

Analisis Kinerja Jangka Panjang Dan Kualitas Laba Perusahaan Pasca Merger dan Akuisisi di Asia Berdasarkan Motif dan Pengungkapan, Dimoderasi oleh *Corporate Governance*

Puspita Rani, Darminto, Elvia R. Shauki, Ruslan Prijadi

Accounting Department, Faculty of Economics and Business, Universitas Indonesia, Kampus UI Depok 16424, Jawa Barat, Indonesia

E-mail: puspita.rani@gmail.com

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah membahas dampak perbedaan motif Merger dan Akuisisi (M&A) terhadap kinerja jangka panjang dan kualitas laba perusahaan pasca M&A serta peran moderasi *Corporate Governance*, baik pada tingkat perusahaan maupun tingkat negara terhadap hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang. Selain itu penelitian ini juga menganalisis pengaruh motif M&A terhadap tingkat pengungkapan transaksi M&A serta dampak dari tingkat pengungkapan tersebut bagi kinerja jangka panjang serta kualitas laba perusahaan pasca M&A. Penelitian ini berfokus pada pemisahan persepsi motif M&A dari investor menjadi motif sinergi dan agensi berdasarkan reaksi investor saat pengumuman M&A dilakukan serta menggunakan variabel akuntansi. Penelitian ini dilakukan secara lintas negara dengan menggunakan sampel kasus M&A yang terjadi di 11 negara Asia selama periode 2002-2012. Dengan menggunakan metode *cross-sectional ordinary least square*, hasil analisis menunjukkan bahwa M&A bermotif sinergi menghasilkan kinerja yang lebih baik dibandingkan M&A motif agensi, dan mekanisme *Corporate Governance* yang diterapkan perusahaan terbukti dapat lebih memaksimalkan dampak positif tersebut. Temuan lain dari penelitian ini menunjukkan bahwa motif M&A juga menjadi faktor penting yang menjelaskan tingkat pengungkapan informasi M&A yang kemudian terbukti secara signifikan menentukan kualitas laba perusahaan pasca M&A. Penelitian ini tidak dapat membuktikan pengaruh motif M&A terhadap kualitas laba, pengaruh tingkat pengungkapan M&A terhadap kinerja jangka panjang serta peran moderasi *Corporate Governance* tingkat negara pada hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang.

Kata kunci: Motif M&A, kinerja jangka panjang, kualitas laba, pengungkapan M&A, *Corporate Governance*

Analysis of Long Term Performance and Earnings Quality of Companies Post Merger and Acquisition in Asia Based on Motive and Disclosure, Moderated by Corporate Governance

Abstract

The purpose of this study is to analyze the effect of Merger and Acquisition (M&A) motives to the long-term performance and earnings quality of companies post M&A, and the moderating effect of Corporate Governance, both in firm-level and country-level, to the relationship between M&A motives to the long-term performance. In addition, this study also analyses the influence of M&A motive to the M&A transaction disclosure level and then analyses how the M&A disclosure level can determine the long-term performance and the earnings quality post M&A. This study uses M&A transactions in 11 Asian countries during 2002 until 2012 as research sample. Using cross-sectional ordinary least square method, this study proves that the M&A motives have significant positive influence to the long-term performance post M&A and the significant moderating effect of Corporate Governance at firm-level in maximizing the influence between it. Other findings in this study show that the M&A motives have a significant positive influence on the level of M&A disclosure which is then proven to be one of the significant factors that determining the quality of earnings post M&A. In the other side, this study fails to prove the significant impact of the M&A motive to the earnings quality post M&A, the influence of the disclosure level to the long-term performance and the moderating effect of the Corporate Governance at country-level to the relationship between the M&A motives and the long-term performance post M&A.

Keywords: M&A motives, long-term performance, earnings quality, M&A disclosure, Corporate Governance

1. Pendahuluan

Merger dan akuisisi memiliki peran penting dalam alokasi sumber daya yang efisien dalam perekonomian, sehingga menyebabkan M&A menarik banyak minat penelitian selama bertahun-tahun (Bhabra & Huang, 2013). Beberapa observasi yang dilakukan menyebutkan

bahwa tingkat kegagalan dari kasus M&A yang dilakukan perusahaan adalah mencapai 50% (Weber et al., 2014) dan bahkan mencapai 70-90% (Christensen et al., 2011) Tingkat kegagalan yang tinggi tersebut menunjukkan bahwa terdapat banyak kasus M&A yang gagal untuk memperoleh sinergi yang diharapkan sebelumnya. Kegagalan M&A terjadi di seluruh wilayah dunia, tak terkecuali Asia Pasifik. Salah satu penyebab perbedaan hasil penelitian mengenai dampak M&A terhadap kinerja keuangan perusahaan adalah karena umumnya penelitian terdahulu tidak memisahkan secara individual tiap kasus M&A berdasarkan motif manajemen yang melatarbelakanginya (Markelevich, 2003).

Berkovitch dan Narayan (1993) mengelompokkan motif M&A menjadi lebih sederhana ke dalam tiga kelompok besar yaitu: sinergi, agensi, dan hubris berdasarkan persepsi pasar modal atas motif M&A. Motif sinergi terjadi ketika M&A menghasilkan perusahaan gabungan yang nilainya melebihi jumlah nilai masing-masing perusahaan target dan acquirer secara terpisah. Motif agensi merupakan kondisi ketika M&A dilakukan dikarenakan dorongan manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya walaupun merupakan beban bagi pemegang saham. Sedangkan yang ketiga yaitu motif hubris adalah M&A yang terjadi dikarenakan manajemen terlalu overconfident dalam melakukan penilaian perusahaan target sehingga salah saat melakukan penilaian (overvaluation) yang berdampak pada overpayment yang dilakukan kepada perusahaan target. Berkovitch dan Narayan (1993) memisahkan tiga kelompok besar ini dengan melihat korelasi antara return bagi perusahaan target dengan total return yang diperoleh dari perusahaan hasil penggabungan pada saat pengumuman M&A.

Pengelompokan motif M&A tersebut dapat menjadi salah satu faktor yang lebih memperjelas lagi mengapa tidak seluruh kasus M&A menghasilkan peningkatan kinerja keuangan. Setiap keputusan M&A yang diambil manajemen perusahaan memiliki motif dasar yang berbeda-beda sehingga untuk menguji dampak merger terhadap kinerja perusahaan tidak dapat mengabaikan perbedaan motif tersebut (Markelevich, 2003). Beberapa penelitian sebelumnya yang telah menguji pengaruh motif M&A terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan adalah Markelevich (2003), Liu et al. (2010), dan Paulone (2013). Markelevich (2003) dan Liu et al. (2010) menemukan hasil bahwa motif M&A mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan acquirer setelah M&A. M&A yang dilandasi motif sinergi akan menghasilkan kinerja keuangan jangka panjang yang lebih baik dibandingkan M&A dengan motif agensi. Markelevich (2003) dan Liu et al. (2010) menggunakan kelompok motif yang diajukan oleh Berkovitch dan Narayan (1993) dan mengukur motif M&A berdasarkan data kuantitatif berupa gain yang dihasilkan baik oleh perusahaan acquirer, perusahaan target, dan gabungan keduanya, yang ditimbulkan dari reaksi pasar pada saat M&A diumumkan. Selain menggunakan reaksi pasar, Markelevich (2003) dan Liu et al. (2010) mengembangkan ukuran motif Berkovitch dan Narayan (1993) dengan cara menambahkan data-data dari beberapa variabel akuntansi yang dapat mewakili peluang sinergi dan masalah agensi yang terdapat pada setiap kasus M&A.

Dari revidu yang dilakukan atas penelitian terdahulu, terdapat beberapa gap penelitian yang dapat dikembangkan agar hasil penelitian menjadi lebih baik lagi. Pertama, penelitian

terdahulu khususnya terkait dampak motif M&A terhadap kinerja jangka panjang dan kualitas laba hanya dilakukan dalam satu wilayah negara saja atau belum dilakukan secara lintas negara. Hal tersebut menyebabkan penelitian terdahulu tidak mempertimbangkan perbedaan karakteristik tiap negara baik mencakup lingkungan ekonomi maupun governance di tiap negara yang mampu mempengaruhi kinerja keuangan jangka panjang perusahaan setelah M&A (Ruiz dan Requejo, 2011). Studi lintas negara dibutuhkan karena setiap negara memiliki karakteristik tersendiri yang mempengaruhi kegiatan usaha perusahaan. Sebagai tambahan, pada saat ini transaksi cross border M&A yaitu M&A antar perusahaan di negara yang berbeda (lintas negara) cenderung semakin meningkat nilai dan jumlahnya dari tahun ke tahun sehingga perbedaan dampak antara domestic dan cross border M&A juga perlu diperhatikan (Nicholson dan Salaber, 2013; Ruiz dan Requejo, 2011). Dengan pertimbangan tersebut, maka penelitian ini dilakukan secara lintas negara sehingga dampak karakteristik tiap negara dapat dikendalikan.

