

Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Karakteristik Merger Dan Akuisisi (M&A) Terhadap Kinerja Perusahaan Pasca M&A (Studi M&A Di Indonesia Tahun 2014 - 2020)

Luthfiazahra Al - Ghifary¹, Ali Riza Fahlevi²

¹ Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom , Indonesia, raraag@student.telkomuniversity.ac.id

² Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom , Indonesia, alirizafahlevi@telkomuniversity.ac.id

Abstrak

Merger dan Akuisisi (M&A) yakni strategi korporasi yang banyak dipergunakan perusahaan dalam menaikkan daya saing, memperluas pangsa, serta meningkatkan efisiensi operasional. Di Indonesia, fenomena M&A semakin berkembang seiring dengan pertumbuhan pasar modal dan regulasi yang mendukung. Namun, efektivitas strategi ini dalam meningkatkan kinerja perusahaan pasca-M&A masih menjadi perdebatan, terutama dalam konteks struktur kepemilikan institusional dan karakteristik M&A horizontal. Kepemilikan institusional berperan dalam mengawasi keputusan strategis perusahaan, sementara karakteristik M&A horizontal dapat mempengaruhi keberhasilan integrasi bisnis. Penelitian tujuannya menganalisis pengaruh kepemilikan institusional dan karakteristik M&A terhadap kinerja perusahaan pasca-M&A terdata Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014-2020. Metode ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan regresi data panel. Menggunakan data sekunder laporan keuangan perusahaan didapat pada Bursa Efek Indonesia, Komisi Pengawas Persaingan Usaha. Dengan variabel independen kepemilikan institusional dan karakteristik M&A horizontal, variabel dependennya kinerja perusahaan pasca M&A dinilai Return on Assets (ROA), dan variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Temuan studi melihat variabel karakteristik M&A berdampak negatif atas kinerja perusahaan pasca M&A. Hal yang melihat perusahaan yang melakukan M&A pada lini bisnis yang sama dapat mempermudah integrasi operasional dan sumber daya yang lebih efektif. Sedangkan, pada variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan pasca M&A.

Kata kunci: Kepemilikan Institusional, Merger dan Akuisisi, Kinerja Perusahaan, Return on Assets (ROA), Bursa Efek Indonesia.

Abstract

Mergers and Acquisitions (M&A) are corporate strategies widely used by firms to enhance competitiveness, expand market share, and improve operational efficiency. In Indonesia, the phenomenon of M&A is increasingly developing alongside the growth of the capital market and supportive regulations. However, the effectiveness of this strategy in enhancing company performance post-M&A remains a debate, especially in the context of institutional ownership structure and characteristics of horizontal M&A. Stock price movements and volatility overseeing the company's strategic decisions, while the characteristics of horizontal M&A can affect the success of business integration. This research goals to analyze the influence of institutional ownership and M&A characteristics on the growth of firms following major mergers Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2014-2020. The method employs a quantitative approach utilizing panel data regression. It utilizes secondary data from company financial reports obtained from the Indonesia Stock Exchange and the Business Competition Supervisory Commission. Independent variables include institutional ownership and characteristics of horizontal M&A, while the dependent variable is post-M&A company performance measured by Return on Assets (ROA), and control variables include company age and company size. The research results indicate that the M&A characteristics variable negatively affects post-M&A company performance. This suggests that companies engaging in M&A in the same business line can facilitate operational integration and more effective resource use. Meanwhile, the institutional ownership variable does not influence post-M&A company performance.

Keywords: Institutional Ownership, Mergers and Acquisitions, Company Performance, Return on Assets (ROA), Indonesia Stock Exchange.

I. PENDAHULUAN

Kinerja perusahaan merupakan representasi kompetensi suatu perusahaan mengatur sumber daya untuk menghasilkan pendapatan berjangka panjang. Indikator paling umum dipergunakan menilai kinerja keuangan yakni *Return on Assets* (ROA), untuk melihat seberapa efektivitas manajemen dalam memanfaatkan aset perusahaan untuk menghasilkan labanya (Harahap, 2021). Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan berfokus pada perubahan nilai ROA dari pelaksanaan M&A dan pasca-M&A, dengan mengamati tiga tahun ke depan setelah aktivitas M&A.

Menurut Gumilarsjah (2016), keberhasilan M&A sangat ditentukan dari kemampuan keuangan untuk membiayai

transaksi serta integrasi organisasi yang dimiliki oleh perusahaan. Karena proses integrasi yang kuat mampu memaksimalkan sinergi dan mendukung keberhasilan M&A. Namun, salah satu penyebab kegagalan M&A karena kurangnya pengalaman, konflik kepentingan, terlalu fokus dengan keberhasilan transaksi tanpa memperhatikan keberhasilan jangka panjang. Satu dari contoh kasus yang berlangsung di perusahaan Indonesia yaitu akuisisi yang dilaksanakan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk pada PT Holcim Indonesia (SMCB) dan PT Semen Baturaja Tbk (SBI). Dalam jurnal Subiyanto (2020) menyatakan bahwa tahun 2018, PT Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR) menjadi contoh bagaimana akuisisi yang dilakukan saat industri mengalami kelebihan kapasitas justru bisa berujung pada hasil yang kurang menguntungkan. PT Semen Indonesia Tbk (SMGR) menunjukkan bahwa akuisisi yang dilakukan tanpa mempertimbangkan kondisi pasar yang mengalami kelebihan kapasitas, yang seharusnya menjadi fokus untuk memperkuat internal perusahaan.

