

Pola Kinerja Perusahaan Sesudah Merger dan Akuisisi serta Analisis Terhadap Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya

Muhamad Umar Mai¹, Ade Ali Nurdin², Setiawan³

Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung, Bandung, Indonesia

Abstract. *This study aims to arrange the pattern of corporate performance after mergers and acquisitions that cover the performance outcomes for 12 years. Another objective is to analyze the determinants of company performance outcomes after mergers and acquisitions. The research was conducted at the Indonesia Stock Exchange from 2003 to 2014. The results show that the company performance in the first until the third year is below the average performance before the mergers and acquisitions happened. Entering the fourth year the company performance improved above the performance before mergers and acquisitions and had it peaked in the eleventh year, after which it declined. High profitability is the main target that companies must achieve after mergers and acquisitions. The result of the analysis shows that the return on investment positively influenced by total asset turnover and the increase of exchange rate, and negatively related to leverage and BI Rate. The company will achieve a higher total asset turnover if institutional investors own most of its shares. Firms with larger board size and institutional ownership have higher leverage.*

Keywords. *Mergers and Acquisitions; the pattern of corporate performance; determinant factors.*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan, pertama: untuk menyusun pola kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi yang menjangkau capaian kinerja untuk jangka waktu 12 tahun; kedua: untuk menganalisis faktor determinan capaian kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi. Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pada tahun pertama sampai tahun ketiga berada di bawah rata-rata capaian kinerja sebelum merger dan akuisisi. Memasuki tahun keempat kinerja perusahaan meningkat di atas kinerja sebelum merger dan akuisisi, dan mencapai puncaknya pada tahun kesebelas, setelah itu mengalami penurunan. Profitabilitas yang tinggi merupakan target utama yang harus dicapai perusahaan setelah merger dan akuisisi. Hasil analisis menunjukkan bahwa return on investment dipengaruhi secara positif oleh total asset turnover dan kenaikan Kurs. Return on investment berhubungan negatif dengan leverage dan BI Rate. Total asset turnover akan lebih tinggi dicapai perusahaan apabila sebagian besar sahamnya dimiliki investor institusi. Perusahaan-perusahaan dengan board size dan institutional ownership yang lebih besar memiliki leverage yang lebih tinggi.

Kata kunci. Merger dan Akuisisi; pola kinerja perusahaan; faktor determinan.

Corresponding author. Email: umar.mai@polban.ac.id¹, ade.ali@polban.ac.id², setiawan@polban.ac.id³

How to cite this article. Mai, M. U., Nurdin, A. A., & Setiawan, S. (2020). Pola Kinerja Perusahaan Sesudah Merger dan Akuisisi Serta Analisis Terhadap Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(2), 431-446

History of article. Received: April 2020, Revision: Juni 2020, Published: Agustus 2020.

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v8i2.20064

Copyright©2020. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI

PENDAHULUAN

Salah satu dari tujuan perusahaan yaitu untuk memperoleh pertumbuhan yang efektif, tinggi, serta berkelanjutan (Rashid & Naeem, 2017). Hanya saja sumber daya yang dimiliki banyak perusahaan sangatlah terbatas akibat dari berbagai hal seperti skala usaha yang kecil, terbatasnya dana yang dihasilkan di internal, serta akses yang kurang memadai terhadap pasar keuangan. Selanjutnya, dalam menggapai tujuannya, perusahaan dapat memilih berbagai macam strategi. Satu di

antara pilihan yang populer serta banyak menjadi pilihan perusahaan yaitu strategi pertumbuhan anorganik. Adapun yang dimaksud strategi pertumbuhan anorganik menurut Rashid & Naeem (2017) adalah proses bertumbuhnya aset serta perluasan jangkauan penjualan pada bisnis baru melalui, divestasi, *take-overs*, *spin-off*, merger, dan akuisisi.

Menurut perspektif teori ekonomi dan keuangan, strategi anorganik adalah salah satu kekuatan terpenting bagi perusahaan. Merger

serta akuisisi menurut Vanitha & Selvam (2011) adalah salah satu karakteristik penting dari strategi pertumbuhan anorganik. Melalui merger dan akuisisi perusahaan mampu mengatasi masalah keterbatasan dengan cara memanfaatkan sumber daya terbatas itu secara efisien juga efektif. Perusahaan percaya bahwa merger dan akuisisi dapat memicu laju pertumbuhan bisnis dan penjualan. Menurut Huh (2015), merger serta akuisisi bisa bermanfaat dalam peningkatan kinerja manajer perusahaan dan untuk akselerasi daya saing perusahaan. Sebagian besar perusahaan menganggap merger dan akuisisi menjadi pilihan paling baik dalam menambah jumlah jangkauan saham yang dimiliki oleh para pemilik (Dash, 2010). Tujuan lain dari perusahaan dalam menerapkan merger serta akuisisi yaitu agar mendapatkan sinergisitas keuangan, manajerial, dan operasional, selain itu dapat pula meningkatkan efisiensi, diversifikasi, kekuatan pasar, dan mencapai internasionalisasi (Moeller & Brady, 2007; Pettit & Ferris, 2013). Pada perkembangannya hingga saat ini, merger dan akuisisi semakin berperan penting karena terkait dengan lingkungan bisnis yang semakin kompetitif, perbaikan teknologi, liberalisasi, serta globalisasi (Leepsa & Mishra, 2012).

Merger dan akuisisi telah diyakini percaya pemerintah, perusahaan, dan masyarakat luas sebagai suatu strategi untuk mempertahankan dan mengembangkan perusahaan. Sehingga gelombang merger dan akuisisi menjadi sangat populer di negara-negara dunia, tidak terkecuali di Indonesia. KPPU atau Komisi Pengawas Persaingan Usaha telah membuat proyeksi bahwasan merger dan akuisisi di Indonesia akan terus naik dimulai tahun 2017, seiring dengan perubahan rezim post-notifikasi menjadi prenotifikasi. KPPU menjelaskan bahwa aksi korporasi pada tahun 2017 akan didominasi merger dan akuisisi antara perusahaan lokal dan perusahaan asing. Menurut Sari (2016) fenomena tersebut terjadi akibat dari anggapan bahwa Indonesia masih memikat sebagai tempat investasi bagi banyak

perusahaan asing dilihat dari sisi pertumbuhan ekonominya.

Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) diberlakukan mulai akhir tahun 2015, dan peristiwa ini telah mengundang banyak perusahaan di kawasan Asean yang melancarkan aksi penggabungan usaha melalui merger dan akuisisi. Survei yang dimotori Thomson Reuters melaporkan bahwa sebesar 40% pemimpin perusahaan di kawasan Asean berpendapat bahwa merger dan akuisisi akan menjadi jalan pintas untuk menghadapi MEA (Triatmodjo, 2015). *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances* (IMAA) melaporkan pergerakan merger serta akuisisi di seluruh dunia tahun 2015 adalah lebih dari 44000 perusahaan yang melakukan transaksi dengan nilai total lebih dari 4,5 triliun USD.

