

Tata Kelola Perusahaan, Keuangan, Merger dan Akuisisi, dan Efisiensi Modal Manusia Sebagai Variabel Moderasi

Budi Chandra¹
Seli²

^{1,2}Fakultas Ekonomi Universitas Internasional Batam, Indonesia

*Correspondences: budi.chandra@uib.ac.id

ABSTRAK

Penelitian bertujuan untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan dan keuangan terhadap merger dan akuisisi serta menggunakan efisiensi modal manusia sebagai variabel moderasi. Penelitian ini secara teoritis menggunakan teori *corporate control*. Sampel penelitian adalah perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi dan sudah terdaftar di BEI pada tahun 2017-2021. Metode analisis yang digunakan regresi logistik dan uji *moderated regression analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi, pemegang saham institusional, dan kepemilikan asing berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Efisiensi modal manusia mampu memoderasi hubungan pemegang saham institusional dan dividen tunai terhadap merger dan akuisisi.

Kata Kunci: Merger dan Akuisisi; Tata Kelola Perusahaan; Efisiensi Modal Manusia

Human Capital Efficiency Moderates Corporate Governance and Finance Against Merger and Acquisition

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of corporate governance and finance on mergers and acquisitions and to use human capital efficiency as a moderating variable. This research theoretically uses the theory of corporate control. The research sample is companies that carry out merger and acquisition activities and have been listed on the IDX in 2017-2021. The analytical method used was logistic regression and moderated regression analysis (MRA). The results showed that the size of the board of directors, institutional shareholders, and foreign ownership had a significant positive effect on mergers and acquisitions. Human capital efficiency is able to moderate the relationship between institutional shareholders and cash dividends on mergers and acquisitions.

Keywords: Merger and Acquisition; Corporate Governance; Human Capital Efficiency

Artikel dapat diakses: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



e-ISSN 2302-8556

Vol. 32 No. 10
Denpasar, 26 Oktober 2022
Hal. 3046-3068

DOI:
[10.24843/EJA.2022.v32.i10.p11](https://doi.org/10.24843/EJA.2022.v32.i10.p11)

PENGUTIPAN:

Chandra, B. & Seli. (2022).
Tata Kelola Perusahaan,
Keuangan, Merger dan
Akuisisi, dan Efisiensi Modal
Manusia Sebagai Variabel
Moderasi. *E-Jurnal Akuntansi*,
32(10), 3046-3068

RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:
31 Agustus 2022
Artikel Diterima:
12 Oktober 2022

PENDAHULUAN

Penggeseran era menjadi dunia global seperti saat ini memberikan dampak perubahan drastis terhadap bidang usaha, yang umumnya mempengaruhi pada sektor ekonomi. Persaingan ketat dan luasnya dinamika pasar baru memaksa perusahaan untuk bergabung dengan perusahaan lain melalui upaya pengambilalihan agar mempercepat pengembangan perusahaan dan memperluas pangsa pasar. Merger dan akuisisi dianggap sebagai faktor utama dibalik pemulihan ekonomi global dan peningkatan integrasi pasar dunia (Nogueira & Kabbach de Castro, 2020).

Peningkatan aksi merger dan akuisisi di Indonesia merupakan hal yang harus diperhatikan, berhasil atau gagal dalam melaksanakan merger dan akuisisi akan memberikan pengaruh terhadap aktivitas bisnis pasar modal. Thompson & Kim (2020) menyatakan bahwa waktu yang diperlukan agar kesepakatan berhasil ditutup dapat memberikan informasi probabilitas tentang kemungkinan sebelumnya bahwa kesepakatan itu berhasil atau gagal. Tahap antara pengumuman dan penyelesaian kesepakatan melibatkan proses yang kompleks, serta membutuhkan mekanisme untuk mempengaruhi penyelesaian kesepakatan pengambilalihan (Kumar & Sengupta, 2020). Kesepakatan ini bisa menumbuhkan masalah keagenan antara pemilik dan tim manajemen pada perusahaan publik besar (Means, 2017). Berikut adalah Tabel notifikasi kesepakatan merger dan akuisisi tahun 2017-2021.

Tabel 1. Notifikasi Kesepakatan Merger dan Akuisisi Tahun 2017-2021

Ket.	2017	2018	2019	2020	2021
Jumlah	90	74	124	195	233

Sumber: Komisi Pengawas Persaingan Usaha

Peningkatan aksi merger dan akuisisi di Indonesia merupakan sesuatu hal yang harus diperhatikan, berhasil atau gagal saat melaksanakan merger dan akuisisi umumnya akan membawa pengaruh terhadap kegiatan usaha di Indonesia. Pada laporan tahunan Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), selama tahun 2018 jumlah transaksi merger dan akuisisi sebanyak 74 pemberitahuan, jumlah tersebut turun 17% dibandingkan tahun 2017 yang mencapai 90 pemberitahuan. Dari sisi kepemilikan, pada tahun 2018 sebanyak 67,7% transaksi dilakukan antar perusahaan domestik, 18,45% dilakukan antar perusahaan asing, dan 13,85% adalah perusahaan yang akuisisi perusahaan domestik. Keadaan tersebut dapat terjadi disebabkan perusahaan lalai atau secara sengaja tidak melaporkan aksi korporasi tersebut (Nurhayat; 2018). Pada tahun 2019, memiliki jumlah aksi sebanyak 120 notifikasi yang lebih tinggi dibandingkan tahun 2017 dan 2018. Direktur Direktorat Merger dan Akuisisi KPPU mengungkapkan peningkatan aksi tersebut dikarenakan adanya kesadaran perusahaan mengenai aturan persaingan usaha untuk melaporkan aksi merger dan akuisisi yang mewujudkan berkembangnya perekonomian di Indonesia (Rizki, 2019).

Timbulnya pandemi COVID-19 memicu krisis ekonomi yang parah dengan efek yang belum pernah dialami sebelumnya di pasar keuangan secara global. Selama kuartal pertama 2020, mengalami peningkatan ketidakpastian menyebabkan volatilitas yang signifikan pada harga saham perusahaan disemua sektor bisnis. Beberapa tahun terakhir, merger dan akuisisi lebih cenderung ke

pasar penjual, tetapi adanya COVID-19 telah mengubahnya menjadi pasar pembeli karena tersedianya aset murah dan perusahaan yang tertekan (Galpin & Mayer, 2020). Pada tahun 2021 aktivitas merger dan akuisisi telah mencapai sebanyak 233 notifikasi yang meningkat dari tahun 2020 sebanyak 195 notifikasi. Peningkatan tersebut disebabkan banyak perusahaan yang sulit untuk menahan di masa pandemi (Susanto, 2022). Oleh karena itu, masih banyak perusahaan yang mengejar kesepakatan merger dan akuisisi sebagai pertumbuhan sebagaimana mengubah krisis menjadi peluang (Tampakoudis *et al.*, 2021).

Terdapat kasus dari perusahaan publik yang melakukan *merger* dengan pembentukan perusahaan baru. Salah satunya adalah Gojek dan Tokopedia secara resmi memberitakan gabungan grup GoTo pada 17 Mei 2021. Pembentukan tersebut merupakan kolaborasi terbesar pada dua perusahaan yang berbasis layanan digital dan *e-commerce* di Indonesia. Pembagian kepemilikan saham GoTo sebanyak 58% saham dimiliki oleh Gojek, sedangkan 42% saham yang tersisa dimiliki oleh Tokopedia (Andi, 2021). Kedua perusahaan tersebut memiliki latar belakang bisnis yang berbeda namun saling melengkapi untuk menghasilkan dampak yang signifikan kepada seluruh pemangku kepentingan. Kehadiran GoTo membantu nilai valuasi dan meningkatkan penguasaan pasar ekonomi Indonesia (Putra, 2021). GoTo secara finansial dan sumber daya semakin kuat mampu mengembangkan layanan yang lebih baik bagi para pengguna (Rosendar, 2021). GoTo juga memiliki sisi negatif yang berdampak pada usaha kecil *start up* yang mulai berdiri dan ikut bersaing di *e-commerce*. Selain itu, kepemilikan saham dikuasai oleh investor asing sebesar 81,43% pada April 2022 (Gumilar, 2022). Hal ini merupakan potensi dalam jangka panjang yang meraih keuntungan melimpah, namun tidak bisa mengetahui arus uang atas keuntungan akan mengalir kembali menjadi siklus ekonomi dalam negeri atau mengalirkan uang ke luar negeri.

