

Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dalam Sektor Kesehatan di negara ASEAN

Catherine^{1*}, Juniarti², Alicia Putri Kharisma Candra Dewi³

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

²Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

³Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

*Corresponding author; Email: ¹yunie@petra.ac.id; ²d12180082@john.petra.ac.id; ³d12180234@john.petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap merger dan akuisisi dari sektor kesehatan di ASEAN. Data sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan go-public dari sektor kesehatan di ASEAN yang menerbitkan laporan keuangan setiap tahun pada tahun 2018-2020. Data yang dipakai setelah dilakukan seleksi sampel adalah 84 perusahaan dari sektor kesehatan di ASEAN. Penelitian menggunakan ukuran perusahaan serta leverage sebagai variabel kontrol. Pengukuran yang dipakai untuk kinerja keuangan perusahaan adalah Return On Asset (ROA). Peneliti menganalisis data dengan regresi linear berganda menggunakan *software* SPSS. Temuan utama dari penelitian ini adalah merger dan akuisisi berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kata kunci: aksi korporasi, merger dan akuisisi, kinerja keuangan perusahaan, kesehatan, ASEAN

ABSTRACT

The study aims for this research is to analyze whether the firm financial performance has an effect on mergers and acquisitions from the healthcare sector in ASEAN. The data sample used in this study is a go-public company from the healthcare sector in ASEAN that publishes financial reports every year in 2018-2020. The final data used after the sample selection is 84 companies engaged in the healthcare sector in ASEAN. This study uses firm size and leverage as control variables. The measurement that used for the company's financial performance is Return On Assets (ROA). Researchers analyzed the data using multiple linear regression with SPSS software. The main finding of this study is that mergers and acquisitions have a negative effect on the company's financial performance.

Keywords: corporate action, merger and acquisitions, firm financial performance, healthcare, ASEAN.

PENDAHULUAN

Saat ini, banyak persaingan dari perusahaan meningkat karena munculnya pesaing bisnis yang baru. Adanya persaingan yang demikian ketat, menyebabkan perusahaan dituntut untuk memikirkan strategi yang benar agar dapat bersaing dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan untuk mencapai keuntungan jangka panjang (Hertog et al., 2014). Perusahaan dapat

melakukan strategi *corporate action*, *corporate action* yang sering digunakan salah satunya adalah Merger dan Akuisisi (Leepsa et al., 2012). Agar dapat menembus daya saing universal serta melakukan eksplorasi peluang guna meningkatkan penjualan, perusahaan dapat memilih strategi anorganik berupa M&A (Kumar et al., 2008; Stevanie et al., 2019). Merger dan akuisisi (M&A) menjadi bentuk pengembangan perusahaan yang sangat populer sebagai buktinya pada tahun 2004,

terjadi 30.000 akuisisi diselesaikan secara global, setara dengan satu transaksi setiap 18 menit bahkan nilai total akuisisi ini adalah \$1,900 miliar, melebihi PDB beberapa negara besar (Cartwright et al., 2006). Banyak perusahaan yang melakukan M&A karena M&A menjadi strategi yang baik untuk keberlanjutan bisnis, pengembangan bisnis, dan performa perusahaan di masa depan (Dilshad, 2013; Lim et al., 2020). M&A umumnya juga dilakukan karena meningkatkan pertumbuhan eksternal perusahaan tanpa harus membuat bisnis baru (Morresi et al., 2014). Selain itu, M&A juga dapat digunakan untuk menarik investor bahkan hingga investor asing (dari luar negeri) (Erel et al., 2012). Di Indonesia M&A dianggap sebagai berita yang disambut baik oleh para investor dan dapat dilihat dari adanya kenaikan harga saham ketika perusahaan melakukan M&A contohnya pada saat pengumuman PT Matahari Putra Prima (MPPA) melakukan merger dengan Go-Mart, salah satu layanan dari perusahaan startup Gojek.

Dalam implementasinya, perusahaan yang melakukan M&A membutuhkan banyak penyesuaian dari segi struktur perusahaan, strategi, sumber daya dan lainnya sehingga hal ini kerap menjadi pro dan kontra bagi pihak internal perusahaan itu sendiri (Iborra et al., 2006). Tetapi biasanya dengan dilakukannya M&A perusahaan menjadi lebih kuat dalam permodalan serta keuangan sehingga lebih mudah melakukan ekspansi (Bouzzgaro et al., 2014). Dalam penelitian sebelumnya telah banyak dilakukan studi terkait pengaruh M&A seperti penelitian (Yusuf, 2019) yang melakukan penelitian di sektor perbankan, kemudian penelitian dari (Reddy et al., 2013) yang meneliti hubungan M&A dengan valuasi bisnis, dan penelitian dari (Fu, 2019; Liargovas, 2011; Rani, 2013) yang meneliti hubungan M&A dengan respon investor. Perlu diingat, bahwa kinerja keuangan juga termasuk alat yang sangat penting dalam menilai kesehatan pertumbuhan perusahaan (Mahesh et al., 2020). Untuk mengetahui keberhasilan M&A, indikator yang dapat dipakai adalah kinerja keuangan perusahaan yang mencerminkan kondisi perusahaan setelah M&A (Reddy et al., 2013). Berdasarkan pernyataan dari

(Mohamed et al., 2019) kinerja keuangan adalah informasi penting bagi investor (*stakeholder*) terutama untuk pengambilan keputusan investasi. Selain itu, kinerja keuangan juga sebagai pengendalian untuk perusahaan mengukur kinerja perusahaan sehingga dapat melakukan perbaikan operasionalnya (Khamainy et al., 2021). Penelitian sebelumnya mengenai dampak dari M&A terhadap kinerja keuangan juga telah dilakukan oleh (Anthony, 2017; Caiazza, 2021; Mahesh, 2020; Marimuthu et al., 2009; Mihaiu, 2021) dan menghasilkan adanya peningkatan performa kinerja keuangan pada perusahaan setelah M&A.

Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, penelitian dari (Ahmed, 2018; Akhbar, 2020; Esterlina, 2017) memiliki hasil bahwa adanya penurunan pada performa kinerja keuangan perusahaan setelah M&A. Adanya perbedaan hasil dapat diakibatkan karena perbedaan sampel uji, metode, dan kontrol variabel yang berbeda (Ismail et al., 2011). Minimnya penelitian terkait dampak dari M&A pada kinerja keuangan suatu perusahaan yang dilakukan pada penelitian satu sektor dan adanya inkonsistensi hasil antar penelitian, membuat peneliti untuk menganalisis dampak dari M&A terhadap kinerja keuangan di sektor kesehatan.

