

DAMPAK PELAKSANAAN MERGER DAN AKUISISI (M&A) TERHADAP TINGKAT EFISIENSI DAN KINERJA PASAR PERUSAHAAN: STUDI KASUS PADA PERBANKAN DI INDONESIA

Ali Riza Fahlevi

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Telkom University
alirizafahlevi@telkomuniversity.ac.id

Abstract

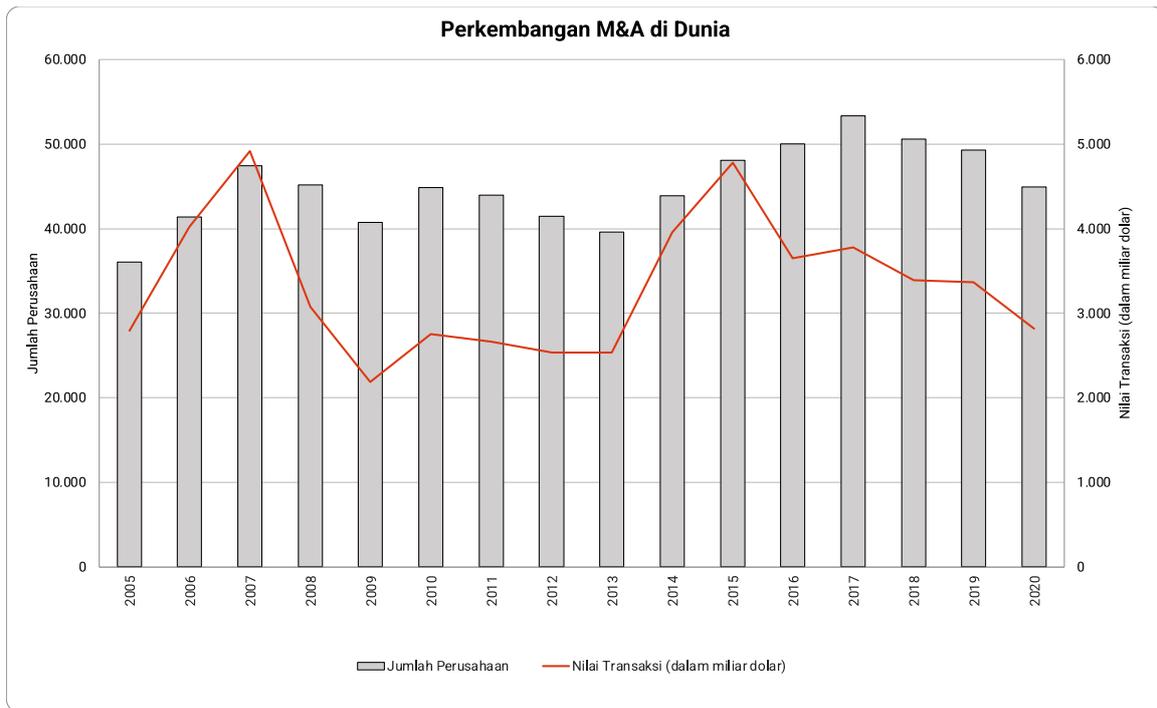
This research aims to examine the effects of M&A on the efficiency and market performance of publicly listed banks in Indonesia from 2007 to 2018. Using a paired t-test, The level of banking efficiency as measured by Return on Assets, Return on Equity, and Cost Efficiency Ratio was found to have significantly increased (differenced) over the three years before and after the M&A. In addition, when analyzing the impact of M&A on a company's market performance, the level of long-term investment returns attained by investors, as measured by the Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR), is smaller than its counterpart. This study broadens the discussion on how M&A affect company performance after they are executed.

Keywords: M&A, bank, Indonesia, performance, BHAR

LATAR BELAKANG

Perkembangan bisnis yang terjadi saat ini, serta didorong perkembangan teknologi secara masif menjadikan seluruh elemen dalam dunia bisnis berubah, termasuk strategi yang dapat digunakan oleh perusahaan dalam mendorong tingkat penjualan atau meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan strategi bisnis yang handal yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan dilaksanakannya M&A, maka perusahaan akan memiliki peluang tinggi untuk dapat meningkatkan *value* perusahaan secara cepat dan efektif. Hal tersebut dikarenakan hanya dengan dilakukannya M&A, perusahaan dapat menyerap (*absorb*) sumber daya, budaya, hingga teknologi dan sistem perusahaan target. Selain itu, keterlibatan perusahaan dalam pelaksanaan M&A juga dapat menjadikan perusahaan mampu untuk menguasai lini pasar dan strategi bisnis perusahaan target secara singkat.

Kepopuleran M&A sebagai *powerful strategy* juga diungkap oleh *Institute of Mergers and Acquisitions and Alliances (IMMA)* dalam laporannya pada tahun 2022. Tercatat lebih dari 44.000 perusahaan di seluruh dunia terlibat dalam aktivitas M&A, dengan nilai transaksi mencapai US\$ 2,8 Triliun. Angka tersebut meningkat signifikan bila dibandingkan pada tahun 2009, atau tepat satu tahun pasca terjadinya krisis ekonomi global yang menghantam hampir seluruh negara yang ada di dunia, khususnya negara-negara di kawasan Asia, dengan 40.710 perusahaan di seluruh dunia terlibat dalam aktivitas M&A. Tentunya, kepopuleran M&A diyakini akan terus meningkat, seiring dengan tinggi dan ketatnya persaingan bisnis yang ada.



Gambar 1

Perkembangan M&A di Dunia

Sumber: *Institute of Mergers and Acquisitions and Alliances* (2022)

Sayangnya, fenomena meningkatnya transaksi M&A tidak serta merta diikuti dengan keberhasilan perusahaan dalam melaksanakan M&A itu sendiri. Zaks (2016) dan Colombo *et al.* (2014) dalam penelitiannya menyatakan bahwa setidaknya 60% perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A gagal mendapatkan performa positif pasca pelaksanaan M&A. Fenomena tingginya kegagalan perusahaan dalam pelaksanaan M&A itu dibenarkan oleh Coccoresse *et al.* (2020), yang dalam penelitiannya menemukan bahwa lebih dari 50% perusahaan meraup kinerja negatif pasca pelaksanaan M&A.