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.22 atas pengaturan kombinasi bisnis menjelaskan bahwa kombinasi bisnis bisa berupa merger ketika penggabungan suatu usaha melalui cara mengambil alih pada perusahaan lain sehingga eksistensi sebagai badan hukum akan hilang bersama aktivitas usaha akan dilanjutkan oleh perusahaan yang mengambil alih. Sedangkan kombinasi bisnis berupa akuisisi ketika suatu perusahaan dalam pengaturan yang sama, mendapat pengendalian atas perusahaan lain, dan mempunyai hak atas aset dan kewajiban terkait operasi bersama dalam kombinasi bisnis. Merger dan akuisisi merupakan penciptaan sinergi, kompetensi baru, dan diversifikasi risiko usaha yang memperkuat pertumbuhan perusahaan dan meningkatkan profitabilitas perusahaan (Tampakoudis *et al.*, 2018). Namun, jika perusahaan yang mengakuisisi memiliki tingkat relevan yang sangat rendah dengan perusahaannya sendiri atau tidak dapat secara efektif mengintegrasikan sumber daya dari perusahaan yang diakuisisi, maka setelah mengakuisisi perusahaan akan sulit untuk diintegrasikan.

Merger dan akuisisi dapat memberikan hasil positif jika perusahaan pengakuisisi membawa praktik tata kelola perusahaan yang lebih baik ke perusahaan target tata kelola perusahaan yang lebih rendah (Awan *et al.*, 2020). Tata kelola perusahaan yang baik tidak hanya bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham, tetapi juga efektif dalam melindungi kepentingan masyarakat (Zheng *et al.*, 2021). Tata kelola perusahaan dapat

ditingkatkan jika memberi pemegang saham dengan peran yang lebih besar dalam memantau praktik manajemen, sehingga membuat perusahaan lebih menarik calon pemegang saham (Al Sartawi & Sanad, 2019). Mekanisme tata kelola perusahaan yang baik diintensifkan untuk melindungi hak pemegang saham yang mengarahkan perusahaan secara efisien (Cucari, 2019).

Merger dan akuisisi membutuhkan pengeluaran terkait erat dengan pembiayaan eksternal dan pasar obligasi memberikan saluran keuangan untuk perusahaan (Xu *et al.*, 2021). Transaksi merger dan akuisisi bergantung pada tata kelola perusahaan yang baik, alokasi dana yang efisien dalam pasar keuangan, dan penegakan kontrak (Chen *et al.*, 2017). Mengakuisisi perusahaan harus memiliki kekuatan sumber daya keuangan sebelum melakukan upaya pengambilalihan tersebut (Awan *et al.*, 2020). Choi & Szewczyk (2018) menyatakan kekuatan keuangan perusahaan cenderung dapat meningkatkan perusahaan terhadap merger dan akuisisi secara skala besar.

Selain insentif keuangan yang mendorong merger dan akuisisi, modal manusia menjadi keputusan manajemen mengenai sumber daya manusia selama melakukan merger dan akuisisi (McKinney *et al.*, 2017). Modal manusia bertanggung jawab untuk mengubah modal berwujud dan keuangan menjadi nilai tambah dan kekayaan. Modal manusia tidak hanya dianggap sebagai sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan hanya karena kompetensinya, tetapi juga dikarenakan kapasitas yang memberikan solusi atas dilema manajerial (Delery & Roumpi, 2017). Efisiensi modal manusia berkontribusi untuk meningkatkan keahlian pengelola dana yang memiliki dampak dalam ekspansi perusahaan (Hasnaoui *et al.*, 2021).

Penelitian sebelumnya yang diteliti oleh Awan *et al.* (2020) menggunakan variabel independen yang terdiri ukuran dewan direksi, dualitas CEO, direktur non-eksekutif independen, pemegang saham institusional, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan asing, ukuran perusahaan, kepemilikan kas, umur perusahaan, aset tidak berwujud, *tobin's q*, pemanfaatan kapasitas, intensitas iklan, *leverage*, dan dividen tunai. Keterbatasan pada penelitian sebelumnya adalah tidak dapat menguji variabel kepemilikan asing karena telah dihapus dari analisis akhir. Dengan keterbatasan penelitian sebelumnya, maka penelitian ini akan menggunakan variabel ukuran dewan direksi, pemegang saham institusional, kepemilikan asing, kepemilikan kas, dividen tunai sebagai variabel independen untuk memperluas penelitian ini. Selain itu, penulis menambahkan efisiensi modal manusia sebagai variabel moderasi, dimana sebelumnya belum ada yang melakukan penelitian tersebut. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan dan keuangan perusahaan terhadap merger dan akuisisi jika dimoderasi oleh efisiensi modal manusia.

Pada dasarnya merger dan akuisisi hanya mengacu pada gabungan antara dua atau lebih perusahaan menjadi satu kesatuan. Menurut Ernest dan Young (1994), *merger* didefinisikan sebagai penggabungan dua atau lebih perusahaan baik secara sukarela atau dipaksakan. Merger dan akuisisi merupakan keputusan strategis yang diambil untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan melalui berbagai rute yang memaksimalkan pendapatan dan meminimalkan biaya (Sahu & Agarwal, 2017). Merger dan akuisisi juga sebagai salah satu cara paling efektif untuk memperkuat perusahaan karena mengendalikan manajemen perusahaan

yang diakuisisi melalui kedisiplinan (Fukuda, 2020). Merger dan akuisisi sebagai sumber penting dari pengetahuan baru, kemampuan yang terpisah, serta membentuk rutinitas baru dari pembangkitan pengetahuan eksternal dan meningkatkan kinerja perusahaan (Kiisk & Rungi, 2020).

Teori yang mendasari merger dan akuisisi adalah teori *corporate control*. Teori *corporate control* merupakan teori yang menjelaskan tindakan untuk menentukan pengelolaan sumber daya perusahaan (Fama & Jensen, 1983). *Corporate control* memberikan kepada pemegang saham kekuasaan dan perlindungan dengan kepentingan mereka dalam urusan perusahaan (Manne, 1965). Tata kelola perusahaan dapat meningkatkan pengambilan keputusan melalui hubungannya dengan teori keagenan. Jika suatu perusahaan memiliki biaya keagenan yang tinggi, maka lebih banyak peluang diakuisisi oleh perusahaan lain (Jensen & Ruback, 1983). Perusahaan yang beroperasi dibawah potensi mereka atau memiliki efisiensi yang rendah cenderung diakuisisi oleh perusahaan yang lebih efisien untuk mencapai peningkatan efisiensi perusahaan dan memiliki kemampuan manajerial untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Dikko *et al.*, 2018).

Ukuran dewan direksi sebagai salah satu komponen penting dalam mekanisme tata kelola perusahaan yang mengawasi implementasi perusahaan dan mewujudkan perusahaan dikelola dengan baik oleh manajer (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Ukuran dewan direksi dianggap sebagai lembaga untuk mengurangi efek masalah keagenan antara pemilik dan manajer (Kao *et al.*, 2019). Tampakoudis *et al.* (2018) menyatakan bahwa ukuran dewan direksi memainkan peran penting dalam efektivitas dewan. Pemegang saham institusional adalah kelompok khusus pemegang saham melalui kepemilikan saham yang relatif lebih banyak dan pemungutan suara yang lebih besar (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Pemegang saham institusional mempertimbangkan risiko dan pengembalian dengan investasi mereka di perusahaan yang lebih bertanggung jawab (Bose *et al.*, 2017). Peningkatan pemegang saham institusional akan berkontribusi pada pemantauan yang efektif dibawah sistem yang berorientasi pada pemangku kepentingan (Sakawa & Watanabel, 2020). Kepemilikan asing yang lebih besar umumnya dikaitkan dengan pengaruh yang lebih kuat daripada praktik asing (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Kepemilikan asing memiliki pandangan yang berorientasi pada pemegang saham, berbeda dengan pemegang saham domestik yang memiliki pandangan berorientasi pada pemangku kepentingan (Sakawa & Watanabel, 2020). Kepemilikan asing dianggap sebagai salah satu elemen terpenting di pasar modal, yang memberikan manfaat kepada perusahaan dengan kemampuan pemantauan internal maupun eksternal (Nogueira & Kabbach de Castro, 2020).

Kepemilikan kas merupakan komponen strategis dari keuangan perusahaan. Perusahaan akan meningkatkan kepemilikan kas sebagai cara melindungi perusahaan terhadap ketidakpastian masa depan (Chireka & Fakoya, 2017). Perusahaan tidak menargetkan tingkat kepemilikan kas yang optimal, tetapi kepemilikan kas perusahaan sebagai fungsi dari keputusan investasi dan perdanaan (Alipour, 2021). Tingkat kas yang tinggi dapat memberikan lebih banyak keleluasan kepada manajer dan meningkatkan merger dan akuisisi pada perusahaan (Awan *et al.*, 2020). Pembayaran dividen menjadi keputusan dewan

yang penting (Sanan, 2019). Dividen tunai dapat digunakan sebagai pengganti perlindungan hukum pemegang saham di perusahaan dengan lingkungan hukum yang buruk untuk memperlakukan yang baik dari investor melalui kebijakan dividen (Karim & Ilyas, 2021).