Penelitian hanya menggunakan satu sektor untuk mengetahui karakteristik sektor tertentu karena setiap sektor memiliki karakter berbeda (Smales, 2020). Dalam penelitian ini kami menggunakan sektor kesehatan. Industri kesehatan saat ini merupakan industri yang sedang mengalami pertumbuhan signifikan dan diperkirakan akan terus bertumbuh (Festa et al., 2020). Terutama dengan adanya virus COVID-19 yang beredar dari awal tahun 2020 membuat seluruh masyarakat menjadi semakin mengkhawatirkan kesehatannya masing-masing. (He et al., 2020) menyatakan bahwa industri kesehatan menarik perhatian karena permintaan terhadap peralatan dan perlengkapan kesehatan yang sangat tinggi. Penelitian ini dilakukan dalam sektor kesehatan di ASEAN atau negara Asia Tenggara. ASEAN dapat dikatakan menjadi salah satu kawasan sukses dalam mengimplementasikan ekonomi modern

(French, 2016). Kawasan ASEAN menduduki peringkat ke 3 dengan perekonomian terbaik di Asia. ASEAN juga menjadi negara diincar oleh investor untuk menanamkan modalnya (Ghani, 2020) karena pertumbuhan perekonomian yang baik dan disertai dengan peningkatan kesadaran kesehatan. Dalam penelitian ini kami hanya menggunakan 5 negara ASEAN yang memiliki ketersediaan data yang lengkap (Bloomberg) untuk diolah yaitu negara Indonesia, Singapore, Malaysia, Thailand, dan Vietnam.

Resource Based View

Resource based view adalah pandangan mengenai bagaimana perusahaan dapat meraih keunggulan yang kompetitif dalam bersaing dan mempertahankan keunggulan itu secara berkelanjutan (D'Orta et al., 2020). Dalam penelitiannya (Kraaijenbrink et al., 2010) menyatakan dengan pendekatan *resource based view*, perusahaan dianggap sebagai sumber daya produktif untuk saling melengkapi, strategis, dan tidak dapat ditiru oleh pesaing sehingga dapat digunakan menjadi elemen untuk bersaing. Sumber daya bukan hanya merupakan sumber daya yang bersifat fisik saja tetapi dapat berupa non fisik (Rugman et al., 2002). Artinya, sumber daya tersebut dapat berupa aset non fisik atau sumber daya yang dapat menghasilkan atau dikombinasikan untuk menghasilkan sesuatu. Perusahaan mengandung lebih banyak sumber daya dibanding budaya, seperti kepemimpinan dan efisiensi, yang dapat mendukung atau mengurangi penciptaan nilai.

Menurut (Capron et al., 1998) untuk mengurangi kesenjangan sumber daya dan keterbatasan kapabilitas yang dimiliki, perusahaan dapat memilih:

1. *Factor market*
2. *Cooperation*
3. *Internal developments*
4. Merger dan akuisisi.

Salah satu hasil penelitian terkait *resource based view* menunjukkan bahwa penggunaan M&A dapat digunakan

untuk memperbaiki kinerja dari perusahaan (Capron et al., 2002). Dengan menggunakan M&A, kekuatan perusahaan bertambah karena adanya penggabungan sehingga perusahaan tersebut dapat lebih leluasa dalam mengembangkan bisnisnya, meskipun ada keterbatasan yang dimiliki setiap perusahaan namun penggabungan sumber daya ini menjadikan M&A sebagai cara untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Swaminathan et al., 2008). Dalam perspektif *resource based view*, adanya penggabungan perusahaan memerlukan kerja sama yang lebih karena adanya heterogenitas baru serta perubahan kombinasi. Namun, ketika perusahaan mendapatkan sinergi yang tidak dimiliki oleh pesaing, maka perusahaan dapat dikatakan mampu terus berkompetisi sehingga pemilik saham memperoleh nilai ekonomis dari M&A (Hitt et al., 2012). Menggunakan *resource based view* dapat dijelaskan bagaimana kinerja keuangan dapat berubah ketika pada sumber daya perusahaan terjadi penggabungan atau akuisisi sumber daya.

Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan merupakan elemen utama untuk mengetahui keberhasilan perusahaan pada bagian operasional yang digambarkan dalam bentuk laporan keuangan perusahaan dan untuk mengidentifikasi kelemahan atau kegagalan dalam operasional (Macinati et al., 2014). Kinerja keuangan digunakan untuk optimalisasi aktiva yang dimiliki perusahaan dan acuan perusahaan dalam menilai masa lalu, masa kini, dan kemungkinan perkembangan perusahaan di masa depan (Huang et al., 2021). Kinerja keuangan perusahaan penting bagi keberlangsungan perusahaan, perusahaan juga akan melakukan pengendalian serta pengambilan keputusan berdasarkan laporan kinerja keuangannya (Alkaraan et al., 2021). Jika kinerja keuangan perusahaan buruk, maka artinya performa dan efisiensi perusahaan mengalami penurunan yang cukup signifikan (Raghavan et al., 2021). Selain bagi perusahaan, kinerja keuangan juga dibutuhkan oleh investor guna menilai kelayakan perusahaan yang akan diinvestasinya.

Kinerja keuangan perusahaan dilihat dari laporan keuangan perusahaan setiap periode tertentu (Shashi et al., 2019). Di dalamnya terdapat angka yang digunakan untuk mengevaluasi profit, hutang, pendapatan, modal perusahaan, dan lainnya (Teker et al., 2016). Pengukuran yang dapat dilakukan untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan merupakan rasio keuangan. Pada dasarnya analisis rasio keuangan dikelompokkan menjadi rasio 4 (empat) yaitu likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas. Rasio likuiditas untuk mengetahui seberapa mampu perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya. Jika suatu perusahaan mampu melunasi hutang tersebut maka perusahaan dikatakan likuid. Cara menghitung likuiditas ini dapat dengan *cash ratio*, *current ratio*, dan *quick ratio*. Rasio solvabilitas merupakan pengukuran untuk mengetahui kemampuan perusahaan membayar hutang mereka dengan aset atau modal. Rasio solvabilitas seperti *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio*. Selanjutnya rasio aktivitas yang digunakan untuk melihat keefektifan perusahaan dalam penggunaan asetnya. Berikutnya adalah rasio profitabilitas merupakan rasio untuk mengukur perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas yang dilakukannya. Rasio profitabilitas yang sering digunakan adalah *gross profit margin*, *net profit margin*, *return on asset* (ROA), *return on investment* (ROI), *return on sales* (ROS), *earning per share* (EPS), *return on equity* (ROE).

Penelitian kami menggunakan ROA (*Return On Asset*) sebagai rasio pengukuran kinerja keuangan, dilihat dari laba penjualan milik perusahaan. ROA dapat dikatakan sebagai tolok ukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba atas aset yang dimiliki perusahaan (Almilia et al., 2009). ROA dapat mengindikasikan kinerja manajemen dilihat dari bagaimana memanfaatkan aset perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*income*). ROA menjadi rasio yang berguna sebagai pertimbangan bagi investor untuk mengambil keputusan investasi, karena ROA menggambarkan profitabilitas dan risiko dari suatu perusahaan (Kesuma, 2009). Nilai ROA yang tinggi artinya kinerja perusahaan meningkat.