Selain menguji pengaruh motif M&A terhadap kinerja jangka panjang, penelitian ini juga menguji pengaruh perbedaan motif M&A terhadap kualitas laba perusahaan pasca M&A. Hal tersebut dilatarbelakangi dengan pemikiran bahwa apabila manajer melakukan M&A dengan tujuan oportunistik, maka tidak akan ada manfaat sinergi yang didapat dari M&A yang dilakukan. Kondisi tersebut tidak sesuai dengan ekspektasi dari pemegang saham, sehingga akan mendorong manajemen untuk melakukan manajemen laba yang dilaporkan guna memenuhi harapan pemegang saham. Pada akhirnya manajemen laba tersebut menyebabkan turunnya kualitas laba perusahaan dikarenakan laba yang ada tidak dapat menggambarkan kinerja perusahaan sebenarnya. Pertimbangan lain yang menjadi alasan untuk mengkaitkan tindakan M&A dengan kualitas laba adalah karena dengan transaksi M&A maka komposisi aset perusahaan cenderung akan lebih beragam dibanding sebelumnya, sehingga terdapat lebih banyak peluang manajemen untuk melakukan diskresi pada pos-pos aset tersebut.

Sejauh ini ditemukan hanya terdapat satu penelitian yang menguji dampak antara motif M&A terhadap kualitas laba, yaitu Barragato dan Markelevich (2008) yang membuktikan adanya pengaruh antara motif M&A terhadap kualitas pelaporan keuangan perusahaan setelah M&A. Perusahaan dengan motif M&A sinergi cenderung memiliki kualitas pelaporan keuangan yang lebih baik, sementara perusahaan dengan motif M&A agensi menghasilkan kualitas pelaporan keuangan yang lebih rendah. Menurut Barragato dan Markelevich (2008) hubungan tersebut disebabkan oleh adanya accounting-based contract dalam perusahaan seperti kompensasi manajemen sehingga berdampak pada angka yang dilaporkan pada neraca dan laporan laba rugi perusahaan. Barragato dan Markelevich (2008) menggunakan ukuran yang digunakan oleh Berkovitch dan Narayan (1993) yaitu berdasarkan pada reaksi pasar saat pengumuman M&A, dan menggunakan ukuran kedekatan laba operasi dengan arus kas operasi perusahaan untuk mengukur kualitas laba. Penelitian ini melakukan pengujian kembali mengenai dampak motif M&A dan kualitas laba dengan beberapa pengembangan dari penelitian Barragato & Markelevich (2008).

Untuk dapat mengurangi dampak negatif dari motif pribadi manajemen dalam keputusan M&A yang diambil terhadap kinerja keuangan jangka panjang dan kualitas laba perusahaan, maka diperlukan adanya mekanisme kontrol dan monitoring perusahaan yang dapat meminimalisir efek tersebut. Dengan latar belakang tersebut maka penelitian ini memasukkan variabel corporate governance yang mewakili fungsi monitoring dan tata kelola perusahaan sebagai variabel yang diduga dapat mempengaruhi hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang pasca M&A. Sejauh telaah literatur yang dilakukan, belum ditemukan penelitian serupa yang memasukkan corporate governance sebagai pemoderasi hubungan antara motif M&A dan kinerja. Penelitian terdahulu (Carline et al., 2009; Rani et al., 2013) hanya menguji pengaruh corporate governance terhadap kinerja perusahaan setelah M&A. Keduanya berhasil membuktikan terdapat pengaruh positif antara corporate governance dengan kinerja keuangan perusahaan setelah M&A. Berlandaskan pada penelitian tersebut, diduga bahwa selain dampak secara langsung antara corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan, corporate governance juga memiliki dampak tambahan apabila dikaitkan dengan jenis motif yang melatarbelakangi M&A.

Selanjutnya penelitian ini juga meneliti variabel lain yang perlu disoroti terkait M&A khususnya bidang akuntansi yaitu mengenai pengungkapan detail transaksi M&A pada laporan keuangan perusahaan. Transaksi M&A (dapat juga disebut sebagai kombinasi bisnis) merupakan salah satu transaksi investasi perusahaan yang umumnya bernilai besar. Manajemen perusahaan seharusnya memberikan informasi terkait detail transaksi M&A tersebut kepada pemegang saham ataupun masyarakat luas melalui publikasi perusahaan yang utama yaitu laporan keuangan. Walaupun pengungkapan transaksi M&A disyaratkan oleh standar akuntansi keuangan berlaku umum, namun kenyataannya masih banyak perusahaan yang tidak mengungkapkan item-item pengungkapan yang diminta dari transaksi M&A. Sebagai bukti, dapat dilihat dari deskriptif data pada penelitian Shalev (2009) yang mengungkapkan bahwa rata-rata skor pengungkapan kombinasi bisnis adalah sebanyak 48% dari total 21 item pengungkapan. Hasil tersebut tidak jauh berbeda dengan gambaran skor pengungkapan oleh Nakayama dan Salotti (2014) yang menunjukkan rata-rata skor pengungkapan sebesar 60,26%. Penelitian mengenai luas pengungkapan transaksi kombinasi bisnis sangat terbatas. Sejauh ini ditemukan tiga penelitian terdahulu terkait mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan transaksi kombinasi bisnis (M&A) yaitu Shalev (2009), Glaum & Schmidt (2012) dan Nakayama & Salotti (2014). Ketiganya meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan kombinasi bisnis, namun belum ada yang mempertimbangkan perbedaan motif M&A sebagai salah satu faktor yang menentukan tingkat pengungkapan transaksi M&A yang dilakukan perusahaan.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel transaksi M&A beberapa negara di wilayah Asia khususnya Asia Pasifik. Negara Asia dipilih sebagai sampel penelitian karena beberapa alasan. Pertama, pasar Asia memiliki peran yang semakin penting dalam aktivitas M&A global dalam beberapa tahun terakhir. Data dari Institute of Merger, Acquisition and Alliance (IMAA), selama tahun 2000 sampai dengan 2016 menunjukkan bahwa walaupun

besarnya jumlah transaksi dan nilai transaksi M&A di Asia lebih rendah dibanding Amerika dan Eropa, namun M&A di Asia-Pasifik memiliki rata-rata tingkat pertumbuhan jumlah transaksi M&A (sebesar 6,37% per tahun) dan nilai transaksi M&A (sebesar 14,15% setiap tahun) tertinggi diantara ketiga wilayah (Asia, Amerika, dan Eropa). Kedua, wilayah Asia memiliki geografis yang luas dan jumlah penduduk yang banyak sehingga menciptakan keragaman yang besar dalam hal kesejahteraan, budaya, lingkungan, dan sistem pemerintahan antar negara. Kondisi tersebut dapat mendorong keragaman karakteristik transaksi M&A termasuk dalam hal tujuan atau alasan yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dalam setiap keputusan M&A yang dibuat.

Berdasarkan pemaparan tersebut, dapat disimpulkan bahwa studi ini berkontribusi pada literatur tentang dampak motif M&A bagi perusahaan dalam beberapa cara. Pertama, studi ini meneliti dampak motif M&A (sinergi dan agensi) menggunakan data lintas negara di wilayah Asia yang mencakup negara maju dan berkembang. Menurut Lebedev et al. (2014), terdapat perbedaan yang signifikan dalam lingkungan kelembagaan, praktik tata kelola perusahaan dan kondisi pasar antara negara maju dan berkembang yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan jangka panjang serta kualitas laba perusahaan setelah M&A. Oleh karena itu, dengan melakukan analisis lintas negara dan menggunakan kombinasi dari negara maju dan negara berkembang sebagai sampel penelitian, maka penelitian ini dapat mengontrol pengaruh perbedaan karakteristik negara (baik untuk mengakuisisi dan perusahaan target) pada kinerja jangka panjang, kualitas laba perusahaan pasca M&A serta tingkat pengungkapan transaksi M&A, studi ini dapat memberikan hasil yang lebih jelas, akurat dan lengkap serta lebih bermanfaat bagi pemegang saham, manajemen atau regulator terkait dengan keputusan M&A.