Efisiensi modal manusia termasuk salah satu komponen *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC). Efisiensi modal manusia merupakan pengetahuan, keahlian, ide-ide inovatif, dan kemampuan karyawan untuk memecahkan masalah dalam perusahaan (Edvinsson & Malone, 1997). Selain itu, efisiensi modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan kemampuan untuk menemukan solusi dan menarik sumber daya yang meningkatkan efektivitas dan efisiensi perusahaan (Battisti *et al.*, 2022). Dengan adanya efisiensi modal manusia, memungkinkan manajemen untuk memanfaatkan potensi efisiensi penciptaan nilai sumber daya perusahaan.

Ukuran dewan direksi merupakan komponen penting dari potensi pengambilalihan sebagai konsentrasi kepemilikan di tangan pemegang saham dan lingkungan kelembagaan yang lemah memungkinkan pemegang saham mayoritas untuk mempengaruhi keputusan merger dan akuisisi (Sanan, 2019). Literatur tentang teori keagenan mendukung gagasan bahwa misi utama dewan direksi adalah untuk memonitor perilaku manajer (Fama & Jensen, 1983). Perusahaan dengan jumlah sedikit anggota dewan direksi memiliki kemampuan merger dan akuisisi yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang lebih banyak jumlah direktur (Awan *et al.*, 2020). Ukuran dewan direksi kecil mengarah pada pengambilan keputusan yang lebih tepat, karena memiliki komunikasi yang lebih baik dan pemantauan yang efektif (Chu *et al.*, 2016). Ukuran dewan direksi yang kecil diasosiasikan dengan tata kelola perusahaan yang baik dan pengawasan yang efektif memungkinkan perusahaan dalam mengejar target merger dan akuisisi (Teti *et al.*, 2017). Sehingga, ukuran dewan direksi berperan penting dalam memantau manajemen dan mengurangi masalah keagenan manajer dan pemegang saham, dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Kao *et al.*, 2019). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Peng *et al.* (2013), Chu *et al.* (2016), Tampakoudis *et al.* (2021), dan Thraya *et al.* (2019). Sedangkan, hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Awan *et al.* (2020) dan Teti *et al.* (2017) yang tidak memiliki pengaruh signifikan.

H₁: Ukuran dewan direksi berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Perusahaan publik mengharap adanya pemantauan efektif dengan ruang lingkup yang berorientasi pada pemegang saham. Efek tingkat perusahaan dengan pengembalian yang lebih tinggi diperoleh perusahaan yang memiliki pemegang saham institusional (Awan *et al.*, 2020). Tata kelola perusahaan yang memiliki perlindungan pemegang saham yang relatif lebih kuat secara ekonomi akan menghasilkan efek positif pada merger dan akuisisi (Albuquerque *et al.*, 2019). Pemegang saham institusional cenderung melakukan investasi pada saham perusahaan dengan struktur tata kelola perusahaan yang baik untuk mengurangi biaya pemantauan (Al Sartawi & Sanad, 2019). Meskipun beberapa pemegang saham institusional mengutamakan kepentingan mereka yang hanya memandang keuntungan jangka pendek di perusahaan berinvestasi, akan tetapi mayoritas pemegang saham institusional memperhatikan kinerja jangka panjang yang dapat

ditingkatkan melalui praktik manajemen yang baik (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Tingginya kehadiran pemegang saham institusional bertindak sebagai mekanisme tata kelola perusahaan alternatif untuk mengawasi manajer dan pemegang saham, yang menyebabkan peningkatan tata kelola perusahaan dari perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi (Zhou *et al.*, 2016). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Awan *et al.* (2020), Zhou *et al.* (2016), Thraya *et al.* (2019), dan Andriosopoulos and Yang (2015).

H₂: Pemegang saham institusional berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Investasi asing telah menjadi elemen penting dalam pasar keuangan di beberapa tahun terakhir (Albuquerque *et al.*, 2019). Tidak sedikit perusahaan di negara berkembang seperti Indonesia yang kebanyakan dipengaruhi oleh praktik manajemen gaya barat (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Merger dan akuisisi secara bertahap dan terus meningkat dengan melibatkan investor asing (Sahu & Agarwal, 2017). Kao *et al.* (2019) mengungkapkan bahwa peran kepemilikan asing mirip dengan pemegang saham institusional. Kepemilikan asing memiliki hubungan yang lebih sedikit dengan orang dalam daripada pemegang saham institusional, maka dapat memantau orang dalam secara lebih efektif. Kepemilikan asing memiliki dampak besar pada kinerja perusahaan dalam aktivitas merger dan akuisisi. Adanya kepemilikan asing akan memberikan keunggulan, kemajuan teknologi, nama merek dan sumber daya tidak berwujud, sehingga mengarahkan ke pertumbuhan yang lebih tinggi pada perusahaan (Awan *et al.*, 2020). Perusahaan dengan kepemilikan asing yang lebih besar cenderung mendukung struktur insentif jangka panjang yang lebih tinggi untuk kompensasi eksekutif (Sakawa & Watanabel, 2020). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Andriosopoulos & Yang (2015), Li *et al.* (2021), dan Chittoor *et al.* (2015).

H₃: Kepemilikan asing berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Perusahaan dengan memiliki cadangan kas yang cukup dapat menikmati sejumlah strategi seperti penebusan obligasi dan utang, membayar dividen tunai, pembelian kembali saham atau akuisisi perusahaan lain (Nerantzidis, 2018). Perusahaan menjadi lebih mampu untuk mengakuisisi perusahaan lain melalui opsi pembayaran secara tunai. Dengan adanya peluang investasi yang tinggi, maka perusahaan akan menyimpan lebih banyak uang tunai untuk menurunkan pembiayaan investasi, dikarenakan dana yang dihasilkan secara internal lebih murah daripada pembiayaan pasar modal (Chireka & Fakoya, 2017). Selain itu, perusahaan yang melakukan investasi akan menyimpan lebih banyak kas agar dapat meningkatkan nilai perusahaan (Dogru & Sirakaya-Turk, 2018). Cadangan kas yang cukup bisa membawakan lebih banyak keleluasaan kepada manajer dalam membangun perusahaan karena sumber daya yang ditingkatkan. Kas yang bertambah banyak melalui kinerja yang baik memberikan dampak positif pada perusahaan (Vasilakopoulos *et al.*, 2018). Hal ini menandakan manajemen berkualitas baik dalam melakukan merger dan akuisisi untuk kepentingan perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan kas dapat membawa dampak positif pada kinerja perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi (Awan *et al.*, 2020). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Peng *et al.* (2013). Sedangkan, hasil

ini bertolak belakang dengan penelitian Awan *et al.* (2020) yang tidak memiliki pengaruh signifikan.

H₄: Kepemilikan kas berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Dividen tunai merupakan bagian yang penting bagi pemegang saham dan calon investor dalam menunjukkan keuntungan yang diperoleh perusahaan (Kao *et al.*, 2019). Perubahan dividen terkait dengan perubahan laba perusahaan pada perusahaan yang mengakuisisi melalui merger dan akuisisi (Dereeper & Turki, 2016). Manajer menjadikan dividen sebagai alat untuk memberikan informasi kepada pemegang saham serta keuangan perusahaan ke pasar modal (Sanan, 2019). Untuk meningkatkan kompensasi perusahaan, manajer mengeluarkan dividen tunai untuk mengurangi kepemilikan kas dibawah kendali manajemen dan dapat mengurangi konflik keagenan (Karim & Ilyas, 2021). Penggunaan dividen akan bertambah cepat meningkatkan modal melalui biaya yang relatif rendah pada saat dibutuhkan dengan mengurangi pembayaran dividen (Chireka & Fakoya, 2017). Perusahaan dengan pembayaran dividen rendah cenderung mengalami peningkatan merger dan akuisisi (Awan *et al.*, 2020). Glamboosky *et al.* (2020) mengungkapkan aktivitas pengambilalihan dengan pembayaran dividen mengarah pada peningkatan kinerja merger dan akuisisi. Penelitian ini sejalan dengan Glamboosky *et al.* (2020). Sedangkan, hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Awan *et al.* (2020) yang tidak memiliki pengaruh signifikan.

H₅: Dividen tunai berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Efisiensi modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan kemampuan untuk menemukan solusi dan menarik sumber daya yang meningkatkan efektivitas dan efisiensi perusahaan (Battisti *et al.*, 2022). Mekanisme tata kelola perusahaan memiliki hubungan yang kuat dengan efisiensi modal manusia (Buallay *et al.*, 2019). Ukuran dewan direksi merupakan salah satu faktor penentu yang penting dalam keputusan perusahaan. Ukuran dewan direksi dijadikan sebagai langkah untuk mengurangi biaya agensi dan berkontribusi pada pembangunan ekonomi perusahaan. Para pengambil keputusan yang mengendalikan tata kelola perusahaan memiliki tanggung jawab untuk mengelola dan memanfaatkan sepenuhnya efisiensi modal manusia (Dalwai & Mohammadi, 2020). Untuk memahami potensi jangka panjang dari perusahaan, dewan direksi perlu pengalaman yang diukur melalui investasi sumber daya manusia sebagai komponen penting dari efisiensi modal manusia (Dalwai & Salehi, 2021). Faktor manusia merupakan elemen yang penting dan berpengaruh untuk merger dan akuisisi (Gulia & Singhal, 2020). Karyawan yang didelegasikan dengan tanggung jawab penting selama proses perubahan, serta orang-orang yang diizinkan untuk berpartisipasi dalam proses pengambilan keputusan merger dan akuisisi cenderung lebih diberdayakan dan semangat untuk melakukan tugas mereka (Thakur *et al.*, 2016). Pelatihan dan pengembangan manajer dan karyawan sebagai hal yang penting dalam keberhasilan merger dan akuisisi.