Terkait hal tersebut, telah banyak penelitian yang mencoba menggali bagaimana sebenarnya konsekuensi yang ditimbulkan atas pelaksanaan M&A terhadap kinerja perusahaan di beberapa negara belahan dunia, seperti di Eropa (Campa *et al.*, 2006; Frey *et al.*, 2011; Moschieri *et al.*, 2014), Asia (Goddard *et al.*, 2012; Ibrahim *et al.*, 2018; Jongwanich *et al.*, 2013a, 2013b; Rani *et al.*, 2020), atau di beberapa negara seperti di Malaysia (Aik *et al.*, 2015; Amin *et al.*, 2022), Indonesia (Sinkovics. *et al.*, 2015), Singapura (Pangarkar. *et al.*, 2004), Thailand (Soongswang, 2009), India (Gubbi *et al.*, 2010), China (Boateng *et al.*, 2008; Jin *et al.*, 2015; Zhou *et al.*, 2015), dan Amerika Serikat (Alexandridis. *et al.*, 2010; Billett *et al.*, 2016; Cummins *et al.*, 2008; Dunn *et al.*, 2015; Kim., 2018; Mahdiyeh *et al.*, 2018; Mulherin *et al.*, 2000).

Beberapa peneliti juga telah mencoba menggali beberapa faktor yang berpengaruh dalam membentuk kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan pasca M&A dilakukan, seperti masalah keagenan (*agency problem*) yang terjadi (Boateng *et al.*, 2017; Maas *et al.*, 2019), peluang pertumbuhan atau *growth opportunities* (Paustian-Underdahl *et al.*, 2017; Zanskas, 2017), valuasi atas M&A (Rabier, 2018; Shleifer *et al.*, 2003), pajak (Blouin *et al.*, 2021; Col *et al.*, 2019; Pazarskis *et al.*, 2017), kondisi atau karakteristik suatu negara (Rossi *et al.*, 2004), metode pembiayaan yang digunakan (Gorbenko *et al.*, 2018; Ladkani *et al.*, 2018), dan kompetisi yang terjadi (Gorbenko & Malenko, 2018).

Tetapi dari banyaknya hasil penelitian sulit untuk menyimpulkan bagaimana sebenarnya konsekuensi yang ditimbulkan atas M&A yang dilakukan, khususnya terkait bagaimana dampak pelaksanaan M&A terhadap perusahaan-perusahaan yang berada di kawasan Asia. Hal ini dikarenakan setiap negara memiliki sistem hukum (*legal system*) dan struktur kepemilikan perusahaan (*ownership structures*) yang berbeda. Misalnya, dalam dunia bisnis perbedaan sistem hukum yang diadopsi oleh suatu negara kerap dikaitkan dengan adanya aturan yang lebih baik dalam melindungi para pemegang saham. La Porta *et al.* (1997) berpendapat bahwa negara yang menganut *common law* memiliki aturan atas perlindungan hak pemegang saham yang lebih baik dibandingkan dengan negara yang mengadopsi *civil law*.

Selanjutnya, terkait struktur kepemilikan, diketahui bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi (*concentrated ownership*) menjadi karakteristik perusahaan-perusahaan yang ada di Asia, khususnya di Asia Tenggara, dan hal ini diikuti dengan tingginya kendali keluarga dan pemerintah atas mayoritas perusahaan di kawasan tersebut (La Porta *et al.*, 1997). Dalam konteks pelaksanaan M&A, struktur kepemilikan pada dasarnya memiliki peranan penting dalam proses M&A. Perbedaan struktur kepemilikan perusahaan dalam konteks *corporate governance* itu sendiri memiliki peran dalam mengurangi terjadinya masalah keagenan dan memiliki peran vital dalam meningkatkan *value* perusahaan pasca M&A (Weiwei *et al.*, 2019).

Penelitian ini mencoba untuk mengisi kekosongan gap dengan mengungkap bagaimana fenomena pelaksanaan M&A yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan di Indonesia. Sependek yang peneliti ketahui, penelitian ini menjadi penelitian pertama yang secara komprehensif mencoba mengungkap dampak pelaksanaan M&A terhadap tingkat efisiensi dan kinerja pasar perbankan secara jangka panjang. Dengan melakukan studi kasus atas perbankan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A di Indonesia selama kurun waktu tahun 2007 hingga 2018, penelitian ini menemukan adanya dampak signifikan pelaksanaan M&A terhadap tingkat efisiensi yang didapat perusahaan dalam jangka panjang. Meskipun demikian, keterlibatan perusahaan (perbankan) dalam pelaksanaan M&A

tidak terbukti memberikan keuntungan atas investasi jangka panjang yang lebih baik atau tinggi yang akan diterima oleh investor dibandingkan dengan perbankan yang tidak terlibat dalam pelaksanaan M&A.

Ada beberapa poin yang menjadi kontribusi dari adanya penelitian ini. Pertama, perusahaan-perusahaan yang berada di kawasan Amerika dan Eropa, didukung dengan kualitas sumber daya yang dimiliki, tingginya kualitas penerapan *corporate governance* di dalam perusahaan dan juga cenderung “sempurnanya” regulasi yang dimiliki menjadikannya lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang ada di Asia. Hal tersebut juga menjadi salah satu faktor utama tingginya perusahaan-perusahaan di negara tersebut untuk menggunakan M&A sebagai salah satu strategi dalam mendongkrak kinerja perusahaan. Akibatnya, banyak penelitian dalam konteks M&A hanya menyorot perusahaan-perusahaan yang ada di negara maju yang berada di kawasan benua Amerika dan Eropa (Andriosopoulos *et al.*, 2015; Carnes *et al.*, 2019; Dargenidou *et al.*, 2016; Harris *et al.*, 2018; Phan, 2014), serta mengabaikan bagaimana fenomena M&A yang terjadi di negara berkembang (Lebedev *et al.*, 2015), khususnya di Indonesia, yang terbilang sebagai salah satu negara yang aktif terlibat dalam pelaksanaan M&A di kawasan Asia Tenggara (Rahim *et al.*, 2016).

Kedua, hasil penelitian yang cenderung inkonklusif dalam melihat dampak pelaksanaan M&A terhadap kinerja perusahaan diakibatkan cenderung terkonsentrasinya penelitian yang seakan berfokus terhadap fenomena pelaksanaan M&A tanpa melibatkan perusahaan yang bergerak dalam industri keuangan atau perbankan sebagai sampel penelitian (Ang *et al.*, 2019; Cui *et al.*, 2020; de Bodt *et al.*, 2018; Tampakoudis *et al.*, 2020). Sehingga penelitian ini akan memperkaya bukti empiris atas dampak pelaksanaan M&A terhadap perusahaan, khususnya yang melibatkan perbankan.