Menurut literatur keuangan, selain menjanjikan banyak keuntungan, merger serta akuisisi juga memiliki kelemahan yaitu tidak mudahnya proses integrasi karena tidak adanya jaminan dalam peningkatan kinerja perusahaan, biaya konsultasi dan koordinasi yang mahal, dan sulitnya dalam penentuan nilai perusahaan target dengan akurat. Pada kasus di Nigeria, Akinbuli & Kelilume (2013) membuktikan bahwa merger dan akuisisi hanya memberi solusi sementara kesulitan keuangan dan bukan sebagai solusi terbaik untuk mengatasi masalah kesulitan keuangan perusahaan. Teori keuangan menunjukkan efek positif dan negatif dari merger serta akuisisi terhadap kinerja perusahaan. Menurut Beena (2000) teori merger serta akuisisi digambarkan bisa menumbuhkan profit perusahaan dengan meningkatnya monopoli atau adanya peningkatan efisiensi. Namun pada sisi lain, teori manajerial menjelaskan bahwa merger serta akuisisi mempunyai pengaruh yang negatif pada kinerja keuangan perusahaan (Ghatak, 2012; Kumar & Bansal, 2008). Terdapat banyak bukti empiris yang menyebutkan merger serta akuisisi tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan (Spoornima & Subhashini, 2013; Bhabra & Huang, 2013; Al-Hroot, 2016). Studi terdahulu mengenai kinerja sebelum serta sesudah merger dan akuisisi melaporkan

temuan yang belum seragam, seperti diperlihatkan pada Tabel 1.

Berdasarkan pada *trade-off* antara untung dan rugi dalam merger serta akuisisi, serta beragamnya hasil studi yang telah lalu, maka penelitian ini memiliki tujuan: 1)

Menyusun pola kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi, serta membandingkan dengan kinerja sebelumnya; 2) Menganalisis berbagai faktor yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi.

Tabel 1. Kesenjangan Hasil Penelitian

Kesenjangan	Peneliti	Temuan
Hasil studi terdahulu menunjukkan <i>gap</i> mengenai kinerja perusahaan sebelum dan setelah merger juga akuisisi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kumara & Satyanarayana (2013) ▪ Sethy (2017) ▪ Abdulazeez dkk. (2016) 	Menemukan bukti adanya kenaikan kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desai & Joshi (2015) ▪ Boboye & Grace (2016) ▪ Yaacob & Alias (2016) 	Menemukan bukti tidak ada perubahan kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leepsa & Mishra (2012) ▪ Kayani dkk. (2013) ▪ Novaliza & Djajanti (2013) 	Menemukan bukti adanya penurunan kinerja perusahaan setelah merger dan akuisisi.

Sumber: Hasil penelitian sebelumnya

Corporate Governance

Corporate governance merupakan seperangkat sistem perlindungan investor untuk menghindari aksi manajemen perusahaan yang dapat merugikan investor karena modal yang merekatanamkan (Haat dkk., 2008). Pedoman *Good Corporate Governance* Indonesia menyangkut: 1) *Transparency*, perusahaan wajib sediakan informasi yang relevan, mudah dipahami, serta mudah diakses bagi seluruh pemangku kepentingan; 2) *Accountability*, perusahaan harus bertanggungjawab terhadap kinerja secara wajar dan transparan; 3) *Responsibility*, perusahaan harus patuh aturan perundang-undangan, melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan; 4) *Independency*, perusahaan dikelola secara independen tanpa benturan kepentingan dan pengaruh manajemen yang tidak sesuai dengan prinsip-prinsip korporasi yang sehat; 5) *Fairness*, perusahaan harus fokus pada kepentingan pemegang saham serta pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

Kinerja Keuangan Perusahaan

Dilihat dari segi definisi ataupun pengukuran, kinerja perusahaan publik adalah

konsep yang cukup sulit (Ghosh, 2013). Penilaian kinerja keuangan melalui dimensi pengukuran tunggal belum bisa menyajikan pemahaman yang lengkap. Pengukuran kinerja keuangan harus bisa menyinergikan di antara berbagai macam dimensi pengukuran. Analisis rasio keuangan adalah alat perbandingan satu hal dengan yang lainnya untuk memperlihatkan hubungan laporan neraca serta laba rugi. Wang & Campbell (2010) memperlihatkan sejumlah motivasi untuk pengujian data berbentuk rasio, yaitu sebagai: 1) proses pengendalian beda alat ukur antar perusahaan dalam rentang waktu tertentu; 2) membentuk data yang baik dalam terpenuhinya asumsi yang berdasar alat analisis statistik; 3) pengujian teori ketika rasio merupakan *variable of interest*; 4) pemanfaatan sifat benturan empiris yang bisa dilihat antar rasio keuangan serta pengukuran *variables of interest*.

Ekonomi Makro dan Kinerja Perusahaan

Satu diantara faktor yang bisa memberi pengaruh pada operasional perusahaan adalah indikator ekonomi makro. Kemampuan investor untuk memprediksi serta memahami keadaan ekonomi makro pada masa depan dapat bermanfaat untuk membuat keputusan

investasi secara menguntungkan (Veronica & Anantadjaya, 2014). Kurs rupiah, inflasi, dan fluktuasi tingkat bunga merupakan indikator ekonomi yang sering dihubungkan dengan pasar modal.

Tandelilin (2010) mengemukakan bahwa hubungan antara tingkat bunga, kinerja keuangan, dan harga saham perusahaan merupakan hubungan yang negatif. Tingginya tingkat bunga dapat memengaruhi nilai masa kini dari aliran kas perusahaan, dengan demikian kesempatan untuk investasi menjadi tidak lagi menarik. Selain itu, tingginya tingkat bunga dapat pula menaikkan tanggungan perusahaan pada biaya modal sehingga memungkinkan *return* yang diinginkan investor akan meningkat.

Variabel makro lainnya yaitu inflasi. Tingginya inflasi merupakan *warning* akibat keadaan ekonomi yang *overheated*, yaitu keadaan ketika kapasitas penawaran suatu produk sudah tidak lagi sanggup memenuhi permintaan dan akhirnya harga produk akan naik (Triuspitorini & Setiawan, 2020).

Nilai tukar mata uang yaitu satu dari banyak variabel makro ekonomi yang dapat memengaruhi kinerja keuangan dan naik turunnya harga saham perusahaan. *Cash flow* perusahaan domestik serta harga saham dapat meningkat bila ada permintaan pasar internasional yang cukup elastis. Sedangkan sebaliknya, kinerja perusahaan dan harga saham perusahaan dapat menurun bila perusahaan membeli produk dalam negeri namun mempunyai utang dalam bentuk dollar. Sehingga dalam perekonomian yang terdampak inflasi, nilai tukar dapat meningkatkan harga saham yang tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Indikator Ekonomi Makro dan Kinerja Perusahaan.

