

Merger dan Akuisisi sebagai Strategi Korporasi: Implikasi terhadap Profitabilitas, Likuiditas, Efisiensi Aset, dan Struktur Modal di Indonesia

Powell Gian Hartono^{1*}, Dwiarko Nugrohoseno², Anang Kistyanto³

¹Departemen Manajemen, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Ciputra Makassar, Makassar, Indonesia

^{1,2,3}Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia

*Corresponding author: powell.hartono@ciputra.ac.id

Abstract

Purpose — Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara empiris dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan di Indonesia, dengan menilai perbedaan profitabilitas, likuiditas, efisiensi aktivitas, dan struktur modal sebelum dan sesudah aksi korporasi.

Methods — Studi ini mengadopsi pendekatan kuantitatif dengan menganalisis 34 peristiwa M&A yang melibatkan 29 perusahaan publik Indonesia selama 2019–2023. Lima rasio keuangan, yaitu ROA dan NPM sebagai rasio profitabilitas, CR sebagai rasio likuiditas, TATO sebagai rasio efisiensi aktivitas, dan DER sebagai rasio struktur modal. Keseluruhan rasio diobservasi satu tahun sebelum dan sesudah aksi korporasi; perbedaan rata-ratanya diuji menggunakan *paired-sample t-test* untuk data berdistribusi normal dan *Wilcoxon signed-rank test* untuk data non-normal.

Findings — Merger dan akuisisi yang dilakukan perusahaan publik di Indonesia selama periode 2019–2023 tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan secara statistik terhadap empat dari lima indikator kinerja keuangan utama, yaitu *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *current ratio* (CR), dan *total asset turnover* (TATO). Hanya *debt to equity ratio* (DER) yang menunjukkan perbedaan signifikan yang mana DER sesudah M&A adalah berbeda lebih besar dari sebelumnya, yang mencerminkan perubahan struktur pendanaan pasca-M&A.

Implication — Peningkatan signifikan DER pasca-merger dan akuisisi mengindikasikan perlunya manajemen untuk menyeimbangkan strategi pendanaan berbasis utang dengan kapasitas arus kas dan mitigasi risiko keuangan, agar struktur modal tetap sehat dan keberlanjutan keuangan perusahaan terjaga.

Originality — Memfokuskan analisis empiris pada dampak merger dan akuisisi terhadap lima rasio keuangan utama perusahaan publik Indonesia selama periode 2019–2023.

Keywords: Merger dan Akuisisi, Aksi Korporasi, Kinerja Keuangan, Pasar Berkembang, Perusahaan Publik Indonesia

JEL Classification Numbers: G34, G32, L25

Submission date: 21 Mei 2025

Accepted date: 5 Agustus 2025

PENDAHULUAN

Merger dan akuisisi (M&A) telah lama menjadi strategi pertumbuhan anorganik yang banyak diadopsi oleh perusahaan dalam rangka memperluas skala ekonomi, memperkuat struktur pasar,

serta meningkatkan efisiensi operasional (Hajiyev et al., 2024). Secara teoretis, fondasi utama yang melandasi praktik M&A adalah *concept of synergy*, yang berasumsi bahwa nilai gabungan dua perusahaan setelah proses integrasi akan lebih besar dibandingkan nilai keduanya jika berdiri sendiri (Bauer & Friesl, 2024). Dalam kerangka ini, penggabungan diharapkan dapat menghasilkan penghematan biaya, peningkatan pendapatan, maupun efisiensi dalam pemanfaatan aset (Yeboah & K. Asirifi, 2016). Namun, berbagai temuan empiris memperlihatkan bahwa tidak semua M&A berhasil menciptakan nilai tambah tersebut, khususnya dalam konteks negara berkembang seperti Indonesia, di mana struktur pasar, tata kelola perusahaan, serta regulasi belum sepenuhnya matang (Xie et al., 2017).

Lebih jauh, teori agensi memberikan sudut pandang kritis terhadap motivasi dan proses pengambilan keputusan M&A (Nogueira & Kabbach de Castro, 2020). Dalam relasi antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal), sering kali terdapat ketimpangan informasi dan perbedaan kepentingan yang memengaruhi arah keputusan strategis perusahaan (Kiefer et al., 2017). Aktivitas M&A berisiko menjadi sarana bagi manajemen untuk mengejar kepentingan pribadi, seperti ekspansi kekuasaan, peningkatan kompensasi, atau reputasi profesional, tanpa mempertimbangkan potensi dampak negatif terhadap nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham (Redor, 2016). Dalam konteks inilah, evaluasi terhadap dampak M&A perlu dikaji secara cermat melalui indikator-indikator kinerja keuangan perusahaan, sebagai tolok ukur objektif keberhasilan atau kegagalan strategi tersebut.

Di sisi lain, dinamika pasca-M&A juga menuntut perusahaan untuk menghadapi proses perubahan organisasi yang kompleks. Dalam proses tersebut, integrasi sistem, proses bisnis, dan budaya organisasi memiliki implikasi finansial yang tidak bisa diabaikan (Kang et al., 2020). Ketidakmampuan dalam mengelola transisi ini dapat menyebabkan disrupsi operasional, inefisiensi, dan bahkan konflik internal yang berdampak langsung pada profitabilitas, likuiditas, dan struktur permodalan perusahaan (Ayodeji et al., 2025). Oleh karena itu, pemahaman teoretis terhadap M&A harus mempertimbangkan interaksi antara motif ekonomi, tata kelola korporasi, dan kapasitas institusional dalam mengelola perubahan (Greve & Zhang, 2017). Kombinasi perspektif ini menjadi penting untuk menjelaskan mengapa M&A bisa berdampak positif pada sebagian perusahaan, namun menjadi kontraproduktif pada perusahaan lainnya.