LITERATUR TEORI

Merger dan Akuisisi (M&A)

Merger dan Akuisisi (M&A) merupakan strategi bisnis yang dilakukan oleh perusahaan dengan melakukan pembelian atas kepemilikan saham perusahaan target (*target firm*) dengan nilai atas proporsi pembelian saham tertentu. Dalam hal ini, pembelian saham atau kepemilikan perusahaan pada aktivitas merger biasanya dilakukan dengan porsi pembelian saham minimal 51% (di atas 50% kepemilikan saham) atas perusahaan target. Merger kerap juga diartikan sebagai bentuk penggabungan usaha antara dua perusahaan menjadi satu entitas (perusahaan) yang lebih besar. Meskipun dalam pelaksanaannya melibatkan dua perusahaan, namun setelah

pelaksanaan keputusan merger, perusahaan yang menjadi target atas pelaksanaan merger akan melebur dalam satu kesatuan penuh perusahaan pembeli (*bidding firm*).

Dalam pelaksanaan merger, perusahaan yang dianggap sebagai perusahaan besar, dalam hal ini ditandai dengan “berlimpahnya” sumber daya modal hingga teknologi yang dimiliki oleh perusahaan, kerap bertindak sebagai *buyer* (pembeli), sedangkan perusahaan yang relatif lebih kecil, akan bertindak sebagai *passive party* atau perusahaan target atau *seller*. Selanjutnya, akuisisi sendiri merupakan salah satu bentuk strategi yang dilakukan oleh perusahaan dengan melakukan pembelian saham atas perusahaan target. Dalam pelaksanaan akuisisi, pembelian saham (kepemilikan) perusahaan target dilakukan dalam porsi yang terbilang tidak cukup signifikan (di bawah 50% kepemilikan saham perusahaan target). Hal tersebut menjadikan pelaksanaan di antara merger dan akuisisi cukup berbeda. Dengan pelaksanaan merger akan menyisakan satu perusahaan yang masih tetap berdiri dan menjalankan kegiatan bisnisnya, sedangkan dalam pelaksanaan akuisisi, masing-masing perusahaan yang terlibat akan tetap menjalankan kegiatan operasionalnya, tanpa adanya kendali penuh dari pihak *buyer*.

Contoh pelaksanaan merger yang terjadi di Indonesia adalah merger antara XL dan Axis di tahun 2014. Kedua perusahaan tersebut bergerak dalam bidang usaha yang sama (komunikasi). Terjadinya merger di antara kedua perusahaan tersebut menjadikan Axis melebur menjadi satu badan usaha di dalam tubuh XL, hingga pada akhirnya menyisakan satu perusahaan yang masih tetap berdiri hingga saat ini, yaitu XL Axiata. Sedangkan salah satu contoh pelaksanaan akuisisi yang terjadi di Indonesia adalah akuisisi yang dilakukan oleh PT ABM Investama Tbk melalui anak perusahaannya PT Radhika Jananta Raya terhadap PT Golden Energy Mines Tbk dengan nilai transaksi tidak kurang dari Rp 6,3 triliun.

M&A dan Kinerja Perusahaan

Fenomena tingginya kegagalan perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan Merger dan Akuisisi (M&A) dalam menggapai kinerja positif pasca pelaksanaan M&A telah menjadi *hot topic* dalam bidang akuntansi dan keuangan selama lebih dari 30 tahun terakhir. Beberapa peneliti telah mencoba mengungkap beragam faktor yang memiliki andil dalam mempengaruhi keberhasilan ataupun kegagalan perusahaan atas M&A yang dilakukan, seperti *cultural distance* (Boateng *et al.*, 2019; Lim *et al.*, 2016; Popli *et al.*, 2016), metode pembiayaan (de Bodt *et al.*, 2018; Faccio *et al.*, 2005; Klitzka *et al.*, 2021; Linn *et al.*, 2001; Teti *et al.*, 2020), adanya hubris yang dimiliki oleh CEO ataupun manajer (Li *et al.*, 2010), pengalaman dalam pelaksanaan M&A (Al Rahahleh *et al.*, 2012; Cuypers *et al.*, 2017; Reynolds *et al.*, 2016), “kegagalan” dalam perencanaan M&A (McDonald *et al.*, 2005; Schraeder *et al.*, 2003) dan

perbedaan gaya manajemen (*management style*) antara perusahaan pembeli (*bidding firms*) dan perusahaan target (*target firms*) (Al Rahahleh & Wei, 2012; Zhang *et al.*, 2015). Meskipun demikian, tidak ada satu pun *single faktor* yang dianggap krusial dalam membentuk keberhasilan ataupun juga kegagalan perusahaan dalam pelaksanaan M&A.

Akibatnya, dampak atas pelaksanaan M&A juga ditemukan beragam (*mixed*). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Linn and Switzer (2001), Nicholson *et al.* (2013), dan Rahman *et al.* (2004), mereka menemukan bahwa M&A cenderung akan memberikan dampak positif bagi perusahaan, yang mana hal ini ditandai dengan terjadinya peningkatan kinerja perusahaan pasca pelaksanaan M&A. Sebaliknya, Anderson *et al.* (2003), Cronqvist *et al.* (2003), Aybar *et al.* (2009), dan Bertrand *et al.* (2008), dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa perusahaan akan mengalami penurunan kinerja pasca terlibat dalam pelaksanaan. Selain itu, tidak adanya dampak atau pengaruh M&A terhadap kinerja perusahaan juga ditemukan oleh Dutta *et al.* (2009), Papadakis *et al.* (2010), dan Al-Hroot (2016).

Lebih spesifik, dalam penelitian yang dilakukan oleh Isa *et al.* (2011), mereka menyatakan bahwa kentalnya kepemilikan keluarga pada perusahaan-perusahaan di Malaysia, menjadikan *cash* sebagai metode pembiayaan yang paling diminati oleh perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A di negara tersebut pada tahun 2000 hingga 2005. Menariknya, penggunaan *cash* sebagai metode pembiayaan tersebut menjadikan keputusan M&A yang dilakukan oleh perusahaan direspons positif oleh pasar, dan pada akhirnya akan meningkatkan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) perusahaan. Hasil penelitian tersebut mendukung hasil penelitian sebelumnya yang ditemukan oleh Rahman and Limmack (2004), yang mana, dengan penelitian dengan menggunakan periode observasi selama 5 tahun, dimulai dari tahun 1988 hingga 2002, mereka menemukan bahwa M&A yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Malaysia, berhasil membawa perusahaan membukukan kinerja positif.