Struktur kepemilikan institusional menjadi salah satu bagian penting dalam keberhasilan Merger dan Akuisisi (M&A). Karena kepemilikan institusional seringkali dianggap sebagai pihak yang memiliki pengaruh besar dalam pengambilan keputusan strategis, termasuk dalam proses akuisisi pada perusahaan. Riset yang dilaksanakan Ma (2020), Kepemilikan institusional menunjukkan hubungan positif dengan hasil kinerja M&A seperti perusahaan - perusahaan di China, yang di mana jika tingkat kepemilikan yang tinggi maka akan menyebabkan peningkatan pada *Return On Assets* (ROA) pasca-merger. Namun, ada pula peneliti yang mengungkapkan bahwa pengaruh investor institusional yang berinvestasi jangka panjang cenderung mendorong transaksi M&A yang besar, sedangkan yang berinvestasi jangka pendek akan menghambat M&A, karena terdapat reaksi pasar yang negatif terhadap keberhasilan M&A meskipun memiliki hasil kepemilikan institusional yang tinggi (Andriosopoulos dan Yang, 2015).

Karakteristik transaksi industri horizontal merupakan penggabungan perusahaan yang melakukan M&A di bidang industri yang sama (Shi et al., 2025). Biasanya, karakteristik transaksi industri horizontal menjadi salah satu bagian penting dalam keberhasilan M&A. Karena sering digunakan untuk meningkatkan perusahaan dalam pesaing, pemasok, dan pelanggan, serta untuk mengoptimalkan harga dan profitabilitas (ROA) (Fathollahi et al., 2019).

Riset yang dilaksanakan Fathollahi (2019) menyebutkan jika suatu perusahaan memiliki industri dalam persamaan produk, maka hasil akuisisi horizontal akan mengarah pada pengembalian pengumuman yang positif bagi pengakuisisi dan pesaing. Ini menunjukkan bahwa karakteristik transaksi industri secara signifikan mempengaruhi keberhasilan M&A. Namun disisi lain peneliti yang dilakukan oleh Jiang (2019) menunjukkan hasil yang negatif, karena pengakuisisi mengalami hasil abnormal negatif pada hari pengumuman, namun perusahaan target pengakuisisi melihat pengembalian dengan positif. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua M&A horizontal menghasilkan hasil yang sukses bagi pengakuisisinya.

Riset yang tujuannya mengetahui bagaimana pengaruh kepemilikan institusional dan karakteristik M&A horizontal terhadap kinerja pasca M&A variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan pada studi aktivitas M&A di Indonesia Tahun 2014-2020.

II. TINJAUAN LITERATUR

2.1 Teori Dasar

2.1.1 Teori Keagenan

Konsep dasar teori keagenan berlandaskan pada terdapat korelasi kerja pihak memiliki wewenang, yakni pemilik (*principal*), pihak menerima wewenang, yakni manajer (*agent*). Korelasi berpotensi menimbulkan konflik kepentingan, karena kedua belah pihak memiliki tujuan yang tidak selalu sejalan (Lubis et al., 2016).

Menurut Gustina (2017) dalam pengambilan suatu kebijakan perusahaan, terdapat berbagai motif yang dapat mempengaruhi keputusan manajer. Dalam kaitannya dengan penelitian ini, kepemilikan institusional dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang mengurangi kemungkinan manajer mengambil keputusan M&A yang hanya menguntungkan dirinya sendiri tanpa memperhatikan nilai perusahaan secara keseluruhan. Selain itu, karakteristik transaksi M&A horizontal juga berperan dalam menentukan kinerja perusahaan setelah proses M&A selesai. Dengan demikian, teori keagenan memberikan dasar yang kuat untuk memahami bagaimana kepemilikan institusional dan karakteristik transaksi M&A dapat memengaruhi keberhasilan atau kegagalan M&A dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

2.1.2 Merger

Merger yakni sebuah proses yang dimana satu atau lebih perusahaan bergabung ke perusahaan lainnya, sehingga perusahaan yang bergabung diberhentikan operasinya. Langkah ini termasuk bentuk restrukturisasi bisnis bertujuan untuk memperluas cakupan usaha serta meningkatkan sinergi antar perusahaan (Ilmiyyah et al., 2024).

Sedangkan menurut Yasin et al. (2023) Merger yakni kombinasi dua atau lebih perusahaan menjadi satu entitas, dimana perusahaan besar akan mengambil alih perusahaan yang kecil. Menurut Malik et al. (2021), Merger dilakukan untuk mempertahankan dan mengembangkan perusahaan dengan efektif, mengurangi risiko awal pendirian, dan mengatasi kendala yang ada.

2.1.3 Akuisisi

Pada Pasal 1 No. 11 UU No. 44 Tahun 2007 tentang perseroan terbatas, akuisisi atau pengambilalihan merupakan suatu perbuatan hukum dilaksanakan badan hukum atau perorangan yang mengambil alih saham perusahaan mengakibatkan

beralihnya pengendalian atas perseroan. Akuisisi juga merupakan satu perusahaan mengambil alih kepemilikan perusahaan lainnya maka walaupun nama target perusahaan tersebut tetap terdapat namun kepemilikan sudah beralih pada perusahaan yang telah mengakuisisi perusahaan tersebut. (Hariyani, 2011:8). Perusahaan melaksanakan akuisisi biasanya terdapat berbagai tujuan, seperti menciptakan sinergi, meningkatkan efektivitas operasional, mengoptimalkan keuntungan pajak, memperkuat kendali perusahaan, serta memperbesar pangsa pasar (Dewi & Suryantini, 2018).

2.1.4 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional yakni proporsi kepemilikan saham dipunya institusi atau lembaga tertentu dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional memungkinkan pihak eksternal untuk ikut berpartisipasi dalam pengawasan pada tiap keputusan dibuat pihak manajemen (Dewi dan Widanaputra, 2021).