Beragam hasil penelitian sebelumnya telah dikemukakan banyak peneliti mengenai pengaruh variabel makro ekonomi yaitu tingkat bunga bank central, inflasi, dan kurs terhadap kinerja keuangan perusahaan. Seperti Alomari & Azzam (2017) yang mengutarakan hasil penelitian pada industri asuransi di Yordania bahwa inflasi tidak

memiliki pengaruh terhadap profitabilitas. Pada kasus bank umum syariah di Indonesia tahun 2011-2015, ditemukan bahwa inflasi serta kurs tidak memiliki pengaruh pada *return on aset* (Welta & Lemiyana, 2017). Pada kasus sektor pertanian, manufaktur, dan jasa di Pakistan, Chaudhry dkk. (2013) menemukan hubungan antara inflasi dan kinerja keuangan yang negatif. Loto (2012) yang melakukan studi pada perusahaan manufaktur di Nigeria menemukan bukti bahwa inflasi serta suku bunga bank tidak memengaruhi kinerja. Sedangkan Bans-Akutey dkk. (2016) membuktikan pada perusahaan manufaktur di Ghana bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja.

Ilegbinosa dkk. (2012) mempelajari pengaruh indikator ekonomi makro perusahaan eksportir non-migas di Nigeria terhadap kinerja. Mereka menemukan bahwa kinerja perusahaan dipengaruhi oleh tingkat bunga dengan negatif. Pada perusahaan sektor perbankan pada LQ-45 di Bursa Efek Indonesia, ditemukan pengaruh yang negatif antara inflasi dan kurs terhadap profitabilitas (Dwijyanthy & Naomi, 2009). Mereka juga menemukan bukti bahwa *BI rate* tidak memiliki hubungan terhadap profitabilitas (Dwijyanthy & Naomi, 2009). Sementara Hidayati (2014) membuktikan bahwa kurs, inflasi dan *BI rate* berdampak pada profitabilitas Bank Syariah Indonesia dan Sahara (2013) menemukan pengaruh yang positif antara inflasi dan *return on investment*, sedangkan *BI rate* memiliki pengaruh yang negatif. Pada kasus industri textile di Pakistan, Zulfiqar & Din (2015) menemukan bukti bahwa inflasi serta tingkat bunga berpengaruh positif terhadap *return on investment*. Berdasarkan kajian terhadap hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan:

H1a : Kurs berpengaruh positif terhadap *return on investment*.

H1b : *BI rate* berpengaruh negatif terhadap *return on investment*.

H1c : Inflasi berpengaruh negatif terhadap *return on investment*.

Total Asset Turn Over, Leverage, dan Kinerja Perusahaan.

Sebagian besar hasil penelitian mengenai pengaruh *total asset turn over* terhadap kinerja perusahaan menemukan pengaruh yang positif, seperti Budiyo (2017) yang meneliti pada perusahaan yang tercatat di Kompas 100 di Indonesia. Demikian juga Pongrangga dkk. (2015) yang menemukan pengaruh positif *total asset turn over* terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on equity* pada perusahaan sub sektor property dan real estate di BEI.

Sedangkan hasil temuan mengenai pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan banyak dilaporkan bersifat negatif. Hubungan antara *leverage* dan kinerja perusahaan yang negatif merupakan penerapan *pecking order theory* dalam penentuan komposisi struktur modal perusahaan (Güner, 2016). Sejumlah penelitian terdahulu menemukan pengaruh negatif antara *leverage* dan profitabilitas, seperti di antaranya: Matias & Serrasqueiro (2017) di UKM Portugal; Thippayana (2014) di Thailand; dan Handoo & Sharma (2014) di India. Berdasarkan kajian terhadap hasil penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H1d : *Total asset turn over* berpengaruh positif terhadap *return on investment*.

H1e : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *return on investment*.

Board Size, Institutional Ownership, Total Asset Turn Over

Menurut Kasmir, (2018), *total asset turnover* merupakan rasio pengukuran untuk perputaran total aktiva perusahaan serta jumlah penjualan yang dihasilkan dari setiap rupiah aktiva. Dengan demikian, semakin *total asset turnover* tinggi maka efisien penggunaan total aktiva dalam menghasilkan penjualan pun semakin tinggi pula (Brigham & Houston, 2011). Rasio ini mencerminkan tingkat produktivitas aset yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan. *Total asset turn over* memiliki pengaruh yang

positif pada kinerja perusahaan (Pongrangga dkk., 2015).

Agency theory menuturkan bahwa *board size* serta *institutional ownership* merupakan bagian dari struktur *corporate governance* yang penting. *Corporate governance* merupakan sekumpulan mekanisme perusahaan yang memengaruhi keputusan manajer saat pemisahan kepemilikan modal dan pengendalian (Larcker dkk., 2007). Menurut Brealey dkk. (2019) pada pelaksanaannya, *corporate governance* memberi jaminan serta kepastian dana investor di perusahaan dipergunakan sebagaimana mestinya. Dengan demikian, berdasarkan kajian hasil penelitian sebelumnya maupun teori, dapat disajikan hipotesis:

H2a : *Board size* berpengaruh positif terhadap *total asset turn over*.

H2b : *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *total asset turn over*.

BI Rate, Leverage, dan Total Asset Turn Over

Tripuspitorini & Setiawan (2020) menjelaskan bahwa suku bunga merupakan acuan dalam kehidupan ekonomi suatu negara yang dan berakibat terhadap berbagai sendi seperti pergerakan *currency*, investasi, perputaran arus keuangan perbankan, dan inflasi. Naiknya suku bunga acuan oleh bank sentral selanjutnya dapat direspon pelaku pasar juga investor untuk meningkatkan produksi serta menanamkan investasinya (Tripuspitorini & Setiawan, 2020). Sehingga, naiknya suku bunga dapat berakibat pada bertambahnya jumlah tenaga kerja serta produksi. Pada industri textile di Pakistan, Zulfiqar & Din (2015) menemukan bukti bahwa inflasi serta tingkat suku bunga berpengaruh positif pada *return on investment*.

Total assets turn over menjelaskan tingkat produktivitas aktiva yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Pongrangga dkk. (2015) dan Budiyo (2017) menemukan bukti bahwa *total asset turn over* memiliki pengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan. Tripuspitorini & Setiawan (2020) menuturkan bahwa naiknya

suku bunga dapat berakibat pada meningkatnya kebutuhan tenaga kerja serta produksi. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dibuat analogi bahwanainya BI Rate bisa membuat *total assets turn over* meningkat dan pada gilirannya akan menaikkan profitabilitas perusahaan. Telah ditemukan hasil bahwa *long term debt to total asset ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan di Vietnam (Le & Phan, 2017) serta di Malaysia (Salim & Yadav, 2012). Berdasar pemaparan di atas, maka hipotesis yang dapat diajukan:

H2c : BI Rate berpengaruh positif terhadap *total asset turn over*.

H2d : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *total asset turn over*.