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Asset}} \quad (2.1)$$

Merger dan Akuisisi

Dalam melakukan pengembangan usaha perusahaan dapat memilih beberapa cara seperti hutang ke bank, menerbitkan lebih banyak saham (*right issue*), konsolidasi, dan dengan melakukan M&A. Merger dan akuisisi serta kegiatan investasi telah menjadi berita di halaman depan untuk jangka waktu yang lama. M&A sudah sangat umum di pasar dan industri yang sedang dalam proses menjadi lebih global. Merger dan Akuisisi adalah kombinasi dari total aset dan hutang perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi yang digabung menjadi satu perusahaan besar (Srivastava, 2018). Merger pengembangan usahanya dilakukan dengan cara penggabungan perusahaan sedangkan akuisisi dengan membeli sebagian besar kepemilikan atau saham perusahaan (Seo et al., 2005). Merger terdiri dari beberapa jenis yaitu:

- Merger horizontal

Merupakan penggabungan perusahaan yang memiliki bidang yang sama. Hal ini dapat terjadi ketika perusahaan ingin mengurangi persaingan atau menguasai pasar pada industri tertentu (Fee et al., 2004).

- Merger vertikal

Merger tersebut dilakukan perusahaan yang menjual jasa atau produk berbeda tetapi produksinya saling berkaitan. Merger jenis ini biasanya dilakukan untuk menghemat biaya produksi agar mampu bersaing (Thomas, 2011).

- Merger perluasan pasar

Merger yang dilakukan perusahaan untuk memperluas pangsa pasar domestik dan internasional. (Mardianto et al., 2018).

- Merger perluasan produk

Merger ini biasanya dilakukan oleh perusahaan untuk memperbanyak

jenis produk yang akan dijualnya. Dengan merger memudahkan perusahaan untuk melakukan inovasi dan pengembangan produk baru (Lan et al., 2018).

- Merger konglomerat

Merger yang dilakukan perusahaan yang tidak saling terkait, biasanya dilakukan untuk memperbanyak produk atau sektor pendapatan.

M&A dapat dikatakan sebagai strategi yang baik untuk perusahaan yang ingin bertumbuh dan memperluas pangsa pasar (Godbole, 2013; Ferris et al., 2013; Hitt et al., 2003). Banyak perusahaan terutama di negara maju menyatakan bahwa M&A adalah peluang untuk pertumbuhan perusahaan (Louis et al., 2010). Selain itu, dilakukannya aktivitas M&A pada beberapa dekade adalah karena perbedaan kepentingan antara manajer dan *stakeholder* dari perusahaan pengakuisisi atas pembayaran arus kas bebas (Segal et al., 2020).

Terdapat faktor yang mempengaruhi terjadinya M&A seperti keadaan finansial dari perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi. (Kumar et al., 2007) berargumen perusahaan yang lebih besar kemungkinan besar akan menjadi perusahaan pengakuisisi sedangkan perusahaan yang lebih kecil kemungkinan akan menjadi perusahaan target. Meskipun M&A merupakan strategi yang berisiko (Shimizu et al., 2005), pengumuman M&A pada suatu perusahaan dapat mempengaruhi respon investor dalam mengambil suatu keputusan (Hitt et al., 2012).

Pengukuran dari perusahaan yang melakukan M&A ini menggunakan dummy variable. Sama seperti kata "dummy" adalah pengganti dalam model analisis kuantitatif, dimana variabel dummy merupakan pengganti angka untuk fakta kualitatif atau proposisi logis (Garavaglia, 2016). Penelitian yang menggunakan dummy untuk M&A telah dilakukan oleh (Beltratti et al., 2011; Chakrabarti, 2009) karena M&A merupakan variabel yang wujudnya berskala non metrik

dan kategorial sehingga membutuhkan variabel dummy dalam model regresi.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan skala yang digunakan untuk menentukan besar atau kecilnya perusahaan (Moeller, 2004). Ukuran perusahaan dapat mengungkapkan besarnya sumber daya milik perusahaan, sehingga makin besar ukuran perusahaan artinya sumber daya yang didapat semakin meningkat (Choi et al., 2013). Penelitian terdahulu (Pagano et al., 2003) mengatakan ukuran perusahaan dapat mempengaruhi pertumbuhan perusahaan, seperti pada umumnya perusahaan kecil mengalami pertumbuhan lebih cepat dibandingkan dengan perusahaan berukuran besar. (Acheampong et al., 2014) menyebutkan adanya hubungan antara ukuran perusahaan dengan kinerja dari perusahaan dimana makin besar ukuran perusahaan maka tingkat profitabilitasnya juga akan semakin meningkat. Menurut (Laeven et al., 2007) perusahaan yang memiliki ukuran besar cenderung memberikan informasi yang lengkap sebagai informasi untuk penggunanya yaitu: manajer perusahaan, investor, pemerintah, dan pengguna informasi lainnya. Pengukuran dari ukuran perusahaan dapat dilakukan dengan memakai nilai total asset, laba, modal, penjualan dan lain-lain. Penelitian ini menggunakan total asset yang diukur menggunakan rumus sebagai berikut (Moeller, 2004):

$$SIZE = \text{Log}(\text{Total Asset}) \quad (2.2)$$

Leverage

Leverage memperlihatkan kemampuan perusahaan mengelola aktiva yang terdapat hutangnya. Leverage juga sebagai indikasi bagaimana perusahaan mengelola operasionalnya. Dalam artian umum *leverage* menunjukkan tingkat tingginya hutang perusahaan dibandingkan ekuitas (modalnya). Dalam penelitiannya (Kalash, 2021) mengungkapkan jika manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan mengurangi tingkat *leverage* keuangan terutama di perusahaan dengan tingkat risiko keuangan yang tinggi. Penelitian terkait

leverage keuangan juga telah banyak dibahas sebelumnya, salah satunya penelitian (Memon et al., 2018) yang menemukan perusahaan dengan volatilitas tinggi mempunyai kecenderungan tingkat *leverage* rendah. Penelitian lainnya dari (Zeitun et al., 2017; Waqas et al., 2018) memberikan hasil bahwa nilai leverage tinggi membuat kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Tetapi penelitian mengenai leverage lainnya menunjukkan efek positif dari *leverage* terhadap kinerja keuangan, yaitu penelitian (Detthamrong et al., 2017; Chandra et al., 2019). Penelitian ini menunjukkan jika leverage tinggi tidak selalu berpengaruh buruk bagi perusahaan, semuanya juga bergantung kepada variabel keuangan lainnya yang turut berperan penting dalam kinerja keuangan.

Pengukuran dari leverage menggunakan rumus debt dibagi dengan equity (Akhtar et al., 2012; Ali et al. 2014). Setiap perusahaan memiliki kebijakan masing-masing berapa *leverage* yang akan digunakan, tetapi semakin tinggi *leverage* berarti resiko juga semakin tinggi karena kemungkinan perusahaan gagal bayar semakin besar dimana hutang dapat melebihi ekuitas (Mihaiu et al., 2021).