Dalam konteks M&A, kepemilikan institusional memiliki peran yang penting. Karena dapat memantau tindakan manajemen dalam pengambilan keputusan yang strategis, untuk mengurangi pengambilan keputusan yang merugikan dan berisiko. Untuk mengukur tingkat kepemilikan institusional, dari penelitian Nilayanti dan Suaryana (2019) dan Abbasi et al. (2012) kepemilikan institusional dapat diukur jumlah saham dipunya oleh institusi dibagi total saham beredar. Kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Total keseluruhan saham}}$$

2.1.5 Karakteristik Merger dan Akuisisi

Salah satu karakteristik transaksi M&A yaitu M&A horizontal. Merger dan akuisisi horizontal yakni bentuk kombinasi dua perusahaan beroperasi pada sektor atau industri serupa. Merger horizontal dapat membuat perusahaan hasil penggabungan menjadi lebih kuat di pasar, sehingga mereka bisa menentukan harga atau strategi bisnis tanpa banyak persaingan. Selain itu, merger ini juga bisa membuka peluang bagi perusahaan untuk bekerja sama dengan pesaing yang tersisa dalam mengatur persaingan di pasar (*The Economics of Horizontal Mergers*, 2022:389).

Dalam mengukur karakteristik transaksi merger dan akuisisi horizontal, peneliti menggunakan variabel dummy. Pada penelitian yang dilakukan Jannah (2020) juga memakai variabel dummy untuk mengukur karakteristik transaksi M&A. Dengan ketentuan sebagai berikut :

Nilai 1 = jika perusahaan melakukan M&A secara horizontal,

Nilai 0 = jika perusahaan tidak melakukan M&A secara horizontal.

2.1.6 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan yakni aspek utama dalam perusahaan sebab mencerminkan sejauh mana efektivitas dan efisiensi perusahaan mengatur sumber daya dipunya. Untuk melihat kinerja keuangan perusahaan maka diperlukan analisis kinerja keuangan perusahaan, yang ada data keuangan telah diterbitkan oleh perusahaan tersebut. Salah satu indikator kinerja keuangan yaitu Return on Assets (ROA). ROA adalah satu dari pengukuran kinerja keuangan untuk melihat efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari asetnya (Fitriani dan Hapsari, 2015).

Maka, untuk melihat kinerja keuangan pasca-M&A dapat diukur menggunakan pengukuran ROA. Untuk melihat perubahan ROA satu tahun sebelumnya dan satu tahun sesudah aktivitas M&A. ROA akan dihitung dengan membandingkan hasil ROA pasca M&A dgn ROA dari tahun pelaksanaan M&A dengan hasil ROA pada tahun setelah pelaksanaan M&A, yang dimana hasil ROA dari saat pelaksanaan M&A (t_0) dikurangi hasil ROA pada tahun pertama, kedua, dan ketiga setelah M&A. Riset Putri dan Artini (2024) menyebutkan ROA sebagai alat ukur untuk melihatkan hasil (return) terhadap jumlah aset dipergunakan perusahaan. ROA mampu dirumuskan:

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}}$$

2.1.7 Umur Perusahaan

Umur perusahaan mencerminkan lamanya suatu perusahaan telah beroperasi. Umur perusahaan juga menggambarkan proses pertumbuhan dan pengalaman perusahaan melangsungkan usaha. Perusahaan lebih lama beroperasi biasanya terdapat lebih banyak pengalaman, sumber daya, pengetahuan manajerial, dan memiliki kemampuan dalam menghadapi ketidakpastian dari pada perusahaan yang baru beroperasi (Putra, 2021). Umur perusahaan dilaksanakan perhitungan saat perusahaan tersebut terdata di BEI, karena tahun itu perusahaan terdapat kewajiban menerbitkan laporan keuangan (Murti et al., 2024)

Riset Agustia dan Suryani (2018), mengukur umur perusahaan memanfaatkan rumus:

$$\text{Age} = \text{Tahun Penelitian} - \text{Tahun Perusahaan Berdiri}$$

2.1.8 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan memiliki konsep penting dalam analisis bisnis dan keuangan karena digunakan untuk melihat perusahaan berdasarkan besaran atau kapasitas perusahaan tersebut. Menurut Kristanti et al. (2019), menyatakan bahwa jika perusahaan kecil biasanya memiliki sumber daya yang terbatas, lebih fleksibel, dan berperan penting dalam penciptaan

lapangan kerja, dan memiliki inovasi lokal. Sedangkan jika perusahaan besar memiliki kapasitas yang besar dalam modal, pasar, dan pengaruh ekonomi secara nasional dan internasional. Untuk menghitung ukuran perusahaan menggunakan ukuran logaritma dari total aset agar lebih stabil melihat ukuran perusahaan, karena aset yang digunakan dalam aktivitas operasional harian perusahaan (Suzan dan Anisa, 2024). Seperti dilaksanakan penelitian Agustia dan Suryani (2018), menilai ukuran perusahaan sebagai rumus:

$$Size = Ln (Total Aset)$$

2.2 Kerangka Pemikiran

Variabel dependen dipergunakan yakni kinerja keuangan perusahaan pasca M&A. Dan untuk variabel independen memengaruhi kinerja keuangan perusahaan pasca M&A yaitu kepemilikan institusional dan karakteristik M&A horizontal dengan variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan.

