradoxes*. *Acad. Manag.* 12 (8), 1–40.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 8(2), 288–307.
- Ghillyer, A. (2012). *Business ethics now*. McGraw-Hill.
- Goddard, J., Molyneux, P., Zhou, T., 2012. Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *Eur. J. Finan.* 18 (5), 419–438.
- Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. J. (2009). Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size. *Journal of Finance*, 64(3), 1291–1344.
- Gubbi, S.R., Aulakh, P.S., Ray, S., Sarkar, M.B., Chittoor, R., 2010. Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *J. Int. Bus. Stud.* 41 (3), 397–418.
- Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2014), *Basic Econometrics, 5th ed.*, Mc-Graw Hill Publishing, New York, NY.
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of business*, 75–95.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529–560.

- Hu, M., Mou, J., & Tuilautala, M. (2020). How trade credit affects mergers and acquisitions. *International Review of Economics & Finance*, 67, 1-12.
- Hossain, M.S., 2020, Merger & Acquisitions (M&As) as an Important Strategic Vehicle in Business: Thematic Areas, Research Avenues & Possible Suggestions, *Journal of Economics and Business*, 106004, 0148-6195.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76 (2), 323–329.
- Jiang, F.X., Zhang, M., Liu, Z.B., 2008. Mergers and acquisitions or self investment: a study on the choice of expansion modes of Chinese listed companies. *J. World Econ.* 8, 77–84.
- Koi-Akrofi, G. Y. (2016). Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), 150.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization science*, 10(1), 1-26.
- Li, M., Wong, Y.Y., 2003. Diversification and economic performance: an empirical assessment of Chinese firms. *Asia Pac. J. Manag.* 20 (2), 243–265.
- Liu, X.P., Huang, X.W., Guo, H.Y., 2009. An empirical study on industry cycle, mergers and acquisitions type and mergers and acquisitions performance. *J. Financ. Res.* 3, 135–153.
- Makri, M., Hitt, M. A., & Lane, P. J. (2010). Complementary technologies, knowledge relatedness, and invention outcomes in high technology mergers and acquisitions. *Strategic management journal*, 31(6), 602-628.
- McKinsey. (2021). *How one approach to M&A is more likely to create value than all others*. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/ourinsights/how-one-approach-to-m-and-a-is-more-likely-to-create-value-than-allothers#/>
- Mergermarket, 2015 *Regional MA Comparison*.
- Meyer, K.E., Thaijongrak, O., 2013. The dynamics of emerging economy MNEs: how the internationalization process model can guide future research. *Asia Pac. J. Manag.* 30 (4), 1125–1153.
- Meyer, K.E., Estrin, S., Bhaumik, S., Peng, M.W., 2009. Institutions, resources, & entry strategies in emerging economies. *Strateg. Manag. J.* 30 (1), 61–80.
- Ruhl, T. A., & Lopez, Y. P. (2023). Support and Adaptability: Applications for Post-Merger Integration Within Professional Service Firms. *Organization Development Journal*, 41(1).
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.
- Sahu, S. K., & Agarwal, N. (2017). Inter-firm differences in mergers and acquisitions: a study of the pharmaceutical sector in India. *Journal of Economic Studies*.
- Schweiger, D. M., Csiszar, E. N., & Napier, N. K. (1994). A strategic approach to implementing mergers and acquisitions. The management of corporate acquisitions: *International perspectives*, 23-49.
- Sherman, A. J. (2016). *The Basics of Mergers and Acquisitions*. Mergers and Acquisitions from A to Z, 12.
- Statista. (2023). *Number of mergers and acquisitions (M&A) deals in Indonesia from 2013 to 2021*. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/1023459/indonesia-mergers-and-acquisitions-dealvolume/#:~:text=Number%20of%20M%26A%20deals%20in%20Indonesia%202013%2D2021&text=In%202021%2C%20the%20total%20number,62%20deals%20recorded%20in%202020.>
- PwC Indonesia. (2022). *Navigating Post-Pandemic Opportunities: Indonesian M&A Outlook & Insights*. Retrieved from <https://www.pwc.com/id/en/media-centre/press-release/2022/english/navigating-postpandemic-opportunities-indonesian-m-a-outlook-insights.html>
- Wei, C.L., Zheng, J., 2009. The relationship between China's independent director system and cor-

porate performance: an analysis based on data from 2003 to 2008 of listed companies in Chinese pharmaceutical manufacturing industry. *Econ. Manag. J.* 9, 49–54.

Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y. and Wang, X., 2018. The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, pp.208-216.