Sebaliknya, hasil yang kontradiktif ditemukan oleh Aik *et al.* (2015). Dalam penelitian yang dilakukan mereka menemukan bahwa M&A tidak memberikan dampak baik positif maupun negatif kepada perusahaan. Selanjutnya, dalam penelitian yang lebih luas, dengan menggunakan sampel pada lebih dari 17 negara berkembang, termasuk di dalamnya Brazil, China, India dan Malaysia pada dengan periode observasi pada tahun 1985 hingga 2008, Al Rahahleh and Wei (2012) menemukan bahwa pengalaman perusahaan dalam melakukan keputusan M&A berbanding terbalik dengan kinerja perusahaan setelah M&A tersebut dilakukan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa semakin sering perusahaan terlibat dalam

pelaksanaan M&A, maka akan menurunkan kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan kinerja yang positif pasca M&A.

Rao-Nicholson *et al.* (2016), dengan menggunakan sampel atas enam negara di Asia Tenggara, seperti Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Vietnam, dan juga Filipina, dengan periode observasi dimulai dari tahun 2001 hingga 2012, mereka menemukan bahwa sebagian besar perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A mendapatkan dampak buruk atas M&A yang dilakukan. Sebaliknya, dalam penelitian yang dilakukan oleh Rani *et al.* (2020), dengan menggunakan sampel atas perusahaan-perusahaan yang berada di kawasan Asia Tenggara, menemukan bahwa pelaksanaan M&A yang dilakukan oleh perusahaan berdampak positif atas kinerja jangka panjang yang dihasilkan. Dalam penelitian tersebut juga disampaikan bahwa kinerja pasca M&A akan meningkat seiring dengan baiknya sistem tata kelola perusahaan yang dijalankan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari *SDC Platinum*. Sampel yang digunakan berjumlah 9 transaksi M&A yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan di Indonesia dari tahun 2007 hingga 2018. Selain itu, informasi akuntansi, keuangan, dan harga saham perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini didapatkan dari *Thomson Reuters Data Stream*, laporan keuangan dan laporan tahunan. Penelitian ini hanya berfokus terhadap kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan publik yang berperan sebagai *bidder* atau *buyer*. Hal tersebut mengingat sulitnya bagi peneliti untuk mendapatkan akses atas informasi akuntansi dan keuangan perusahaan-perusahaan privat yang terlibat dalam pelaksanaan M&A.

Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini secara khusus mengungkap dampak pelaksanaan M&A terhadap “motor penggerak” perbankan, yaitu tingkat efisiensi. Tingkat efisiensi perbankan dalam penelitian ini terdiri dari kinerja dan efisiensi biaya. Kinerja itu sendiri mengacu terhadap adalah *Return on Asset (RoA)* dan *Return on Equity (RoE)*. Sedangkan dalam mengukur efisiensi biaya, penelitian ini menggunakan *Cost Efficiency Ratio (CER)* yang dihitung dari *non-operating expense* dibagi dengan total aset perusahaan.

Karena penelitian berfokus terhadap dampak pelaksanaan M&A terhadap kinerja jangka panjang perusahaan, maka penelitian ini akan mengungkap apakah adanya perbedaan tingkat efisiensi yang dicapai perusahaan sebelum dan sesudah pelaksanaan M&A. Sejalan dengan Rhoades (1998) dan Al-Sharkas (2020), *time frame* yang digunakan dalam penelitian

ini adalah tiga tahun sebelum ($t-3, t-2, t-1$) dan tiga tahun sesudah ($t+3, t+2, t+1$) pelaksanaan M&A. Tingkat efisiensi pada tahun pelaksanaan M&A (t) tidak dilibatkan dalam analisis pada penelitian ini, hal tersebut dikarenakan adanya biaya (*cost*) yang dikeluarkan oleh perusahaan pada saat pelaksanaan M&A (t_0) yang akan berpengaruh terhadap besarnya profit yang akan diterima oleh perusahaan.

Penelitian ini menggunakan *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR) yang dikembangkan oleh Barber *et al.* (1997) sebagai ukuran kinerja jangka panjang pasca pelaksanaan M&A pasca pelaksanaan M&A. Dibandingkan dengan *Cumulative Abnormal Return* (CAR), penggunaan BHAR sebagai ukuran dari kinerja jangka panjang perusahaan atas M&A yang dilakukan menjadi lebih tepat, karena penggunaan BHAR akan meminimalisir bias yang terjadi dalam penghitungannya (Barber & Lyon, 1997; Lyon *et al.*, 1999), terlebih penggunaan CAR hanya berfokus terhadap reaksi pasar (investor) secara jangka pendek sebelum dan sesudah adanya pengumuman perusahaan atas keterlibatannya dalam pelaksanaan M&A.

Langkah pertama dalam kalkulasi atas BHAR yang dihasilkan oleh perusahaan dengan menghitung *return* perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A, lalu menyandingkannya dengan *benchmark* yang telah ditetapkan. Mengikuti Dutta and Jog (2009), maka *benchmark* yang digunakan dalam penghitungan BHAR adalah perusahaan yang tidak melakukan keputusan M&A selama tiga tahun, serta memiliki tingkat aset ataupun *Return on Equity* (*RoE*) yang relatif mendekati dengan tingkat aset ataupun *RoE* yang dimiliki oleh perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A. Selanjutnya, melengkapi analisis yang dilakukan, penelitian ini menggunakan indeks pasar, atau dalam hal ini Indeks Harga Saham gabungan (IHSG) sebagai alternatif *benchmark* dalam menghitung BHAR.

Kalkulasi BHAR itu sendiri tersaji dalam persamaan 1.

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{benchmark,t}) \dots \text{(Persamaan 1)}$$

Keterangan:

BHAR = *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR)

$R_{i,t}$ = *return* perusahaan i pada tahun t

$R_{benchmark,t}$ = *return* perusahaan / pasar yang menjadi *benchmark* pada tahun t

HASIL DAN ANALISIS

Tabel 1 merupakan statistik deskriptif atas rasio keuangan sembilan perbankan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Dalam informasi yang tersaji dalam tabel 1 diketahui bahwa adanya peningkatan rata-rata total aset (total ekuitas) perbankan yang mencapai lebih

dari Rp.255 triliun (Rp.30 triliun) pasca pelaksanaan M&A. Hal ini dapat secara sederhana dipahami bahwa adanya keberhasilan perusahaan dalam menyerap sumber daya perusahaan target dengan sempurna, khususnya atas aset dan juga modal yang dimiliki oleh perusahaan target.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Rasio Keuangan Sebelum dan Sesudah M&A