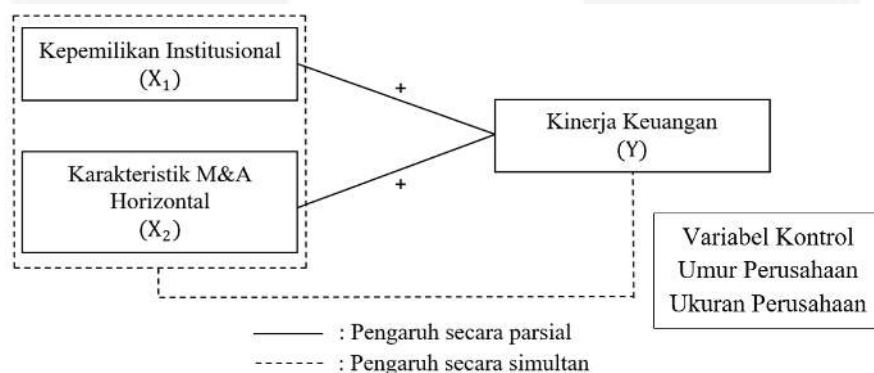
2.2.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Kepemilikan institusional menggambarkan porsi saham dikuasai lembaga keuangan atau entitas institusi, berupa bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, serta perusahaan investasi. Indikator ini dihitung berdasarkan persentase saham yang dipunya institusi atas total saham beredar (Nilayanti & Suaryana, 2019). Menurut teori keagenan, kepemilikan institusional berperan menjadi alat kendali eksternal guna menekan potensi penyimpangan manajer serta menurunkan konflik kepentingan pemilik modal dan pengelola perusahaan. Dalam konteks merger dan akuisisi (M&A), keterlibatan investor institusional menjadi signifikan karena keputusan M&A umumnya memerlukan penggunaan aset yang besar dan memiliki risiko tinggi. Oleh karena itu, kehadiran kepemilikan institusional dapat memastikan keputusan strategis dilakukan demi kepentingan perusahaan. Hal ini melihat kepemilikan institusional mampu menguatkan tata kelola perusahaan, menaikkan efisiensi aset, serta mendorong profitabilitas yang lebih baik.

2.2.2 Pengaruh Karakteristik M&A Horizontal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Karakteristik merger dan akuisisi (M&A) horizontal menggambarkan penggabungan antarperusahaan yang bergerak dalam industri sejenis dengan tujuan mencapai skala ekonomi, efisiensi operasional, serta peningkatan kualitas produk (Jiang, 2019). Jenis M&A ini diukur memanfaatkan variabel dummy, nilai 1 diberi ketika perusahaan melaksanakan M&A horizontal selama periode penelitian, dan 0 jika tidak.

Menurut Wu et al. (2020), perusahaan yang menjalankan M&A horizontal cenderung mengalami peningkatan kinerja keuangan, karena kesamaan model bisnis dan pengalaman antarpihak mempermudah proses integrasi dan distribusi sumber daya. Sinergi yang tercipta membuat proses operasional menjadi lebih efektif dan mengurangi biaya produksi. Meski demikian, secara umum M&A horizontal diperkirakan berdampak positif terhadap kinerja keuangan karena mampu memperkuat posisi pasar, menekan persaingan, dan menciptakan peluang pertumbuhan baru (Vasishta & Jangir, 2024).



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Sumber : data diolah oleh penulis (2025)

2.3 Hipotesis Penelitian

Merujuk uraian rumusan masalah dan kerangka penelitian yang sudah didukung beberapa teori yang selaras. Hipotesis pada penelitian ini mampu dirumuskan:

H1: Kepemilikan institusional dan karakteristik transaksi M&A horizontal secara simultan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020.

H2: Kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan variabel kontrol

umur perusahaan dan ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020.

H3: Karakteristik transaksi M&A horizontal secara parsial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020.

III. METODOLOGI PENELITIAN

Metode penelitian memanfaatkan metode kuantitatif. Dengan sampel meliputi 42 perusahaan melakukan M&A yang dipilih melalui *purposive sampling* selama empat tahun (2014–2020), dengan total 168 observasi. Data sekunder didapat laporan tahunan dan laporan keuangan. Analisis data memanfaatkan regresi data panel serta pengujian hipotesis yang dibantu dengan *software* EViews 13. Variabel dependen menggunakan kinerja perusahaan dinilai *Return on Assets* (ROA). Variabel independen mencakup kepemilikan institusional dan karakteristik M&A dengan variabel *dummy*. Serta variabel kontrol berupa umur perusahaan dan ukuran perusahaan.

Tabel 2.1 Kriteria Pemilihan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan melakukan M&A dan yang terdaftar di BEI pada tahun 2014 - 2020.	116
2	Perusahaan melakukan M&A lebih dari satu kali dan dihitung menjadi 1 perusahaan pada tahun 2014 - 2020.	- 61
3	Perusahaan melakukan M&A berasal dari sektor keuangan pada tahun 2014 – 2020.	-7
4	Perusahaan melakukan M&A namun, sudah tidak lagi beroperasi saat ini.	-1
5	Perusahaan melakukan M&A diluar periode penelitian pada tahun 2014-2020.	-3
6	Perusahaan yang melakukan M&A namun memiliki Laporan Keuangan yang tidak lengkap pada tahun 2014-2020.	-1
7	Perusahaan yang melakukan M&A tidak mengalami <i>delisting</i> pada tahun 2014-2020.	-1
Jumlah sampel penelitian		42
Jumlah periode penelitian		4
Jumlah observasi data penelitian		168

Sumber: data diolah oleh penulis (2025)

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

4.1.1 Analisis Statistik Deskriptif Berskala Rasio

Tabel 4.1 Hasil Statistik Deskriptif Berskala Rasio

	ROA	Kepemilikan Institusional	Umur Perusahaan	Ukuran Perusahaan
<i>Mean</i>	-0,0187	0,6479	33,2619	23,8869
<i>Standar Deviasi</i>	0,0658	0,1780	18,4788	6,3811
<i>Maximum</i>	0,2094	0,9448	78	32,2878
<i>Minimum</i>	-0,2105	0,2392	7	12,4946
<i>Count</i>	42	42	42	42

Sumber: data diolah oleh penulis (2025)

Berlandaskan tabel analisis statistik deskriptif, melihatkan nilai rerata variabel kinerja perusahaan (ROA) kurang dari nilai standar deviasi artinya data tersebut sifatnya beragam atau tidak berkelompok. Sementara variabel kepemilikan

institusional, umur perusahaan serta ukuran perusahaan terdapat nilai rerata besar dari nilai standar deviasi bermakna data bersifat tidak bervariasi atau berkelompok.

