

MERGER DAN AKUISISI:

**dari perspektif strategis dan kondisi indonesia
(Pendekatan Konsep dan Studi Kasus)**

BONUS:

23 Kasus Utama M&A di Indonesia dan Global

MERGER DAN AKUISISI:

**dari perspektif strategis dan kondisi indonesia
(Pendekatan Konsep dan Studi Kasus)**

BONUS:

23 Kasus Utama M&A di Indonesia dan Global

**Josua Tarigan, Phd, CFP, CMA, CSRA, CIBA
Swenjiadi Yenewan, SE
Grace Natalia, SE**



MERGER DAN AKUISISI dari Perspektif Strategis dan Kondisi Indonesia (Pendekatan Konsep dan Studi Kasus)

oleh Josua Tarigan, Phd, CFP, CMA, CSRA, CIBA; Swenjiadi Yenewan, SE.; Grace Natalia, SE

Hak Cipta © 2016 pada penulis



Candi Gebang I No. 23 Yogyakarta 55283
Telp: 0274-4432136; E-mail: info@bukuekuilibria.com

Hak Cipta dilindungi undang-undang. Dilarang memperbanyak atau memindahkan sebagian atau seluruh isi buku ini dalam bentuk apa pun, secara elektronis maupun mekanis, termasuk memfotokopi, merekam, atau dengan teknik perekaman lainnya, tanpa izin tertulis dari penerbit.

Tajuk Entri Utama: *Tarigan, Josua*

MERGER DAN AKUISISI dari Perspektif Strategis dan Kondisi (Pendekatan Konsep dan Studi Kasus)/Josua Tarigan; Swenjiadi Yenewan; Grace Natalia

- Edisi Pertama. Cet. Ke-1. - Yogyakarta: Ekuilibria, 2016
xiv + 300 hlm.; 25 cm

Bibliografi.: 221 - 234

ISBN :

E-ISBN :

1.

I. Yenewan, Swenjiadi

II. Natalia, Grace

III. Judul

.....

Semua informasi tentang buku ini, silahkan scan QR Code di cover belakang buku ini

KATA PENGANTAR

Buku Merger & Akuisi: dari perspektif strategis dan kondisi Indonesia ini yang disusun dan dikarang oleh Josua Tarigan dkk merupakan sebuah "Buku Generasi Baru" yang langka dan berharga. Baru segelintir kecil (bisa dihitung dengan jari tangan) praktisi maupun akademisi Indonesia yang telah berhasil menyusun, merangkai dan menulis Buku tentang Merger & Akuisi sedemikian informatif, komprehensif didukung 23 contoh kasus dimana 50% diantaranya diambil dari kondisi dan kasus murni perusahaan² yang menjalankan bisnis mereka di industry dan pasar Indonesia.

Berdasarkan pengalaman aktual Penulis Prakata ini yang sudah mengalami antara tahun 1986 - 2000 sebanyak 8 x proses Merger, Akuisisi, Joint Venture, Strategic Alliances, ESOP dan LBO ketika menjadi seorang professional sebagai Country Manager, General Manager dan Managing Director di Perusahaan Fortune 500, 100 Konglomerat Terbesar Indonesia dan Perusahaan Keluarga dengan ekspor ke >30 negara. Masyarakat Pengusaha Indonesia dikenal sebagai "Low Trust Society". Pemilik Perusahaan sangat enggan untuk berbagi saham atau kepemilikan perusahaannya dengan pengusaha lain. Pengisi Jabatan di Dewan Komisaris dan Dewan Direksi Perseroan lebih dikenal sebagai "All The President's men" daripada "Professional Organizational Leaders". Istilah "Management One Man Show" sangat kental melekat dibanyak Perusahaan Besar dan Menengah terutama Perusahaan Keluarga. Proses Merger & Akuisisi cara implisit memiliki persepsi yang negatif dalam konteks yang "kuat mencaplok yang

lemah” dan hukum rimba “Survival of the Fittest” kerap diberlakukan dalam sebuah pertarungan sengit korporasi atau persaingan pasar. Disamping adanya penggunaan 2 pendekatan M & A yaitu Hostile Takeover (Bab 4) dan Leveraged Buy Out (Bab 5) ikut membuat persepsi negatif bagi sebagian pengusaha atas rencana M & A. Semua faktor diatas menjadi kendala dan hambatan bagi perkembangan “Merger & Akuisisi Perusahaan” di Indonesia.