Kurs Nilai Uang dan Leverage

Kurs nilai uang merupakan perbandingan di antara harga mata uang satu negara dengan harga mata uang pada negara lainnya serta dapat menjadi alat ukur kondisi makroekonomi pada negara tersebut (Triuspitorini & Setiawan, 2020). Pada kasus kondisi perekonomian Indonesia, bila kurs Rupiah melemah terhadap Dollar AS akan berakibat pada sektor riil yang berhubungan dengan SDM akan bergejolak; semunya neraca perdagangan; sektor yang menggunakan bahan baku impor akan semakin mahal; serta dampak negatif lainnya (Hardono, 2015). Sehingga naiknya mata uang asing terhadap mata uang lokal dapat berdampak buruk pada perusahaan lokal yang berutang luar negeri pada mata uang asing karena *debt ratio* meningkat. Dengan demikian beban tanggungan perusahaan dalam pembayaran utang akan semakin tinggi. Berdasar pemaparan di atas maka dapat disajikan hipotesis sebagai berikut:

H3a : Kurs berpengaruh positif terhadap *Leverage*.

Board Size, Institutional Ownership, dan Leverage

Studi yang meneliti *board size* serta *institutional ownership* terhadap *leverage* telah banyak menemukan laporan yang beragam. Hussainey & Aljifri (2012)

menemukan pengaruh yang negatif antara *institutional ownership* dan *debt to equity rasio* di Uni Emirat Arab. Sementara Detthamrong dkk. (2017) menemukan bahwa *board size* serta *institutional ownership* tidak memiliki pengaruh pada *leverage* di Pasar Modal Thailand. Penelitian Laksana (2016) pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh positif pada *debt to asset ratio* dan Bodaghi & Ahmadpour (2010) menemukan pengaruh yang positif antara *board size* pada *leverage*.

Perusahaan yang memiliki *board size* besar cenderung mengambil kebijakan *debt ratio* yang tinggi dalam peningkatan nilai perusahaan, terlebih bila adanya pemantauan yang lebih ketat pada pihak berwenang (Wen dkk., 2002; Al-Najjar & Hussainey, 2011). Al-Najjar & Hussainey (2011) menambahkan bahwa besarnya *board size* memungkinkan meningkatnya biaya agensi karena adanya kesulitan dalam mencapai keputusan atau konsensus sehingga memengaruhi kualitas tata kelola perusahaan. Dengan demikian, penerbitan utang cenderung berguna untuk mekanisme *corporate governance* perusahaan dalam meminimalisir konflik kepentingan diantara *agent* serta *principle* melalui pengurangan biaya agensi dari *free cash flows* yang ada bagi manajer (Kochhar, 1996; Jensen, 1986).

Institutional ownership bisa mengurangi *agency cost* melalui pemantauan kinerja perusahaan serta memaksa manajer berkeputusan atas kepentingan pemegang saham (Jensen, 1986). *Institutional ownership* mendapat informasi yang baik dibanding investor individual (Lev, 1988). Hal ini karena adanya akses yang lebih mudah ke berbagai sumber informasi oleh investor institusional. Demsetz & Villalonga (2001) dan Shleifer & Vishny (1986) berpendapat bahwa *institutional ownership* menjalankan hak suara mereka untuk secara sistematis memantau kinerja tim manajemen secara efektif. Kalyanaraman (2009) berpendapat bahwa pemantauan ketat investor institusi dapat memaksa manajer untuk mengambil keputusan demi kepentingan *investors*.

Akibatnya, manajer dapat dicegah untuk menggunakan tingkat utang yang rendah guna melindungi risiko pekerjaan mereka. Crutchley dkk. (1999) membuktikan bahwa antara *institutional ownership* dan *debt ratio* berhubungan positif. Berdasarkan kajian teori serta hasil studi terdahulu, hipotesis yang diajukan adalah:

H3b : *Board size* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

H3c : *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2003 sampai dengan tahun 2014. Namun, untuk data kinerja perusahaan kami mengumpulkannya sampai dengan tahun 2015. Anggota sampel ditentukan melalui *purposive sampling*. Sedangkan kriteria yang ditentukan adalah bahwa selain perusahaan tersebut telah melakukan merger dan akuisisi pada tahun 2003-2014, juga memiliki data dan informasi yang berkenaan dengan pengukuran seluruh nilai variabel yang dianalisis.

Teknik Analisis Data

Kinerja perusahaan setelah melakukan merger dan akuisisi tahun ke 1 (satu) sampai tahun ke 12 (dua belas), ditentukan dengan

mehitung nilai rata-rata *Return On Investment* (ROI) setiap tahunnya. Langkah berikutnya adalah menentukan nilai rerata kinerja perusahaan (ROI) untuk 2 (dua) tahun sebelum melakukan merger dan akuisisi. Kedua capaian nilai ROI tersebut dituangkan dalam sebuah grafik yang membentuk Pola ROI sebelum dan setelah perusahaan melakukan merger serta akuisisi. Selanjutnya, untuk menganalisis faktor determinan kinerja perusahaan sesudah merger serta akuisisi, kemudian dibangun suatu model persamaan simultan. Model simultan merupakan model yang dibentuk berdasar lebih dari satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen (Ferdinand, 2011). Metode analisis data yaitu dengan *path analysis* dan dibantu *software Amos 23*.

Jenis dan Pengukuran Variabel

Analisis faktor determinan kinerja perusahaan sesudah merger serta akuisisi, dilakukan dengan menempatkan *Return On Investment* (ROI) sebagai variabel dependennya. Sedangkan, sebagai variabel independen yaitu: Inflasi (INFL); Tingkat Bunga Bank Indonesia atau *BI Rate* (BRTE); Nilai tukar Rupiah terhadap USD (KURS); *Board Size* (BSZE); *Institutional Ownership* (INWN); *Total Asset Turn Over* (TATO); dan *Leverage* (LEV). Selanjutnya, cara mengukur untuk semua nilai variabel yang dianalisis dikemukakan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2. Indikator dan Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran	Referensi
INFL	Interaksi atau koefisien regresi antara harga pasar saham perusahaan dan tingkat inflasi.	(Alomari & Azzam, 2017; Camara, t.t.; Chaudhry dkk., 2013; Ilegbinosa dkk., 2012; Mokhova & Zinecker, 2014)
BRTE	Interaksi antara harga pasar saham perusahaan dan tingkat bunga Bank Indonesia.	
KURS	Interaksi antara harga pasar saham perusahaan dan nilai tukar Rupiah terhadap USD.	
BSZE	Jumlah anggota Dewan Komisaris yang dimiliki perusahaan.	(Detthamrong dkk., 2017; Kieschnick & Moussawi, 2018)
INWN	Besarnya persentase saham yang dimiliki perusahaan (institusi) lain.	(Kieschnick & Moussawi, 2018; Zabri dkk., 2016)
TATO	Nilai penjualan bersih dibagi rata-rata nilai asset yang dimiliki perusahaan.	(Budiyono, 2017; Pongrangga dkk., 2015)

Variabel	Pengukuran	Referensi
LEV	Total debt dibagi total asset perusahaan.	(Güner, 2016; Le & Phan, 2017; Salim & Yadav, 2012)
ROI	Earning after tax dibagi total asset perusahaan.	(Dwijayanthi & Naomi, 2009; Güner, 2016; Sahara, 2013)

Sumber: Berbagai hasil penelitian sebelumnya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Jumlah perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di BEI mulai tahun 2003 hingga 2014 adalah 67 perusahaan. Jumlah data yang berhasil dikumpulkan selama periode itu adalah sebanyak 396 observasi berdasarkan data yang dikumpulkan secara bertahap selama 12 tahun setelah perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Selanjutnya, untuk mendapatkan normalitas data secara *multivariate*, maka sebanyak 169 data observasi dieliminasi. Dengan demikian, jumlah data yang dianalisis untuk penelitian ini adalah 227 observasi.