4.1.2 Analisis Statistik Deskriptif Berskala Nominal

Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif Berskala Nominal

	<i>Count</i>	Jumlah Perusahaan Sejenis	Persentase Perusahaan Sejenis	Jumlah Perusahaan Tidak Sejenis	Persentase Perusahaan Sejenis
Karakteristik M&A	42	27	64,29	15	35,71

Sumber: data diolah oleh penulis (2025)

Berdasarkan hasil tabel 4.2, melihatkan analisis statistik deskriptif dengan variabel berskala nominal yaitu variabel karakteristik M&A, menunjukkan bahwa terdapat 27 perusahaan (64,29%) perusahaan yang melakukan M&A secara horizontal dan 15 perusahaan (35,71%) perusahaan yang tidak melakukan M&A secara horizontal. Hal ini menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan dalam sampel memilih strategi M&A secara horizontal, yang biasanya bertujuan untuk meningkatkan pangsa pasar, memperluas skala ekonomi, dan mengurangi pesaing di industri yang sama.

4.2 Uji Asumsi Klasik

4.2.1 Uji Multikolinearitas

Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.002157	45.20379	NA
X1	0.001554	14.48576	1.167617
X2	0.000202	2.040556	1.056717
K1	1.73E-07	5.099297	1.211819
K2	1.22E-06	15.62346	1.022555

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Berdasarkan gambar 4.9, hasil dari uji multikolinearitas menunjukkan bahwa pada variabel kepemilikan institusional terdapat nilai *centered VIF* $1,167617 < 10$, variabel karakteristik M&A terdapat nilai *centered VIF* $1,056717 < 10$, variabel umur perusahaan terdapat nilai *centered VIF* $1,211819 < 10$, dan variabel ukuran perusahaan terdapat nilai *centered VIF* $1,022555 < 10$. Simpulannya dari setiap variabel model regresi pasca M&A tidak adanya permasalahan multikolinearitas.

4.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Glejser
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.948986	Prob. F(4,163)	0.4373
Obs*R-squared	3.823346	Prob. Chi-Square(4)	0.4304
Scaled explained SS	6.511362	Prob. Chi-Square(4)	0.1641

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Merujuk tabel 4.10, uji heteroskedastisitas nilai probabilitas *chi-square* $0,4304 > 0,05$. Simpulannya tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

4.3 Analisis Regresi Data Panel

Tabel 4.5 Hasil Regresi Data Panel

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 07/14/25 Time: 12:17
Sample: 2014 2023
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (unbalanced) observations: 168

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.964684	0.372771	2.587874	0.0108
X1	0.132980	0.072513	1.833868	0.0691
X2	-0.071224	0.022178	-3.211461	0.0017
K1	-0.039090	0.006996	-5.587660	0.0000
K2	0.011057	0.012929	0.855188	0.3941

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.448127	Mean dependent var	-0.001399
Adjusted R-squared	0.244567	S.D. dependent var	0.089500
S.E. of regression	0.077789	Akaike info criterion	-2.041955
Sum squared resid	0.738239	Schwarz criterion	-1.186584
Log likelihood	217.5242	Hannan-Quinn criter.	-1.694804
F-statistic	2.201453	Durbin-Watson stat	1.996266
Prob(F-statistic)	0.000347		

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Merujuk regresi data panel, persamaan regresi data panel didapat:

$$Y = 0,964684 + 0,132980 (X_1) - 0,071224 (X_2) - 0,039090 (K_1) + 0,011057(K_2) + \varepsilon$$

4.3.1 Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4.6 Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.448127	Mean dependent var	-0.001399
Adjusted R-squared	0.244567	S.D. dependent var	0.089500
S.E. of regression	0.077789	Akaike info criterion	-2.041955
Sum squared resid	0.738239	Schwarz criterion	-1.186584
Log likelihood	217.5242	Hannan-Quinn criter.	-1.694804
F-statistic	2.201453	Durbin-Watson stat	1.996266
Prob(F-statistic)	0.000347		

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Merujuk uji koefisien determinasi melihat bahwa nilai *Adjusted R-squared* 0,244567 atau sebesar 24,45%. Simpulannya variabel independen dan variabel kontrol yaitu kepemilikan institusional, karakteristik M&A horizontal, umur perusahaan dan ukuran perusahaan mampu menjabarkan variabel dependennya yakni kinerja perusahaan (ROA) 24,45% sementara sisanya 75,55% dapat dijabarkan variabel lainnya di luar riset.

4.3.2 Uji Simultan (Uji Statistik F)

Tabel 4.7 Hasil Uji Statistik F

R-squared	0.448127	Mean dependent var	-0.001399
Adjusted R-squared	0.244567	S.D. dependent var	0.089500
S.E. of regression	0.077789	Akaike info criterion	-2.041955
Sum squared resid	0.738239	Schwarz criterion	-1.186584
Log likelihood	217.5242	Hannan-Quinn criter.	-1.694804
F-statistic	2.201453	Durbin-Watson stat	1.996266
Prob(F-statistic)	0.000347		

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Merujuk tabel 4.15, uji statistik F menunjukkan bahwa nilai probabilitas *F-statistic* $0,000347 < 0,05$. Mampu diartikan H_0 ditolak dan H_1 diterima, maka simpulannya variabel independen dan variabel kontrol yaitu kepemilikan institusional, karakteristik M&A horizontal, umur perusahaan dan ukuran perusahaan dengan simultan berdampak kinerja perusahaan (ROA).