Leverage diukur dengan rumus (Ali, 2014):

$$LEV = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad (2.3)$$

Pengembangan Hipotesis

Merger dan Akuisisi (M&A) telah banyak dilakukan oleh perusahaan sebagai strategi yang baik untuk performa perusahaan di masa depan (Dilshad, 2013 ; Lim et al., 2020). Menurut (Bouzzgaro et al., 2014) biasanya dengan dilakukannya M&A perusahaan menjadi lebih kuat dalam permodalan serta keuangan sehingga lebih mudah melakukan ekspansi, serta dapat meningkatkan penjualan (Stevanie et al., 2019). Keberhasilan perusahaan dalam melaksanakan M&A dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan (Reddy et al., 2013). Beberapa studi terdahulu menemukan beberapa perusahaan melakukan M&A memiliki performa perusahaan yang baik (Marimuthu et al., 2009; Anthony, 2017;

Mahesh et al., 2020; Caiazza et al., 2021). Selain itu, kinerja keuangan juga dapat dijadikan alat bagi investor untuk menyaring informasi yang dapat diandalkan (Miller, 2010). Dalam penelitiannya (Bergh et al., 2014; Connelly et al., 2011) mengungkapkan sinyal yang diberikan oleh perusahaan seperti adanya pengaruh M&A bagi kinerja keuangan perusahaan sebagai salah satu pertimbangan bagi investor untuk menilai kemungkinan masa depan perusahaan dan menentukan keputusan. Dengan teori *resource based view*, dijelaskan juga bahwa perusahaan memerlukan sumber daya yang kuat untuk bertahan dan berkelanjutan, tetapi perusahaan memiliki keterbatasan sumber daya yang ada. Oleh karenanya untuk mengurangi kesenjangan sumber daya dan keterbatasan kapabilitas yang dimiliki, perusahaan dapat memilih merger dan akuisisi (D’Oria et al., 2020). Hasil penelitian terkait *resource base* memperlihatkan bahwa merger atau akuisisi dapat memperbaiki kinerja perusahaan (Capron et al., 2002). Dengan adanya hasil dari penelitian terdahulu kami memiliki hipotesis:

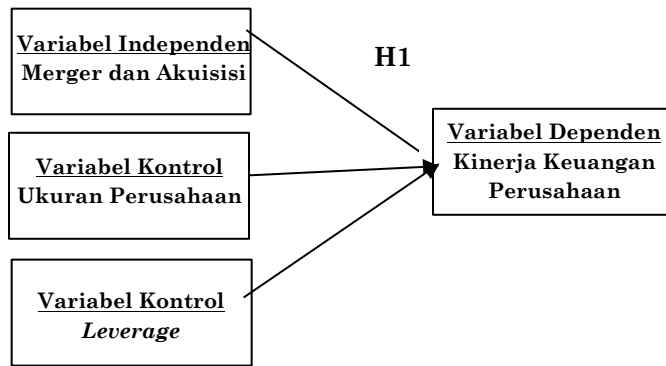
H1 : Merger dan Akuisisi berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Model Analisis

Model analisis menjelaskan mengenai hubungan antar variabel dalam penelitian ini dengan judul “Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan pada sektor Kesehatan di Negara ASEAN”. Model analisis data dalam penelitian ini akan menggambarkan hubungan antara variabel dependen (Kinerja Keuangan Perusahaan), variabel independen (M&A) dan variabel kontrol (Ukuran Perusahaan dan *Leverage*) Selain itu, model analisis juga akan menggambarkan mengenai hipotesis penelitian. Berdasarkan hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya, penelitian ini menggunakan model sebagai berikut :

Model Analisis



Berdasarkan model analisis diatas, maka persamaan matematis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUMMY_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 LEV_{t-1} + \varepsilon_{it-1}$$

Keterangan :

ROA = Return On Asset Perusahaan

β_0 = koefisien konstanta

β = koefisien regresi variabel

DUMMY = Merger dan akuisisi

SIZE = ukuran perusahaan

LEV = leverage

ε = error

Sampel Penelitian

Sampel merupakan suatu himpunan dari bagian populasi, sedangkan teknik sampling merupakan suatu proses untuk memilih dan menyeleksi elemen dari populasi yang telah dikumpulkan dalam penelitian. Teknik *sampling* yang dilakukan dalam penelitian ini merupakan teknik *purposive sampling* dimana setiap sampel akan terpilih apabila memenuhi kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Populasi dari penelitian ini adalah 142 perusahaan. Berikut ini adalah kriteria yang harus dipenuhi agar dapat menjadi sampel dalam penelitian ini :

1. Perusahaan yang telah *go-public* dan terdaftar dalam pasar saham masing-masing negara di ASEAN.

2. Perusahaan yang telah menyelesaikan M&A (completed).

3. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan setiap tahun dalam periode 2018-2020.

Dari hasil seleksi kriteria tersebut, sampel yang digunakan menjadi 84 perusahaan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 4.1. Hasil Seleksi Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Observasi
Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek yang ada di Asia Tenggara tahun 2018 - 2020	142
Jumlah perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan mulai dari tahun 2018-2020	(18)
Jumlah perusahaan yang datanya tidak lengkap	(40)
Jumlah perusahaan	84
Jumlah tahun observasi	3 tahun
Jumlah ketersediaan sampel yang digunakan untuk penelitian	252

Tabel 4.1 menunjukkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 84 perusahaan dengan jumlah total pengamatan

252. dengan penjabaran profil sampel berdasarkan negara sebagai berikut.

Tabel 4.2. Profil Sampel

No.	Negara	Total	Persentase(%)
1.	Thailand	20	23,810
2.	Singapore	20	23,810
3.	Vietnam	17	20,238
4.	Malaysia	14	16,667
5.	Indonesia	13	15,476
TOTAL		84	100

Berdasarkan tabel 4.2, negara Thailand dan Singapore memiliki jumlah sampel perusahaan yang paling dominan, yaitu sebanyak 20 sampel. Sementara sampel yang paling sedikit terdapat pada negara Indonesia dengan total 13 sampel.

Tabel 4.3 Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
DUMMY	252	0,000	1,000	0,131	0,338
DUMMY1	33	1,000	1,000	1,000	0,000
DUMMY0	219	0,000	0,000	0,000	0,000
ROA	252	0,000	1,860	1,249	0,185
SIZE	252	1,403	1,534	1,476	0,035
LEV	252	0,000	1,533	1,054	0,239

Berdasarkan tabel 4.3, Variabel DUMMY merupakan variabel independen dan ROA merupakan variabel dependen dari penelitian ini. Variabel DUMMY1 merupakan variabel independen dimana perusahaan melakukan merger dan akuisisi sedangkan DUMMY0 merupakan variabel independen dimana perusahaan tidak melakukan merger dan akuisisi. Variabel SIZE dan LEV merupakan variabel kontrol. Hasil statistik deskriptif pada tabel 4.3 menunjukkan N dari DUMMY, ROA, SIZE dan LEV berjumlah 252 yang artinya bahwa jumlah sampel data dari penelitian ini adalah 252. Untuk N dari DUMMY1 menunjukkan angka 33 yang artinya jumlah sampel data dari penelitian

adalah 33. N dari DUMMY0 menunjukkan angka 219 yang artinya jumlah sampel data dari penelitian adalah 219 dalam periode waktu 3 tahun.