H₆: Efisiensi modal manusia memperkuat hubungan ukuran dewan direksi dan merger dan akuisisi.

Modal manusia dikaitkan dengan pengetahuan karyawan yang memiliki kemampuan untuk memberikan pengetahuan yang bermanfaat bagi perusahaan (Buallay *et al.*, 2019). Tata kelola perusahaan memainkan peran penting dalam mengurangi tantangan yang dihadapi perusahaan dan meningkatkan persepsi

pemegang saham terhadap perusahaan (Dalwai & Salehi, 2021). Pemegang saham institusional sebagai tata kelola perusahaan internal untuk menjadikan merger dan akuisisi yang lebih baik (Awan *et al.*, 2020). Melalui sumber daya manusia yang efektif dapat mendukung pemegang saham institusional yang menonjol dari merger dan akuisisi untuk berkembang dan tumbuh dalam ekonomi global (Gulia & Singhal, 2020). Pemegang saham institusional memberikan peningkatan kinerja keuangan pada perusahaan, dan memiliki insentif untuk memantau perusahaan yang mereka miliki (Al Sartawi & Sanad, 2019). Semakin baik efisiensi perlindungan investor dan pemegang saham dari perusahaan, semakin besar kemungkinan saham dan peningkatan premi secara efektif memotivasi merger dan akuisisi (McKinney *et al.*, 2017). Maka dari itu, efisiensi modal manusia dalam pengambilalihan manajemen dapat membantu pemegang saham dalam meningkatkan kinerja merger dan akuisisi.

H₇: Efisiensi modal manusia memperkuat hubungan pemegang saham institusional dan merger dan akuisisi.

Nyberg *et al.* (2014) menunjukkan bahwa modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berharga, langka, dan tidak dapat diganti dalam sumber daya perusahaan. Struktur kepemilikan memainkan peran penting dalam pemantauan manajemen perusahaan, dimana kepemilikan asing mendorong pengungkapan informasi perusahaan. Kepemilikan asing merupakan investor penting dalam perusahaan dengan kekuatan untuk menuntut informasi yang lebih luas, karena pemisahan geografis dan budaya mereka dari manajemen (Baba & Baba, 2021). Gulia & Singhal (2020) menyatakan tingkat keberhasilan dan kegagalan merger dan akuisisi tergantung dan dipengaruhi oleh identitas budaya perusahaan. Budaya ini dikembangkan oleh karyawan dan sumber daya manusia dari waktu ke waktu melalui atribut dan karakteristik. Pelindungan sumber daya manusia menghasilkan investasi yang lebih besar dalam membantu kepemilikan asing mengutamakan kepentingan strategis untuk mencapai tujuan dan profitabilitas jangka panjang (Díaz-Díaz & De Saá-Pérez, 2015). Perusahaan dengan porsi kepemilikan asing yang lebih tinggi, mengharapkan sumber daya manusia untuk mengungkapkan lebih banyak informasi perusahaan. Karyawan yang mengalami perubahan struktur perlu memahami peran yang diharapkan dan dipersiapkan dengan lebih baik agar dapat mengembangkan perusahaan dalam aktivitas merger dan akuisisi (Thakur *et al.*, 2016).

H₈: Efisiensi modal manusia memperkuat hubungan kepemilikan asing dan merger dan akuisisi.

(Díaz-Díaz & De Saá-Pérez, 2015) mengungkapkan relatif mudah untuk berkomitmen pada penciptaan basis sumber daya manusia dengan mengalokasikan sumber daya keuangan untuk melatih pada kinerja perusahaan. Perusahaan dengan keadaan khusus harus memutuskan tingkat kepemilikan kas mereka. Perusahaan yang kecil lebih berisiko, maka perlunya manajer yang menghindari risiko dengan modal manusia yang tidak dapat didiversifikasi cenderung menyimpan lebih banyak uang tunai untuk menghindari jika terjadi masalah (Shah & Shah, 2016). Perusahaan menghabiskan lebih banyak modal untuk merger dan akuisisi yang dianggap berisiko, sehingga memerlukan komitmen sumber daya manusia yang tinggi (Alipour, 2021). Sumber daya manusia juga disebut sebagai aset hidup perusahaan, karena memberikan

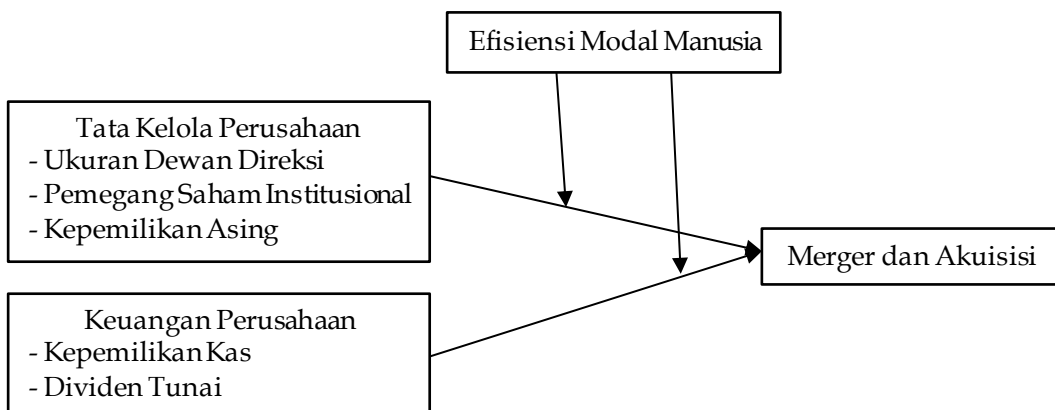
wawasan berharga mengenai kendala yang dihadapi merger dan akuisisi (Gulia & Singhal, 2020).

H₉: Efisiensi modal manusia memperkuat hubungan kepemilikan kas dan merger dan akuisisi.

Modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan kemampuan untuk menemukan solusi dan menarik sumber daya yang meningkatkan efektivitas dan efisiensi dalam kebijakan dividen perusahaan (Battisti *et al.*, 2021). Modal manusia memiliki kemampuan mempengaruhi pengelolaan sumber daya untuk menerapkan investasi yang menguntungkan terhadap keputusan keuangan perusahaan (Battisti *et al.*, 2022). Dividen tunai sebagai pengganti perlindungan hukum pemegang saham di perusahaan dengan lingkungan yang buruk untuk perlakuan yang baik dari investor melalui kebijakan dividen (Karim & Ilyas, 2021). Relatif terhadap perusahaan dengan kas yang tidak cukup, perusahaan dengan kas yang cukup dapat membayar dividen tunai yang tinggi untuk dapat mengurangi kepemilikan kas (Khan *et al.*, 2021). Perusahaan dengan meningkatkan efisiensi modal manusia dalam melakukan pembayaran dividen dapat menyesuaikan kepentingan antara pemegang saham dan manajer yang megarah pada nilai perusahaan (Goebel, 2019). Sehingga, kinerja dan produktivitas yang tinggi akan menghasilkan kenaikan dividen dalam merger dan akuisisi (McKinney *et al.*, 2017).

H₁₀: Efisiensi modal manusia memperkuat hubungan dividen tunai dan merger dan akuisisi.

Berikut merupakan gambar kerangka pemikiran yang menjelaskan hubungan masing-masing variabel dalam menguji hipotesis.



Gambar 1. Model Penelitian

Sumber: Data Penelitian, 2022

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2017-2021. Teknik yang dijadikan sebagai pengambilan sampel yaitu *purposive sampling*. Sampel perusahaan yang diambil merupakan perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi yang terdaftar di Komisi Pengawasan Persaingan Usaha (KPPU). Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan selama periode 2017-2021.