	Sebelum M&A			Sesudah M&A		
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std.Dev.
Total aset (dalam triliun Rupiah)	133,292	91,371	98,864	255,149	181,63	187.935
Total ekuitas (dalam triliun Rupiah)	12,286	10,833	9,172	30,734	25,709	23,362
Total kewajiban / total Aset	0,894	0,905	0,046	0,885	0,079	0,079
Total tabungan (simpanan nasabah) / total Aset	0,577	0,768	0,326	0,502	0,604	0,309

Tabel 2 memberikan informasi atas statistik deskriptif perubahan rasio keuangan masing-masing perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A, yang terdiri dari Bank A, B, C, D, E, F, G, H, dan I. Dalam informasi yang tersaji dalam tabel 2 juga diketahui bahwa *range* nilai transaksi atas pelaksanaan M&A yang melibatkan perbankan di Indonesia berkisar di antara 11 juta dolar hingga lebih dari 600 juta dolar. Nilai transaksi atas M&A yang terbilang cukup fantastis melibatkan Bank I yang terjadi di tahun 2018, dengan nilai transaksi yang mencapai 624 juta dolar.

Menariknya, besarnya nilai transaksi atas M&A seakan tidak sejalan dengan keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan efisiensi pasca M&A. Sebagai contoh, dalam M&A yang terjadi di tahun 2007, dengan melibatkan Bank A sebagai *bidder*, M&A yang dilakukan menjadikan adanya penurunan ketiga indikator tingkat efisiensi perusahaan (RoA, RoE, dan CER). Hal yang sama juga terjadi pada pelaksanaan M&A yang melibatkan Bank H, pada tahun 2013 dengan nilai transaksi yang mencapai 216 juta dolar. Satu-satunya perusahaan yang berhasil memanfaatkan M&A sebagai upaya meningkatkan efisiensi perusahaan adalah Bank F, dengan nilai transaksi atas M&A yang mencapai 37 juta dolar, dan terjadi pada tahun 2010.

Tabel 2

Statistik Deskriptif Perubahan Rasio Keuangan Spesifik Terhadap Sampel Penelitian

Nama Perusahaan	Tanggal Pelaksanaan	Nilai Transaksi (juta US\$)	Perubahan RoA	Perubahan RoE	Perubahan CER
A	27 Desember 2007	611	-	-	-
B	4 Januari 2008	11	+	-	-
C	30 Juni 2008	32	+	+	-
D	12 Februari 2009	150	+	-	-
E	3 Februari 2010	15	+	-	+
F	19 Februari 2010	37	+	+	+
G	5 Desember 2011	22,07	+	+	-
H	25 Juni 2013	206	-	-	-
I	29 Januari 2018	624	-	-	+

Selanjutnya, dalam mengungkap adanya perbedaan tingkat efisiensi yang dihasilkan perusahaan pasca pelaksanaan M&A, penelitian ini melakukan pengujian *paired t-test* dengan menyandingkan rata-rata tingkat efisiensi selama tiga tahun sebelum dan sesudah pelaksanaan M&A. Dalam informasi yang tersaji dalam tabel 2 terlihat bahwa adanya peningkatan RoA yang dihasilkan oleh perusahaan pasca pelaksanaan M&A sebesar 1,31% serta signifikan pada tingkat signifikansi 1% ($p=0,078$). Dalam tabel yang sama juga didapatkan adanya peningkatan RoE perusahaan sebesar 12,96% ($p=0,098$). Hal ini mengindikasikan adanya keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan peran M&A dalam menyerap sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan target, dalam hal ini aset serta menarik investor (modal) yang sebelumnya dimiliki oleh perusahaan target dalam memaksimalkan *value* perusahaan.

Tabel 3

Tingkat efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah M&A

M&A	<i>t</i> -statistic
RoA (laba bersih/total aset)	
Sebelum (<i>pre</i>)-M&A	2,71%
Sesudah (<i>post</i>)-M&A	4,02%
Δ RoA	1,31% (1,832)*
RoE (laba bersih/total ekuitas)	
Sebelum (<i>pre</i>)-M&A	33,14%

Sesudah (<i>post</i>)-M&A	46,10%	
Δ RoE	12,96%	(1,714)*
CER (non-operating expense/total aset)		
Sebelum (<i>pre</i>)-M&A	3,83%	
Sesudah (<i>post</i>)-M&A	3,52%	
Δ CER	(0,51%)	(-0,781)

catatan: * signifikan pada level 10%. Δ merupakan perubahan tingkat efisiensi perusahaan yang diukur dengan RoA, RoE, dan CER sebelum (t_{-3} , t_{-2} , t_{-1}) dan sesudah (t_{+3} , t_{+2} , t_{+1}) pelaksanaan M&A.

Dalam tabel yang sama juga didapatkan adanya penurunan CER pasca pelaksanaan M&A, yaitu sebesar 0,51 %. Hal ini dapat diartikan bahwa pelaksanaan M&A akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam melakukan sinergi bersama dengan perusahaan target guna mengurangi biaya operasional perusahaan. Hal ini dapat dilakukan perusahaan dengan melakukan sinergi atas sumber daya manusia ataupun teknologi di antara kedua target, mengingat sembilan perbankan yang menjadi sampel dalam penelitian ini terlibat dalam pelaksanaan horizontal M&A atau pelaksanaan M&A yang melibatkan dua perusahaan yang berada dalam bidang usaha atau industri yang sama.

Meskipun M&A terbilang sebagai bentuk strategi yang memiliki tingkat risiko kegagalan yang tinggi, namun baiknya proses perencanaan hingga integrasi pasca M&A menjadi faktor krusial dalam meningkatkan keberhasilan perusahaan atas M&A yang dilakukan. Lebih lanjut, penelitian ini tidak melakukan pengujian atas beragam faktor yang diduga dapat mempengaruhi keberhasilan ataupun kegagalan perusahaan atas M&A yang dilakukan, namun hasil penelitian ini memperkuat bukti empiris sebelumnya (Lewis *et al.*, 2019; Sujud *et al.*, 2018) atas keberhasilan perbankan dalam menggunakan strategi M&A guna meningkatkan *value* perusahaan.

Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Pilloff (1996), Berger (1998), dan Berger *et al.* (2000), yang mana dalam penelitian yang dilakukan pada konteks M&A yang melibatkan perbankan di Amerika Serikat, mereka menemukan bahwa keterlibatan perusahaan dalam pelaksanaan M&A, akan cenderung menurunkan tingkat efisiensi perbankan. Tingginya tingkat persaingan, hingga perbedaan sistem ataupun juga budaya perbankan yang ada di negara tersebut menjadi justifikasi dalam menjelaskan perbedaan hasil penelitian ini.