4.3.3 Uji Parsial (Uji t)

Tabel 4.8 Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.964684	0.372771	2.587874	0.0108
X1	0.132980	0.072513	1.833868	0.0691
X2	-0.071224	0.022178	-3.211461	0.0017
K1	-0.039090	0.006996	-5.587660	0.0000
K2	0.011057	0.012929	0.855188	0.3941

Sumber: Output Eviews 13, data diolah oleh penulis (2025)

Pada tabel 4.16, menunjukkan hasil dari uji parsial atau uji t yaitu pengaruh variabel independen dan variabel kontrol atas variabel dependen dengan parsial:

- Nilai probabilitas kepemilikan institusional (X1) $0,0691 > 0,05$ nilai koefisien arah positif. H_0 diterima dan H_1 ditolak. Hal yang melihatkan variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara parsial terhadap kinerja perusahaan (ROA).
- Nilai probabilitas karakteristik M&A horizontal (X2) $0,0017 < 0,05$ bernilai koefisien arah negatif. H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal melihatkan variabel karakteristik M&A horizontal berpengaruh parsial terhadap kinerja perusahaan (ROA).
- Nilai probabilitas umur perusahaan (K1) $0,0000 < 0,05$ dengan nilai koefisien arah negatif. H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal yang melihatkan variabel umur perusahaan berpengaruh secara parsial terhadap kinerja perusahaan (ROA).
- Nilai probabilitas ukuran perusahaan (K2) $0,3941 > 0,05$ dengan nilai koefisien arah positif. H_0 diterima dan H_1 ditolak. Hal melihatkan variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara parsial terhadap kinerja perusahaan (ROA).

4.4 Pembahasan Hasil Penelitian

4.4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Perusahaan Pasca M&A

Merujuk uji parsial, variabel kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas $0,0691 (>0,05)$ koefisien positif. Artinya, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan atas kinerja perusahaan (ROA) pasca-M&A. Hasil ini juga diperkuat oleh analisis deskriptif yang melihatkan perusahaan tingkat kepemilikan institusional tinggi maupun rendah terdapat distribusi kinerja ROA relatif seimbang, sehingga secara empiris tidak adanya dampak berarti terhadap kinerja keuangan setelah M&A.

Secara konseptual, kepemilikan institusional yakni saham dipunya lembaga keuangan atau badan usaha berperan dalam mengawasi kebijakan manajerial dan mendorong efisiensi kinerja (Monica & Dewi, 2019). Namun, menurut Sembiring (2025), dominasi investor institusional yang terlalu besar dapat mengurangi fleksibilitas manajemen mengambil keputusan strategis, karena terdapat tekanan untuk memenuhi ekspektasi jangka pendek. Kondisi ini dapat menghambat pengambilan risiko strategis yang dibutuhkan untuk pertumbuhan jangka panjang perusahaan.

Dalam perspektif teori keagenan, kepemilikan institusional berfungsi sebagai mekanisme pengawasan agar manajemen bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan. Namun, pengaruh yang terlalu kuat dari institusi dapat menekan kreativitas dan ruang manuver manajemen, terutama dalam keputusan berisiko seperti M&A. Karenanya, Temuan studi tidak mendukung hipotesis peneliti dan temuan Ma (2019) yang menyatakan adanya pengaruh positif, tetapi konsisten dengan penelitian Andriosopoulos dan Yang (2015) mendapati kepemilikan institusional tidak berdampak signifikan terhadap kinerja perusahaan pasca-M&A.

4.4.2 Pengaruh Karakteristik M&A Terhadap Kinerja Perusahaan Pasca M&A

Perusahaan (ROA) pasca M&A, bernilai probabilitas $0,0017 < 0,05$ koefisien $-0,0712$. Artinya, peningkatan aktivitas M&A horizontal justru menurunkan kinerja perusahaan sebesar $0,0712$. Hal ini menandakan bahwa meskipun secara teoritis M&A horizontal diharapkan menciptakan sinergi dan efisiensi, pada periode penelitian efek tersebut belum sepenuhnya terealisasi.

Analisis deskriptif menunjukkan bahwa dari 42 data observasi, 64% perusahaan melakukan M&A horizontal, dengan

sebagian besar memiliki kinerja di atas rata-rata. Namun, hasil regresi justru menunjukkan arah pengaruh negatif. Kondisi ini mengindikasikan adanya tantangan integrasi budaya dan operasional antar perusahaan dalam industri yang sama, sehingga potensi efisiensi jangka pendek sulit tercapai. Proses adaptasi pasca penggabungan kemungkinan menimbulkan konflik internal dan penurunan efektivitas manajerial.