Tabel 1. Pengukuran Variabel Operasional

Variabel	Pengukuran	Sumber
Merger dan Akuisisi	Variabel <i>dummy</i> , kode 1 adalah perusahaan melakukan aktivitas merger dan akuisisi, sedangkan kode 0 menunjukkan perusahaan tidak melakukan aktivitas merger dan akuisisi	Awan <i>et al.</i> (2020)
Ukuran Dewan Direksi	Jumlah anggota dewan direktur	Kao <i>et al.</i> (2019)
Pemegang Saham Institusional	Jumlah saham institusional/total saham yang beredar	Awan <i>et al.</i> (2020)
Kepemilikan Asing	Jumlah saham yang dimiliki asing/total saham yang beredar	Kao <i>et al.</i> (2019)
Kepemilikan Kas	Kas dan setara kas/total aset	Karim & Ilyas (2021)
Dividen Tunai	Dividen per saham/labap per saham	Awan <i>et al.</i> (2020)
Efisiensi Modal Manusia	Nilai tambah/total gaji dan upah Nilai tambah = laba operasi + total beban karyawan	Ramírez <i>et al.</i> (2021)

Adapun estimasi regresi model regresi logistik untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut.

$$MA = \beta_0 + \beta_1 BSIZE + \beta_2 INST + \beta_3 FO + \beta_4 CH + \beta_5 CD + e \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- MA = Merger dan Akuisisi
- BSIZE = Ukuran Dewan Direksi
- INST = Pemegang Saham Institusional
- FO = Kepemilikan Asing
- CH = Kepemilikan Kas
- CD = Dividen Tunai
- e = Error

Sedangkan estimasi *moderated regression analysis* (MRA) atau uji regresi dengan variabel moderasi untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut

$$MA = \beta_1 BSIZE + \beta_2 INST + \beta_3 FO + \beta_4 CH + \beta_5 CD + \beta_6 BSIZEHCE + \beta_7 INSTHCE + \beta_8 FOHCE + \beta_9 CHHCE + \beta_{10} CDHCE + e \dots \dots \dots (2)$$

- MA = Merger dan Akuisisi
- BSIZE = Ukuran dewan direksi
- INST = Pemegang Saham Institusional
- FO = Kepemilikan Asing
- CH = Kepemilikan Kas
- CD = Dividen Tunai
- BSIZEHCE = Ukuran dewan direksi*Efisiensi modal manusia
- INSTHCE = Pemegang Saham Institusional*Efisiensi modal manusia
- FOHCE = Kepemilikan Asing*Efisiensi modal manusia
- CHHCE = Kepemilikan Kas*Efisiensi modal manusia
- CDHCE = Dividen Tunai*Efisiensi modal manusia
- e = Error

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini terdapat 75 perusahaan dengan 375 data penelitian selama periode 2017-2021. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel pada model I, ditemukan ada data outlier sebanyak 58 data, sehingga jumlah data yang memenuhi kriteria sampel pengujian pada penelitian selanjutnya adalah sebanyak 317 data. Pada model II, ditemukan ada data outlier sebanyak 72 data, sehingga jumlah data yang memenuhi kriteria sampel pengujian pada penelitian selanjutnya adalah sebanyak 303 data. Data yang telah diperoleh akan diolah menggunakan aplikasi SPSS versi 25.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BSIZE	317	2	12	6,0189	2,3438
INST	317	0,1572	0,9998	0,8900	0,1541
FO	317	0,0002	0,9967	0,3503	0,2973
CH	317	0,0026	0,6896	0,1008	0,1027
CD	317	-0,0482	1,4542	0,2463	0,2999

Sumber: Data Penelitian, 2022

Hasil uji statistik deskriptif pada Tabel 2, mengungkapkan bahwa ukuran dewan direksi mempunyai rata-rata sebesar 6 orang yang berarti sesuai ketentuan keanggotaan direksi yang sebagaimana diatur dalam Peraturan Jasa Keuangan No. 33/PJOK.4/2014 yang membahas tentang bahwa perusahaan harus memiliki minimal 2 anggota direksi. Pemegang saham institusional dengan rata-rata sebesar 89% menunjukkan bahwa pemegang saham institusi memiliki pengaruh komposisi besar pada perusahaan. Nilai rata-rata kepemilikan asing adalah 0,3503 dan 0,3694 yang menjelaskan investor asing melakukan penanaman modal dengan tingkat sebesar 35,03% dan 36,94% pada perusahaan di dalam negeri.

Kepemilikan kas memiliki nilai rata-rata sebesar 10% yang menunjukkan perusahaan memiliki cadangan kas yang cukup digunakan untuk mengatasi permasalahan dalam menjalankan operasional perusahaan. Nilai rata-rata dividen tunai adalah sebesar 0,25 yang menjelaskan bahwa sebanyak 25% dilakukan pembagian dividen, sedangkan sisa 75% dijadikan sebagai laba ditahan.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif Merger dan Akuisisi

	Observed	Predicted		Percentage Correct	
		M&A			
		0.0	1.0		
Step 1	Merger dan Akuisisi	0,0	251	3	98,8
		1,0	60	3	4,8
	Overall Percentage				80,1

Sumber: Data Penelitian, 2022

Pada Tabel 3, menunjukkan kode 1 adalah perusahaan melakukan aktivitas merger dan akuisisi dengan jumlah sebanyak 63. Kode 0 menunjukkan perusahaan tidak melakukan aktivitas merger dan akuisisi dengan jumlah sebanyak 254. Nilai *overall percentage* 80,1, yang artinya kekuatan prediksi dari regresi untuk memprediksi kemungkinan perusahaan melakukan aktivitas merger dan akuisisi adalah sebesar 80,1%.

Tabel 4. Hasil Koefisien Determinasi

Model	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	0,133	0,211
2	0,133	0,183

Sumber: Data Penelitian, 2022

Hasil uji koefisien determinasi yang ditampilkan pada Tabel 4 model 1, memiliki nilai *Nagelkerke R Square* 0,211, yang menunjukkan variabel independen yang mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 21,1%, sisa 78,9% dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Sedangkan model 2 memiliki nilai *Nagelkerke R Square* 0,183, yang menunjukkan variabel independen dan moderasi mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 18,3%, sisa 81,7% dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Tabel 5. Hasil Hipotesis

Model	Variabel	Koefisien	Sig	Kesimpulan	Keterangan
1	BSize	0,135	0,032	Signifikan	H ₁ diterima
	INST	11,712	0,001	Signifikan	H ₂ diterima
	FO	1,020	0,041	Signifikan	H ₃ diterima
	CH	1,060	0,475	Tidak Signifikan	H ₄ ditolak
	CD	-0,522	0,327	Tidak Signifikan	H ₅ ditolak
2	BSize*HCE	0,008	0,838	Tidak Signifikan	H ₆ ditolak
	INST*HCE	3,757	0,043	Signifikan	H ₇ diterima
	FO*HCE	0,097	0,744	Tidak Signifikan	H ₈ ditolak
	CH*HCE	-2,165	0,054	Tidak Signifikan	H ₉ ditolak
	CD*HCE	0,576	0,034	Signifikan	H ₁₀ diterima

Sumber: Data Penelitian, 2022

Hasil uji hipotesis pada Tabel 5 menunjukkan ukuran dewan direksi memiliki nilai koefisien sebesar 0,135 yang artinya setiap variabel ukuran dewan direksi naik satu-satuan, maka variabel merger dan akuisisi naik sebesar 0,135 dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain dari model regresi adalah dependen. Variabel ukuran dewan direksi memiliki nilai signifikan sebesar 0,032. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari nilai 0,05 maka H₁ diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Ukuran dewan direksi sebagai salah satu komponen penting dalam mekanisme tata kelola perusahaan yang mengawasi implementasi perusahaan dan mewujudkan perusahaan dikelola dengan baik oleh manajer (Qa'dan & Suwaidan, 2019). Ukuran dewan direksi yang kecil diasosiasikan dengan tata kelola perusahaan yang baik dan pengawasan yang efektif memungkinkan perusahaan dalam mengejar target merger dan akuisisi (Teti *et al.*, 2017). Hal tersebut menunjukkan ukuran dewan direksi memiliki peran yang lebih efektif untuk tata kelola yang baik dalam meningkatkan kinerja merger dan akuisisi (Thraya *et al.*, 2019). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Peng *et al.* (2013), Chu *et al.* (2016), Tampakoudis *et al.* (2021), Thraya *et al.* (2019), dan bertolak belakang dengan penelitian Awan *et al.* (2020) dan Teti *et al.* (2017).

Pemegang saham institusional memiliki nilai koefisien sebesar 11,712 yang artinya setiap variabel pemegang saham institusional naik satu-satuan, maka variabel merger dan akuisisi naik sebesar 11,712 dengan asumsi bahwa variabel

independen yang lain dari model regresi adalah dependen. Variabel pemegang saham institusional memiliki nilai signifikan sebesar 0,001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari nilai 0,05 maka H_2 diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pemegang saham institusional berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Pemegang saham institusional adalah kelompok khusus pemegang saham melalui kepemilikan saham yang relatif lebih banyak dan pemungutan suara yang lebih besar (Abu Qa'dan & Suwaidan, 2019). Awan *et al.* (2020) menjelaskan pemegang saham institusional menggunakan pengalaman dan keahlian mereka yang dapat meningkatkan pengambilan keputusan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan pendapat ahli dan pemahaman yang lebih baik dapat mendorong lebih banyak kesepakatan merger dan akuisisi (Andriosopoulos and Yang, 2015). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Awan *et al.* (2020), Zhou *et al.* (2016), Thraya *et al.* (2019), dan Andriosopoulos and Yang (2015).