Kontribusi kedua, penelitian ini memasukkan dampak moderasi dari variabel tata kelola perusahaan (di tingkat perusahaan dan negara) dalam pengujian pengaruh motif M&A terhadap kinerja jangka panjang setelah M&A yang tidak terdapat pada penelitian sebelumnya. Faktor ini perlu dimasukkan karena perbedaan kualitas tata kelola di perusahaan pasca M&A dapat mempengaruhi masalah keagenan terutama pada proses realisasi keuntungan dari M&A. Dari analisis moderasi, penelitian ini berharap dapat memberikan bukti empiris bahwa praktik tata kelola perusahaan tidak hanya menjadi faktor penting pada saat sebelum atau pada saat keputusan M&A dibuat, tetapi pada periode setelah M&A dilakukan, CG masih dapat menjadi alat yang efektif untuk mendorong nilai tambah yang dihasilkan dari M&A bermotif sinergi atau dapat meminimalkan efek negatif dari M&A bermotif agensi. yang pada akhirnya dapat memengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan setelah M&A. Ketiga, penelitian ini melakukan analisis pengaruh motif M&A terhadap kualitas laba perusahaan pasca M&A dengan menggunakan ukuran kualitas laba yang lebih komprehensif yaitu gabungan indikator kualitas laba yang mewakili persistensi, prediktabilitas dan netralitas laba. Selain itu analisis juga akan dilakukan secara multivariat dengan melibatkan beberapa variabel kontrol baik pada tingkat perusahaan maupun tingkat negara yang belum dilakukan oleh peneliti sejenis sebelumnya. Keempat, penelitian ini melakukan analisis pengaruh motif M&A terhadap tingkat pengungkapan transaksi M&A, yang berdasarkan telaah literatur belum ditemukan penelitian

serupa. Analisis ini bertujuan untuk membuktikan aplikasi dari signalling theory dalam lingkup M&A yaitu pertimbangan baik dan buruknya jenis informasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi bagaimana cara perusahaan mengungkapkan informasi tersebut kepada publik.

Kelima, penelitian ini juga menganalisis dampak dari tingkat pengungkapan M&A pada laporan keuangan perusahaan terhadap tingkat kualitas laba perusahaan pada periode pasca M&A yang belum dilakukan oleh penelitian sebelumnya. Dan yang terakhir penelitian ini memperkaya literatur terkait M&A di Asia yang relatif masih terbatas. Hasil penelitian yang berbeda dapat dihasilkan dari penelitian yang sama namun dilakukan pada wilayah yang berbeda, yang disebabkan oleh perbedaan karakteristik dari masing-masing wilayah, sehingga diperlukan studi M&A pada negara Asia untuk mengatasi keterbatasan studi M&A ini untuk memberikan hasil penelitian yang lebih valid dan relevan dengan lingkungan negara-negara Asia.

2. Pengembangan Hipotesis

2.1 Pengaruh Motif M&A Terhadap Kinerja Jangka Panjang Perusahaan Acquirer Setelah M&A

Perbedaan dampak M&A terhadap kinerja perusahaan dapat disebabkan oleh banyak hal termasuk salah satunya disebabkan oleh adanya masalah agensi yang terjadi pada perusahaan ketika manajemen memutuskan untuk melakukan M&A (Jensen, 1986). Hipotesis ini dibangun berlandaskan pada tradisional teori agensi yang menjelaskan adanya konflik kepentingan antar manajemen dan *shareholder* yang didukung oleh ketidakseimbangan informasi yang dimiliki keduanya akan menimbulkan masalah agensi yaitu manajemen secara rasional melakukan aktivitas yang menguntungkan dirinya secara pribadi walaupun merugikan perusahaan atau *shareholder* (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989, Jensen, 2005). Masalah agensi pada perusahaan menjadi penyebab tindakan oportunistik manajemen termasuk dalam keputusan M&A yaitu ketika manajemen melakukan M&A dengan tujuan untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya dan bukan untuk memaksimalkan kepentingan *shareholder*. Porri (2004) menjelaskan bahwa motif memiliki peran penting dalam M&A dikarenakan motif akan menentukan pemilihan perusahaan target, proses penilaian target dan penilaian kinerja M&A. Dugaan mengenai keterkaitan antara motif M&A dan kinerja perusahaan setelah M&A tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti terdahulu (Markelovich, 2003; dan Liu *et al.*, 2010). Mengacu pada Berkovitch & Narayan (1993), Markelevich (2003) dan Liu *et al.* (2010) dalam penelitiannya mengelompokkan motif M&A berdasarkan reaksi pasar (investor) atas pengumuman M&A yang dilakukan manajemen ke dalam dua kelompok yaitu motif sinergi dan motif agensi kemudian melihat pengaruh perbedaan motif tersebut terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.

Motif sinergi merupakan aplikasi dari *efficiency theory* yang menyatakan bahwa M&A direncanakan dan dilakukan dengan tujuan untuk mendapatkan sinergi (Trautwein, 1990). M&A dikatakan berlandaskan motif sinergi jika nilai dari perusahaan gabungan (*acquirer* dan target) menjadi lebih besar (memiliki nilai tambah) dibandingkan nilai kedua perusahaan yang

beroperasi secara individu. Nilai tambah dari sinergi dapat diperoleh karena adanya peningkatan efisiensi kegiatan operasi, peningkatan kekuatan pasar, sinergi dari sisi manajerial ataupun finansial yang diperoleh dari bergabungnya perusahaan *acquirer* dan target (Singh & Montgomery, 1987, Weston et al., 2004). Tidak semua M&A dilakukan atas dasar motif sinergi, *managerial theory* dalam M&A menjelaskan adanya M&A yang perluasan dari kepentingan manajer untuk meningkatkan kesejahteraan pribadi dan *prestige* atas pengelolaan entitas yang lebih besar setelah M&A (Roll, 1986). Kepentingan pribadi manajemen dalam keputusan M&A dapat berupa menghindari risiko manajerial dengan diversifikasi (Amihud & Lev, 1981), peningkatan popularitas dan *prestige* karena ukuran perusahaan yang semakin besar (Trautwein, 1990, Brealey et al., 2008).

Perbedaan motif M&A tersebut diduga akan mempengaruhi kinerja yang dihasilkan perusahaan pasca M&A. M&A yang dilakukan dengan motif sinergi akan memiliki kinerja lebih baik seiring dengan terealisasinya manfaat sinergi atau efisiensi yang muncul dari gabungan perusahaan *acquirer* dan target. Sedangkan dengan motif agensi, peningkatan kinerja perusahaan yang dihasilkan setelah M&A akan lebih rendah, tidak ada atau bahkan mengalami penurunan dikarenakan tidak adanya efisiensi ataupun sinergi yang dapat meningkatkan nilai tambah perusahaan. Dugaan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Markelevich (2003) dan Liu et al., (2010) yang menunjukkan bahwa motif M&A berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja jangka panjang perusahaan setelah M&A. Hal itu menunjukkan bahwa M&A dengan motif sinergi terbukti memiliki kinerja jangka panjang yang lebih besar dibandingkan dengan M&A dengan motif agensi.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

H1 : Motif M&A berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan *acquirer* setelah M&A.

2.2 Pengaruh Moderasi *Corporate Governance* terhadap hubungan antara Motif M&A dan Kinerja Jangka Panjang Perusahaan *Acquirer* setelah M&A

Pada Hipotesis 1 telah dijelaskan bahwa perbedaan motif yang dimiliki manajemen saat melakukan M&A dapat memberikan dampak yang berbeda bagi perusahaan. Penelitian terdahulu (Liu et al., 2010; Markelevich, 2003) menunjukkan bahwa motif sinergi memberikan peningkatan kinerja jangka panjang yang lebih tinggi dibandingkan M&A dengan motif agensi. Peningkatan kinerja jangka panjang setelah M&A seharusnya dapat lebih dimaksimalkan melalui upaya monitoring yang memastikan bahwa sumber daya yang diperoleh dari transaksi M&A dipergunakan dengan seefektif dan seefisien mungkin. Terkait dengan masalah agensi dalam perusahaan, Jensen (2005) menjelaskan bahwa masalah agensi dalam perusahaan tidak lagi cukup diatasi dengan sistem pemberian insentif saja, namun harus didukung oleh sistem pengendalian dan monitoring yang baik dalam suatu sistem *governance* memadai untuk mengatasi masalah agensi dalam perusahaan. Berdasarkan teori tersebut, maka pengujian berikutnya dalam penelitian ini adalah untuk menguji kemampuan variabel *corporate governance* dalam suatu perusahaan untuk memoderasi pengaruh antara variabel motif M&A

dengan kinerja jangka panjang. Beberapa penelitian terdahulu (Rani *et al.* 2013, Liu dan Wang, 2013; Carline *et al.* 2009) membuktikan adanya pengaruh positif antara nilai *corporate governance* perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang melakukan M&A. Perusahaan yang melakukan M&A dan menerapkan mekanisme *corporate governance* yang semakin baik akan meningkatkan kinerja perusahaan setelah M&A. Craninckx dan Huyghebaert (2014) melakukan penelitian untuk menguji peran *corporate governance* (diproksikan dengan *larger shareholder*) sebagai variabel moderating yang diharapkan dapat mengurangi dampak negatif dari sikap agensi dan *overconfidence* manajemen dalam membuat keputusan M&A terhadap kesejahteraan pemilik (*return* saham). Dari penelitiannya, Craninckx dan Huyghebaert (2014) membuktikan bahwa *large institutional shareholder* pada perusahaan mampu secara efektif membatasi efek negatif dari sikap terlalu percaya diri manajemen saat melakukan M&A terhadap *return* yang diperoleh pemilik.