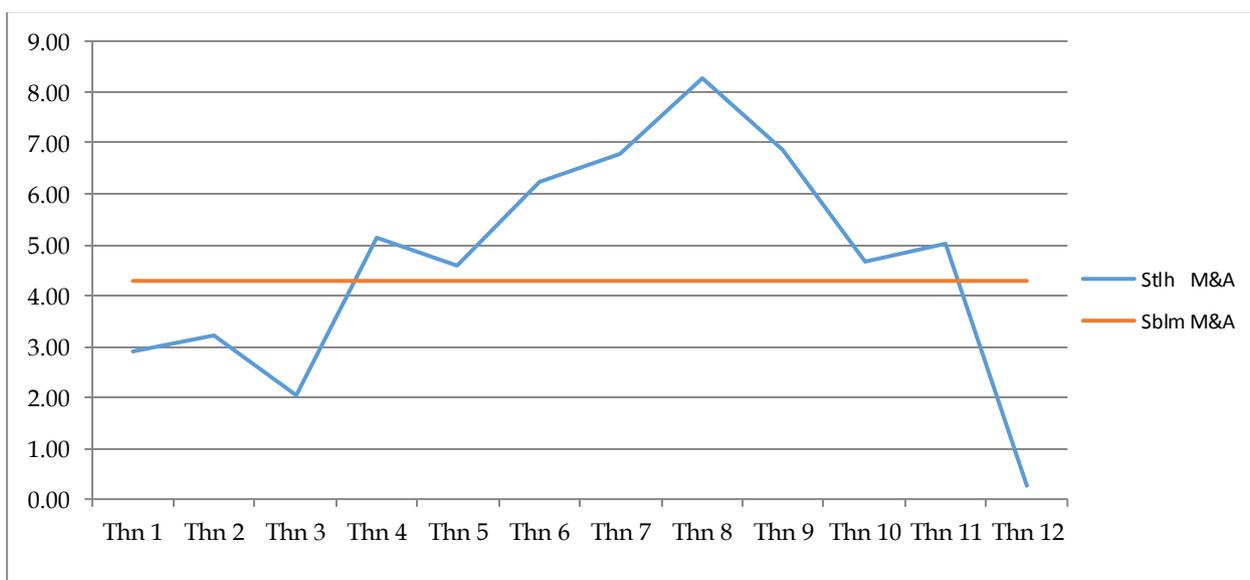
Pola Kinerja Perusahaan

Hasil perhitungan terhadap rerata kinerja perusahaan atau ROI pada saat sebelum serta setelah merger dan akuisisi disajikan pada Tabel 3. Pola kinerja perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi ditunjukkan pada Gambar 1. Pola kinerja perusahaan sesudah merger serta akuisisi yaitu nilai rata-rata ROI sepanjang 12 tahun, yang membentuk garis lengkung. Pola kinerja perusahaan sebelum merger dan akuisisi adalah nilai rerata ROI selama 2 tahun sebelum merger serta akuisisi yang membentuk garis lurus atau mendatar.

Tabel 3. Rata-Rata ROI Sesudah dan Sebelum Merger dan Akuisisi

Rata-rata ROI 2 (dua) tahun sebelum merger dan akuisisi												
4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29
Rata-rata ROI tahun ke 1 Sampai tahun ke 12 setelah merger dan akuisisi												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2,91	3,20	2,03	5,12	4,60	6,24	6,78	8,27	6,84	4,68	5,02	0,26	

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (ICMD) yang diolah.



Gambar 1. Pola Kinerja Perusahaan (ROI) Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi

Sumber: Data yang diolah

Determinan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan hasil *path analysis* terbukti bahwa pengembangan model penelitian dinyatakan layak bahkan sangat layak dalam pengujian seluruh hipotesis yang

diajukan. Kelayakan model tersebut diperlihatkan melalui nilai normalitas secara *multivariate* sebesar 2,394 dan dipenuhinya seluruh syarat *goodness of fit*, seperti ditunjukkan pada Tabel 4 berikut.

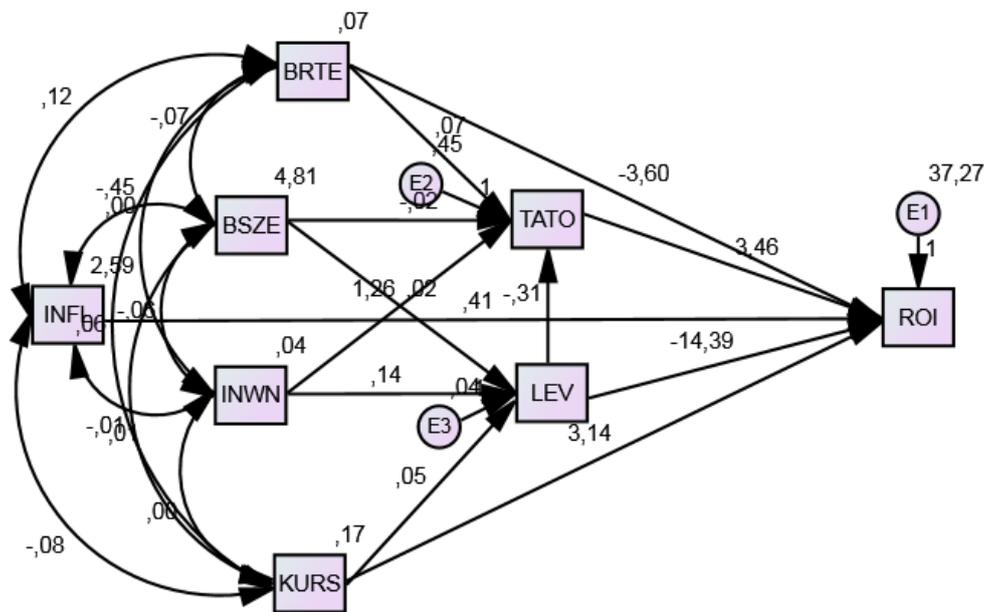
Table 4. Ringkasan Hasil Uji Goodness of Fit

Goodness of Fit Index	Cut off Value	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan Lebihkecil	11,380	Nilai χ^2 pada α 0,05 dan df 6 = 12,592. Sangat fit.
Probability	$\geq 0,05$	0,077	Sangat fit
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,897	Sangat fit
RMSEA	$\leq 0,08$	0,063	Sangat fit
GFI	$\geq 0,90$	0,988	Sangat fit
AGFI	$\geq 0,90$	0,927	Sangat fit
TLI	$\geq 0,95$	0,902	Cukup fit
CFI	$\geq 0,95$	0,979	Sangat fit
NFI	$\geq 0,90$	0,960	Sangat fit

Sumber: Output *software* Amos pada model fit

Selanjutnya, pada gambar 2 di bawah ini merupakan hasil pengolahan data menggunakan *path analysis* yang diproses

dengan *software* Amos versi 23 pada model penelitian yang kembangkan.