Kepemilikan asing memiliki nilai koefisien sebesar 1,020 yang artinya setiap variabel kepemilikan asing naik satu-satuan, maka variabel merger dan akuisisi naik sebesar 1,020 dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain dari model regresi adalah dependen. Variabel kepemilikan asing memiliki nilai signifikan sebesar 0,041. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari nilai 0,05 maka H_3 diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Kepemilikan asing dianggap sebagai salah satu elemen terpenting di pasar modal, yang memberikan manfaat kepada perusahaan dengan kemampuan pemantauan internal maupun eksternal (Nogueira & Kabbach de Castro, 2020). Li *et al.* (2021) dengan hasil penelitian yang sama menjelaskan kepemilikan asing memiliki pengalaman akuisisi perusahaan asing yang dapat mempersingkat waktu yang dibutuhkan untuk menyelesaikan kesepakatan pengambilalihan. Oleh karena itu, kepemilikan asing memiliki efek positif yang kecenderungan pada merger dan akuisisi dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Andriosopoulos & Yang (2015), Li *et al.* (2021), dan Chittoor *et al.* (2015).

Kepemilikan kas memiliki nilai koefisien sebesar 1,060 yang artinya setiap variabel kepemilikan kas naik satu-satuan, maka variabel merger dan akuisisi naik sebesar 1,060 dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain dari model regresi adalah dependen. Variabel kepemilikan kas memiliki nilai signifikan sebesar 0,475. Karena nilai signifikansi lebih besar dari nilai 0,05 maka H_4 ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan kas tidak berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Kepemilikan kas merupakan komponen strategis dari keuangan perusahaan. Perusahaan akan meningkatkan kepemilikan kas sebagai cara melindungi perusahaan terhadap ketidakpastian masa depan (Chireka & Fakoya, 2017). Awan *et al.* (2020) mengungkapkan kepemilikan kas yang cukup membantu perusahaan dalam menikmati berbagai keuntungan seperti obligasi, membayar dividen tunai, membeli kembali saham, atau akuisisi perusahaan lain. Namun, dengan tidak adanya pembatasan penggunaan modal tersebut, perusahaan bisa menjadi kurang hati-hati dalam menerima transaksi merger dan akuisisi yang mengurangi nilai. Disisi lain, kepemilikan kas yang tinggi dapat memberikan kesempatan kekuasaan di tangan manajer untuk membangun pengendalian pribadi. Hasil penelitian ini sejalan

dengan penelitian Awan *et al.* (2020). Sedangkan, hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Peng *et al.* (2013) yang menyatakan kepemilikan kas berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Dividen tunai memiliki nilai koefisien sebesar -0,522 yang artinya setiap variabel dividen tunai naik satu-satuan, maka variabel merger dan akuisisi turun sebesar 0,522 dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain dari model regresi adalah dependen. Variabel dividen tunai memiliki nilai signifikan sebesar 0,327. Karena nilai signifikansi lebih besar dari nilai 0,05 maka H_5 ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dividen tunai tidak berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi. Dividen tunai digunakan sebagai pengganti perlindungan hukum pemegang saham di perusahaan dengan lingkungan hukum yang buruk untuk memperlakukan yang baik dari investor melalui kebijakan dividen (Karim & Ilyas, 2021). Karim & Ilyas (2021) mengungkapkan bahwa perusahaan akan menghadapi lebih banyak tekanan untuk membayar dividen dimana terjadi perlindungan yang lemah karena sumber daya perusahaan yang tidak efisien. Kemungkinan kecil perusahaan melakukan pembayaran dividen karena investor lebih percaya bahwa uang tunai yang digunakan dapat meningkatkan merger dan akuisisi. Perusahaan dengan pembayaran dividen tinggi cenderung mengalami penurunan merger dan akuisisi (Awan *et al.*, 2020). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Awan *et al.* (2020). Sedangkan, hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Glamboosky *et al.* (2020) yang menyatakan dividen tunai berpengaruh signifikan positif terhadap merger dan akuisisi.

Ukuran dewan direksi dengan merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia memiliki nilai koefisien sebesar 0,008 dan nilai signifikan sebesar 0,838. Karena nilai signifikansi lebih besar dari nilai 0,05 maka H_6 ditolak. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semakin tinggi efisiensi modal manusia tidak dapat memperkuat atau memperlemah hubungan ukuran dewan direksi dan merger dan akuisisi. Efisiensi modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan kemampuan untuk menemukan solusi dan menarik sumber daya yang meningkatkan efektivitas dan efisiensi perusahaan (Battisti *et al.*, 2022). Untuk memahami potensi jangka panjang dari perusahaan, dewan direksi perlu pengalaman yang diukur melalui investasi sumber daya manusia sebagai komponen penting dari efisiensi modal manusia (Dalwai & Salehi, 2021). Mayoritas perusahaan memiliki jumlah dewan direksi yang banyak, sehingga modal manusia tidak mampu mempengaruhi merger dan akuisisi. Oleh karena itu, efisiensi modal manusia tidak mampu memoderasi hubungan antara ukuran dewan direksi dan merger dan akuisisi.

Pemegang saham institusional dengan merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia memiliki nilai koefisien sebesar 3,757 dan nilai signifikan sebesar 0,043. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari nilai 0,05 maka H_7 diterima. Hasil tersebut menjelaskan bahwa efisiensi modal manusia dapat memperkuat hubungan pemegang saham institusional dan merger dan akuisisi. Modal manusia dikaitkan dengan pengetahuan karyawan yang memiliki kemampuan untuk memberikan pengetahuan yang bermanfaat bagi perusahaan (Buallay *et al.*, 2019). Melalui sumber daya manusia yang efektif dapat mendukung pemegang saham institusional yang menonjol dari merger dan akuisisi untuk berkembang dan tumbuh dalam ekonomi global (Gulia & Singhal, 2020).

Sehingga, efisiensi perlindungan investor dan pemegang saham dari perusahaan yang memungkinkan peningkatan saham secara efektif memotivasi merger dan akuisisi (McKinney *et al.*, 2017). Oleh karena itu, efisiensi modal manusia mampu memoderasi hubungan antara pemegang saham institusional dan merger dan akuisisi.

Kepemilikan asing dengan merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia memiliki nilai koefisien sebesar 0,097 dan nilai signifikan sebesar 0,744. Karena nilai signifikansi lebih besar dari nilai 0,05 maka H_8 ditolak. Hasil tersebut menjelaskan bahwa efisiensi modal manusia tidak dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kepemilikan asing dan merger dan akuisisi. Nyberg *et al.* (2014) menunjukkan bahwa modal manusia merupakan sumber keunggulan kompetitif yang berharga, langka, dan tidak dapat diganti dalam sumber daya perusahaan. Menurut Gulia & Singhal (2020) mengungkapkan tingkat keberhasilan dan kegagalan merger dan akuisisi tergantung dan dipengaruhi oleh identitas budaya perusahaan. Budaya ini dikembangkan oleh karyawan dan sumber daya manusia dari waktu ke waktu melalui atribut dan karakteristik mereka. Sedangkan, investor asing dalam mengambil keputusan dapat menghasilkan pendapat yang berbeda, dikarenakan jarak geografis dan budaya yang ditimbulkan oleh kepemilikan asing (Díaz-Díaz & De Saá-Pérez, 2015). Oleh karena itu, efisiensi modal manusia tidak mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan asing dan merger dan akuisisi.

Kepemilikan kas dengan merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia nilai koefisien sebesar -2,165 dan nilai signifikan sebesar 0,054. Karena nilai signifikansi lebih besar dari nilai 0,05 maka H_9 ditolak. Hasil tersebut menjelaskan bahwa efisiensi modal manusia tidak dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kepemilikan kas dan merger dan akuisisi. (Díaz-Díaz & De Saá-Pérez, 2015) mengungkapkan relatif mudah untuk berkomitmen pada penciptaan basis sumber daya manusia dengan mengalokasikan sumber daya keuangan untuk melatih pada kinerja perusahaan. Efisiensi modal manusia menimbulkan efek yang dapat mengakumulasi lebih banyak kepemilikan kas dalam menghadapi risiko kebangkrutan dan pemantauan oleh kreditur jika terjadi pembayaran eksternal (Shah & Shah, 2016). Oleh karena itu, efisiensi modal manusia tidak mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan kas dan merger dan akuisisi.