Berdasarkan ulasan teori keagenan serta riset sebelumnya tersebut, maka *corporate governance* seharusnya dapat memberikan dampak yang berbeda terkait pengaruh motif M&A terhadap kinerja perusahaan setelah M&A. Adanya tata kelola yang baik berarti meningkatkan monitoring atas aktivitas manajemen sehingga dapat mengurangi asimetri informasi dan konflik kepentingan yang muncul saat manajemen melakukan M&A. Peningkatan kinerja perusahaan setelah M&A dilakukan dengan motif sinergi dapat lebih besar ketika didukung oleh penerapan tata kelola yang semakin baik dibandingkan peningkatan kinerja M&A pada perusahaan dengan sistem tata kelola yang kurang memadai. Atau dengan kata lain, rendahnya kinerja perusahaan yang dihasilkan dari M&A dengan motif agensi dapat diminimalisir pada perusahaan yang menerapkan sistem tata kelola yang baik. Dengan menerapkan tata kelola yang baik maka manajemen akan dimonitoring dengan lebih ketat sehingga akan lebih berhati-hati dalam setiap tindakan yang dilakukan, termasuk saat mengelola aset yang baru saja di akuisisi melalui M&A. Walaupun manajemen awalnya melakukan M&A dengan motif agensi namun dengan pengawasan yang ketat maka dapat memaksa manajemen untuk memaksimalkan pengelolaan aset yang baru saja diakuisisi dengan lebih hati-hati sehingga dampak negatif dari M&A yang dilakukan terhadap kinerja jangka panjang perusahaan dapat diminimalisir.

H2a : Praktik *corporate governance* tingkat perusahaan memperkuat pengaruh motif M&A terhadap kinerja jangka panjang perusahaan *acquirer* setelah M&A.

Selain dalam lingkup perusahaan, peningkatan kualitas tata kelola di tingkat negara juga diharapkan dapat memberikan perlindungan yang lebih baik terhadap hak-hak pemegang saham dan mengurangi masalah keagenan di perusahaan terutama terkait dengan transaksi M&A dan meningkatkan kinerja perusahaan setelah M&A. Rachisan *et al.* (2017) menguji hubungan antara kualitas tata kelola di tingkat negara dengan perlindungan investor dengan menggunakan sampel 132 negara. Penelitian tersebut membuktikan bahwa kualitas tata kelola tingkat negara merupakan faktor yang relevan dalam hal memberikan perlindungan maksimum terhadap investor. Negara dengan praktik tata kelola berkualitas tinggi seperti memiliki konsentrasi tinggi untuk kepatuhan terhadap hukum, tingkat birokrasi yang memadai, dan pengendalian

korupsi yang efisien, diharapkan memberikan perlindungan yang lebih baik kepada investor dengan menyediakan kerangka kerja yang diperlukan untuk memastikan kinerja ekonomi untuk kinerja bisnis (Çule dan Fulton, 2013).

Beberapa studi sebelumnya telah membuktikan hubungan antara indikator tata kelola tingkat negara pada kinerja jangka panjang setelah M&A. Yen *et al.* (2013) telah menguji pengaruh perbedaan tingkat perlindungan hukum khusus negara pada penciptaan nilai M&A di beberapa negara berkembang. Yen *et al.* (2013) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan di negara-negara perlindungan investor yang lebih kuat (*anti-director rights index*) mampu meningkatkan kinerja pasca M&A sementara *public enforcement index* terbukti memiliki dampak negatif terhadap kinerja sampel negara-negara berkembang. Dalam penelitian lain, Yen & Andre (2007) juga membuktikan bahwa perlindungan investor yang lebih besar memiliki dampak positif pada kinerja operasi M&A menggunakan sampel M&A di negara-negara asal Inggris. Ketika M&A dilakukan pada perusahaan di negara dengan perlindungan hak pemegang saham yang lebih baik, pemantauan kegiatan manajemen perusahaan akan meningkat dan efektif sehingga dapat mengurangi masalah keagenan di perusahaan dan pada akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan setelah M&A (Thenmozhi & Narayanan, 2016).

Berbeda dengan sebagian besar penelitian sebelumnya yang berfokus pada efek langsung dari kualitas tata kelola tingkat negara terhadap kinerja jangka panjang setelah M&A, studi ini mencoba melihat peran kualitas tata kelola tingkat negara sebagai faktor yang dapat memoderasi hubungan motif M&A dan kinerja jangka panjang. Walaupun sampai dengan saat ini belum diketahui adanya penelitian yang serupa, namun berdasarkan pembahasan studi sebelumnya yang mengenai peranan CG tingkat negara terhadap kinerja jangka panjang pasca M&A maka studi ini menduga bahwa kualitas tata kelola tingkat negara yang baik juga mampu memberikan efek tambahan yang dapat memaksimalkan efek positif dari M&A yang dimotivasi oleh sinergi dalam menghasilkan kinerja jangka panjang. Hal tersebut dikarenakan adanya pemantauan yang efektif dalam proses integrasi dan proses realiasi manfaat sinergi yang diharapkan dari M&A. Sedangkan dari sudut pandang M&A yang dimotivasi oleh agensi, kualitas tata kelola tingkat negara yang baik diharapkan mampu mengurangi efek negatif dari M&A yang dimotivasi oleh agensi terhadap kinerja jangka panjang pasca M&A karena dapat membatasi perilaku oportunistik manajemen dalam proses integrasi serta alokasi dan pendayagunaan aset yang diperoleh dari M&A.

H2b : Praktik *corporate governance* tingkat negara memperkuat pengaruh motif M&A terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan *acquirer* setelah M&A.

2.2 Pengaruh Motif M&A terhadap Kualitas Laba Perusahaan *Acquirer* setelah M&A

Pada hipotesis 3 ini, penelitian ini menduga bahwa selain berdampak pada kinerja jangka panjang pasca M&A (Hipotesis 1), motif M&A juga diduga mempengaruhi kualitas laba perusahaan pasca M&A. Masih berlandaskan pada teori keagenan yang menjelaskan masalah agensi antar manajemen dan *shareholder* sehingga manajemen melakukan keputusan M&A

yang buruk yang dilandasi oleh kepentingannya pribadi (*managerial objective*) ((Morck, Shleifer, & Vishny, 1990)

Pengkaitan motif M&A terhadap kualitas laba perusahaan setelah M&A merupakan hal yang rasional mengingat M&A menyebabkan pos-pos aset perusahaan lebih bervariasi sehingga lebih membuka peluang manajemen untuk melakukan diskresi dalam penyusunan laporan keuangan. Terdapat dugaan bahwa perusahaan *acquirer* yang melakukan M&A dengan alasan sinergi cenderung menghasilkan kualitas laba lebih baik dibandingkan ketika perusahaan melakukan M&A dengan motif agensi (Barragato & Markelevich 2008). Barragato & Markelevich (2008) juga menyatakan bahwa manajer yang melakukan akuisisi berlandaskan motif sinergi atau motif agensi menghadapi lingkungan ekonomi dan skema insentif yang berbeda. Insentif untuk melakukan manajemen laba lebih besar terjadi pada akuisisi yang berlandaskan motif agensi dibandingkan akuisisi dengan motif sinergi.

Berdasarkan pada *efficiency theory* terkait M&A yang menyatakan ketika perusahaan melakukan M&A dengan alasan sinergi, maka gabungan nilai antara perusahaan target dan perusahaan *acquirer* akan menghasilkan nilai yang lebih besar dikarenakan terdapat tambahan dari nilai sinergi yang dihasilkan (Bradley, Desai, & Kim, 1988; Seth, Song, & Pettit, 2000). Dengan melakukan M&A dengan motif sinergi, perusahaan diharapkan memperoleh realisasi manfaat dari penggabungan usaha *acquirer* dan target yang pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sesuai dengan ekspektasi pemegang saham, sehingga manajemen akan memiliki insentif yang lebih rendah untuk melakukan pengelolaan laba untuk memenuhi ekspektasi pemegang saham. Sedangkan ketika *managerial theory* terjadi pada M&A yaitu kondisi ketika manajemen melakukan M&A sebagai perluasan dari kepentingan pribadi manajer (Roll, 1986), maka pertambahan kinerja dan nilai perusahaan tidak akan terjadi sesuai ekspektasi *shareholder* dari transaksi M&A yang dilakukan perusahaan. Pada kondisi tersebut maka insentif manajemen untuk melakukan diskresi perekayasaan laba akan lebih besar agar perusahaan seolah dapat mencapai kinerja sesuai yang diharapkan.