Temuan ini mendukung penelitian Fathollahi (2019) yang menyatakan bahwa M&A horizontal berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan, namun berbeda dengan Wu et al. (2020) yang menemukan pengaruh positif. Berdasarkan teori agensi, keputusan M&A dapat dipengaruhi oleh kepentingan manajerial yang tidak selalu sejalan dengan tujuan pemegang saham. Temuan studi menekankan aktivitas M&A horizontal tidak selalu menghasilkan peningkatan kinerja, terutama pada periode jangka pendek pasca integrasi.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Analisis studi didapat simpulan berupa:

1. Hasil analisis deskriptif dari masing – masing variabel menjelaskan bahwa:
 - a. Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif variabel dependen yaitu kinerja perusahaan pasca M&A terdata BEI periode 2014 – 2020 yang diukur menggunakan ROA terdapat nilai rerata lebih rendah dari standar deviasinya, menunjukkan data bervariasi atau tidak berkelompok. Hal ini mencerminkan bahwa tidak semua perusahaan mampu memperoleh peningkatan efisiensi operasional setelah M&A. Nilai maksimum dipunya PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA). Sedangkan nilai minimum dipunya PT Acset Indonusa Tbk (ACST).
 - b. Berdasarkan analisis statistik deskriptif pada variabel independen yaitu kepemilikan institusional pasca M&A terdata BEI periode 2014 – 2020 terdapat nilai rerata lebih tinggi standar deviasinya, menunjukkan data tidak bervariasi atau berkelompok. Artinya mayoritas perusahaan pasca M&A memiliki tingkat kepemilikan institusional yang relatif stabil. Kondisi ini mencerminkan adanya peran aktif investor institusional dalam menjaga konsistensi pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Nilai maksimum dipunya PT First Media Tbk (KBLV). Sedangkan nilai minimum dipunya PT Elang Mahkota Teknologi Tbk (EMTK).
 - c. Berdasarkan analisis statistik deskriptif variabel independen yakni karakteristik M&A terdaftar di BEI periode 2014 – 2020 yang menggunakan variabel dummy, menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan dalam sampel memilih strategi M&A horizontal, yang bertujuan untuk meningkatkan pangsa pasar, memperluas skala ekonomi, dan mengurangi pesaing pada industri yang sama (Kurniati dan Asmirawati, 2021).
 - d. Berdasarkan analisis statistik deskriptif variabel kontrol yakni umur perusahaan pasca M&A terdata BEI periode 2014 – 2020 terdapat nilai rerata lebih tinggi dari standar deviasinya, menunjukkan data tidak bervariasi atau berkelompok. Nilai maksimum dipunya PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk (GOOD). Sementara nilai minimum dipunya PT PP Properti Tbk (PPRO).
 - e. Berdasarkan analisis statistik deskriptif variabel kontrol yakni ukuran perusahaan pasca M&A terdata BEI periode 2014 – 2020 terdapat nilai rerata lebih tinggi standar deviasinya, menunjukkan data bervariasi atau tidak berkelompok. Nilai maksimum dipunya PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS). Sementara nilai minimum dipunya PT Astra International Tbk (ASII).
2. Merujuk uji simultan melihat kepemilikan institusional serta karakteristik M&A berdampak secara simultan atas kinerja perusahaan variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020. Secara konseptual, hal ini mencerminkan bahwa pengawasan dari investor institusional dapat memastikan keputusan M&A dijalankan dengan efisien, sementara strategi M&A yang tepat memperkuat posisi perusahaan dalam industri yang sama, sehingga sinergi operasional dapat tercapai dan berdampak positif atas kinerja keuangan.
3. Merujuk uji parsial menunjukkan kepemilikan institusional tidak berdampak positif secara parsial atas kinerja perusahaan (ROA) variabel kontrol umur perusahaan serta ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020. Hasil menandakan keberadaan investor institusional belum dapat berperan efektif mendorong peningkatan kinerja perusahaan pasca M&A. Secara konseptual, hal ini terjadi karena investor institusional di Indonesia masih belum optimal dalam mengawasi dan mengarahkan manajemen perusahaan. Akibatnya, peran mereka dalam mendorong kinerja perusahaan pasca M&A menjadi kurang optimal.
4. Berdasarkan uji parsial melihat karakteristik M&A berdampak negatif secara parsial atas kinerja perusahaan (ROA) variabel kontrol umur perusahaan dan ukuran perusahaan pasca M&A aktivitas M&A di Indonesia periode 2014 - 2020. Hasil temuan studi melihat meskipun M&A horizontal diharapkan untuk menciptakan sinergi perusahaan, pada kenyataannya tidak terus memberi pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan jangka pendek maupun panjang. Hal ini terjadi karena kemungkinan akibat biaya integrasi, perbedaan budaya, atau ketidaksesuaian strategi antara perusahaan pengakuisisi dan target.

5.2 Saran

Penelitian terdapat beberapa keterbatasan yang harus diawasi. Pertama, penelitian sekadar menggunakan periode observasi 2014–2020 sehingga belum mampu menggambarkan dinamika jangka panjang dari dampak M&A atas kinerja perusahaan di Indonesia. Kedua, variabel dipergunakan masih terbatas pada kepemilikan institusional dan karakteristik M&A dengan variabel kontrol umur dan ukuran perusahaan, sehingga belum mencakup faktor lain seperti kepemilikan manajerial, leverage, atau kondisi makroekonomi yang mungkin turut memengaruhi hasil. Ketiga, pengukuran kinerja perusahaan hanya memanfaatkan rasio Return on Assets (ROA) berfokus pada efisiensi operasional, sementara indikator lain seperti Return on Equity (ROE) atau Tobin's Q belum dianalisis.