Selanjutnya, tabel 4 menunjukkan informasi atas kinerja pasar perusahaan secara jangka panjang pasca pelaksanaan M&A, yang diukur dengan menggunakan *Buy-and-Hold Abnormal Return* (BHAR) selama tiga tahun pasca M&A. Penelitian ini mendapatkan bahwa kinerja pasar perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A yang disandingkan dengan perusahaan perbankan lainnya yang tidak terlibat dalam M&A adalah sebesar 2,43%. Angka ini jauh lebih kecil dibandingkan BHAR yang dihasilkan oleh perbankan lainnya yang tidak terlibat dalam pelaksanaan M&A yaitu sebesar 46,26%.

Tabel 4
Kinerja Pasar Perusahaan

Panel	<i>Return</i>	<i>Benchmark</i>	<i>Excess return</i>	<i>t-statistic</i>
		<i>indeks returns</i>		
BHAR 3 tahun dengan <i>benchmark</i> Bank yang tidak terlibat dalam pelaksanaan M&A				
Bank	2,43%	46,26%	-43,83	(-1,56)
BHAR 3 tahun dengan <i>benchmark</i> Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)				
Bank	6,83%	47,07%	-40,24	(-2,57)

Hal yang relatif sama didapatkan dalam analisis yang dilakukan dalam mengungkap dampak pelaksanaan M&A terhadap kinerja pasar perusahaan secara jangka panjang dengan menggunakan indeks pasar sebagai *benchmark*. Dalam tabel 4, didapatkan bahwa BHAR yang dihasilkan oleh perusahaan sebesar 6,83%, atau lebih kecil sebesar 40,24% dibandingkan *benchmark return* atas indeks pasar sebesar 47,07%.

Meskipun pada akhirnya baik perusahaan dan juga investor mendapatkan manfaat atas M&A yang dilakukan, namun adanya tekanan yang diberikan investor kepada perusahaan atas M&A yang dilakukan kerap menjadikan turunnya kemampuan perusahaan dalam memberikan pelayanan kepada para nasabah, yang juga berimbas terhadap kemampuan perusahaan dalam menjalankan tugas dan fungsinya sebagai perbankan (Asher, 1994).

Selain itu, sulitnya proses integrasi yang terbangun di antara dua perusahaan menjadikan beberapa tingkat efisiensi yang diharapkan dapat tercapai melalui pelaksanaan M&A akan membutuhkan waktu yang relatif lama. Sebagai contoh, keuntungan efisiensi terkait diversifikasi risiko atau keuntungan dari “nama baik” akan cenderung lebih cepat untuk diperoleh perusahaan pasca M&A, sedangkan efisiensi yang berkaitan dengan aspek keuangan, seperti pengurangan biaya dan lain sebagainya, akan cenderung memerlukan waktu yang relatif lebih lama.

KESIMPULAN

Keperkasaan M&A sebagai bentuk strategi yang memungkinkan perusahaan yang terlibat di dalamnya untuk menyerap sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan target serta menguasai pangsa pasar dengan waktu yang relatif singkat, menjadikan keterlibatan perusahaan dalam bentuk strategi ini selama lebih dari tiga dekade terus mengalami peningkatan. Meskipun kepopuleran strategi ini diyakini akan terus meningkat seiring dengan semakin ketatnya tingkat persaingan bisnis, namun hal tersebut tidak sejalan dengan banyaknya cerita akan keberhasilan perusahaan dalam menggunakan strategi ini dalam mendongkrak kinerja perusahaan.

Penelitian ini mencoba untuk mengungkap dampak pelaksanaan M&A terhadap kinerja jangka panjang yang melibatkan perbankan di Indonesia. Dengan menggunakan pendekatan studi kasus atas sembilan perbankan selama kurun waktu tahun 2007 hingga 2018, penelitian ini menemukan bahwa terdapat perbedaan secara signifikan tingkat efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah pelaksanaan M&A.

Dalam pengujian lebih lanjut, dengan menggunakan *time frame* selama tiga tahun, penelitian ini menemukan bahwa investasi yang dilakukan oleh investor terhadap perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A melalui pembelian kepemilikan (saham) perusahaan, tidak menjadikan investor mendapatkan imbal hasil investasi yang lebih baik, dibandingkan imbal hasil yang didapatkan oleh investor apabila investasi dilakukan pada perusahaan yang tidak terlibat dalam pelaksanaan M&A.

Adanya penelitian ini diharapkan dapat memperkaya bukti empiris atas keterbatasan penelitian yang mengungkap fenomena pelaksanaan M&A yang terjadi di negara berkembang, khususnya di Indonesia. Selain itu, penggunaan sampel M&A yang melibatkan perbankan diharapkan memberikan perspektif berbeda dalam melihat dampak pelaksanaan M&A terhadap kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan. Mengingat, tingginya kegagalan perusahaan dalam pelaksanaan M&A melibatkan mayoritas perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam bidang non-keuangan (non-bank).

Rendahnya penggunaan sampel dalam penelitian ini menjadikan perlunya untuk pembaca lebih berhati-hati dalam menginterpretasikan hasil penelitian ini. Hal tersebut disebabkan peneliti memilih sembilan (9) perusahaan yang terlibat dalam pelaksanaan M&A berdasarkan besarnya nilai transaksi, serta meyakini bahwa besarnya nilai transaksi atas M&A menjadikan perusahaan akan lebih berhati-hati terhadap segala risiko dalam tahapan perencanaan hingga proses integrasi pasca M&A. Akibatnya, tidak mengherankan apabila

terdapat hasil penelitian yang menyajikan hasil yang bertolak belakang, terlebih ketika menggunakan sampel yang relatif besar, tanpa membatasi besarnya nilai transaksi M&A atau karakteristik perbankan.

Bagi pembuat kebijakan (*policy makers*), khususnya di Indonesia, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai rujukan dalam mendorong perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk terlibat dalam pelaksanaan M&A. Dalam artian, sudah saatnya regulator, atau dalam hal ini Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak lagi berperan sebagai wadah atau tempat “jual-beli” semata, melainkan perlu untuk mendorong perusahaan berani terlibat dalam pelaksanaan M&A. Meskipun pada akhirnya, melaksanakan atau tidak melaksanakan M&A, merupakan hak sepenuhnya yang dimiliki oleh perusahaan, namun perlu adanya dorongan dan pemahaman bahwa sejatinya dampak pelaksanaan M&A bukan hanya dirasakan oleh perusahaan-perusahaan yang terlibat semata, namun juga kepada perekonomian negara (Caiazza *et al.*, 2017).