Beberapa penelitian melaporkan dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan. (Yunus et al., 2021) melaporkan bahwa akuisisi berdampak negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan, ditunjukkan oleh penurunan signifikan pada rasio *total asset turnover* (TATO), *return on assets* (ROA), dan *return on equity* (ROE), sementara tidak terdapat perbedaan signifikan pada *current ratio* (CR), *debt to equity ratio* (DER), *net profit margin* (NPM), dan *earning per share* (EPS). (Borodin et al., 2020) melaporkan bahwa merger dan akuisisi di perusahaan-perusahaan AS dan Eropa dari berbagai sektor pada periode 2014–2018 tidak menunjukkan hubungan signifikan dengan peningkatan kinerja keuangan pasca-transaksi, ditunjukkan oleh penurunan signifikan pada *return on sales* (ROS), meskipun sebagian besar perusahaan tetap mencatat laba dan variabel seperti *equity-to-enterprise value ratio* (EVEQ) berpengaruh positif terhadap ROS. (Muslim, 2023) menemukan bahwa akuisisi tidak berdampak signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur sektor industri primer dan kimia di BEI selama 2013–2019, ditunjukkan oleh tidak adanya perubahan signifikan pada rasio CR, QR, Cash Ratio, DAR, DER, EPS, PER, ROA, dan ROE tiga tahun setelah akuisisi.

Lebih lanjut, (Basit, 2017) menemukan bahwa merger dan akuisisi pada perusahaan-perusahaan Inggris yang terdaftar di Bursa Efek London berdampak signifikan terhadap rasio ROA, ROE, dan EPS, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap NPM dalam periode lima tahun sebelum dan sesudah konsolidasi. (Larasati et al., 2017) menunjukkan bahwa merger dan akuisisi yang dilakukan oleh 24 perusahaan terbuka berbagai sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010–2014 tidak memberikan perbedaan signifikan terhadap rasio keuangan *debt to equity ratio* (DER), *current ratio* (CR), *price earnings ratio* (PER), *net profit margin* (NPM), dan *total asset turnover* (TATO) sebelum dan sesudah aksi korporasi dilakukan. (Ombaka & Jagongo, 2018) menemukan bahwa merger dan akuisisi pada sembilan bank komersial di Kenya selama

2010–2017 secara signifikan meningkatkan kinerja keuangan berdasarkan rasio ROA, ROE, dan C/I, dipengaruhi oleh sinergi operasional, efisiensi diferensial, diversifikasi risiko, dan pengembangan pangsa pasar.

Meskipun merger dan akuisisi secara teoritis menjanjikan penciptaan nilai melalui realisasi sinergi operasional, keuangan, dan strategis, hasil-hasil empiris menunjukkan inkonsistensi yang signifikan dalam dampaknya terhadap kinerja keuangan perusahaan, terutama di konteks pasar berkembang seperti Indonesia. Ketidaksiharian antara ekspektasi teoritis dan kenyataan empiris menandai adanya *research gap* yang belum terjawab secara tuntas, yaitu apakah sinergi benar-benar tercermin dalam indikator keuangan utama setelah M&A dilakukan, atau justru sekadar asumsi normatif yang tidak terealisasi dalam praktik. Celah ini diperluas oleh perbedaan kondisi struktural antar sektor, tekanan eksternal selama periode 2019–2023, serta keragaman dalam kesiapan organisasi dalam menghadapi integrasi pasca-merger. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara komprehensif dampak merger dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan di Indonesia dengan menilai perbedaan rata-rata rasio keuangan, yaitu *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *current ratio* (CR), *total asset turnover* (TATO), dan *debt-to-equity ratio* (DER) saat sebelum dan sesudah aksi korporasi ini.

Perbedaan rasio profitabilitas, khususnya *return on assets* (ROA) dan *net profit margin* (NPM), sebelum dan sesudah merger maupun akuisisi dapat dijelaskan melalui dinamika realisasi sinergi yang terjadi dalam proses integrasi antar entitas bisnis (Feldman & Hernandez, 2022). ROA sebagai indikator efisiensi pemanfaatan aset dalam menghasilkan laba, dan NPM sebagai ukuran efektivitas pengendalian biaya terhadap pendapatan, keduanya sangat sensitif terhadap perubahan struktur operasional dan beban keuangan pasca-M&A (Borodin et al., 2020; Singh & Das, 2018). Pada fase awal pasca-merger, perusahaan sering kali menghadapi peningkatan beban integrasi, penyesuaian sistem, dan friksi budaya organisasi yang dapat menekan margin laba bersih maupun menurunkan produktivitas aset. Sebaliknya, bila sinergi operasional dan efisiensi biaya berhasil diimplementasikan secara terstruktur dan tepat waktu, maka rasio-rasio tersebut berpotensi menunjukkan peningkatan signifikan karena adanya pengurangan redundansi, optimalisasi proses produksi, serta peningkatan skala ekonomi (Vaghela, 2024; Yunus et al., 2021). Oleh karena itu, fluktuasi ROA dan NPM tidak hanya mencerminkan kondisi keuangan semata, tetapi juga merefleksikan sejauh mana strategi integrasi pasca-M&A mampu mengubah struktur biaya dan produktivitas aset secara menyeluruh dalam konteks organisasi yang baru terbentuk. Sehingga, muncul dugaan pertama dan kedua bahwa terdapat perbedaan kinerja profitabilitas melalui pengukuran ROA dan NPM pada sebelum dan sesudah M&A.