Barragato & Markelevich (2008) dalam penelitiannya membuktikan M&A yang dilakukan dengan motif sinergi akan menghasilkan kedekatan laba dengan kas (*closeness earnings to cash*) yang lebih tinggi dibandingkan M&A yang dilakukan dengan motif agensi. Perbedaan tersebut tidak signifikan pada tahun pertama M&A namun menjadi semakin signifikan pada tahun kedua dan ketiga M&A, sesuai dengan pemikiran bahwa manfaat (kerugian) dari M&A baru akan terealisasi dalam jangka waktu panjang. Hasil tersebut mendukung dugaan yang telah dijelaskan bahwa ketika motif agensi lebih dominan maka akan menurunkan kemampuan informasi laba dalam memprediksi kas (kualitas laba menurun) di periode setelah terjadinya M&A, yang disebabkan oleh manfaat dari M&A yang tidak dapat diperoleh dari M&A yang dilakukan sehingga meningkatkan dorongan bagi manajemen untuk menaikkan laba yang dilaporkan untuk menutupi tindakan oportunistik yang telah dilakukan.

H3 : Motif M&A berpengaruh positif terhadap kualitas laba perusahaan *acquirer* setelah M&A.

2.3 Pengaruh Motif Merger & Akuisisi terhadap Pengungkapan Merger & Akuisisi

Merger dan Akuisisi merupakan salah satu alternatif transaksi investasi yang dapat dilakukan perusahaan. *Shareholder* selaku prinsipal berharap bahwa manajemen yang dipilih untuk mewakili kepentingannya di perusahaan akan melakukan pilihan transaksi investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan manfaat maksimal bagi *shareholder*. Namun berdasarkan teori keagenan, adanya benturan kepentingan antara kepentingan manajemen dan kepentingan *shareholder* dapat mendorong manajemen untuk bertindak tidak untuk mewakili kepentingan *shareholder* namun kepentingannya pribadi (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989, Jensen, 2005). Konsekuensinya adalah terdapat kemungkinan bahwa manajemen melakukan M&A dengan motif agensi yang dianggap tidak akan memberikan nilai tambah sesuai dengan harapan *shareholder*.

Teori sinyal (*signalling theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan memberikan sinyal mengenai kekuatan mereka dengan cara mengkomunikasikan informasi yang lebih banyak ke pasar (Verrecia, 1983, Trueman 1986, Miller, 2002). Didasari oleh teori sinyal tersebut, maka diduga manajer yang melakukan M&A dengan motif sinergi memiliki insentif yang besar untuk mengungkapkan informasi yang lebih luas mengenai transaksi M&A tersebut kepada publik. Hal tersebut dikarenakan M&A yang dilakukan dengan alasan sinergi akan memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan sehingga merupakan kabar baik bagi perusahaan sehingga manajemen akan cenderung mengungkapkan kabar tersebut. Dan sebaliknya, manajer yang melakukan M&A dengan motif agensi akan mengungkapkan informasi yang lebih sedikit terkait transaksi M&A tersebut kepada publik, dikarenakan informasi M&A dengan motif agensi merupakan hal yang merugikan (*bad news*) bagi pemegang saham.

Verrecchia (1983) menjelaskan bahwa manajer hanya akan mengungkapkan informasi privat ketika benefit yang diperoleh melebihi biaya yang ditimbulkan oleh pengungkapan tersebut. Terdapat beberapa hal yang menghambat keputusan *disclosure* manajemen salah satunya adalah *agency cost* (Graham *et al.*, 2005). Berdasarkan hipotesis *agency cost*, manajemen akan memilih untuk tidak mempublikasikan informasi perusahaan yang potensial dapat menimbulkan perhatian dan *follow up* dari *shareholder* dan *bondholder* terhadap unimportant items seperti *carrer concerns* and reputasi eksternal. Penelitian Berger & Hann (2007) mengenai pengungkapan segmen menduga bahwa manajemen menghadapi *agency cost* dari pengungkapan segmen ketika pengungkapan suatu segmen yang memiliki *abnormal profit* rendah akan mengungkapkan masalah agensi yang belum terpecahkan dalam perusahaan dan akhirnya mengarah pada pengawasan eksternal yang tinggi. Hipotesis tersebut kemudian terbukti dengan ditemukannya bukti empiris mengenai kecenderungan manajemen untuk tidak mengungkapkan informasi segmen yang memiliki *abnormal low profit*. Hasil penelitian Berger & Hann (2007) tersebut mendukung dugaan penelitian ini terkait pengungkapan transaksi M&A yang menduga bahwa tingkat pengungkapan transaksi M&A akan berbeda antara M&A yang dilakukan dengan motif sinergi dengan M&A bermotif agensi. Transaksi M&A yang bermotif agensi cenderung bukan transaksi M&A yang menguntungkan pemegang saham, sehingga

dengan pengungkapan transaksi tersebut ke publik dapat mengungkapkan masalah agensi yang terdapat pada perusahaan dan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen sehingga manajemen cenderung mengurangi tingkat pengungkapan hal-hal terakrit transaksi M&A tersebut kepada publik. Berdasarkan ulasan tersebut, maka disusunlah hipotesis sebagai berikut:

H4: Motif M&A berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkapan transaksi M&A.

2.5 Pengaruh Pengungkapan Merger & Akuisisi terhadap Kinerja Jangka Panjang Perusahaan *Acquirer* Setelah Merger & Akuisisi

Akuntansi menyediakan informasi yang bernilai mengenai kondisi perusahaan kepada pasar (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968). Manajemen selaku eksekutif yang menjalankan dan menguasai informasi tentang perusahaan seharusnya memberikan informasi tersebut kepada pihak-pihak terkait. Namun nyatanya, tidak semua informasi dipublikasikan kepada publik oleh manajemen. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan memberikan sinyal mengenai kekuatan bersaing mereka dengan cara mengkomunikasikan informasi yang lebih banyak kepada pasar (Verrecchia, 1983; Trueman, 1986; Miller, 2002).

Berdasarkan teori sinyal tersebut, maka dapat dibuat dugaan bahwa jika rendahnya tingkat pengungkapan M&A suatu perusahaan mencerminkan sinyal informasi yang tidak menguntungkan (*bad news*), maka tingkat pengungkapan yang tinggi seharusnya memiliki pengaruh positif terhadap kinerja jangka panjang perusahaan setelah M&A (Shalev, 2009). Pengaruh positif terhadap kinerja jangka panjang yang dihasilkan dari tingkat pengungkapan yang semakin tinggi diperoleh karena sinyal positif mengenai keputusan M&A yang dilakukan akan terealisasi dan terlihat pada kinerja perusahaan beberapa tahun setelah M&A. Dugaan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Shalev (2009) yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara tingkat pengungkapan kombinasi bisnis terhadap perubahan *Return on Asset* (ROA) di periode mendatang setelah M&A. Perusahaan yang memiliki tingkat pengungkapan transaksi M&A yang lebih tinggi secara signifikan menghasilkan kinerja jangka panjang setelah M&A yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan tingkat pengungkapan yang rendah.

Tingkat pengungkapan informasi keuangan yang lebih baik dapat meningkatkan transparansi dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi adanya asimetri informasi dalam perusahaan. Ketika asimetri informasi dapat ditekan, maka peluang manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik dalam operasional perusahaan dapat ditekan, sehingga biaya agensi yang timbul dapat diminimalisir (Jensen & Meckling, 1976). Dalam transaksi M&A, ketika M&A diungkapkan semakin terinci dan lengkap, maka shareholder dapat lebih memahami dan mengetahui kondisi perusahaan pasca M&A sehingga manajemen akan lebih didorong untuk mengoptimalkan operasional perusahaan pasca M&A sehingga kinerja perusahaan setelah M&A dapat lebih meningkat.

H5: Tingkat pengungkapan transaksi M&A berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan *acquirer* setelah M&A.

2.6 Pengaruh Pengungkapan Merger & Akuisisi Terhadap Kualitas Laba Perusahaan Acquirer Setelah M&A

Tingkat pengungkapan informasi keuangan perusahaan yang dibuat oleh manajemen berguna untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pemilik (*shareholder*). Ketika masalah Terdapat beberapa aspek dari kualitas laba, jika dilihat dari sisi kemampuan memprediksinya (*predictability*), Carolina dan Wardhani (2011) membuktikan terdapat pengaruh positif antara pengungkapan keuangan terhadap kualitas laba yaitu ketika tingkat pengungkapan informasi keuangan meningkat maka akan meningkatkan kualitas laba, dengan lebih mudahnya pengguna laporan keuangan untuk memprediksi laba perusahaan. Lang dan Lundholm (1996) juga menunjukkan bahwa dengan tingkat pengungkapan yang lebih tinggi akan menghasilkan keuntungan yaitu laba perusahaan lebih mudah diprediksi oleh *market analysts*.

Selain dari sisi kemudahan prediksi, pengungkapan informasi yang lebih transparan dan lengkap dapat memudahkan monitoring terhadap diskresi manajemen sehingga dapat lebih mendeteksi dan mengurangi kegiatan manajemen laba sehingga kualitas laba akan meningkat (Lobo dan Zhou, 2001; Hunton *et al.*, 2006; Jo dan Kim, 2007; Hu *et al.* 2010). Lobo dan Zhou (2001) membuktikan ketika tingkat pengungkapan informasi keuangan semakin tinggi akan menyebabkan pengelolaan laba (*discretionary accrual*) semakin rendah yang berarti kualitas laba semakin tinggi. Hal tersebut dikarenakan semakin luas pengungkapan perusahaan, maka akan semakin memperkecil asimetri informasi yang ada antara manajemen dan *stakeholder*. Dengan semakin kecilnya asimetri informasi maka berkurang juga tingkat fleksibilitas yang dimiliki manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik dalam praktek akuntansi perusahaan.