Diketahui bahwa DUMMY memiliki nilai minimum 0,000; nilai maksimum 1,000; nilai mean 0,131; dan nilai standar deviasi 0,338. Nilai mean dari DUMMY lebih kecil dari nilai standar deviasi yang menunjukkan bahwa variabel DUMMY memiliki data yang bervariasi. Variabel DUMMY1 memiliki nilai minimum 1,000; nilai maksimum 1,000; nilai *mean* 1,000; dan nilai standar deviasi 0,000. Nilai mean pada DUMMY1 lebih besar dari nilai standar deviasi yang menunjukkan bahwa data tersebar secara merata. Variabel DUMMY0 memiliki nilai minimum 0,000; nilai maksimum 0,000; nilai mean 0,000; dan nilai standar deviasi 0,000. Nilai mean pada DUMMY0 memiliki hasil yang sama dengan nilai standar deviasi, nilai minimum dan maksimum karena data dalam variabel ini hanya berisi angka 0.

Variabel ROA memiliki nilai minimum 0,000; nilai maksimum 1,860; nilai *mean* 1,249; dan nilai standar deviasi 0,185. Nilai *mean* dari ROA lebih besar dari nilai standar deviasi yang menunjukkan bahwa data tersebar secara merata. Variabel SIZE memiliki nilai minimum 1,403; nilai maksimum 1,534; nilai *mean* 1,476; dan nilai standar deviasi 0,035. Nilai *mean* dari SIZE lebih besar dari nilai standar deviasi yang menunjukkan bahwa data tersebar secara merata. Nilai standar deviasi dari SIZE memiliki nilai kurang dari 1 yang artinya perusahaan yang dipakai dalam penelitian ini berskala kecil. Variabel LEV memiliki nilai minimum 0,000; nilai maksimum 1,533; nilai *mean* 1,054; dan nilai standar deviasi 0,239. Nilai *mean* dari LEV lebih besar dari nilai standar deviasi yang menunjukkan bahwa data tersebut tersebar secara merata.

Uji asumsi klasik dari penelitian ini menggunakan uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Menurut uji normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov, data ROA DUMMY dan SIZE dalam penelitian ini tidak signifikan atau nilai *Asymp Sig.* < 0,05. Membuktikan bahwa data tidak berdistribusi

normal. Berdasarkan teori Central Limit Theorem (CLT), semakin besar jumlah data yang ada maka data dianggap sama. Sedangkan untuk data LEV memiliki nilai Asymp. Sig>0,05 yaitu 0,200 yang menunjukkan bahwa data berdistribusi normal.

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada seluruh variabel independen bebas dari multikolinearitas karena nilai VIF<10, menunjukkan bahwa variabel independen tidak saling mempengaruhi secara signifikan. Hasil dari uji heteroskedastisitas variabel DUMMY memiliki nilai sig> 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas. Untuk variabel SIZE dan LEV memiliki nilai Sig<0,05, memperlihatkan variabel kontrol tidak ada masalah heteroskedastisitas dalam data penelitian ini. Untuk uji autokorelasi, Nilai DW memiliki nilai lebih besar daripada dU. Nilai DW juga lebih kecil daripada 4-dU, dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi dalam penelitian ini.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji hipotesis pada penelitian ini akan menguji mengenai hipotesis penelitian, yaitu pengaruh Merger dan Akuisisi dengan kinerja keuangan perusahaan yang diukur menggunakan ROA. Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan 3 macam uji yaitu uji F, uji T dan uji koefisien determinasi (R^2). Berikut tabel hasil uji hipotesis.

Tabel 4.4 Hasil Uji Hipotesis

Variabel	ROA		
	Coefficient	t-stat	Sig
DUMMY	-0,009	-0,284	0,777
SIZE	-1,084	-3,404	0,001 ***
LEV	0,265	5,870	0,000 ***

R^2	0,167
F	16,629
N	252

Dari tabel diatas, Sig dari DUMMY menunjukkan nilai = 0,777. Jika Sig> 0.05 maka artinya tidak ada pengaruh signifikan atau pengaruhnya sangat kecil terhadap variabel ROA. Sig dari SIZE menunjukkan nilai=0,001. Jika Sig<0,05 maka artinya ada pengaruh signifikan terhadap variabel ROA. Sig dari LEV menunjukkan nilai=0,000 yang hasilnya lebih kecil dari (0,05) dapat disimpulkan ada pengaruh signifikan dari leverage kepada variabel ROA. Dengan tingkat signifikansi yang tinggi, maka ukuran perusahaan dan leverage yang diimplementasikan perusahaan memberikan pengaruh signifikan pada peningkatan kinerja keuangan.

Analisis

Setelah dilakukan pengujian hipotesis dengan regresi linear pada tabel 4.8, uji hipotesis pertama yang dilakukan adalah Uji F. Dari tabel 4.8, didapatkan nilai F sebesar 16,629. Uji F diterima apabila nilai $F > 2$. Semakin tinggi nilai F, maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini memiliki model data yang baik dalam regresi. Selanjutnya untuk Uji Koefisien Determinasi atau *R-Squared* memiliki nilai sebesar sebesar 0,167. Semakin tinggi nilai R^2 , maka variabel independen dalam penelitian mampu menjelaskan informasi yang dibutuhkan dalam perubahan variabel dependen dengan kuat. Maka disimpulkan variabel independen dalam penelitian ini, yaitu DUMMY, SIZE dan LEV secara simultan berpengaruh pada ROA sebesar 16,7%.

Uji hipotesis selanjutnya adalah Uji t. Uji t atau uji parsial, dilakukan untuk menguji pengaruh setiap variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai dari t-stat=-0,284 pada DUMMY memiliki nilai negatif. Jika DUMMY menunjukkan hasil negatif, artinya merger dan akuisisi berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. M&A perusahaan belum sepenuhnya menjadi

strategi utama yang harus dilakukan dalam suatu bisnis. Hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya (Caiazza et al, 2021; Mihaiu et al, 2021) yang membuktikan bahwa adanya peningkatan pada kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan M&A. M&A berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan karena pemilihan target yang buruk, kurangnya sinergi, integrasi yang tidak memadai dari target perusahaan, perbedaan budaya, dan hutang yang berlebihan yang dihasilkan dari aksi merger dan akuisisi (Ferreira et al, 2011). Selain itu, kami menggunakan perusahaan dalam sektor kesehatan yang mulai berkembang sejak pandemi COVID pada tahun 2020. Dengan demikian, **Hipotesis 1 ditolak**.

Untuk variabel kontrol, SIZE memiliki nilai $t=-3,404$ negatif berarti ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Berbeda dengan variabel DUMMY dan SIZE, LEV memiliki nilai $t\text{-stat}=5,870$ positif. Maka disimpulkan leverage berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Koefisien pada DUMMY memiliki nilai negatif yaitu $-0,009$. Untuk analisis koefisien, semakin besar koefisien regresi artinya kontribusi perubahan makin besar dan sebaliknya. Kontribusi pada perubahan variabel bebas juga ditentukan oleh koefisien regresi positif atau negatif. Koefisien pada DUMMY memiliki nilai negatif yaitu $-0,009$ yang artinya merger dan akuisisi tidak memberikan perubahan besar terhadap kinerja keuangan perusahaan. Koefisien pada SIZE juga memiliki nilai negatif yaitu $-1,084$ yang artinya ukuran perusahaan tidak memberikan perubahan besar terhadap kinerja keuangan perusahaan. Untuk koefisien dari LEV memiliki nilai positif yaitu $0,265$ yang artinya *leverage* memberikan perubahan besar terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis yang telah dibahas pada poin sebelumnya ditemukan bahwa M&A berpengaruh negatif kepada kinerja keuangan perusahaan. Menurut penelitian dari (Bertrand et al, 2012), kinerja keuangan perusahaan memiliki efek negatif terhadap Merger dan Akuisisi yang dilakukan pada suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan merger merupakan suatu strategi yang sedang

tren dikalangan perusahaan sehingga persaingan antar perusahaan semakin ketat. Selain itu, penelitian dari (Rao, 2016) juga menyatakan bahwa karena adanya dampak krisis keuangan pada tahun 2007-2008 menyebabkan ada penurunan kinerja perusahaan jangka panjang yang sangat signifikan setelah dilakukannya M&A. Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian sebelumnya (Bhabra et al, 2013; Ismail et al. (2009); Kemal (2011); Tang, 2015).