Gambar 2. Hasil Path Analysis untuk Model Penelitian

Sumber: Diagram hasil analisis *software* AMOS

Untuk interpretasi model penelitian yang dihasilkan pada gambar 2 maka pada tabel 5 disajikan hasil analisis jalur

(*regression weights*), yaitu untuk menjelaskan arah pengaruh; besar koefisien; signifikansi

pengaruh antara variabel; dan hasil pengujian hipotesis.

Tabel 5. Hasil Path Analysis (Regression Weights)

Variabel Independen	Variabel Dependen	Estimasi	C.R.	P	Keterangan	Hasil Test Hipotesis
KURS	ROI	3,139	2,464	0,014	Signifikan	H _{1a} Diterima
BRTE	ROI	-3,596	-1,770	0,077	Tdk Signifikan	H _{1b} Ditolak
INFL	ROI	,410	1,456	0,145	Tdk Signifikan	H _{1c} Ditolak
TATO	ROI	3,463	6,145	0,001	Signifikan	H _{1d} Diterima
LEV	ROI	-14,388	-7,310	0,001	Signifikan	H _{1e} Diterima
BSZE	TATO	-,015	-,737	0,461	Tdk Signifikan	H _{2a} Ditolak
INWN	TATO	1,255	5,842	0,001	Signifikan	H _{2a} Diterima
BRTE	TATO	,074	,439	0,661	Tdk Signifikan	H _{2c} Ditolak
LEV	TATO	-,308	-1,406	0,160	Tdk Signifikan	H _{2d} Ditolak
KURS	LEV	,049	1,497	0,134	Tdk Signifikan	H _{3a} Ditolak
BSZE	LEV	,016	2,610	0,009	Signifikan	H _{3b} Diterima
INWN	LEV	,135	2,103	0,035	Signifikan	H _{3c} Diterima

Sumber: *Regression weights output software Amos versi 23*

Berdasarkan pada Tabel 5, selanjutnya disusun tiga persamaan struktural berikut:

$$ROI = 3, KURS - 3,596BRTE + 0,4010INFL + 3,463TATO - 14,388LEV + \varepsilon_1 \dots \dots \dots 1)$$

$p \quad (0,014) \quad (0,077) \quad (0,145) \quad (0,000) \quad (0,000)$

$$TATO = -0,015BSZE + 1,255INWN + 0,074BRTE - 0,308LEV + \varepsilon_2 \dots \dots \dots 2)$$

$p \quad (0,461) \quad (0,000) \quad (0,661) \quad (0,160)$

$$LEV = 0,049KURS + 0,016BSZE + 0,135INWN + \varepsilon_3 \dots \dots \dots 3)$$

$p \quad (0,134) \quad (0,009) \quad (0,035)$

Pembahasan

Berdasarkan Gambar 3, diketahui bahwa kinerja perusahaan (ROI) sesudah merger serta akuisisi pada tahun pertama hingga dengan tahun ketiga berada di bawah ROI sebelum merger dan akuisisi. Memasuki tahun keempat ROI sesudah merger serta akuisisi meningkat secara signifikan, dan mencapai puncaknya pada pertengahan tahun kedelapan. Pada tahun kesembilan ROI sesudah merger serta akuisisi terjadi penurunan walaupun masih di atas rerata ROI sebelumnya. Pada pertengahan tahun kesebelas terjadi perpotongan antara garis ROI sesudah merger dan akuisisi dengan garis ROI sebelum perusahaan melakukan merger serta akuisisi, dimana setelah pertengahan tahun kesebelas tersebut garis ROI setelah

merger serta dan akuisisi mengalami penurunan yang tajam.

Di awal menjalankan merger dan akuisisi sampai akhir tahun ketiga, perusahaan banyak mengalami penurunan kinerjanya dibandingkan dengan sebelumnya. Kondisi ini, disebabkan beberapa hal, seperti belum selesainya adaptasi atas bedanya budaya antar organisasi yang merger serta akuisisi; masih lemahnya komunikasi dan belum disepakati atau dipahami tujuan merger dan akuisisi; belum mampu melakukan manajemen perubahan; dan masih bersaing atau bertentangan dalam gaya dan ego antara kelompok manajemen, sehingga dimungkinkan terjadi mundurnya para karyawan andalan.

Memasuki tahun keempat perusahaan-perusahaan yang menjalankan merger dan akuisisi tersebut mulai menunjukkan kenaikan kinerjanya secara signifikan. Hal ini memperlihatkan perusahaan-perusahaan tersebut sudah melewati masa-masa transisi dan mulai mencapai sinergis dalam menjalankan merger dan akuisisi. Perusahaan memiliki *life cycle* (siklus hidup) seperti dijelaskan Aharony dkk. (2003) bahwa ada 4 tahapan daur hidup perusahaan, yaitu *start-up*; *growth*; *maturity*; *decline*. Mengacu pada penje-lasan *firm life cycle theory*, dapat dikatakan bahwa pada awal sampai akhir tahun ketiga setelah Merger dan Akuisisi perusahaan memasuki tahap *start-up*; mulai tahun keempat sampai pertengahan tahun ketujuh perusahaan memasuki tahap *growth*; mulai pertengahan tahun ketujuh sampai akhir tahun ke sepuluh perusahaan memasuki tahap *maturity*; dan mulai tahun ke sebelas perusahaan telah memasuki *stagedecline*.

Analisis Determinan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis terhadap kinerja perusahaan sesudah merger serta akuisisi yang diproksi *Return on Investment* (ROI), secara positif dan signifikan dipengaruhi tingkat produktivitas yang diproksi variabel *Total Asset Turn Over* (TATO). Temuan menunjukkan perusahaan yang melakukan merger serta akuisisi hendaknya mempertahankan dan bahkan meningkatkan tingkat produktivitas asetnya. Oleh karena itu, hal-hal yang menjadi hambatan dalam upaya meningkatkan produktivitas, terutama pada awal merger dan akuisisi dijalankan, dapat segera dihilangkan. Selain dipengaruhi oleh TATO, capaian ROI juga dipengaruhi secara positif juga signifikan dengan menguatnya US Dollar terhadap Rupiah (KURS). Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang merger serta akuisisi di BEI diantara tahun 2003 hingga 2014 didominasi oleh perusahaan eksportir yang diuntungkan ketika terjadi kenaikan pada nilai tukar Rupiah melemah terhadap US Dollar (KURS).