Hasil serupa juga dibuktikan oleh Iatridis (2011) yang menginvestigasi hubungan antara kualitas pengungkapan laporan keuangan terhadap praktek manajemen laba dan konservatisme. Dalam penelitiannya, Iatridis (2011) membuktikan bahwa perusahaan dengan kualitas pengungkapan laporan keuangan yang lebih tinggi cenderung lebih sedikit terlibat dalam praktek manajemen laba yang menjadi ukuran kualitas laba. Kualitas pengungkapan yang semakin tinggi akan menyediakan informasi akuntansi signifikan bagi pihak-pihak terkait mengenai perilaku manajerial, tindakan dan pengambilan keputusan, kelebihan dan kelemahan perusahaan dan akan membantu pengguna laporan keuangan untuk membuat penilaian dan keputusan investasi di masa mendatang. Dengan kondisi tersebut, maka pengungkapan yang berkualitas tinggi akan meningkatkan kesadaran investor sehingga cenderung mengurangi potensi manajemen laba (Iatridis, 2011). Terkait dengan transaksi M&A yang merupakan salah satu keputusan investasi manajemen, apabila transaksi M&A diungkapkan dengan lebih luas dan detil maka akan memberikan informasi lebih bagi investor mengenai dampak M&A terhadap posisi keuangan perusahaan serta investor dapat lebih tepat dalam memprediksi hasil jangka panjang yang dapat dihasilkan dari M&A. Dengan begitu maka asimetri informasi yang ada antara manajemen dan *shareholder* mengenai transaksi M&A yang dilakukan menjadi lebih

kecil dan mengurangi tindakan oportunistik manajemen untuk melakukan diskresi pada informasi laba di masa mendatang (Jensen & Meckling, 1976).

H6: Tingkat pengungkapan transaksi M&A berpengaruh positif terhadap kualitas laba perusahaan *acquirer* setelah M&A.

3. Metode Penelitian

3.1 Data dan sampel penelitian

Metode pemilihan sampel adalah dengan *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan sebagai berikut: (1) Kasus M&A yang memiliki tanggal pengumuman dan tanggal efektif berada antara 1 Januari 2002 hingga 31 Desember 2012, dengan status *completed* pada negara China, Filipina, Hongkong, India, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Singapura, Taiwan, dan Thailand; (2) Perusahaan *acquirer* dan perusahaan *target* yang terlibat merupakan perusahaan publik dikarenakan penelitian ini membutuhkan data harga saham serta data keuangan lain dari kedua perusahaan untuk mengukur motif M&A; (3) Baik perusahaan *acquirer* dan perusahaan target merupakan perusahaan *non financial*; (4) Transaksi M&A menyebabkan adanya perpindahan kontrol atas perusahaan target (Persentase kepemilikan saham *acquirer* di perusahaan target sebelum M&A < 50% dan menjadi >50% sesudah M&A); (5) Perusahaan *acquirer* tidak melakukan M&A lainnya selama periode 4 tahun sebelum dan 4 tahun sesudah terjadinya M&A yang dijadikan observasi; (6) Perusahaan *acquirer* dan perusahaan target memiliki informasi harga saham yang lengkap minimal sejak 3 tahun sebelum periode terjadinya M&A sampai dengan 10 hari setelah M&A (bagi perusahaan target) dan sampai dengan 3 tahun setelah M&A (bagi perusahaan *Acquirer*); (7) Perusahaan *acquirer* dan perusahaan target memiliki informasi harga saham yang tidak konstan dan diperdagangkan selama periode estimasi; (8) Perusahaan *acquirer* memiliki informasi laporan tahunan yang lengkap 3 tahun sebelum dan 3 tahun sesudah pelaksanaan M&A dan diterbitkan dengan bahasa Inggris; (9) Perusahaan target memiliki informasi keuangan yang lengkap selama 3 tahun sebelum periode terjadinya M&A. Untuk pengujian hipotesis yang melibatkan variabel kualitas laba (Hipotesis 3 dan Hipotesis 6) terdapat kriteria sampel tambahan yang harus dipenuhi yaitu perusahaan *acquirer* harus memiliki data informasi laporan keuangan yang lengkap selama sepuluh tahun sebelum periode terjadinya M&A. Hal tersebut dikarenakan kebutuhan data keuangan perusahaan *acquirer* selama sepuluh tahun berturut-turut untuk mengukur variabel kualitas laba.

3.2 Model penelitian

Model penelitian pertama ini menjawab hipotesis 1 mengenai pengaruh motif M&A terhadap kinerja jangka panjang pasca M&A.

<p>MODEL 1a</p> $LTP_i = \alpha_0 + \alpha_1 MOTIVE_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 LEV_i + \alpha_4 DCBMA_i + \alpha_5 DDEVAC_i + \alpha_6 DDEVTR_i + \alpha_7 DCRISIS_i + \varepsilon_i$
--

(4.1)

Hipotesis 1 dibuktikan melalui α_1 yang menunjukkan pengaruh motif M&A terhadap Kinerja Jangka Panjang (Hipotesis secara statistik H1 : $\alpha_1 > 0$). Sedangkan untuk menguji pengaruh moderasi variabel *corporate governance* terlihat pada model 1b berikut ini:

$$\begin{aligned}
 & \text{MODEL 1b} \\
 & LTP_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MOTIVE}_i + \alpha_2 \text{CGFIRM}_i + \alpha_3 \text{MOTIVE}_i * \text{CGFIRM}_i + \\
 & \alpha_4 \text{CGCOUNTRY}_i + \alpha_5 \text{MOTIVE}_i * \text{CGCOUNTRY}_i + \alpha_6 \text{SIZE}_i + \alpha_7 \text{LEV}_i + \\
 & \alpha_8 \text{DCBMA}_i + \alpha_9 \text{DDEVAC}_i + \alpha_{10} \text{DDEVTR}_i + \alpha_{11} \text{DCRISIS}_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{4.2}$$

Hipotesis 2 mengenai pengaruh moderasi *Corporate governance* terhadap hubungan motif M&A dan Kinerja Jangka Panjang dibuktikan melalui nilai α_3 pada Model 1b untuk moderasi *corporate governance* tingkat perusahaan (Hipotesis secara statistik H2a : $\alpha_3 > 0$) dan nilai α_5 untuk moderasi *corporate governance* tingkat negara (Hipotesis secara statistik H2b : $\alpha_5 > 0$)

Model kedua ini menguji Hipotesis 3 mengenai pengaruh antara motif M&A terhadap kualitas laba pasca M&A

$$\begin{aligned}
 & \text{MODEL 2} \\
 & EQ_i = \beta_0 + \beta_1 \text{MOTIVE}_i + \beta_2 \text{SIZE}_i + \beta_3 \text{LEV}_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{DCBMA}_i + \\
 & + \beta_6 \text{DDEVAC}_i + \beta_7 \text{DDEVTR}_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{4.3}$$

Hipotesis 3 dibuktikan melalui β_1 (Hipotesis secara statistik H3 : $\beta_1 > 0$) yang menunjukkan pengaruh motif M&A terhadap Kualitas Laba.

Pada Model 3 berikut ini diuji pengaruh motif M&A terhadap luas pengungkapan M&A yang tertuang dalam Hipotesis 4.

$$\begin{aligned}
 & \text{MODEL 3} \\
 & DISCLOSURE_i = \delta_0 + \delta_1 \text{MOTIVE}_i + \delta_2 \text{MATERIALITY}_i + \delta_3 \text{GOODWILL}_i + \\
 & \delta_4 \text{SIZE}_i + \delta_5 \text{CGCOUNTRY}_i + \delta_6 \text{DCBMA}_i + \delta_7 \text{DDEVAC}_i + \\
 & \delta_8 \text{DDEVTR}_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{4.4}$$

Hipotesis 4 dibuktikan melalui δ_1 (Hipotesis secara statistik H4: $\delta_1 > 0$) yang menunjukkan pengaruh motif M&A terhadap Pengungkapan M&A.

Model berikutnya dalam penelitian ini adalah Model 4 yang digunakan untuk menguji pengaruh pengungkapan M&A terhadap kinerja jangka panjang sesudah M&A.

$$\begin{aligned}
 & \text{MODEL 4} \\
 & LTP_i = \gamma_0 + \gamma_1 \text{DISCLOSURE}_i + \gamma_2 \text{SIZE}_i + \gamma_3 \text{LEV}_i + \gamma_4 \text{DCBMA}_i + \gamma_5 \text{DDEVAC}_i + \\
 & \gamma_6 \text{DDEVTR}_i + \gamma_7 \text{DCRISIS}_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{4.5}$$

Hipotesis 5 dibuktikan melalui γ_1 (Hipotesis secara statistik H5 : $\gamma_1 > 0$) yang menunjukkan pengaruh Pengungkapan M&A terhadap Kinerja Jangka Panjang Sesudah M&A.