Dalam banyak kasus, pelaksanaan M&A kerap disusupi dengan masalah keagenan yang terjadi di dalam internal perusahaan, yang pada akhirnya kerap memberikan dampak buruk bagi perusahaan dan investor. Dalam konteks pelaksanaan M&A yang melibatkan perbankan, Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) perlu ikut terlibat dalam memastikan M&A yang melibatkan perbankan merupakan bentuk strategi bisnis yang murni dilakukan karena kebutuhan bisnis, bukan karena adanya masalah keagenan atau *hubris* dari manajemen. Hal tersebut menjadi penting, karena masalah keagenan dalam konteks perbankan, akan memperlemah kemampuan perusahaan dalam menjalankan fungsi dan tanggung jawabnya sebagai penopang perekonomian negara.

REFERENSI

- Aik, N. C., Hassan, M. K., Hassan, T., & Mohamed, S. (2015). Productivity and Spillover effect of merger and acquisitions in Malaysia. *Management Research Review*.
- Al Rahahleh, N., & Wei, P. P. (2012). The performance of frequent acquirers: Evidence from emerging markets. *Global Finance Journal*, 23(1), 16-33.
- Al-Hroot, Y. (2016). The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector. *International Journal of Management & Business Studies*, 6(1), 2230-9519.
- Al-Sharkas, A. A. (2020). Long-run Performance Following US Bank Mergers & Acquisitions. *Banking and Finance Review*, 12(1), 31-60.

- Alexandridis., G., D., P., & N.G., T. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695. doi:doi:10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x
- Amin, S. N., Iddy, Z., & Yaacob, A. S. (2022). Tax Administrators' Perception of Corporate Merger and Acquisition Investment Decision in Malaysia. *American Journal of Industrial and Business Management*, 12(3), 420-427.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50, 547-561.
- Ang, J. S., Daher, M. M., & Ismail, A. K. (2019). How do firms value debt capacity? Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 98, 95-107.
- Asher, J. (1994). Can efficiency go too far? *American Bankers Association. ABA Banking Journal*, 86(9), 43.
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of international business studies*, 40(8), 1317-1338.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial Economics*, 43(3), 341-372.
- Berger, A. N. (1998). The efficiency effects of bank mergers and acquisition: A preliminary look at the 1990s data. In *Bank Mergers & Acquisitions* (pp. 79-111): Springer.
- Berger, A. N., DeYoung, R., Genay, H., & Udell, G. F. (2000). Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2000(1), 23-120.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., & Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of financial Economics*, 88(3), 466-498.
- Billett, M. T., & Yang, K. (2016). Bond tender offers in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 40, 128-141. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.013>
- Blouin, J. L., Fich, E. M., Rice, E. M., & Tran, A. L. (2021). Corporate tax cuts, merger activity, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), 101315.

- Boateng, A., Bi, X., & Brahma, S. (2017). The impact of firm ownership, board monitoring on operating performance of Chinese mergers and acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(4), 925-948.
- Boateng, A., Du, M., Bi, X., & Lodorfos, G. (2019). Cultural distance and value creation of cross-border M&A: The moderating role of acquirer characteristics. *International Review of Financial Analysis*, 63, 285-295.
- Boateng, A., Qian, W., & Tianle, Y. (2008). Cross-border M&As by Chinese firms: An analysis of strategic motives and performance. *Thunderbird International Business Review*, 50(4), 259-270.
- Caiazza, R., Shimizu, K., & Yoshikawa, T. (2017). Cross-border M&A: Challenges and opportunities in global business environment. *Thunderbird International Business Review*, 59(2), 147-151.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3367-3392.
- Carnes, R. R., Christensen, D. M., & Lamoreaux, P. T. (2019). Investor demand for internal control audits of large US companies: Evidence from a regulatory exemption for M&A transactions. *The Accounting Review*, 94(1), 71-99.
- Coccoresse, P., & Ferri, G. (2020). Are mergers among cooperative banks worth a dime? Evidence on efficiency effects of M&As in Italy. *Economic Modelling*, 84, 147-164.
- Col, B., & Sen, K. (2019). The role of corporate governance for acquisitions by the emerging market multinationals: Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 59, 239-254.
- Colombo, M. G., & Rabbiosi, L. (2014). Technological similarity, post-acquisition R&D reorganization, and innovation performance in horizontal acquisitions. *Research Policy*, 43(6), 1039-1054.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719.
- Cui, H., & Leung, S. C.-M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100185.
- Cummins, J. D., & Xie, X. (2008). Mergers and acquisitions in the US property-liability insurance industry: Productivity and efficiency effects. *Journal of Banking & Finance*, 32(1), 30-55. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.003>

- Cuyppers, I. R., Cuyppers, Y., & Martin, X. (2017). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic management journal*, 38(3), 609-625.
- Dargenidou, C., Gregory, A., & Hua, S. (2016). How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful? *Accounting and Business Research*, 46(5), 467-499.
- de Bodt, E., Cousin, J.-G., & Roll, R. (2018). Full-stock-payment marginalization in merger and acquisition transactions. *Management Science*, 64(2), 760-783.
- Dunn, J. K., Intintoli, V. J., & McNutt, J. J. (2015). An examination of non-government-assisted US commercial bank mergers during the financial crisis. *Journal of Economics and Business*, 77, 16-41. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.09.002>
- Dutta, S., & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33(8), 1400-1412. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.004>
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Frey, R., & Hussinger, K. (2011). European market integration through technology-driven M&As. *Applied Economics*, 43(17), 2143-2153.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438.
- Gorbenko, A. S., & Malenko, A. (2018). The timing and method of payment in mergers when acquirers are financially constrained. *The Review of Financial Studies*, 31(10), 3937-3978.
- Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R. (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397-418. Retrieved from <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.47>
- Harris, J., & O'Brien, W. (2018). US worldwide taxation and domestic mergers and acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 66(2-3), 419-438.
- Ibrahim, Y., & Raji, J. O. (2018). Cross-border merger and acquisition activities in Asia: the role of macroeconomic factors. *Studies in Economics and Finance*.