Lebih lanjut, perbedaan rasio-rasio *current ratio* (CR), *total asset turnover* (TATO), dan *debt-to-equity ratio* (DER) sebelum dan sesudah merger atau akuisisi dapat dipahami sebagai konsekuensi langsung dari restrukturisasi keuangan dan operasional yang terjadi dalam proses integrasi perusahaan. Pada aspek likuiditas, CR dapat mengalami fluktuasi akibat perubahan dalam pengelolaan aset lancar dan kewajiban jangka pendek, di mana proses konsolidasi neraca dapat meningkatkan kebutuhan modal kerja atau, sebaliknya, menghasilkan efisiensi kas melalui penggabungan fungsi-fungsi pendukung (Muslim, 2023). Sementara itu, TATO sebagai indikator efisiensi pemanfaatan aset dalam menghasilkan pendapatan, sangat dipengaruhi oleh perubahan kapasitas operasional dan strategi distribusi pasca-M&A, perusahaan mungkin mengalami penurunan efisiensi sementara akibat adanya aset tidak produktif atau duplikasi sumber daya yang belum terselesaikan (Larasati et al., 2017). Adapun DER, sebagai refleksi struktur modal, sangat mungkin mengalami lonjakan pasca-merger jika aksi korporasi dibiayai melalui instrumen utang, atau mengalami penyesuaian turun apabila terjadi pelunasan utang pascamerger dari surplus kas gabungan (Yunus et al., 2021). Oleh sebab itu, muncul dugaan ketiga, keempat, dan kelima bahwa terdapat perbedaan kinerja keuangan melalui pengukuran CR, TATO, dan DER pada sebelum dan sesudah M&A.

Dengan demikian, kajian empiris ini memberikan kontribusi signifikan terhadap pengembangan *existing body of knowledge* dengan menekankan tiga dimensi utama. Pertama, studi ini memperluas pemahaman konseptual terhadap validitas asumsi sinergi dalam konteks merger dan

akuisisi perusahaan di pasar berkembang, dengan menempatkan Indonesia sebagai ruang uji empiris yang relevan dan kompleks. Kedua, penelitian ini menyajikan pembuktian kuantitatif atas efektivitas M&A melalui perbandingan komprehensif terhadap rasio-rasio keuangan utama, yaitu, *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *current ratio* (CR), *total asset turnover* (TATO), dan *debt-to-equity ratio* (DER) sebagai representasi kinerja yang mencakup dimensi profitabilitas, likuiditas, efisiensi aset, dan struktur permodalan. Ketiga, temuan penelitian ini secara praktikal memperkaya literatur dengan konteks kontemporer Indonesia periode 2019–2023 yang ditandai oleh tekanan eksternal dan kebutuhan penyesuaian organisasi yang tinggi, sehingga menghasilkan perspektif baru bagi akademisi, manajer investasi, eksekutif korporasi, dan regulator dalam mengevaluasi dampak finansial dari strategi konsolidasi bisnis lintas sektor di pasar berkembang.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tujuan untuk menguji perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pelaksanaan merger dan akuisisi (M&A) (Basit, 2017; Yunus et al., 2021), melalui analisis terhadap lima indikator rasio keuangan utama, yaitu *return on assets* (ROA), *net profit margin* (NPM), *current ratio* (CR), *total asset turnover* (TATO), dan *debt-to-equity ratio* (DER), yang diuji perbedaannya pada satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah aksi korporasi ini. Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan publik di Indonesia yang melakukan aksi merger atau akuisisi selama periode 2019 hingga 2023 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penentuan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* (Sekaran & Bougie, 2016), dengan kriteria inklusi meliputi: (1) perusahaan yang telah mengumumkan dan merealisasikan M&A secara resmi dalam periode tersebut; (2) memiliki laporan keuangan auditan lengkap satu tahun sebelum dan satu tahun setelah M&A; dan (3) tidak mengalami delisting atau penghentian sementara perdagangan saham selama periode observasi. Oleh sebab itu, sampel yang terkumpul adalah 29 perusahaan selama 2019-2023. Kemudian, terdapat 3 perusahaan yang melakukan aksi korporasi ini selama dua tahun berturut-turut dan 1 perusahaan dalam tiga tahun berturut-turut. Dengan demikian, dalam periode tersebut dengan pengukuran rasio satu tahun sebelum dan sesudah M&A terdapat 170 unit observasi dalam 34 aksi korporasi M&A.

Variabel-variabel dalam penelitian ini diukur menggunakan proksi rasio keuangan standar yang diakui dalam literatur keuangan korporat. ROA secara umum diformulasikan dengan membagi total laba bersih terhadap total aset, sehingga mencerminkan seberapa besar laba yang dihasilkan perusahaan atas setiap satuan aset yang dimilikinya (Simanjuntak, 2023; Wijaya et al., 2025). NPM secara umum diformulasikan dengan membagi laba bersih terhadap total pendapatan, sehingga mencerminkan seberapa besar proporsi laba bersih yang diperoleh perusahaan dari setiap satuan pendapatan yang dihasilkan (Nasarudin et al., 2019); CR secara umum diformulasikan dengan membagi total aset lancar terhadap total kewajiban lancar, sehingga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset yang paling likuid (Hartono et al., 2020; Wijaya et al., 2025); TATO secara umum diformulasikan dengan membagi total pendapatan terhadap total aset, sehingga mencerminkan seberapa efisien perusahaan memanfaatkan seluruh asetnya untuk menghasilkan penjualan (Meidiyustiani, 2016).

Kemudian, DER secara umum diformulasikan dengan membagi total utang terhadap total ekuitas, sehingga mencerminkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh kreditur dibandingkan dengan pemilik modal sendiri (Hartono et al., 2023, 2024; Hartono & Raya, 2022; Hartono & Robiyanto, 2023; Tinungki, Hartono, et al., 2022; Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Untuk menguji signifikansi perbedaan antara nilai rasio kinerja keuangan sebelum dan sesudah M&A, analisis statistik dilakukan menggunakan *paired-sample t-test* (Tinungki et al., 2024) apabila data berdistribusi normal, yang ditentukan melalui uji normalitas *Kolmogorov–Smirnov* (Hartono & Matusin, 2020). Apabila distribusi data tidak normal, maka digunakan alternatif non-parametrik berupa *Wilcoxon signed-rank test* (Yunus et al., 2021). Pengujian dilakukan pada tingkat signifikansi 1%, 5%, 10% untuk memastikan reliabilitas temuan secara statistik dalam konteks ilmu sosial (Robiyanto et al., 2025; Tinungki et al., 2025). Estimasi parameter dilakukan dengan menggunakan SPSS versi 26.