Model 5 dikembangkan untuk menguji pengaruh pengungkapan M&A terhadap kualitas laba perusahaan *acquirer* sesudah M&A. Pengembangan model ini serupa dengan pengembangan

Model 2 yang telah dibahas sebelumnya, hanya berbeda pada variabel bebas utama yang diuji dalam Model 5 ini adalah variabel pengungkapan transaksi M&A (DISCLOSURE).

<p>MODEL 5</p> $EQ_i = \lambda_0 + \lambda_1 DISCLOSURE_i + \lambda_2 SIZE_i + \lambda_3 LEV_i + \lambda_4 ROA_i + \lambda_5 DCBMA_i + \lambda_6 DDEVAC_i + \lambda_7 DDEVTR_i + \varepsilon_i$ <p style="text-align: right;">(4.6)</p>
--

Hipotesis 6 dibuktikan melalui λ_1 (Hipotesis secara statistik H7 : $\lambda_1 > 0$) yang menunjukkan pengaruh pengungkapan M&A terhadap *kualitas* laba sesudah M&A.

Keterangan: *LTP* : Perbedaan rata-rata kinerja jangka panjang perusahaan setelah M&A (t+1 sampai dengan t+3) dibandingkan dengan rata-rata kinerja jangka panjang sebelum M&A (t-1 sampai dengan t-3); *MOTIVE*: Motif M&A yang diukur dengan dua alternatif ukuran yaitu dengan nilai total *cumulative abnormal return* (CAR) atau dengan nilai prediksi motif M&A berdasarkan variabel akuntansi dan reaksi pasar. *CGFIRM* :Rata-rata nilai *Corporate governance* tingkat perusahaan yang diperoleh dari nilai faktor dimensi-dimensi *Corporate governance* selama tiga tahun pertama pasca M&A, *CGCOUNTRY*: Rata-rata skor CG tiap negara yang diperoleh dari CLSA untuk selama tiga tahun pertama pasca M&A; *SIZE*: Ukuran perusahaan *acquirer* dari nilai log natural dari total aset perusahaan *acquirer* pada periode setelah M&A; *LEV* : Perbandingan total utang dan total aset perusahaan *acquirer* setelah M&A (*industry adjusted*) pada periode setelah M&A; *DDEVAC* (*DDEVTR*) :Variabel *dummy* untuk mewakili kategori *developed/developing country* untuk perusahaan *acquirer* (1 untuk *developed country*, 0 *developing country*); *DDEVTR* : Variabel *dummy* untuk mewakili kategori *developed/developing country* untuk perusahaan target (1 untuk *developed country*, 0 *developing country*); *DCRISIS*: Variabel *dummy* untuk mewakili M&A di periode krisis (tahun 2007 dan 2008); *EQ_i*: Nilai kualitas laba perusahaan *acquirer* selama periode tahun pertama hingga tahun ketiga pasca M&A; *ROA_i*: Perbandingan laba bersih terhadap total aset perusahaan pada akhir tahun; *DISCLOSURE* : Hasil skoring indeks pengungkapan M&A pada laporan keuangan perusahaan ; *MATERIALITY*: Tingkat materialitas transaksi M&A yang diukur dengan perbandingan antara nilai M&A (*purchase price*) dengan nilai pasar *acquirer* sebelum pengumuman M&A; *GOODWILL*: Nilai *goodwill* yang muncul pada saat transaksi M&A dilakukan, dibagi dengan nilai total aset perusahaan

4. Pembahasan dan Kesimpulan

Dari hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap 301 sampel M&A di sebelas negara Asia, dapat diambil beberapa kesimpulan berikut:

a. Pengaruh motif M&A terhadap kinerja jangka panjang setelah M&A.

Motif M&A terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja jangka panjang perusahaan pasca M&A. Kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan M&A dengan motif sinergi lebih besar dibandingkan motif agensi. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Markelevich (2003) dan Liu et al. (2010). Temuan ini membuktikan aplikasi dari teori agensi dalam keputusan M&A khususnya di negara Asia yang dijadikan sampel

penelitian. Keberadaan asimetri informasi dan perbedaan kepentingan antara manajemen dan *shareholder* mendorong manajemen menggunakan sumber daya perusahaan untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri dibanding untuk kepentingan perusahaan (*shareholder*) (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Jensen, 2005). Masalah agensi dalam M&A tersebut menyebabkan perbedaan kinerja yang dihasilkan oleh M&A dengan motif yang berbeda. Sehingga pada setiap keputusan M&A oleh manajemen terdapat biaya agensi yang menjadi risiko *shareholder* di masa mendatang.

b. Pengaruh moderasi *corporate governance* tingkat perusahaan terhadap hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang setelah M&A

Corporate governance tingkat perusahaan yang semakin baik dapat meningkatkan pengaruh positif yang ada antara motif M&A dan kinerja jangka panjang pasca M&A. Temuan ini membuktikan kembali aplikasi dari teori agensi terkait benturan kepentingan antara manajemen dan *shareholder* dan *corporate governance* sebagai salah satu upaya untuk mengurangi biaya agensi yang timbul melalui monitoring dan pengendalian aktivitas manajemen (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Jensen, 2005). Hasil penelitian ini membuktikan peranan dari mekanisme *corporate governance* tingkat perusahaan yang baik dapat secara efektif mengurangi masalah agensi pada perusahaan sehingga memaksimalkan kinerja jangka panjang pasca M&A dari M&A bermotif sinergi, atau dapat dikatakan dapat mengurangi dampak negatif yang dihasilkan dari M&A motif agensi. Dari hasil pengujian tambahan penelitian ini diketahui untuk sampel M&A di negara Asia pada penelitian ini, indikator *governance* yang terkait dengan efektifitas dewan memiliki dampak lebih signifikan dibandingkan indikator *governance* terkait dengan struktur kepemilikan. Hal tersebut dapat disebabkan oleh kriteria perusahaan di Asia yang didominasi oleh kepemilikan keluarga yang terpusat dan kepemilikan negara sehingga efek monitoring yang dihasilkan kurang maksimal.

c. Pengaruh moderasi *corporate governance* tingkat negara terhadap hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang setelah M&A.

Semakin baik kondisi *corporate governance* suatu negara, tidak dapat memberikan efek moderasi yang signifikan terhadap hubungan antara motif M&A dan kinerja jangka panjang setelah M&A. Berbeda dari hipotesis yang menyatakan bahwa masalah agensi perusahaan khususnya terkait agensi dalam keputusan M&A dapat dikurangi oleh kualitas tata kelola (baik dalam lingkup perusahaan dan negara), temuan ini memberikan gambaran bahwa *corporate governance* pada tingkat negara belum memberikan dampak yang signifikan dalam meningkatkan keberhasilan M&A dalam jangka panjang. Negara Asia yang didominasi oleh negara berkembang dinilai memiliki tingkat perlindungan dan penegakan hukum yang masih rendah, sehingga belum efektif dalam mempengaruhi operasional perusahaan secara langsung.

d. Pengaruh motif M&A terhadap kualitas laba setelah M&A.

Perbedaan motif M&A pada keputusan M&A manajemen tidak dapat menjelaskan secara signifikan variabilitas kualitas laba perusahaan pasca M&A. Hasil ini tidak konsisten

dengan penelitian Barragato dan Markelevich (2008) yang membuktikan pengaruh motif M&A terhadap kualitas laba perusahaan pasca M&A. Hasil penelitian ini belum dapat membuktikan bahwa motif M&A bisa menjelaskan tingkat kualitas laba perusahaan pada periode setelah M&A, baik kualitas laba diukur secara komprehensif (gabungan beberapa indikator) ataupun kualitas laba diukur dengan indikator terpisah yaitu persistensi, prediktabilitas dan netralitas.

e. Pengaruh motif M&A terhadap tingkat pengungkapan transaksi M&A

M&A dengan motif sinergi akan mendorong perusahaan mengungkapkan informasi transaksi M&A secara lebih detil dan lebih banyak. Temuan ini mengkonfirmasi aplikasi dari teori sinyal yaitu ketika perusahaan memiliki informasi baik (*good news*) maka informasi yang disampaikan kepada *stakeholder* akan lebih banyak agar *shareholder* dapat menangkap sinyal baik tersebut. Dan sebaliknya, perusahaan yang melakukan M&A dengan motif agensi akan dianggap sebagai berita buruk (*bad news*) sehingga manajemen cenderung hati-hati atau menghindari pengungkapan informasi yang terlalu banyak.

f. Pengaruh tingkat pengungkapan transaksi M&A terhadap kinerja jangka panjang setelah M&A

Semakin lengkap pengungkapan transaksi M&A pada laporan keuangan perusahaan tidak dapat menjadi faktor yang dapat menjelaskan baik buruknya kinerja perusahaan setelah M&A. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Shalev (2009) yang membuktikan bahwa tingkat pengungkapan transaksi M&A dapat memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan setelah M&A dilakukan.

g. Pengaruh tingkat pengungkapan transaksi M&A terhadap kualitas laba setelah M&A.