- Isa, M., & Lee, S.-P. (2011). Method of payment and target status: announcement returns to acquiring firms in the Malaysian market. *International Journal of Economics and Finance*, 3(3), 177-189.
- Jin, Z., Xia, B., Li, V., Li, H., & Skitmore, M. (2015). Measuring the effects of mergers and acquisitions on the economic performance of real estate developers. *International Journal of Strategic Property Management*, 19(4), 358-367.
- Jongwanich, J., Brooks, D. H., & Kohpaiboon, A. (2013a). Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia. *Asian Economic Journal*, 27(3), 265-284.
- Jongwanich, J., Brooks, D. H., & Kohpaiboon, A. (2013b). Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia. *Asian Economic Journal*, 27(3), 265-284.
- Kim., J. H. (2018). Asset specificity and firm value: Evidence from mergers. *Journal of Corporate Finance*, 48, 375-412. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.010>
- Klitzka, M., He, J., & Schiereck, D. (2021). The rationality of M&A targets in the choice of payment methods. *Review of Managerial Science*, 1-35.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Ladkani, R. M., & Banerjee, A. (2018). Emerging Market Bidder Returns and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(3), 386-411.
- Lebedev, S., Peng, M. W., Xie, E., & Stevens, C. E. (2015). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50(4), 651-662.
- Lewis, Y., & Bozos, K. (2019). Mitigating post-acquisition risk: The interplay of cross-border uncertainties. *Journal of World Business*, 54(5), 100996.
- Li, J., & Tang, Y. (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of management journal*, 53(1), 45-68.
- Lim, J., Makhija, A. K., & Shenkar, O. (2016). The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance*, 41, 542-571.
- Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, 25(6), 1113-1138.

- Lyon, J. D., Barber, B. M., & Tsai, C.-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *The Journal of Finance*, 54(1), 165-201. doi:<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00101>
- Maas, A., Heugens, P., & Reus, T. H. (2019). Viceroy or emperors? An institution-based perspective on merger and acquisition prevalence and shareholder value. *Journal of Management Studies*, 56(1), 234-269.
- Mahdiyeh, E., & Anindya, S. (2018). Market value, market share, and mergers: Evidence from a panel of U.S. firms. *Managerial and Decision Economics*, 39(4), 498-511. doi:doi:10.1002/mde.2924
- McDonald, J., Coulthard, M., & De Lange, P. (2005). Planning for a successful merger or acquisition: lessons from an Australian study. *Journal of Global Business and Technology*, 1(2), 1-11.
- Moschieri, C., & Campa, J. M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478-1485.
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139. doi:[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00010-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00010-9)
- Nicholson, R. R., & Salaber, J. (2013). The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*, 22(6), 963-980.
- Pangarkar., N., & Lie., J. R. (2004). The impact of market cycle on the performance of Singapore acquirers. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1209-1216. doi:doi:10.1002/smj.434
- Papadakis, V. M., & Thanos, I. C. (2010). Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*, 21(4), 859-873.
- Paustian-Underdahl, S. C., Fainshmidt, S., Sanchez, J. I., Misati, E., Zhao, Y., & Zhang, H. (2017). The role of economic development and perceived growth opportunities in employee reactions to M&As: A study of the merger syndrome across 29 countries. *Group & Organization Management*, 42(2), 163-194.
- Pazarskis, M., Drogalas, G., & Koutoupis, A. (2017). Mergers, taxation and accounting performance: some evidence from Greece. *Journal of Accounting and Taxation*, 9(9), 119-130.

- Phan, H. V. (2014). Inside debt and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(5-6), 1365-1401.
- Pilloff, S. J. (1996). Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28(3), 294-310.
- Popli, M., & Kumar, V. (2016). Jumping from springboard? The role of marginal cultural distance in cross-border M&A deal completion. *Thunderbird International Business Review*, 58(6), 527-536.
- Rabier, M. R. (2018). Value is in the eye of the beholder: The relative valuation roles of earnings and book value in merger pricing. *The Accounting Review*, 93(1), 335-362.
- Rahim, N. M., & Ali, R. (2016). Cross-Border Mergers and Acquisitions (CBMSs): A Review on Top Six Asean Country CBMA Players. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 12.
- Rahman, R. A., & Limmack, R. J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), 359-400.
- Rani, P., Shauki, E. R., Darminto, D., & Prijadi, R. (2020). Motives, governance, and long-term performance of mergers and acquisitions in Asia. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1791445.
- 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.
- Reynolds, N.-S., & Teerikangas, S. (2016). The international experience in domestic mergers—Are purely domestic M&A a myth? *International Business Review*, 25(1), 42-50.
- Rhoades, S. A. (1998). The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking & Finance*, 22(3), 273-291.
doi:[https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00053-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00053-8)
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Schraeder, M., & Self, D. R. (2003). Enhancing the success of mergers and acquisitions: an organizational culture perspective. *Management Decision*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.

- Sinkovics., R. R., Noemi., S., Kyu., L. Y., Haniff., J. M., & Stefan., Z. (2015). Antecedents of marketing integration in cross-border mergers and acquisitions: Evidence from Malaysia and Indonesia. *International Marketing Review*, 32(1), 2-28. doi:doi:10.1108/IMR-07-2014-0211
- Soongswang, A. (2009). Takeovers: Successful and Unsuccessful Bidders. *International Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 167. Retrieved from <http://www.diglib.um.edu.my/interaktif/default.asp?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edb&AN=49757349&site=eds-live>
- Sujud, H., & Hachem, B. (2018). Effect of mergers and acquisitions on performance of Lebanese banks. *International Research Journal of Finance and Economics*, 166(2), 69-77.
- Tampakoudis, I., & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865-1875.
- Teti, E., Dallochio, M., & Currao, T. (2020). Family ownership and M&A payment method. *International Journal of Finance & Economics*.
- Weiwei, G., Huang, Z., & Yang, P. (2019). Political connections, corporate governance and M&A performance: Evidence from Chinese family firms. *Research in International Business and Finance*, 50, 38-53.
- Zaks, O. (2016). Success and failure in M&As: Is there a place for a paradigm change? Evidence from the Israeli hi-tech industry 1. *Economics and Business Review*, 2(1), 85.
- Zanskas, S. (2017). Stewardship, the accreditation merger, and opportunities for growth. *Journal of Applied Rehabilitation Counseling*, 48(3), 16-19.
- Zhang, J., Ahammad, M. F., Tarba, S., Cooper, C. L., Glaister, K. W., & Wang, J. (2015). The effect of leadership style on talent retention during merger and acquisition integration: Evidence from China. *The International Journal of Human Resource Management*, 26(7), 1021-1050.
- Zhou, B., Guo, J. M., Hua, J., & Doukas, A. J. (2015). Does state ownership drive M&A performance? Evidence from China. *European Financial Management*, 21(1), 79-105.