Results and Discussion

Berdasarkan hasil statistik deskriptif yang disajikan pada Tabel 1 terhadap 34 aksi korporasi dari 29 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi (M&A) selama periode 2019–2023, ditemukan bahwa secara umum terjadi variasi kinerja keuangan sebelum dan sesudah aksi korporasi tersebut. Rata-rata ROA meningkat tipis dari 0,042 menjadi 0,047, disertai penurunan simpangan baku, yang mengindikasikan perbaikan efisiensi penggunaan aset dan stabilitas profitabilitas pasca-M&A secara deskriptif. NPM menunjukkan peningkatan yang lebih mencolok dari 0,027 menjadi 0,094, secara deskriptif mengindikasikan adanya potensi efisiensi biaya atau kenaikan margin laba bersih setelah konsolidasi, meskipun nilai minimum masih mencerminkan adanya outlier negatif. *Current Ratio* (CR) relatif stabil, menunjukkan tidak ada perubahan signifikan dalam kapasitas likuiditas jangka pendek. Namun, *Total Asset Turnover* (TATO) mengalami sedikit penurunan dari 0,691 menjadi 0,665, yang secara deskriptif dapat mengindikasikan efisiensi aset belum optimal pasca-merger. Sementara itu, *Debt to Equity Ratio* (DER) menurun dari 1,549 menjadi 1,197, mengindikasikan adanya perbaikan dalam struktur permodalan atau pengurangan ketergantungan terhadap utang setelah penggabungan dilakukan secara deskriptif. Lebih lanjut, sifat persebaran data menunjukkan overdispersion adalah ROA dan NPM pada satu tahun sebelum dan sesudah M&A. Sedangkan CR, TATO, dan DER, baik satu tahun sebelum maupun sesudah, menunjukkan kondisi equidispersi (Hartono, Tinungki, et al., 2021). Hal ini mengindikasikan bahwa variabilitas profitabilitas antar perusahaan cenderung tinggi dan tidak merata, sementara likuiditas, efisiensi aset, dan struktur modal relatif lebih stabil dan konsisten antar entitas dalam periode pengamatan.

Tabel 1. Statistik Deskriptif dan Uji Kolmogorov-Smirnov

Rasio dan Periode	n	Rata-Rata	Simpangan Baku	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Uji Kolmogorov-Smirnov <i>z-stat</i>
ROA _{t-1}	34	0.042	0.082	-0.238	0.170	0.155
ROA _{t+1}	34	0.047	0.062	-0.115	0.165	0.173
NPM _{t-1}	34	0.027	0.296	-1.218	0.352	0.303***
NPM _{t+1}	34	0.094	0.168	-0.318	0.596	0.234**
CR _{t-1}	34	1.683	1.311	0.316	5.560	0.257**
CR _{t+1}	34	1.685	1.219	0.234	4.106	0.217*
TATO _{t-1}	34	0.691	0.635	0.052	3.014	0.183
TATO _{t+1}	34	0.665	0.593	0.078	2.920	0.192
DER _{t-1}	34	1.549	1.452	0.155	6.912	0.224*
DER _{t+1}	34	1.197	0.988	0.128	3.788	0.205*

Keterangan: signifikansi *exact sig*, dalam konteks *two-tailed* ditunjukkan dengan *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Berdasarkan hasil uji normalitas Kolmogorov-Smirnov sebagaimana disajikan pada Tabel 1, diperoleh bahwa data ROA sebelum dan sesudah M&A tidak menunjukkan signifikansi hingga tingkat 10%, yang mengindikasikan bahwa distribusinya bersifat normal. Untuk rasio NPM, data sebelum M&A menunjukkan tingkat signifikansi yang sangat kuat pada level 1%, sehingga disimpulkan tidak terdistribusi normal. Namun, pada periode sesudah M&A, nilai signifikansinya berada pada level 5%, yang masih dalam batas toleransi sehingga diasumsikan terdistribusi normal. Sementara itu, rasio CR pada periode sebelum M&A menunjukkan signifikansi pada level 5%, yang masih dapat diterima sebagai normal, dan pada periode sesudah M&A tercatat signifikansi pada level 10%, sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa distribusinya normal. Selanjutnya, rasio TATO baik sebelum maupun sesudah M&A menunjukkan hasil yang tidak signifikan hingga batas 10%, yang menunjukkan bahwa data terdistribusi secara normal. Adapun untuk rasio DER, baik pada periode sebelum maupun sesudah M&A, nilai signifikansi berada di level 10%, sehingga diasumsikan distribusinya juga normal. Dengan demikian, berdasarkan

keseluruhan hasil uji normalitas, pengujian perbedaan rata-rata untuk rasio ROA, CR, TATO, dan DER dilakukan menggunakan *paired-sample t-test* karena data berdistribusi normal, sedangkan rasio NPM dianalisis menggunakan *Wilcoxon signed-rank test* karena pada kondisi sebelum M&A data tidak memenuhi asumsi normalitas.

Tabel 2. Estimasi *Paired Sample T-test*

Pasangan	Rata-Rata	Simpangan Baku	Standard Error Mean	<i>t-stat.</i>	Derajat Kebebasan (<i>d.f.</i>)	<i>p-Value</i>
$ROA_{t-1} - ROA_{t+1}$	-0.005	0.085	0.015	-0.366	33	0.716
$CR_{t-1} - CR_{t+1}$	-0.002	0.562	0.096	-0.022	33	0.983
$TATO_{t-1} - TATO_{t+1}$	0.026	0.151	0.026	0.995	33	0.327
$DER_{t-1} - DER_{t+1}$	0.352	1.043	0.179	1.968	33	0.058

Keterangan: *p-value* menggunakan pendekatan *two-tailed statistics*.