Penelitian yang dilakukan oleh (Tang, 2015) memiliki hasil bahwa ada penurunan signifikan pada kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja operasional dari perusahaan merger baru-baru tidak memiliki sinergi operasional yang memadai untuk melaksanakan kegiatan berikutnya. Tidak hanya dari efek aksi Merger dan Akuisisi saja tetapi faktor eksternal seperti pasar dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Rasio dari pengukuran ROA adalah Net Profit dibagi dengan Total Assets. Semakin tinggi net profit yang dihasilkan oleh perusahaan maka laba atau profit yang dihasilkan oleh perusahaan semakin meningkat. Net profit dari suatu perusahaan pastinya berasal dari pasar yaitu para investor dan konsumen. Jika investor tidak melakukan investasi atau konsumen tidak membeli barang dalam perusahaan, maka laporan keuangan dalam perusahaan juga akan menunjukkan nilai yang kecil.

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Berdasarkan size effect theory, semakin besar ukuran perusahaan maka sumber daya yang didapat juga semakin besar (Moatti et al, 2015). Penelitian dari (Cahyana et al, 2020) juga mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan karena semakin besar suatu perusahaan, maka semakin besar biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Hal ini membuktikan jika besar kecilnya ukuran perusahaan tidak dapat menjadi tolak ukur yang menyatakan bahwa perusahaan besar mampu mencapai kinerja keuangan perusahaan yang baik. Untuk *leverage*, hasil yang diperoleh adalah leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja

keuangan perusahaan. Semakin tinggi nilai leverage berarti resiko juga semakin tinggi karena kemungkinan perusahaan gagal bayar semakin besar dimana hutang dapat melebihi ekuitas (Mihaiu et al, 2021). Argumen ini bertentangan dengan (Danso, 2020) yang berpendapat bahwa *leverage* dapat menurunkan kinerja perusahaan. Sedangkan menurut (Afridi, 2012), semakin tinggi nilai leverage, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat.

KESIMPULAN

Penelitian telah dilakukan dengan menggunakan perusahaan di negara ASEAN yang bergerak di sektor kesehatan dari tahun 2018-2020. Sampel yang peneliti gunakan yaitu 84 perusahaan negara ASEAN yang terdaftar di Bursa Efek masing-masing negara. Pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi linear berganda yang diolah dengan *software* SPSS. Berdasarkan penelitian, hasil uji hipotesis menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Hipotesis 1 ditolak, artinya ada pengaruh negatif dan tidak signifikan dari kinerja keuangan perusahaan terhadap merger dan akuisisi.
2. Variabel kontrol ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.
3. Variabel kontrol leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

5.2 Saran

Hasil dapat dipertimbangkan oleh yang terlibat yaitu perusahaan. Perusahaan dapat mempertimbangkan untuk menggunakan M&A sebagai strategi pertumbuhan perusahaan. Perusahaan diharapkan meningkatkan keakuratan kinerja keuangan guna dapat mengetahui bagaimana operasional suatu perusahaan dalam periode tertentu secara akurat sehingga dapat membuat keputusan dengan benar. Perusahaan juga diharapkan dapat

meningkatkan kinerja keuangan agar memiliki daya saing kompetitif serta pertumbuhan yang terus berkelanjutan.

Saran untuk penelitian selanjutnya agar dapat lebih memperpanjang periode penelitian supaya sampel yang diperoleh lebih representatif untuk membuktikan hipotesis. Peneliti selanjutnya juga dapat mengubah variabel kontrol dengan variabel lain, seperti *firm age*, *growth*, *level of competitiveness*, dan lainnya. Selain itu, penelitian ini hanya dilakukan dalam 1 sektor yaitu sektor kesehatan, penelitian selanjutnya juga dapat memakai sektor lainnya seperti teknologi, perbankan, consumer goods, dan lainnya.

5.3 Keterbatasan penelitian

Penelitian ini tidak luput dari keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sampel data yang dipakai hanya 5 dari 10 negara di kawasan ASEAN karena tidak tersedia data keuangan dari 5 negara lainnya. Data keuangan dari beberapa perusahaan juga tidak tersedia karena banyak perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2019. Selain itu, data yang dipakai hanya perusahaan yang melakukan go-public dan terdaftar dalam bursa efek masing-masing negara baik perusahaan target maupun perusahaan pengakuisisi. Untuk penelitian berikutnya mungkin dapat menggunakan data perusahaan tertutup/private baik untuk data perusahaan target maupun perusahaan pengakuisisi.

REFERENCES

- [1] Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A. K. (2014). The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Financial Research*, 5(1), 125-134. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n1p125>
- [2] Ahmed, F., Manwani, A., & Ahmed, S. (2018). Merger & acquisition strategy for growth, improved performance and survival in the financial sector. *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*,

- 5(4), 196–214.
<https://doi.org/10.22437/ppd.v5i4.5010>
- [3] Akhbar, R. T., Nurdin, A., & Maspupah, U. S. (2021). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Setelah Merger atau Akuisisi. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(4), 966-976.
<https://doi.org/10.24843/EJA.2021.v31.i04.p13>
- [4] Akhtar, S., Javed, B., Maryam, A., & Sadia, H. (2012). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance Evidence from Fuel & Energy Sector of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 4(11), 7–17.
- [5] al Ghani, M. (2020). Pengaruh FDI dan Free Flow of Services Sektor Kesehatan ASEAN Terhadap Kesiapan Menghadapi Pandemi COVID-19. *Jurnal Kebijakan Kesehatan Indonesia: JKKI*, 9(3), 158–166.
- [6] Ali, M. (2014). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance (Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan). *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(23), 46–56.
- [7] Alkaraan, F., Albitar, K., Hussainey, K., & Venkatesh, V. (2022). Corporate transformation toward Industry 4.0 and financial performance: The influence of environmental, social, and governance (ESG). *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121423.
<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121423>
- [8] Almilia, L. S. (2009). Determining factors of internet financial reporting in Indonesia. *Accounting & Taxation*, 1(1), 87–99.
- [9] Anthony, M. (2017). Effect of merger and Acquisition on Financial Performance: Case Study of Commercial Banks. *International Journal of Business Management & Finance*, 1(6), 93-105.
- [10] Beltratti, A., & Paladino, G. (2011). Is M& A Different During a Crisis? Evidence from the European Banking Sector. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1928513>
- [11] Bergh, D. D., Connelly, B. L., Ketchen, D. J., & Shannon, L. M. (2014). Signalling Theory and Equilibrium in Strategic Management Research: An Assessment and a Research Agenda. *Journal of Management Studies*, 51(8), 1334–1360.
<https://doi.org/10.1111/joms.12097>
- [12] Bertrand, O., & Betschinger, M.-A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 413–437.
<https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- [13] Bhabra, H. S., & Huang, J. (2013). An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997–2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 186–207.
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.03.002>
- [14] Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. *Journal of Cleaner Production*, 314.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127982>
- [15] Capron, L., & Hülland, J. (1999). Redeployment of Brands, Sales Forces, and General Marketing Management Expertise following Horizontal Acquisitions: A Resource-Based View. *Journal of Marketing*, 63(2), 41–54.
<https://doi.org/10.1177/002224299906300203>
- [16] Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781–794. <https://doi.org/10.1002/smj.262>
- [17] Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1).
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x>
- [18] Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S., & Jayaraman, N. (2009). Mars–Venus marriages: Culture and cross-border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40(2), 216–236.
<https://doi.org/10.1057/jibs.2008.58>