Nilai variabel ROI dari perusahaan yang melakukan merger serta akuisisi, dengan

signifikan menurun ketika tingkat bunga Bank Indonesia (BRTE) mengalami kenaikan. Teori ekonomi makro menjelaskan bahwa kenaikan suku bunga akan memicu kenaikan tingkat inflasi, yang kemudian akan ada peningkatan biaya operasional perusahaan. Meskipun, penelitian ini tidak dapat membuktikan inflasi berpengaruh terhadap ROI dari perusahaan yang melakukan merger serta akuisisi. Hasil analisis membuktikan antara ROI dan *Leverage* (LEV) terjadi hubungan negatif dan signifikan dengan nilai koefisien yang besar (-14,388). Interpretasi terhadap temuan ini adalah bahwa perusahaan menahan sebagian atau seluruh laba bersihnya untuk mendanai ekspansi, sehingga proporsi utang menurun. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Vo and Ellis (2017); dan Yildirim dkk. (2018) Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan menerapkan *pecking-order theory* dalam menetapkan kebijakan struktur modalnya.

Hasil analisis data menyatakan variabel *institutional ownership* memiliki pengaruh positif serta signifikan pada *Total Asset Turn Over*. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Pirzada dkk. (2015) dan Lin & Fu (2017) dengan kesimpulan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif serta signifikan pada kinerja perusahaan. Namun, penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa *board size* dan *leverage* berpengaruh secara signifikan pada produktivitas perusahaan melalui pengukuran variabel TATO. Penelitian ini juga tidak dapat membuktikan bahwa indikator makroekonomi yang diproksi variabel *BI Rate* (BRTE) berpengaruh signifikan terhadap *Total Asset Turn Over* (TATO).

Hasil analisis memperlihatkan perusahaan dengan ukuran dewan komisaris (BSZE) dan kepemilikan institusional (INWN) yang lebih besar, memiliki presentase utang lebih tinggi dalam struktur modal perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penjelasan Al-Najjar & Hussainey (2011); Wen dkk. (2002); dan Mai & Setiawan (2020), yaitu bahwa utang merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance* yang dapat mengendalikan *agency problem* yang

ditunjukkan dengan perilaku oportunistik manajerial. Hal ini dikarenakan dengan utang manajer dituntut untuk membayar bunga secara periodik dan mengembalikan pokok pinjamannya. Akibatnya manajer akan melakukan investasi hanya pada proyek dengan pemberian *return* lebih tinggi daripada tingkat bunga utang yang membebaninya. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa indikator makro ekonomi yang diproksi Kurs memiliki pengaruh signifikan pada *leverage*.

SIMPULAN

Kinerja perusahaan (ROI) sesudah merger serta akuisisi tahun pertama sampai ketiga berada di bawah ROI sebelum merger dan akuisisi. Memasuki tahun keempat ROI setelah merger serta akuisisi meningkat dan sampai tertinggi di pertengahan tahun kedelapan. Tahun kesembilan ROI sesudah merger dan akuisisi menurun walaupun masih tinggi daripada rerata ROI sebelum merger serta akuisisi. Pada pertengahan tahun kesebelas terjadi perpotongan antara garis ROI setelah merger serta akuisisi dan garis ROI sebelum merger serta akuisisi, dimana sesudah pertengahan tahun kesebelas tersebut garis ROI sesudah merger serta akuisisi menurun dengan tajam.

Kinerja (ROI) yang dicapai perusahaan setelah melakukan merger dan akuisisi meningkat secara signifikan sejalan dengan kenaikan TATO dan KURS. Selanjutnya, ROI setelah merger dan akuisisi menurun ketika terjadi kenaikan tingkat bunga Bank Indonesia. TATO merupakan variabel yang dapat mendorong peningkatan ROI, dan capaian ROI secara positif dipengaruhi INWN. Perusahaan dengan ROI yang lebih tinggi secara signifikan mengurangi proporsi utang dalam struktur modalnya. Terakhir, struktur modal (LEV) akan meningkat secara signifikan ketika perusahaan memiliki BSZE dan INWN yang lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

Abdulazeez, D. A., Suleiman, O., & Yahaya, A. (2016). Impact of merger and acquisitions on the financial

performance of deposit money banks in Nigeria. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 6(4), 1–5.

Aharony, J., Falk, F., & Yehuda, N. (2003). Corporate Life Cycle and the Relative Value—Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information. *Working Paper, Henry Crown Institute of Business Research in Israel at Tel Aviv University*.

Akinbuli, S. F., & Kelilume, I. (2013). *The Effects of Mergers and Acquisition on Corporate Growth and Profitability: Evidence from Nigeria* (SSRN Scholarly Paper ID 2147879). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2147879>

Al-Hroot, Y. A. K. (2016). The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector. *International Journal of Management & Business Studies*, 6(1), 9–13.

Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329–338.

Alomari, M. W., & Azzam, I. A. (2017). Effect of the micro and macro factors on the performance of the listed Jordanian insurance companies. *International Journal of Business and Social Science*, 8(2), 66–73.

Bans-Akutey, M., Yaw Deh, I., & Mohammed, F. (2016, November 18). *What is the effect of Inflation on Manufacturing Sector Productivity in Ghana?* [MPRA Paper]. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/75145/>

Beena, P. L. (2000). An analysis of mergers in the private corporate sector in India. *Working Paper No. 301*. <http://www.cds.edu/wp-content/uploads/2012/10/wp301.pdf>