Hasil estimasi uji beda kinerja keuangan perusahaan dengan *paired sample t-test* disajikan pada tabel 2. Pertama, hasil estimasi menunjukkan bahwa pasangan $ROA_{t-1} - ROA_{t+1}$ memiliki *p-value* yang tidak signifikan hingga level 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata ROA sebagai rasio profitabilitas antara sebelum dan sesudah M&A, sehingga disimpulkan bahwa dugaan pertama ditolak. Hasil empiris ini sejalan dengan temuan empiris yang dilaporkan (Muslim, 2023). Temuan ini mengindikasikan bahwa proses merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan tidak cukup kuat dalam mengubah efisiensi pengelolaan aset untuk menghasilkan laba bersih secara signifikan dalam jangka pendek. Ketidaksignifikanan perbedaan ROA tersebut juga mencerminkan bahwa potensi sinergi yang diharapkan melalui integrasi operasional pasca-M&A belum terealisasi secara optimal atau masih memerlukan waktu untuk termanifestasi dalam kinerja keuangan (Borodin et al., 2020). Hal ini dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti kompleksitas proses integrasi, resistensi organisasi terhadap perubahan, atau adanya biaya implisit yang timbul dalam tahap awal konsolidasi (Boloupremo & Ogege, 2019). Dengan demikian, meskipun secara teoritis M&A menjanjikan peningkatan profitabilitas, dalam hal ini ROA, secara empiris, hasil ini menunjukkan bahwa dampaknya terhadap efisiensi pemanfaatan aset belum dapat dibuktikan secara meyakinkan dalam periode observasi yang diteliti.

Kedua, hasil estimasi menunjukkan bahwa pasangan $CR_{t-1} - CR_{t+1}$ memiliki *p-value* yang tidak signifikan hingga level 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata CR sebagai rasio likuiditas antara sebelum dan sesudah M&A, sehingga disimpulkan bahwa dugaan ketiga ditolak. Hasil empiris ini sejalan dengan temuan empiris yang dilaporkan (Yunus et al., 2021), (Muslim, 2023), dan (Larasati et al., 2017). Tidak terdapatnya perbedaan rata-rata CR antara sebelum dan sesudah M&A menunjukkan bahwa aksi korporasi ini tidak berdampak langsung terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Secara logis, kondisi ini dapat dijustifikasi oleh kenyataan bahwa proses merger dan akuisisi umumnya lebih berfokus pada penggabungan struktur kepemilikan, konsolidasi lini usaha, serta efisiensi jangka panjang, dan bukan pada pengelolaan kas atau aset lancar dalam waktu jangka pendek (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Selain itu, besarnya biaya transaksi dan kebutuhan integrasi pasca-M&A kemungkinan besar diserap melalui mekanisme pendanaan jangka panjang atau penyesuaian struktur ekuitas, bukan melalui perubahan signifikan dalam akun-akun yang membentuk rasio likuiditas. Oleh karena itu, tidak ditemukannya perbedaan CR dapat mencerminkan bahwa aspek operasional harian perusahaan tetap berjalan dengan pendekatan konservatif terhadap likuiditas, sembari menunggu efek sinergi terwujud secara bertahap (Cheng, 2019).

Ketiga, hasil estimasi menunjukkan bahwa pasangan $TATO_{t-1} - TATO_{t+1}$ memiliki *p-value* yang tidak signifikan hingga level 10%. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata TATO sebagai rasio efisiensi aktivitas antara sebelum dan sesudah M&A, sehingga disimpulkan bahwa dugaan keempat ditolak. Hasil empiris ini sejalan dengan temuan empiris yang dilaporkan (Larasati et al., 2017). Temuan ini mengindikasikan bahwa aktivitas merger dan akuisisi

tidak secara langsung memengaruhi efisiensi perusahaan dalam mengelola dan mengoptimalkan penggunaan total asetnya untuk menghasilkan penjualan. Secara konseptual, hal ini dapat dijelaskan oleh fakta bahwa TATO sangat dipengaruhi oleh sinergi operasional dan harmonisasi sistem pasca-merger, yang tidak serta-merta tercermin dalam periode jangka pendek (Vaghela, 2024). Dalam banyak kasus, proses integrasi yang kompleks antara dua entitas bisnis pasca-M&A justru dapat menimbulkan friksi operasional sementara yang menghambat optimalisasi aset (Bodner & Capron, 2018). Selain itu, dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, tantangan institusional, perbedaan budaya organisasi, serta hambatan teknis dan administratif juga berpotensi memperlambat realisasi manfaat sinergi aset. Dengan demikian, tidak terdapatnya perbedaan signifikan pada TATO sebelum dan sesudah M&A menunjukkan bahwa efisiensi utilisasi aset memerlukan waktu lebih panjang untuk menyesuaikan diri terhadap dinamika struktural baru yang muncul akibat aksi korporasi tersebut (Muralidharan et al., 2017).