- [19] Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74–89. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-11-2018-0042>
- [20] Choi, J., & Lee, J. (2018). Firm size and compositions of R&D expenditures: evidence from a panel of R&D performing manufacturing firms. *Industry and Innovation*, 25(5), 459–481. <https://doi.org/10.1080/13662716.2017.1297222>
- [21] Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- [22] Danso, A., Lartey, T. A., Gyimah, D., & Adu-Ameyaw, E. (2021). Leverage and performance: do size and crisis matter? *Managerial Finance*, 47(5), 635–655. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-0522>
- [23] den Hertog, C. (2014). Better value chains: a matrix for competitive advantage. *Journal of Business Strategy*, 35(5), 43–48. <https://doi.org/10.1108/JBS-04-2014-0042>
- [24] Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- [25] Dilshad, M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3(1), 89–125. <https://doi.org/10.5296/ber.v3i1.2781>
- [26] D’Oria, L., Crook, T. R., Ketchen, D. J., Sirmon, D. G., & Wright, M. (2021). The Evolution of Resource-Based Inquiry: A Review and Meta-Analytic Integration of the Strategic Resources–Actions–Performance Pathway. *Journal of Management*, 47(6), 1383–1429. <https://doi.org/10.1177/0149206321994182>
- [27] Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082.
- [28] Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331. <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
- [29] Esterlina, P., & Firdausi, N. N. (2017). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 47(2), 40–47.
- [30] Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423–460. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002>
- [39] Ferreira, M. P., Santos, J. C., de Almeida, M. I. R., & Reis, N. R. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550–2558. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015>
- [40] Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 137–164. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000069>
- [41] Festa, G., Rossi, M., Kolte, A., & Marinelli, L. (2020). The contribution of intellectual capital to financial stability in Indian pharmaceutical companies. *Journal of Intellectual Capital*, 22(2), 337–359. DOI : <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2020-0091>
- [42] French, J. (2016). *Estimating Time-Varying Beta Coefficients: An Empirical Study of US and ASEAN Portfolios*, 32,

- 19-34. <https://doi.org/10.1108/S0196-382120160000032002>
- [43] Fu, L., & Wang, Q. (2019). Driving factors of merger momentum in China: empirical evidence from listed companies. *China Finance Review International*, 9(2), 235–253. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2017-0153>
- [44] Guest, P. M. (2009). The Impact of Mergers and Acquisitions on Executive Pay in the United Kingdom. *Economica*, 76(301), 149–175. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2007.00674.x>
- [45] He, P., Sun, Y., Zhang, Y., & Li, T. (2020). COVID–19’s Impact on Stock Prices Across Different Sectors—An Event Study Based on the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2198–2212. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785865>
- [46] Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating Value Through Mergers and Acquisitions. In *The Handbook of Mergers and Acquisitions*, 71–113. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199601462.003.0004>
- [47] Hitt, M. A., & Pisano, V. (2003). The Cross-Border Merger and Acquisition Strategy: A Research Perspective. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 1(2), 133–144. <https://doi.org/10.1108/15365430380000522>
- [48] Huang, Z., Savita, K. S., & Zhong-jie, J. (2022). The Business Intelligence impact on the financial performance of start-ups. *Information Processing & Management*, 59(1). <https://doi.org/10.1016/j.ipm.2021.102761>
- [49] Iborra, M., & Dolz, C. (2006). Consequences of Integration Heterogeneity in Mergers and Acquisitions. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 4(2), 127–138. <https://doi.org/10.2753/JMR1536-5433040204>
- [50] Ismail, A., Davidson, I., & Frank, R. (2009). Operating performance of European bank mergers. *The Service Industries Journal*, 29(3), 345–366. <https://doi.org/10.1080/02642060701849899>
- [51] Ismail, T. H., Abdou, A. A., & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies*, 1(1), 89–104.
- [52] Kalash, I. (2021). The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk and currency crisis. *EuroMed Journal of Business*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056>
- [53] Kemal, M. U. (2011). Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS). *International Journal of Business and Social Science*, 2(5), 157–162.
- [54] Kesuma, A. (2009). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan (Journal of Management and Entrepreneurship)*, 11(1), 38–45.
- [55] Khamainy, A. H., Ali, M., & Setiawan, M. A. (2021). Detecting financial statement fraud through new fraud diamond model: the case of Indonesia. *Journal of Financial Crime*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFC-06-2021-0118>
- [56] Kraaijenbrink, J., Spender, J.-C., & Groen, A. J. (2010). The Resource-Based View: A Review and Assessment of Its Critiques. *Journal of Management*, 36(1), 349–372. <https://doi.org/10.1177/0149206309350775>
- [57] Kumar, B. R., & Rajib, P. (2007). Characteristics of Merging Firms in India: An Empirical Examination. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, 32(1), 27–44.