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.
- Boboye, A. L., & Grace, O. O. (2016). The effect of merger and acquisition on the performance of banks in Nigeria. *Journal of Economics and International Business Management*, 4(1), 22–29.
- Bodaghi, A., & Ahmadpour, A. (2010). *The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies*. 89–96.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of corporate finance* (13 ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar manajemen keuangan (Essentials of financial management)* (11 (Alih Bahasa: Ali Akbar Yulianto)). Salemba Empat.
- Budiyono. (2017). Effect of profit margin, turn over total assets, price earnings ratio and capital structure to profitability (return on equity) on companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2013-2015. *International Journal of Scientific Research And Education*, 5(4), 6339–6345.
- Camara, O. (t.t.). Capital structure adjustment speed and macroeconomic conditions: US MNCs and DCs. *International Research Journal of Finance and Economics*, 84(1), 106–120.
- Chaudhry, I. S., Ayyoub, M., & Imran, F. (2013). Does inflation matter for sectoral growth in Pakistan? An Empirical Analysis. *Pakistan Economic and Social Review*, 51(1), 71–92. JSTOR.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera Jr., J. S., & Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177–197.
- Dash, A. P. (2010). *Mergers and acquisitions*. I K International Publishing House.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233.
- Desai, J., & Joshi, N. A. (2015). A study on mergers & acquisitions in oil & gas sector in India and their impact on the operating performance and shareholders' wealth. *Journal of Business Management and Economics*, 3(12), 1–10.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(C), 689–709.
- Dwijayanthy, F., & Naomi, P. (2009). Analisis pengaruh inflasi, BI rate, dan nilai tukar mata uang terhadap profitabilitas bank periode 2003-2007. *Karisma*, 3(2), 87–98.
- Ferdinand, A. (2011). *Metode penelitian manajemen pedoman penelitian untuk penulisan skripsi, tesis, dan disertasi ilmu manajemen* (3 ed.). Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Ghatak, A. (2012). Effect of mergers and acquisitions on the profitability of India's pharmaceutical industry. *Research Journal of Social Science and Management*, 2(6), 131–138.
- Ghosh, P. (2013). Testing of Altman's Z - Score model, a case study of Dunlop India Ltd. *Paripex-Indian Journal Of Research*, 3(4), 219–220.
- Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84–89.
- Haat, M. H. C., Rahman, R. A., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744–778.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170–182.

- Hardono, S. (2015). Analisis dampak melemahnya Rupiah terhadap Dollar AS. Search Results Web results Direktorat Keuangan TNI Angkatan Darat. <http://ditkuad.mil.id/4b583376-b2767-b923c3e1da60d10de59.php>
- Hidayati, A. N. (2014). Pengaruh inflasi, BI rate, dan kurs terhadap profitabilitas bank syariah di Indonesia. *An-Nisbah: Jurnal Ekonomi Syariah*, 1(1), 72–97.
- Huh, K.-S. (2015). The performances of acquired firms in the steel industry: Do financial institutions cause bubbles? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 58, 143–153.
- Hussainey, K., & Aljifri, K. (2012). Corporate governance mechanisms and capital structure in UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145–160.
- Ilegbinosa, A. I., Uzomba, P., & Somiari, R. (2012). The impact of macroeconomic variables on non-oil exports performance in Nigeria, 1986-2010. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3(5).
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. JSTOR.
- Kalyanaraman, L. (2009). *Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Indian Firms* (SSRN Scholarly Paper ID 1344113). Social Science Research Network.
- Kasmir. (2018). *Analisis laporan keuangan*. RajaGrafindo Persada.
- Kayani, A. J., Javed, B., Majeed, A., & Shaukat, A. (2013). Impact of merger and acquisition on operating performance and shareholder wealth in Pakistan banking sector. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 5(6), 385–391.
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614.
- Kochhar, R. (1996). Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713–728. JSTOR.
- Kumar, S., & Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*, 46(10), 1531–1543.
- Kumara, M., & Satyanarayana. (2013). Comparative study of pre and post corporate integration through mergers and acquisition. *International Journal of Business and Management Invention*, 2(3), 31–38.
- Laksana, I. F. (2016). Pengaruh kepemilikan saham, kebijakan dividen, tangibility, size, dan profitabilitas terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(4), 1–18.
- Larcker, D.F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726.
- Leepsa, N. M., & Mishra, C. S. (2012). Post merger financial performance: A study with reference to select manufacturing companies in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 83, 6–17.
- Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *The Accounting Review*, 63, 1–21.
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China—ScienceDirect. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57.
- Loto, M. A. (2012). Global economic downturn and the manufacturing sector performance in the Nigerian economy (a quarterly empirical analysis). *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 3(1), 38–45.

- Mai, M. U., & Setiawan, S. (2020). Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan dan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 159–170.
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19–33.
- Moeller, S., & Brady, C. (2007). *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield* | Wiley. John Wiley & Sons.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 530–540. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
- Novaliza, P., & Djajanti, A. (2013). Analisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia (periode 2004—2011). *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, 1(1), 1–16.
- Pettit, B. S., & Ferris, K. R. (2013). *Valuation for mergers and acquisitions* (2 ed.). FT Press.
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. B., & Wickramasinghe, D. (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 170–176. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.025>
- Pongrangga, R. A., Dzulkriom, Moch., & Saifi, M. (2015). Pengaruh current ratio, total asset turn over dan debt to equity ratio terhadap return on equity (pada perusahaan sub sektor property dan real estate yang terdaftar di BEI periode 2011-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 25(2), 1–8.
- Rashid, A., & Naeem, N. (2017). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 10–24.
- Sahara, A. Y. (2013). Analisis pengaruh inflasi, suku bunga BI, dan produk domestik bruto terhadap return on asset (ROA) bank syariah di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 149–157.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.
- Sari, D. P. (2016). *Tren Merger & Akuisisi Diramal Meningkatkan—Koran.bisnis.com*. Bisnis Indonesia. <https://koran.bisnis.com/read/20161216/439/612494/>
- Sethy, T. K. (2017). Impact of merger on financial performance of banks: A case study of state bank group. *International Journal of Technical Research & Science*, 2(6), 338–394.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488.
- Spoornima, S., & Subhashini, S. (2013). Impact of mergers and acquisitions across industries in India. *International Journal of Management Research and Development*, 3(2), 113–125.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Kanisius.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, 1074–1077. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.07.558>
- Triatmodjo, Y. (2015). *Hadapi MEA, akuisisi di ASEAN semarak*. Kontan. <https://internasional.kontan.co.id/news/hadapi-mea-akuisisi-di-asean-semarak>
- Tripuspitorini, F. A., & Setiawan, S. (2020). Pengaruh faktor makroekonomi terhadap pertumbuhan dana pihak ketiga pada bank umum syariah di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 121–132.

- Vanitha, S., & Selvam, M. (2011). Financial performance of Indian manufacturing companies during pre and post merger. *Journal of Financial Markets Research*, 2, 66–92.
- Veronica, M. S., & Anantadjaya, S. P. D. (2014). Bankruptcy prediction model: An industrial study in Indonesian publicly-listed firms during 1999-2010. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 3(1), 13–41.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94
- Wang, Y., & Campbell, M. (2010). Financial ratios and the prediction of bankruptcy: The Ohlson Model applied to Chinese publicly traded companies. *The Journal of Organizational Leadership and Business*, 4(2), 1–15.
- Welta, F., & Lemiyana. (2017). Pengaruh CAR, inflasi, nilai tukar terhadap profitabilitas pada bank umum syariah. *I-Finance*, 1(1), 85–100.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75–83.
- Yaacob, M. H., & Alias, N. (2016). Corporate governance and merger performance: Learning from the Australian experience. *Geografia: Malaysian Journal of Society and Space*, 12(2), 95–105.
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198–219
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287–296.
- Zulfiqar, Z., & Din, N. U. (2015). Inflation, Interest rate and firms' performance: The evidences from textile industry of Pakistan. *International Journal of Arts and Commerce*, 4(2), 111–115.