Dividen tunai dengan merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia memiliki nilai koefisien sebesar 0,576 dan nilai signifikan sebesar 0,034. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari nilai 0,05 maka H_{10} diterima. Hasil tersebut menjelaskan bahwa efisiensi modal manusia dapat memperkuat hubungan dividen tunai dan merger dan akuisisi. Modal manusia sebagai sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan kemampuan untuk menemukan solusi dan menarik sumber daya yang meningkatkan efektivitas dan efisiensi dalam kebijakan dividen perusahaan (Battisti *et al.*, 2021). Modal manusia memiliki kemampuan mempengaruhi pengelolaan sumber daya untuk menerapkan investasi yang menguntungkan terhadap keputusan keuangan perusahaan (Battisti *et al.*, 2022). Perusahaan dengan meningkatkan efisiensi modal manusia dalam melakukan pembayaran dividen dapat menyesuaikan kepentingan antara pemegang saham dan manajer yang mengarah pada nilai perusahaan (Goebel,

2019). Sehingga, kinerja dan produktivitas yang tinggi akan menghasilkan kenaikan dividen dalam merger dan akuisisi (McKinney *et al.*, 2017). Oleh karena itu, efisiensi modal manusia mampu memoderasi hubungan antara dividen tunai dan merger dan akuisisi.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan dan keuangan terhadap merger dan akuisisi yang dimoderasi oleh efisiensi modal manusia pada perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi dan sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2017-2021. Variabel tata kelola perusahaan yang diproksikan dengan menggunakan ukuran dewan direksi, pemegang saham institusional, dan kepemilikan asing. Sedangkan, variabel keuangan perusahaan diproksikan dengan menggunakan kepemilikan kas dan dividen tunai.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan maka disimpulkan variabel ukuran dewan direksi pemegang saham institusional, dan kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap merger dan akuisisi. Kemudian untuk variabel kepemilikan kas dan dividen tunai tidak berpengaruh signifikan terhadap merger dan akuisisi. Efisiensi modal manusia tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran dewan direksi, kepemilikan asing, dan kepemilikan kas terhadap merger dan akuisisi. Sedangkan, efisiensi modal manusia mampu memoderasi pengaruh pemegang saham institusional dan dividen tunai terhadap merger dan akuisisi. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Awan *et al.* (2020) menyimpulkan bahwa pemegang saham institusional berpengaruh signifikan terhadap merger dan akuisisi. Sedangkan, kepemilikan kas dan dividen tunai tidak berpengaruh signifikan terhadap merger dan akuisisi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian ini. Selain itu, ukuran dewan direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap merger dan akuisisi. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Awan *et al.* (2020).

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di BEI, data penelitian hanya diperoleh dari laporan tahunan perusahaan, dan masih terdapat banyak data yang tidak lengkap yang disebabkan perusahaan tidak menerbitkan laporan tahunan selama lima tahun. Selain itu, penggunaan variabel independen dalam penelitian ini sebatas pada model penelitian yang telah dianalisis. Adapun rekomendasi yang diharapkan pada penelitian selanjutnya seperti menambahkan variabel independen lain yang mungkin mempengaruhi merger dan akuisisi, sehingga dapat menghasilkan pengujian yang lebih baik.

REFERENSI

- Abu Qa'dan, M. B., & Suwaidan, M. S. (2019). Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 28–46. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0225>
- Al Sartawi, A. M. A. M., & Sanad, Z. (2019). Institutional ownership and corporate governance: evidence from Bahrain. *Afro-Asian J. of Finance and Accounting*, 9(1), 101. <https://doi.org/10.1504/aajfa.2019.10017933>
- Albuquerque, R., Brandão-Marques, L., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2019).

- International corporate governance spillovers: Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Review of Financial Studies*, 32(2), 738–770. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy053>
- Alipour, A. (2021). What matters for the future? Comparing Globe's future orientation with Hofstede's long-term orientation. *Cross Cultural and Strategic Management*, 28(4), 734–759. <https://doi.org/10.1108/CCSM-08-2020-0163>
- Andi, D. (2021). *Punya kepemilikan saham 58% di GoTo, ini respons Gojek*. <https://newssetup.kontan.co.id/news/punya-kepemilikan-saham-58-di-goto-ini-respons-gojek>
- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking and Finance*, 50, 547–561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.004>
- Awan, T., Shah, S. Z. A., Khan, M. Y., & Javeed, A. (2020). Impact of corporate governance, financial and regulatory factors on firms' acquisition ability. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(3), 461–484. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2019-0214>
- Baba, B. U., & Baba, U. A. (2021). The effect of ownership structure on social and environmental reporting in Nigeria: the moderating role of intellectual capital disclosure. *Journal of Global Responsibility*, 12(2), 210–244. <https://doi.org/10.1108/JGR-06-2019-0060>
- Battisti, E., Nirino, N., Christofi, M., & Vrontis, D. (2022). Intellectual capital and dividend policy: the effect of CEO characteristics. *Journal of Intellectual Capital*, 23(1), 127–143. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2020-0354>
- Bauer, F., Friesl, M., & Dao, M. A. (2022). Run or hide: changes in acquisition behaviour during the COVID-19 pandemic. *Journal of Strategy and Management*, 15(1), 38–53. <https://doi.org/10.1108/JSMA-02-2021-0046>
- Bhat, K. U., Chen, Y., Jebran, K., & Bhutto, N. A. (2018). Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(6), 1196–1206. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0208>
- Bi, X., & Boateng, A. (2021). External sources of finance and value creation of Chinese mergers and acquisitions: does ownership type matter? *International Journal of Accounting and Information Management*, 29(3), 452–471. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2020-0159>
- Bose, S., Podder, J., & Biswas, K. (2017). Philanthropic giving, market-based performance and institutional ownership: Evidence from an emerging economy. *British Accounting Review*, 49(4), 429–444. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.11.001>
- Buallay, A., Cummings, R., & Hamdan, A. (2019). Intellectual capital efficiency and bank's performance: A comparative study after the global financial crisis. *Pacific Accounting Review*, 31(4), 672–694. <https://doi.org/10.1108/PAR-04-2019-0039>
- Chen, Y., Hua, X., & Boateng, A. (2017). Effects of foreign acquisitions on financial constraints, productivity and investment in R&D of target firms in China. *International Business Review*, 26(4), 640–651. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.12.005>
- Chireka, T., & Fakoya, M. B. (2017). The determinants of corporate cash holdings

- levels: Evidence from selected South African retail firms. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), 79–93. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(2\).2017.08](https://doi.org/10.21511/imfi.14(2).2017.08)
- Chittoor, R., Aulakh, P. S., & Ray, S. (2015). What Drives Overseas Acquisitions by Indian Firms? A Behavioral Risk-Taking Perspective. *Management International Review*, 55(2), 255–275. <https://doi.org/10.1007/s11575-015-0238-7>
- Choi, S. H., & Szewczyk, S. H. (2018). Corporate governance structure and strategic change: evidence from major acquisitions. *Managerial Finance*, 44(2), 222–240. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2017-0169>
- Chu, C. C., Teng, Y. M., & Lee, H. L. (2016). Corporate Governance and Mergers and Acquisitions Performance in Banks: Evidence under the Special Regulatory Environment in Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(10), 2309–2320. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1103120>
- Cucari, N. (2019). Qualitative comparative analysis in corporate governance research: a systematic literature review of applications. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(4), 717–734. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0161>
- Dalwai, T., & Mohammadi, S. S. (2020). Intellectual capital and corporate governance: an evaluation of Oman’s financial sector companies. *Journal of Intellectual Capital*, 21(6), 1125–1152. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2018-0151>
- Dalwai, T., & Salehi, M. (2021). Business strategy, intellectual capital, firm performance, and bankruptcy risk: evidence from Oman’s non-financial sector companies. *Asian Review of Accounting*, 29(3), 474–504. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2021-0008>
- Delery, J. E., & Roumpi, D. (2017). Strategic human resource management, human capital and competitive advantage: is the field going in circles? *Human Resource Management Journal*, 27(1), 1–21. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12137>
- Dereeper, S., & Turki, A. (2016). Dividend policy following mergers and acquisitions: U.S. evidence. *Managerial Finance*, 42(11), 1073–1090. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2015-0293>
- Díaz-Díaz, N. L. L., & De Saá-Pérez, P. (2015). Owners and employees wages: A question of rent appropriability. *Management Decision*, 53(2), 250–267. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2014-0008>
- Dikko, U. M., Alifiah, M. N., & Yahaya, I. D. (2018). A critical review of the relationship between merger and acquisitions and firm’s performance: The moderation effect of corporate governance. *Proceedings of the International Conference on Global and Emerging Trends (ICGET) 2018*, 182–193.
- Dogru, T., & Sirakaya-Turk, E. (2018). Cash holdings and corporate governance: theory and contrary evidence from hotel firms. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 30(10), 3117–3134. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-03-2017-0163>
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, Harper Business, New York, NY.
- Elrazaz, T. Z., Elmassri, M., & Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets’ perspective. *International*