Buku ini berhasil mengungkap kan pertumbuhan berlanjut M & A di USA, Asia atau Indonesia secara komprehensif dan objektif. Tim Riset Josua Tarigan telah melakukan tugas penelitian, pelacakan dan kompilasi dengan baik. Sejalan dengan berkembangnya Era Reformasi, Transparansi, Akuntabilitas dan Deregulasi Ekonomi, Keuangan dan Teknologi Informasi Komunikasi di Indonesia sejak 1998, maka perkembangan M & A mulai tinggal landas dari yang tadinya lebih banyak terfokus pada Akuisi saja sekarang meningkatkan juga frekuensi Merger (Penggabungan) Perusahaan. Dari kebanyakannya Perusahaan Konglomerat tertutup (Perusahaan Terbatas) sekarang meningkat juga frekuensi M & A Perusahaan Publik (Tbk). Diprakira gelombang peningkatan M & A akan semakin membahana hingga 10 tahun kedepan (2016-2025) sebagai efek spin off dari kebijakan Pemerintah Jokowi JK yang sangat mendorong perkembangan perusahaan kecil menengah; peningkatan kemandirian ekonomi serta semakin dikenalnya skema kepemilikan perusahaan melalui perkembangan dan inovasi Pasar Modal, Crowd Funding, Angel Investors, Venture Capital , Private Equities atau Equity Investor apapun nama yang dipakai. Sehingga proses M & A tidak saja sebatas untuk Pemain Konglomerat saja namun bisa juga dipakai untuk Perusahaan Menengah atau Baru.

Buku Merger & Akuisisi, memberi pemahaman yang sederhana, gamblang dan menyeluruh secara universal bagi Pengusaha yang sedang berpikir serius untuk melakukan strategi “Jump Shift” atau “Leap Frog” yang sustainble bagi perkembangan perusahaannya. Buku ini sangat cocok dan menjadi sumber inspirasi bagi Pengusaha Generasi Baru yang memiliki Big Dream & Big Idea dan menjadi penganut aktif Shared Economy. Pengusaha ini tidak takut berbagi saham, berbagi sumber daya manajemen dan kompetensi, berkolaborasi luas dalam permodalan serta melihat dan memperhatikan EVA (Economic Value Added) Perusahaan dengan merubah orientasi menghitung Nilai Perusahaan melalui penilaian physical assets

dan goodwill masalah perusahaan berpaling keperhitungan berdasarkan potensi arus pemasukan masa depan perseroan 3-5 tahun kedepan.

Buku Merger & Akuisi ini patut menjadi Buku Pegangan & Acuan terutama Pengusaha muda Generasi Abad ke 22 dimana paradigma berusaha mereka sudah lebih terbuka untuk kepraktek praktek Collaboration, Coopetition dan Co-Own. Penngusaha Generasi Baru ini lebih mengandalkan dan mendorong terwujudnya Employee Share Owership Program - ESOP (Bab 6), Jont Venture & Strategic Allinaces (Bab 9) dan Integrasi Sistem Akuntansi Manajemen (Bab 10).

Suksesber Merger & Akuisi

YadiBudhisetiawan, M.Com, ACCA.

Principal Partner



Finding & Funding Innovative Companies

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	vii
BAB 1 MERGER DAN AKUSISI: SEBUAH PENGANTAR	1
1.1 Latarbelakang M&A	1
1.2 Konsep dan Definisi	7
1.3 Jenis Merger dan Akusisi	9
1.4 Pendanaan dalam Merger dan Akuisisi	12
1.5 Para Profesional dalam Proses Merger	13
1.6 Merger dan Manajemen Strategi	14
Pertanyaan Penguasaan Materi	14
BAB 2 TREND M&A SECARA KOMPREHENSIF	15
2.1 Trend M&A: Analisa Umum	15
2.2 M&A Dilihat dari Masing-masing Wilayah	19
2.3 M&A Dilihat dari Data Industri	22
Pertanyaan Penguasaan Materi	31
BAB 3 MOTIF DALAM MELAKUKAN MERGER & AKUISISI	33
3.1 Shareholder Gains	33
3.2 <i>Managerial Gains</i>	41
Pertanyaan Penguasaan Materi	44