Penelitian ini membuktikan tingkat pengungkapan transaksi M&A yang semakin baik terbukti memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kualitas laba. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Lobo dan Zhou (2001) yang menjeaskan bahwa pengungkapan informasi keuangan akan memudahkan monitoring sehingga menurunkan *discretionary accrual* yang dilakukan oleh manajemen sehingga kualitas laba meningkat.

REFERENCES (times new roman 10)

- Alhenawi, Yasser, Sudha Krishnaswami. (2015). Long-term impact of merger synergies on performance and value. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 58, 93-118
- Amihud, Yakov & Baruch Lev. (1981). Risk reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605-617
- Barragato, Charles A. & Ariel Markelevich. (2008). Earnings Quality Following Corporate Acquisitions. *Managerial Finance*, 34 (5), 304 – 315
- Berger, Philip G., & Rebecca N. Hann. (2007). Segment profitability and the proprietary and agency costs of disclosure. *The Accounting Review*, 82 (4), 869 - 906
- Berkovitch, Elazar dan M.P. Narayanan. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (3), 347 – 362
- Bhabra, Harjeet S. & Jiayin Huang. (2013). An Empirical Investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23, 186-207
- Bhagat, Sanjai. Shavin Malhotra & PengCheng Zhu. (2011). Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross –sectional determinants. *Emerging Markets Review*, 12, 250 – 271
- Bradley, M. Desai, A & Kim E.H. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40

- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance* 9th edition. Boston: McGraw-Hill/Irwin
- Cao, Limei, Wanfu Li & Limin Zhang. (2015). Audit Mode Change, Corporate Governance and Audit Effort. *China Journal of Accounting Research*, 8, 315-335
- Cartwright, Susan & Richard Schoenberg. (2006). 30 Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17 Issue S1, S1-S5
- Carline, Nicholas F. Scott C Linn & Pradeep K. Yadav. (2009). Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance. *Journal of Banking & Finance* 33,1829 – 1841
- Cho, Kyung-shik. Changki Kim & Heonyong Jung. (2009). The Motivations and the Disclosure Effects of Parent-Subsidiary Mergers in Korea. *Australian School of Business Research Paper No. 2009ACTL10*
- Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). *The big idea: The new M&A playbook*. Harvard Business Review.
- Craninckx, K., & Huyghebaert, N. (2015). Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. *European Management Journal*, 33(2), 116–131
- Datta, Sanjukta. (2009). Synergy, Agency or Hubris? Explanations of the causes behind M&A of European Utility Sectors. Working Paper
- Dechow, Patricia. Weili Ge & Catherine Schrand. (2010). Understanding Earnings Quality : A Review of the proxies their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344 – 401
- Eisenhardt, K. M. K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74
- Fernandez, M.O. & Baixauli, J.S. (2003). Motives for partial acquisitions between firms in the Spanish stock market. *The European Journal of Finance*, 9, 581-601
- Firth, Michael. (1997). Takeovers in New Zealand: Motives, stockholder returns, and executive share ownership. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 419-440
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P.M., Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, 79, 967-1010
- Glaum, M., & Schmidt, P. (2013). Accounting and Business Research Compliance with IFRS 3- and IAS 36-required disclosures across 17 European countries : company- and country-level determinants. *Accounting and Business Research*, 43 (3), 163–204
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry , corporate disclosure , and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature \$. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440
- Iatridis, George Emmanuel. (2011). Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism. *International Review of Financial Analysis*, 20, 88-102
- Ismail, Ahmad & Andreas Krause. (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisition. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 471 – 484
- International Accounting Standard Board. (2010). *Conceptual Framework IFRS*
- Jensen, M. & Meckling W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost & Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323 – 329.
- Jensen, M. (2005). Agency cost of overvalued equity. *Financial Management*, 34 (1), 5-19
- Kiyamaz, Halil & H. Kent Baker. (2008). Short-Term Performance, Industry Effects & Motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47 (2).
- Kumar, Raj. (2009). Post-Merger corporate performance : An Indian Perspective. *Management Research News*, 32 (2), 145 - 157
- Larcker, David F, Scott A Richardson & Irem Tuna. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82 (4), 963-1008
- Lebedev, Serge. Mike W. Peng, En Xie, Charles E. Stevens. (2015). Mergers and Acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50, 651-662
- Liu, H., Hu, Y., & Ma, W. (2010). Empirical analysis of performance in acquisitions based on different motives. *5th IEEE International Conference on Management of Innovation and Technology, ICMIT2010*
- Lobo, Gerald J., dan Jian Zhou. (2001). Disclosure Quality and Earning Management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8 (1), 1-20
- Mandelker, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 303–335
- Mantravadi, P., & Reddy, A. (2008). Type of merger and impact on operating performance: the indian experience. *Economic and Political Weekly*, 43(39), 66–74
- Markelevich, Ariel. (2003). *Examining The Performance of Corporate Acquisitions Based on the Motive for the Acquisition*. The City University of New York

- Martynova, Marina. Sjoerd Oosting & Luc Renneboog. (2007). The Long-Term Operating Performance of European Mergers & Acquisitions. *International Mergers & Acquisitions Activity since 1990: Quantitative Analysis and Recent Research*. G. Gregoriou & L. Renneboog (eds). Massachusetts: Elsevier
- Moeller, S. B., & Schlingemann, F. P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, 29 (3), 533–564
- Motis, Jrisy. (2007). *Merger and Acquisitions Motives*. Toulouse School of Economics and University of Crete.
- Nakayama, Wilson Kazumi & Bruno Meirelles Salotti. (2014). Determining Factors of the level of Disclosure of Information on Business Combinations with the Entry into Force of the Accounting Standard CPC 15. *Revista Contabilidade & Financas.Sao Paulo*, 25 (66), 267-280
- Nielsen, Bjarke, Peter Bierregaard. (2010). An analysis of Mergers & Acquisition during the recent merger wave in Scandinavia. Thesis of Copenhagen Business School
- Nicholson, Rekha Rao & Julie Salaber. (2013). The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies : Comparison between Chinese and Indian Firms. *International Business Review*, 22, 963 – 980
- Nicholson, Rekha Rao., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373–387.
- Paulone, Stephen. (2013). *Mergers and Acquisitions: Examining Managerial Strategy Connection to Post Transaction Accounting Measures*. Dissertation. Nortcentral University
- Porter, Joshua & Harminder Singh. (2010). What Factors Drive Takeovers in Australia. *International Journal of Business and Economics*, 9, 87-103
- Rabier, M. R. (2017). Acquisition Motives and the Distribution of Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*, 38, 2666–2681.
- Rani, Neelam. Surendra S Yadav & P.K.Jain. (2013). Impact of Corporate Governance Score on Abnormal Returns of Merger & Acquisitions. *Procedia Economics and Finance*, 5, 637 – 646.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373–387.
- Roll, Richard. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59 (2) Part 1, 197 – 216
- Rossi, Stefano & Paolo F. Vlopin. (2004). Cross Country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304
- Ruiz, Isabel Feito & Susana Menendez-Requejo. (2011). Cross-border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environment. *International Review of Law and Economic*, 31, 169 - 187
- Seth, Anju. Kean P Song & Richardson Pettit. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S Firms. *Journal of International Business Studies*, 31 (3), 387 405
- Shalev, Ron. (2009). The Information Content of Business Combination Disclosure Level. *The Accounting Review*, 84 (1), 239-270
- Sharma, D.S., Ho, J., 2002. The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence. *Journal Business Finance Accounting*, 29, 155–200
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny. (1988). Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 7-20
- Thenmozhi, M., & Narayanan, P. C. (2016). Rule of law or country level corporate governance: What matters more in emerging market acquisitions? *Research in International Business and Finance*, 37, 448–463.
- Trautwein, Friedrich. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11 (4), 283 – 295
- Velury, Uma, & David S. Jenkins. (2006). Institutional Ownership and The Quality of Earnings. *Journal of Business Research*, 59, 1043-1051
- Verrechia, Robert E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194
- Wardhani, Ratna. (2009). Pengaruh proteksi bagi Investor, Konvergensi standar akuntansi, Implementasi Corporate Governance dan Kualitas Audit terhadap Kualitas laba : Analisis lintas negara di Asia. Universitas Indonesia
- Watts, R & Zimmerman. (1986). *Positive accounting theory*. London: Prentice-Hall
- Yermack, David. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211
- Yen, T., & Andre, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59, 380–405.
- Yen, T., Chou, S., & André, P. (2013). Operating Performance of Emerging Market Acquirers: Corporate Governance Issues. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49 (Supplement 3), 5–19.