- Journal of Accounting and Information Management*, 29(3), 429–451.
<https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0188>
- Elvin, P., & Hamid, N. I. N. B. A. (2015). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Performance: Evidence From Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6, 120.
- Ernest, & Young. (1994). *Mergers and acquisitions*. Ontario: John Wiley and Sons Inc.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Wondership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <http://www.journals.uchicago.edu/t-and-c>
- Fich, E. M., Harford, J., & Tran, A. L. (2015). Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 21–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.014>
- Fukuda, A. (2020). The Effects of M&A on Corporate Performance in Japan: DID Analysis in the Era of Corporate Governance Reform. *Japan and the World Economy*, 55, 101013. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2020.101013>
- Gangi, F., Salerno, D., Meles, A., & Daniele, L. M. (2019). Do corporate social responsibility and corporate governance influence intellectual capital efficiency? *Sustainability (Switzerland)*, 11(7), 1–25. <https://doi.org/10.3390/su11071899>
- Glambosky, M., Jory, S. R., & Ngo, T. N. (2020). The wealth effects of mergers and acquisitions by dividend payers. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 154–165. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.013>
- Goebel, V. (2019). Drivers for voluntary intellectual capital reporting based on agency theory. *Journal of Intellectual Capital*, 20(2), 264–281. <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2018-0019>
- Gulia, A., & Singhal, D. S. (2020). Merger and Acquisition: Impact on the Living Asset (Human Resource). *SSRN Electronic Journal*, 6(2), 851–855. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3596806>
- Gumilar, P. (2022). *Investor Asing Kuasai 81 Persen Saham Gojek Tokopedia (GOTO)*. <https://market.bisnis.com/read/20220513/7/1532899/investor-asing-kuasai-81-persen-saham-gojek-tokopedia-goto>
- Hasnaoui, J. A., Rizvi, S. K. A., Reddy, K., Mirza, N., & Naqvi, B. (2021). Human capital efficiency, performance, market, and volatility timing of asian equity funds during COVID-19 outbreak. *Journal of Asset Management*, 22(5), 360–375. <https://doi.org/10.1057/s41260-021-00228-y>
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control. The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 5–50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Karim, S., & Ilyas, M. (2021). Foreign institutional investors and the contribution of cash and dividend to firm's value. *Managerial Finance*, 47(3), 310–325. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0568>
- Khan, F., Shah, S. H. A., & Bangash, R. (2021). Cash holding and performance analysis of mutual funds: a case of an emerging financial market. *International Journal of Emerging Markets*, 1–20. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2020->

- Kiisk, V., & Rungi, M. (2020). Knowledge cannibalism in the European ICT sector. *Learning Organization*, 27(4), 305–319. <https://doi.org/10.1108/TLO-01-2019-0003>
- Kumar, D., & Sengupta, K. (2020). Abandonment of mergers and acquisitions: a review and research agenda. *International Journal of Emerging Markets*, 16(7), 1373–1403. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2019-1056>
- Li, Y., Redding, K. S., & Xie, E. (2021). Organizational characteristics of cross-border mergers and acquisitions: A synthesis and classic case examples from around the world. *Journal of Organizational Change Management*, 34(1), 223–251. <https://doi.org/10.1108/JOCM-01-2017-0008>
- Loncan, T. (2020). Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies. *International Review of Financial Analysis*, 71, #pagerange#. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.003>
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Political Economy*, 73(2), 110–120.
- McKinney, R., Shao, L., Shao, D., & McInerney, M. (2017). The decision to retain and reduce human resources in mergers and acquisitions. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 16, 37–66. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20170000016003>
- Nerantzidis, M. (2018). Enhancing financial reporting: challenges and opportunities in corporate governance statements. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(5), 773–778. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2018-302>
- 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>
- Nurhayat, W. (2018). *Pemberitahuan Merger dan Akuisisi ke KPPU di 2018 Turun 17 Persen*. <https://kumparan.com/kumparanbisnis/pemberitahuan-merger-dan-akuisisi-ke-kppu-di-2018-turun-17-persen-1545980518061313462/full>
- Nyberg, A. J., Moliterno, T. P., Hale, D., & Lepak, D. P. (2014). Resource-Based Perspectives on Unit-Level Human Capital: A Review and Integration. *Journal of Management*, 40(1), 316–346. <https://doi.org/10.1177/0149206312458703>
- Oh, J. H., & Johnston, W. J. (2020). How post-merger integration duration affects merger outcomes. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 36(5), 807–820. <https://doi.org/10.1108/JBIM-11-2019-0476>
- Peng, F., Kang, L., & Jiang, J. (2013). Selection and institutional shareholder activism in Chinese acquisitions. *Management Decision*, 51(1), 141–162. <https://doi.org/10.1108/00251741311291355>
- Putra, D. A. (2021). *Menengok Keuntungan dan Ancaman Merger Gojek dan Tokopedia Jadi GoTo*.
- Ramírez, Y., Dieguez-Soto, J., & Manzaneque, M. (2021). How does intellectual capital efficiency affect firm performance? The moderating role of family management. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(2), 297–324. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-03-2019-0119>
- Rizki, M. J. (2019). *Laporan Pelaksanaan Merger dan Akuisisi Perusahaan Meningkatkan*. <https://www.hukumonline.com/berita/a/laporan-pelaksanaan-merger->

- dan-akuisisi-perusahaan-meningkat-lt5df4bf793e3ee/
Rosendar, Y. (2021). *Di balik merger Gojek dan Tokopedia: apa untung ruginya buat konsumen?* <https://theconversation.com/di-balik-merger-gojek-dan-tokopedia-apa-untung-ruginya-buat-konsumen-162509>
- Sahu, S. K., & Agarwal, N. (2017). Inter-firm differences in mergers and acquisitions: a study of the pharmaceutical sector in India. *Journal of Economic Studies*, 44(5), 861–878. <https://doi.org/10.1108/JES-12-2015-0239>
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability (Switzerland)*, 12(3), 1–22. <https://doi.org/10.3390/su12031021>
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), 1204–1215. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2018-0383>
- Shah, H. A., & Shah, A. (2016). The relationship between judicial efficiency and corporate cash holdings: An international study. *Economic Modelling*, 59, 448–462. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.08.016>
- Susanto, V. Y. (2022). *Merger dan Akuisisi Diprediksi Meningkatkan di Tahun 2022*. <https://nasional.kontan.co.id/news/merger-dan-akuisisi-diprediksi-meningkat-di-tahun-2022>
- Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Soubeniotis, D., & Soutsas, A. (2018). The effect of corporate governance mechanisms on European Mergers and Acquisitions. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(5), 965–986. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2018-0166>
- Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N., & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic? *Corporate Governance (Bingley)*, 21(6), 1117–1141. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0448>
- Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Volpe, M. (2017). The impact of board independency, CEO duality and CEO fixed compensation on M&A performance. *Corporate Governance (Bingley)*, 17(5), 947–971. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2017-0047>
- Thakur, M., Bansal, A., & Stokes, P. (2016). The role of thriving and training in merger success: An integrative learning perspective. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 15, 1–35. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20160000015001>
- Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Information asymmetry, time until deal completion and post-M&A performance. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: 선물연구*, 28(3), 123–140. <https://doi.org/10.1108/jdqs-06-2020-0014>
- Thraya, M. F., Lichy, J., Louizi, A., & Rzem, M. (2019). High-tech acquirers and the moderating role of corporate governance. *Journal of High Technology Management Research*, 30(2), 100354. <https://doi.org/10.1016/j.hitech.2019.100354>
- Trautwein, F. (2013). Merger motives and merger prescriptions. *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century*, 11(1 990), 109–147. https://doi.org/10.1057/9781137278074_5
- Vasilakopoulos, K., Tzovas, C., & Ballas, A. (2018). The impact of corporate governance mechanisms on EU banks' income smoothing behavior. *Corporate*

- Governance (Bingley)*, 18(5), 931–953. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0234>
- Vinogradova, V. (2021). Capital markets and performance of strategic corporate M&A – an investigation of value drivers. *European Journal of Management and Business Economics*, 30(3), 357–385. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-06-2020-0168>
- Xu, Q., Wu, Y., & Zhai, L. (2021). Financing and supervisory effects of credit ratings: evidence from mergers and acquisitions. *Nankai Business Review International*, 12(4), 553–573. <https://doi.org/10.1108/NBRI-04-2021-0030>
- Zheng, D., Yuan, Z., Ding, S., & Cui, T. (2021). Enhancing environmental sustainability through corporate governance: the merger and acquisition perspective. *Energy, Sustainability and Society*, 11(1), 1–15. <https://doi.org/10.1186/s13705-021-00318-0>
- Zhou, J., Lan, W., & Tang, Y. (2016). The value of institutional shareholders: Evidence from cross-border acquisitions by Chinese listed firms. *Management Decision*, 54(1), 44–65. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2014-0615>