Keempat, hasil estimasi menunjukkan bahwa pasangan $DER_{t-1} - DER_{t+1}$ memiliki *p-value* yang signifikan pada level 10% dengan nilai *t* sebesar 1.968 yang bersifat positif. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata DER sebagai rasio struktur modal antara sebelum dan sesudah M&A, sehingga disimpulkan bahwa dugaan kelima diterima. Hasil ini mengungkapkan bahwa secara rata-rata, DER sesudah M&A adalah berbeda lebih besar dari sebelum M&A. Hasil empiris ini sejalan dengan temuan empiris yang dilaporkan (Adhikari et al., 2023). Temuan ini merefleksikan bahwa aksi merger dan akuisisi secara nyata berimplikasi terhadap struktur pendanaan perusahaan, khususnya dalam peningkatan proporsi utang terhadap ekuitas. Secara teoritis, hal ini dapat dijustifikasi melalui dua sudut pandang utama. Pertama, integrasi entitas pasca-M&A kerap membutuhkan pendanaan tambahan guna membiayai biaya transisi, restrukturisasi, serta kebutuhan modal kerja baru, yang sebagian besar diperoleh melalui pembiayaan berbasis utang (de Young et al., 2009). Kedua, manajemen pasca-akuisisi mungkin memilih strategi leverage sebagai upaya optimalisasi struktur modal dengan memanfaatkan manfaat pajak dari beban bunga (tax shield), sejalan dengan pendekatan *trade-off theory* (Hartono, Sari, et al., 2021; Marquardt, 2023). Dalam konteks ini, peningkatan DER mencerminkan penyesuaian strategis perusahaan dalam merespons kebutuhan pembiayaan jangka menengah-panjang setelah penggabungan, sekaligus sebagai cerminan dari kepercayaan kreditur terhadap potensi sinergi finansial hasil M&A (Ahmed et al., 2018). Namun demikian, peningkatan leverage ini juga mengindikasikan adanya peningkatan risiko keuangan yang perlu dimitigasi secara cermat melalui pengelolaan arus kas dan tata kelola korporasi yang disiplin (Koirala et al., 2023).

Tabel 3. Estimasi *Wilcoxon signed-rank test*

Pasangan	<i>z-stat</i>	<i>Asymp. Sig.</i>	<i>Exact Sig.</i>
$NPM_{t-1} - NPM_{t+1}$	-0.447	0.665	0.662

Keterangan: signifikasi menggunakan pendekatan *two-tailed statistics*.

Kelima, berdasarkan Tabel 3 yang menyajikan Estimasi *Wilcoxon signed-rank test*, didapatkan hasil estimasi yang menunjukkan bahwa pasangan $NPM_{t-1} - NPM_{t+1}$ memiliki *p-value* yang tidak signifikan hingga level 10%, baik pada pendekatan *Asymp. Sig.* dan *Exact Sig.* Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata NPM sebagai rasio profitabilitas antara sebelum dan sesudah M&A, sehingga disimpulkan bahwa dugaan kedua ditolak. Hasil empiris ini sejalan dengan temuan empiris yang dilaporkan (Basit, 2017) dan (Larasati et al., 2017). Hasil ini mengindikasikan bahwa merger dan akuisisi tidak secara langsung memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan dalam jangka pendek. Ketidaksignifikanan perubahan nilai NPM setelah M&A dapat dijustifikasi oleh berbagai faktor, antara lain lamanya proses integrasi operasional, belum optimalnya sinergi yang dijanjikan, serta kemungkinan timbulnya biaya-biaya non-rekurens yang membebani profitabilitas setelah transaksi (Basit, 2017). Selain itu, proses penyesuaian struktur pendapatan dan beban pasca-merger memerlukan waktu untuk mencapai titik efisiensi yang diharapkan (Borodin et al., 2020). Dalam konteks ini, tidak berubahnya rata-rata NPM mencerminkan bahwa efektivitas M&A

dalam meningkatkan margin keuntungan bersih tidak serta-merta tercapai dalam horizon satu tahun setelah penggabungan, dan barangkali lebih mencerminkan stabilitas adaptif perusahaan terhadap perubahan struktur organisasi, model bisnis, serta strategi pemasaran dan operasional (Boloupremo & Ogege, 2019).

CONCLUSION

Berdasarkan keseluruhan hasil pengujian, dapat disimpulkan bahwa merger dan akuisisi tidak secara konsisten menghasilkan perubahan signifikan terhadap rasio-rasio keuangan utama perusahaan dalam periode jangka pendek pasca-transaksi, kecuali pada rasio debt to equity ratio (DER) yang menunjukkan peningkatan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa aksi korporasi tersebut belum sepenuhnya mewujudkan sinergi keuangan maupun operasional sebagaimana diasumsikan secara teoritis. Implikasi manajerial dari temuan ini menekankan pentingnya perencanaan strategis yang matang dan pengelolaan integrasi pasca-M&A secara efektif, khususnya dalam hal pengendalian biaya, optimalisasi penggunaan aset, serta manajemen struktur pendanaan (Angwin & Meadows, 2015). Manajemen perlu menyadari bahwa keberhasilan M&A tidak hanya bergantung pada kesepakatan transaksi, melainkan juga pada kemampuan dalam menavigasi kompleksitas organisasi, mengharmonisasikan proses bisnis, dan membangun tata kelola yang adaptif terhadap perubahan (Bashan & Ben Jacob, 2021). Selain itu, peningkatan *leverage* yang signifikan pasca-M&A perlu diwaspadai oleh manajemen agar tidak mengganggu stabilitas keuangan jangka panjang perusahaan, serta harus disertai dengan penguatan kapasitas arus kas dan mitigasi risiko utang secara berkelanjutan (Koirala et al., 2023).

Keterbatasan utama dari penelitian ini terletak pada cakupan temporal yang terbatas pada periode satu tahun sebelum dan sesudah aksi merger dan akuisisi (M&A), yang berpotensi belum mencerminkan dampak jangka menengah dan panjang dari proses integrasi korporasi. Selain itu, pendekatan kuantitatif berbasis uji beda rata-rata pada rasio-rasio keuangan, meskipun memberikan bukti empiris yang objektif, belum sepenuhnya mampu menangkap dinamika struktural dan konteks strategis di balik keputusan M&A, seperti motif manajerial, sinergi operasional, serta kompleksitas integrasi organisasi. Oleh karena itu, studi lanjutan disarankan untuk mengadopsi horizon waktu yang lebih panjang, misalnya tiga hingga lima tahun pasca-M&A, guna mengamati perkembangan kinerja secara longitudinal (Basit, 2017). Penelitian selanjutnya juga dapat mempertimbangkan pendekatan mixed-method dengan menyertakan data kualitatif, seperti wawancara dengan manajemen atau analisis konten laporan tahunan, untuk menggali narasi strategis di balik performa finansial (Teerikangas & Colman, 2020).