- <https://doi.org/10.1177/0256090920070103>
- [58] Laeven, L., & Woodruff, C. (2007). The Quality of the Legal System, Firm Ownership, and Firm Size. *Review of Economics and Statistics*, 89(4), 601-614. <https://doi.org/10.1162/rest.89.4.601>
- [59] Lan, Y., Yan, H., Ren, D., & Guo, R. (2019). Merger strategies in a supply chain with asymmetric capital-constrained retailers upon market power dependent trade credit. *Omega*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2018.08.009>
- [60] Leepsa, N. M. , & Mishra, C. S. (2013). Do Mergers & Acquisitions Pay Off Immediately? Evidence from Mergers & Acquisitions in India. *South Asian Journal of Management*, 20(3), 39–57.
- [61] Liargovas, P., & Repousis, S. (2011). The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 89-100. <https://doi.org/10.5539/ijef.v3n2p89>
- [62] Lim, H., & Rokhim, R. (2021). Factors affecting profitability of pharmaceutical company: an Indonesian evidence. *Journal of Economic Studies*, 48(5), 981–995. <https://doi.org/10.1108/JES-01-2020-0021>
- [63] Louis, H., & Sun, A. (2010). Investor Inattention and the Market Reaction to Merger Announcements. *Management Science*, 56(10), 1781–1793. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1100.1212>
- [64] Macinati, M. S., & Anessi-Pessina, E. (2014). Management accounting use and financial performance in public health-care organisations: Evidence from the Italian National Health Service. *Health Policy*, 117(1), 98-111. <https://doi.org/10.1016/j.healthpol.2014.03.011>
- [65] Mahesh, R., & Prasad, D. (2012). Post-merger and acquisition financial performance analysis: A case study of select Indian airline companies. *International Journal of Engineering and Management Sciences*, 3(3), 362–369.
- [66] Marc, G. J., & Warren, K. J. (2017). Effect Merger and Acquisition Strategy on Financial Performance of Financial Institution in Rwanda Acces Bank, I & M Bank and Ecobank. *International Journal of Science and Research*, 6(10), 1444–1450.
- [67] Mardianto, M., Christian, N., & Edi, E. (2018). Dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan. *Jurnal Benefita*, 3(1). <https://doi.org/10.22216/jbe.v3i1.2434>
- [68] Marimuthu, M. (2008). Mergers and acquisitions: some empirical evidence on performance, financial characteristics and firm sustainability. *International Journal of Business and Management*, 3(10), 8–15.
- [69] Memon, Z. A., Chen, Y., Tauni, M. Z., & Ali, H. (2018). The impact of cash flow volatility on firm leverage and debt maturity structure: evidence from China. *China Finance Review International*, 8(1), 69–91. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2017-0106>
- [70] Mihaiu, D. M., Șerban, R.-A., Opreana, A., Țichindelean, M., Brătian, V., & Barbu, L. (2021). The Impact of Mergers and Acquisitions and Sustainability on Company Performance in the Pharmaceutical Sector. *Sustainability*, 13(12). <https://doi.org/10.3390/su13126525>
- [71] Miller, B. P. (2010). The Effects of Reporting Complexity on Small and Large Investor Trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107–2143. <https://doi.org/10.2308/accr.000000001>
- [72] Moatti, V., Ren, C. R., Anand, J., & Dussauge, P. (2015). Disentangling the performance effects of efficiency and bargaining power in horizontal growth strategies: An empirical investigation in the global retail industry. *Strategic Management Journal*, 36(5), 745–757. <https://doi.org/10.1002/smj.2244>
- [73] Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

- [74] Mohamed, M. K., Allini, A., Ferri, L., & Zampella, A. (2019). Investors' perception on the usefulness of management report disclosures. *Meditari Accountancy Research*, 27(6), 893–920. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2018-0393>
- [75] Morresi, O., & Pezzi, A. (2011). 21 years of international M&As and joint ventures by Italian medium-sized listed firms: Value creation or value destruction? *Research in International Business and Finance*, 25(1), 75–87. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2010.07.003>
- [76] Pagano, P., & Schivardi, F. (2003). Firm Size Distribution and Growth. *Scandinavian Journal of Economics*, 105(2), 255–274. <https://doi.org/10.1111/1467-9442.t01-1-00008>
- [77] Pindado, J., de Queiroz, V., & de La Torre, C. (2010). How Do Firm Characteristics Influence the Relationship between R&D and Firm Value? *Financial Management*, 39(2), 757–782. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01091.x>
- [78] Raghavan, S., & Yu, C. (2021). Evaluating financial performance of commercial service airports in the United States. *Journal of Air Transport Management*, 96. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2021.102111>
- [79] Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2013). Market Response to the Announcement of Mergers and Acquisitions: An Empirical Study from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 17(1), 1–16. <https://doi.org/10.1177/0972262912469558>
- [79] Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373–387. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.024>
- [80] Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2002). Edith Penrose's contribution to the resource-based view of strategic management. *Strategic Management Journal*, 23(8), 769–780. <https://doi.org/10.1002/smj.240>
- [81] Segal, S., Guthrie, J., & Dumay, J. (2021). Stakeholder and merger and acquisition research: a structured literature review. *Accounting & Finance*, 61(2), 2935–2964. <https://doi.org/10.1111/acfi.12688>
- [82] Seo, M.-G., & Hill, N. S. (2005). Understanding the Human Side of Merger and Acquisition. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 41(4), 422–443. <https://doi.org/10.1177/0021886305281902>
- [83] Shashi, Centobelli, P., Cerchione, R., & Singh, R. (2019). The impact of leanness and innovativeness on environmental and financial performance: Insights from Indian SMEs. *International Journal of Production Economics*, 212. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.02.011>
- [84] Shimizu, K., & Hitt, M. A. (2005). What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia. *Journal of Management*, 31(1)(1), 50–72.
- [85] Smales, L. A. (2020). Investor attention and the response of US stock market sectors to the COVID-19 crisis. *Review of Behavioral Finance*, 13(1), 20–39. <https://doi.org/10.1108/RBF-06-2020-0138>
- [86] Solakoglu, M. N., & Demir, N. (2016). The role of firm characteristics on the relationship between gender diversity and firm performance. *Management Decision*, 54(6). <https://doi.org/10.1108/MD-02-2015-0075>
- [87] Srinivasa Reddy, K., Nangia, V. K., & Agrawal, R. (2013). Corporate mergers and financial performance: a new assessment of Indian cases. *Nankai Business Review International*, 4(2), 107–129. <https://doi.org/10.1108/20408741311323326>
- [88] Srivastava, R. K. (2020). Managing mergers and acquisitions in health care: A case study in the pharmaceutical

- sector. *International Journal of Healthcare Management*, 13(sup1), 61–73.
<https://doi.org/10.1080/20479700.2017.1422337>
- [89] Stevanie, & Mindosa, B. (2019). Dampak Merger dan Akuisisi Pada Kinerja Keuangan: Studi Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Manajemen*, 8(2), 182-194.
- [90] Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value Creation following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33–47.
- [91] Tang, A. C. (2015). Mergers and acquisitions and its effects on firm performance: A new look. *Proceedings of the DLSU Research Congress*, 3, 1–7.
- [92] Teker, S., Teker, D., & Güner, A. (2016). Financial Performance of Top 20 Airlines. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 235, 603-610. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.035>
- [93] Thomas, C. J. (2011). Vertical mergers in procurement markets. *International Journal of Industrial Organization*, 29(2), 200-209. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2010.05.001>
- [94] Utami, H. N., Cahyana, B. E., Nimran, U., & Iqbal, M. (2020). Organizational transformation as a determinant of corporate hospitality and its effect on corporate sustainability. *International Trade, Politics and Development*, 4(2), 105–125. <https://doi.org/10.1108/ITPD-04-2020-0014>
- [95] Waqas, H., & Md-Rus, R. (2018). Predicting financial distress: Importance of accounting and firm-specific market variables for Pakistan’s listed firms. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1545739>
- [96] Yusuf, H., & Raimi, L. (2019). Does positive relationship exist between bank mergers and asset turnover? *International Journal of Ethics and Systems*, 35(1). <https://doi.org/10.1108/IJOES-10-2018-0147>
- [97] Zeitun, R., & Refai, H. A. (2017). Capital structure, tax effect, financial crisis and default risk: evidence from emerging market. *International Journal Economics and Business Research*, 14(1), 104–113.