REFERENSI

- Abbasi, M., E. Kalantari, dan H. Abbasi. 2012. Impact of Corporate Governance Mechanism on Firm Value : Evidence From The Food Industry in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2(5), 4712-4721. <http://dx.doi.org/10.2991/piceeba-19.2019.64>
- Agustia, Y. P., & Suryani, E. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Manajemen Laba (Studi Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016). *Jurnal Akuntansi Riset : Aset*, 10(1), 71–82. <https://doi.org/10.17509/jaset.v10i1.12571>
- 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>
- Baghdadi, G., Bhatti, M., Nguyen, L., & Podolski, E. (2018). Skill or Effort? Institutional Ownership and Managerial Efficiency. *Corporate Finance: Governance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2996392>
- Dewi dan Widanaputra, A. A. G. P. (2021). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen serta Free Cash Flow sebagai Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(7), 1710–1719. <https://doi.org/10.24843>
- Dewi, P. Y., & Suryantini, N. P. (2018). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Akuisisi. *E-Jurnal Manajemen UNUD*, 7(5), 2323-2352. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v07.i05.p01>
- Fathollahi, M., Harford, J., & Klasa, S. (2019). Anticompetitive Effects of Horizontal Acquisitions: The Impact of Within-Industry Product Similarity. *Journal of Financial Economics*, 144(2), 645–669. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3242427>
- Gumilarsjah, J. (2016). M&A Playbook Penjelasan Lengkap Merger Akuisisi. Jakarta : PPM Manajemen.
- Gustina, I. (2017). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi pada Perusahaan yang Go Public yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 6(2), 1-23.
- Harahap, S. S. (2021). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Ilmiyyah, L., Hanayah, L., & Masrukhan, M. (2024). Pengaruh penggabungan usaha terhadap struktur modal dan risiko keuangan: Studi pada perusahaan multinasional studi kasus PT Indosat Ooredoo Hutchison Tbk. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Bisnis*, 2(2), 366–375. <https://doi.org/10.62017/jemb>
- Iswi Hariyani, S. H. (2011). Merger, Konsolidasi, Akuisisi, & Pemisahan Perusahaan: Cara Cerdas Mengembangkan & Memajukan Perusahaan. Visimedia.
- Jinling, Jiang. (2019). An Empirical Study on M&A Performance: Evidence from Horizontal Mergers and Acquisitions in the United States. *Open Journal of Business and Management*, 7(2):976-997. doi:10.4236/OJBM.2019.72066
- Kristanti, F., Rahayu, S., Isyuardhana D., et al. (2019). THE SURVIVAL OF SMALL AND MEDIUM BUSINESS. *Polish Journal of Management Studies*, 20(2), 311-321. <https://doi.org/10.17512/pjms.2019.20.2.26>
- Ma, L. (2020). The effect of institutional ownership on M&A performance: evidence from China. *Applied Economics Letters*, 27, 140 - 144. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1610701>
- Monica, S., & Dewi, A. S. (2019). Pengaruh kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen terhadap kinerja keuangan di Bursa Efek Indonesia. *OsfIo*, 1–15.
- Murti, G. T., Saraswati, Rr. S., & Faizi, M. F. N. (2024). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Umur Perusahaan, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Owner*, 8(1), 414–423. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i1.1817>
- Musyafak, Z. H., Atriani, D. M., Hasanah, D. U., Sari, A. Y., & Astarina, Y. (2024). Analisis Akuisisi Perusahaan Menurut Hukum Persaingan Usaha dan Pengaruhnya terhadap Profitabilitas Perusahaan. *Indonesian Journal of Law and Justice*, 1(4), 1–16. <https://doi.org/10.47134/ijlj.v1i4.2668>
- Nilayanti, M., & Suaryana, I.A. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 906. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i02.p03>
- Prasetyorini, Bhukti Fitri (2013), Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*. 1(1), 183- 196.
- Putra, J. (2021). Pengaruh Usia Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan (Studi pada Bank Victoria Syariah). *Entrepreneurship Bisnis Manajemen Akuntansi (E-BISMA)*. 85-91. <https://doi.org/10.37631/e-bisma.v2i2.441>
- Shi, S., Wong, S.K., Qiang, W.W., & Zheng, C. (2025). Corporate ownership transfer and urban economic growth: A study

- of manufacturing M&As in China. *Papers in Regional Science*. 104(1). <https://doi.org/10.1016/j.pirs.2024.100071>
- Subiyanto, E. (2020). Kegagalan strategi inovasi akuisisi pada saat terjadi kelebihan kapasitas: pendekatan finansial berdasarkan studi kasus pada perusahaan induk semen milik negara PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan*, 9, 1-14. <https://doi.org/10.1186/s13731-020-00134-4>
- Suharman, H., Hapsari, D. W., Hidayah, N., & Saraswati, Rr. S. (2023). Value chain in the relationship of intellectual capital and firm's performance. *Cogent Business&Management*, 10(1).<https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2199482>
- The Economics of Horizontal Mergers* (pp. 389–404). (2022). Cambridge University Press eBooks. <https://doi.org/10.1017/9781009099615.023>
- Vasishta, M., & Jangir, M. K. (2024). Effects of mergers and acquisitions on competition in india. *Deleted Journal*, 07(03(II)), 155–160. [https://doi.org/10.62823/ijarcms/7.3\(ii\).6917](https://doi.org/10.62823/ijarcms/7.3(ii).6917)
- Wareza, M. (2021, August 18). *Gagal Maning! Ternyata Ini Alasan Merger Indosar-Tri Mundur*. CNBC Indonesia; [cnbcindonesia.com. https://www.cnbcindonesia.com/market/20210818161508-17-269371/gagal-maning-ternyata-ini-alasan-merger-indosar-tri-mundur?utm.com](https://www.cnbcindonesia.com/market/20210818161508-17-269371/gagal-maning-ternyata-ini-alasan-merger-indosar-tri-mundur?utm.com)
- Wu, C., Yu, X., & Zheng, Y. (2020). The spillover effect of financial information in mergers and acquisitions. *The British Accounting Review*, 52(4), 100–879. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100879>
- Yasin, M., Bramantyo, D., Damayanti, J., & Ibrahim, M. (2023). Pengaruh Merger Dan Konglomerasi Terhadap Penilaian Industri. *Menawan*, 1(6), 246–254. <https://doi.org/10.61132/menawan.v1i6.103>