Acknowledgement

Penulis pertama mengucapkan terima kasih kepada Ibu terkasih, Prof. Dr. Dr. Georgina Maria Tinungki, M.Si., dari Departemen Statistika, Fakultas Matematika dan Ilmu Pengetahuan Alam, atas pendampingan analisis statistik untuk penelitian ini.

REFERENCES

- Adhikari, B., Kavanagh, M., & Hampson, B. (2023). Analysis of the pre-post-merger and acquisition financial performance of selected banks in Nepal. *Asia Pacific Management Review*, 28(4), 449–458. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2023.02.001>
- Ahmed, F., Manwani, A., & Ahmed, S. (2018). Merger & acquisition strategy for growth, improved performance and survival in the financial sector. *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*, 5(4), 196–214. <https://doi.org/10.22437/ppd.v5i4.5010>
- Angwin, D. N., & Meadows, M. (2015). New Integration Strategies for Post-Acquisition Management. *Long Range Planning*, 48(4), 235–251. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.04.001>
- Ayodeji, D. C., Oyeyipo, I., Attipoe, V., Onwuzulike, O. C., Nwazomudoh, M. O., Isibor, N. J., Mayienga, B. A., & Ahmadu, J. (2025). A Strategic Framework for Optimizing Mergers & Acquisitions: Valuation, Due Diligence, Integration, and Financial Stability. *Iconic Research and Engineering Journals*, 8(9).
- Bashan, A., & Ben Jacob, A. (2021). Global Quality Management Systems: Strategies in a Challenging, Complex Environment of Mergers, Acquisitions, and Strategic Partnerships. *American Journal of Management Science and*

- Engineering*, 6(4), 103. <https://doi.org/10.11648/j.ajmse.20210604.14>
- Basit, A. (2017). The Effects of Mergers and Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(1), 74–92. <https://doi.org/24924/ijabm/2017.04/v5.iss1/74.92>
- Bauer, F., & Friesl, M. (2024). Synergy Evaluation in Mergers and Acquisitions: An Attention-Based View. *Journal of Management Studies*, 61(1), 37–68. <https://doi.org/10.1111/joms.12804>
- Bodner, J., & Capron, L. (2018). Post-merger integration. *Journal of Organization Design*, 7(3), 1–20. <https://doi.org/10.1186/s41469-018-0027-4>
- Boloupremo, T., & Ogege, S. (2019). Mergers, Acquisitions and Financial Performance: A Study of Selected Financial Institutions. *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 9(1), 36–44. <https://doi.org/10.5195/emaj.2019.162>
- Borodin, A., Ziyadin, S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34–47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Cheng, Y. (2019). Integration duration of post-merger and leverage dynamics of mergers: theory and evidence. *Pacific Accounting Review*, 31(2), 208–231. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2018-0036>
- de Young, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature. *Journal of Financial Services Research*, 36(2), 87–110. <https://doi.org/10.1007/s10693-009-0066-7>
- Feldman, E., & Hernandez, E. (2022). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Life Cycles, and Value. *Academy of Management Review*, 47(4). <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0345>
- Greve, H. R., & Zhang, C. M. (2017). Institutional logics and power sources: Merger and acquisition decisions. *Academy of Management Journal*, 60(2), 671–694. <https://doi.org/10.5465/amj.2015.0698>
- Hajiyev, N., Karimova, T., Bozhko, L., Sakulyeva, T., & Babaskin, D. (2024). Typology of Key Mergers and Acquisitions Strategies in the Process of Becoming a Market Leader. *International Journal of Sustainable Development and Planning*, 19(2), 681–694. <https://doi.org/10.18280/ijstdp.190225>
- Hartono, P. G., Lestari, H. S., Wijaya, R., Hartono, A. B., & Tinungki, G. M. (2020). Likuiditas sebagai Prediktor Profitabilitas: Sebuah Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur. *DERIV/ATIF: Jurnal Manajemen*, 14(2), 126–137. <https://doi.org/10.24127/jm.v14i2.475>
- Hartono, P. G., & Matusin, A. R. (2020). The Determinants of Dividend Policy on Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX using Unbalanced Panel Data Approach. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 4(2), 139. <https://doi.org/10.20473/tijab.v4.i2.2020.139-156>
- Hartono, P. G., & Raya, M. Y. (2022). COVID-19 Pandemic, Dividend Policy, and Stock Market Reaction: Evidence from the Manufacturing Companies in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 758–778. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i4.8226>
- Hartono, P. G., & Robiyanto, R. (2023). Factors affecting the inconsistency of dividend policy using dynamic panel data model. *SN Business & Economics*, 3(2), 53. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00431-6>
- Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, & Hartono, A. B. (2021). The Determinants of Dividend Policy: an Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends using Balanced Panel Data Analysis. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 36(2), 89–106. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., Jakaria, J., Hartono, A. B., Hartono, P. G., & Wijaya, R. (2021). Overcoming Overdispersion on Direct Mathematics Learning Model Using the Quasi Poisson Regression. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 550, 442–449. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210508.102>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., Suade, Y. K. M., Rahardja, L., Triany, N. A., Tyas, I. W., & Hartono, P. G. (2024). Did investment opportunity moderate the influence of the COVID-19 crisis on dividend policy? *Jurnal Manajemen Dan Pemasaran Jasa*, 17(2), 261–276. <https://doi.org/10.25105/v17i2.20006>
- Hartono, P. G., Wijaya, R., Hartono, A. B., Dizar, S., Magetsari, O. N. N., Anggara, I. S., & Sujono, M. I. (2023). Factors affecting stock price of maritime companies in Indonesia. *AIP Conference Proceedings*, 2675(February). <https://doi.org/10.1063/5.0116974>
- Kang, E., Nantharath, P., & Hwang, H. J. (2020). The strategic process of merger and acquisition (M&A) market using integrating change management. *Journal of Distribution Science*, 18(6), 57–62. <https://doi.org/10.15722/jds.18.6.202006.57>
- Kiefer, M., Jones, E. A. E., & Adams, A. T. (2017). Shareholders and managers as principal-agent hierarchies and cooperative teams. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 48–71. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2016-0014>
- Koirala, S., Rao, S., Farag, H., & Marshall, A. (2023). The Market for Corporate Control and Risk-taking: Evidence from Global Merger and Acquisition Laws. *British Journal of Management*, 34(2), 997–1022. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12625>
- Larasati, N. D., Agustina, Y., Istanti, L. N., & Wijijayanti, T. (2017). Do Merger and Acquisition Affect on Company's Financial Performance? *Srivijaya International Journal of Dynamic Economics and Business*, 1(4), 375–386. <https://doi.org/10.29259/sijdeb.v1i4.375-386>
- Marquardt, L. S. (2023). *Capital structure in the context of M&A: target leverage and the post-acquisition speed of adjustment* [Universidade Católica Portuguesa]. <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/41390>

- Meidiyustiani, R. (2016). Pengaruh Modal Kerja, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Dan Likuiditas Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 5(2), 131–143. <http://ejournal.atmajaya.ac.id/index.php/JM/article/view/95>
- Muralidharan, E., Wei, W., & Liu, X. (2017). Integration by Emerging Economy Multinationals: Perspectives from Chinese Mergers and Acquisitions. *Thunderbird International Business Review*, 59(4), 503–518. <https://doi.org/10.1002/tie.21850>
- Muslim, M. (2023). Analysis of Corporate Financial Performance Before and After Acquisition. *Advances in Management & Financial Reporting*, 1(2), 61–70. <https://doi.org/10.60079/amfr.v1i2.86>
- Nasarudin, I. Y., Suhendra, S., & Anggraini, L. F. (2019). Determinant of Stock Price: Evidence on Food and Beverage Companies in Indonesia. *Etikonomi*, 18(1), 143–154. <https://doi.org/10.15408/etk.v18i1.10987>
- Nogueira, N. V., & Kabbach de Castro, L. R. (2020). Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. *RAUSP Management Journal*, 55(2), 227–245. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-11-2018-0124>
- Ombaka, C., & Jagongo, A. (2018). Mergers and acquisitions on financial performance among selected commercial banks, Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(1), 1–23. http://www.iajournals.org/articles/iajef_v3_i1_1_23.pdf
- Redor, E. (2016). Board attributes and shareholder wealth in mergers and acquisitions: a survey of the literature. *Journal of Management and Governance*, 20(4), 789–821. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9328-y>
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58(May 2018), 650–699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Robiyanto, R., Agustina, F. D., Utami, I., Frensidy, B., & Huruta, A. D. (2025). Potential of environmental, social, and governance investment as a hedge in Indonesia during COVID-19 pandemic. *Cogent Social Sciences*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311886.2024.2447909>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business A Skill-Building Approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.
- Simanjuntak, L. R. (2023). Dampak Krisis Akibat Pandemi COVID-19 Terhadap Kinerja Perusahaan: Kajian Profitabilitas Perusahaan Rill Estat dan Properti di Indonesia. *Jurnal Proaksi*, 10(4), 450–464. <https://doi.org/10.32534/jpk.v10i4.4781>
- Singh, S., & Das, S. (2018). Impact of post-merger and acquisition activities on the financial performance of banks: A study of Indian private sector and public sector banks. *Espacios*, 39(26).
- Teerikangas, S., & Colman, H. L. (2020). Theorizing in the qualitative study of mergers & acquisitions. *Scandinavian Journal of Management*, 36(1), 101090. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2019.101090>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Frensidy, B., Sunusi, N., Robiyanto, R., & Atahau, A. D. R. (2025). Revisiting dividend policy in Indonesian green investment firms and associated market reaction: an in-depth analysis over crises period. *Cogent Business and Management*, 12(1), 1–36. <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2467229>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Nurwahyu, B., Islamiyati, A., Robiyanto, R., Hartono, A. B., & Raya, M. Y. (2024). Exploring the team-assisted individualization cooperative learning to enhance mathematical problem solving, communication and self-proficiency in teaching non-parametric statistics. *Cogent Education*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/2331186X.2024.2381333>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Robiyanto, R., Hartono, A. B., Jakaria, J., & Simanjuntak, L. R. (2022). The COVID-19 Pandemic Impact on Corporate Dividend Policy of Sustainable and Responsible Investment in Indonesia: Static and Dynamic Panel Data Model Comparison. *Sustainability (Switzerland)*, 14(10), 6152. <https://doi.org/10.3390/su14106152>
- Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The Effect of COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy in Indonesia: The Static and Dynamic Panel Data Approaches. *Economies*, 10(1), 11. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Vaghela, P. B. (2024). *Managing Post-Merger & Acquisition (M&A) Integration: A Study Factors Influencing Integration Team's Capability and Its Impact on the Quality and Net Benefits of Combined Information Systems*. Alliant International University, California School of Management & Leadership.
- Wijaya, J., Hartono, P. G., Setiawati, J., Wijaya, J., Sutanto, R. S., & Chendry, E. J. W. (2025). The profitability of Indonesian infrastructure companies amid COVID-19: Quantile regression for stability testing. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 26(1), 135–156. <https://doi.org/10.18196/jesp.v26i1.24971>
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127–183. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.12.005>
- Yeboah, J., & K. Asirifi, E. (2016). Mergers and Acquisitions on Operational Cost Efficiency of Banks in Ghana: A Case of Ecobank and Access Bank. *International Journal of Business and Management*, 11(6), 241. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v11n6p241>
- Yunus, I., Rasuli, L. O., & Lukum, A. (2021). Comparative Analysis of Financial Performance Before and After Acquisition (A Study in Acquiring Company Listed in Indonesian Stock Exchange, Period of 2012-2018). *Advances in Economics, Business and Management Research*, 173(Kra 2020), 175–187. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210416.023>