BAB 4	HOSTILE TAKEOVERS	45
4.1	<i>Poison Pills</i>	47
4.2	<i>Corporate Charter Amendments</i>	49
	Pertanyaan Penguasaan Materi	54
BAB 5	LEVERAGE BUYOUT (LBO)	55
5.1	Sejarah LBO	56
5.2	<i>Management Buy Out (MBO)</i>	59
5.3	Pendanaan dalam LBO & MBO	61
5.4	Resiko Pendanaan LBO & MBO dengan Hutang	62
5.5	Penelitian terkait LBO & MBO	63
5.6	ESOP dan LBO	64
	Pertanyaan Penguasaan Materi	66
BAB 6	EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLANS - ESOP	67
6.1	Sejarah ESOP	67
6.2	Karakteristik ESOP	69
6.3	ESOP dalam Merger dan Akuisisi	70
6.4	Tata Cara Penggunaan ESOP	72
6.5	<i>Employee Stock Ownership Trust (ESOT)</i>	72
6.6	Resiko ESOP bagi Karyawan	73
6.7	ESOP dan Kinerja Organisasi	74
6.8	ESOP dan Merger Akuisisi (<i>takeover Defense</i>)	75
6.9	ESOP dan Kesejahteraan Pemegang Saham	76
6.10	ESOP di Indonesia	77
	Pertanyaan Penguasaan Materi	83
BAB 7	RESTRUKTURISASI DAN M&A	85
7.1	Definisi Restrukturisasi	85
7.2	Mengapa Restrukturisasi	86
7.3	Bentuk Restrukturisasi	91
7.4	<i>Divestiture (sell-off)</i>	91
7.5	<i>Equity Carve-out</i> dan <i>Spin-off</i>	93
7.6	<i>Exchange Offer</i>	95
7.7	Dampak Restrukturisasi pada Perusahaan	95
	Pertanyaan Penguasaan Materi	102

BAB 8	KEBANGKRUTAN DAN M&A	103
8.1	Penyebab Kegagalan Bisnis	104
8.2	Restrukturisasi Vs Likuidasi	108
8.3	Penelitian Jim Collins	108
	Pertanyaan Penguasaan Materi	117
BAB 9	JOINT VENTURES AND STRATEGIC ALLIANCE	119
9.1	Mengapa <i>Joint Venture</i> dan <i>Strategic Alliance</i> ?	119
9.2	<i>Contractual Agreement</i>	120
9.3	Strategic Alliance	120
9.4	<i>Joint Venture</i>	124
9.5	Motif dalam <i>Joint Venture</i>	125
9.6	Penelitian dalam <i>Joint Venture</i>	126
	Pertanyaan Penguasaan Materi	132
BAB 10	ISU MERGER AKUISISI 1: INTEGRASI SISTEM AKUNTANSI DALAM PENGGABUNGAN USAHA	133
10.1	Integrasi Sistem Akuntansi Manajemen Setelah Merger dan Akuisisi	133
10.2	Peran Sistem Akuntansi Manajemen	135
10.3	Pengaruh Ketidakpastian Lingkungan Terhadap Karakteristik Sistem Akuntansi Manajemen	135
10.4	Pengaruh Budaya Organisasi Terhadap Sistem Akuntansi Manajemen dalam Merger dan Akuisisi	136
10.5	Integrasi Sistem Akuntansi Manajemen setelah Merger dan Akuisisi Perusahaan Proco dan Unico (<i>Mini-Case</i>)	137
10.6	Kesimpulan	140
	Pertanyaan Penguasaan Materi	141
BAB 11	ISU M&A 2: FAKTOR-FAKTOR KESUKSESAN DAN KEGAGALAN DALAM MERGER AKUISISI	143
11.1	Aspek <i>Due diligence</i>	143
11.2	Aspek Budaya	151
11.3	Aspek Kepemimpinan	158
	Pertanyaan Penguasaan Materi	160

BAB 12 ISU M&A 3: BUDAYA DALAM PENGGABUNGAN USAHA	161
12.1 Budaya Organisasi	161
12.2 Pengukuran dan Evaluasi Perbedaan Budaya	162
12.3 Kajian Penelitian Terdahulu Terkait Budaya Pertanyaan Penguasaan Materi	164 178
BAB 13 ISU M&A 4: TOPIK PENELITIAN MERGER DAN AKUISISI	179
13.1 Pengaruh Kondisi Manajemen Puncak dalam Kesuksesan dan Frekuensi M&A	179
13.2 Pengaruh Proporsi Jenis Kelamin Manajemen Puncak terhadap Proses M&A	184
13.3 Pengaruh Kepemimpinan Transformasional terhadap Kinerja M&A	189
13.4 Hubungan <i>Cross-border</i> M&A terhadap Kinerja Keuangan	193
13.5 Hubungan Perbedaan Budaya terhadap Kinerja M&A	198
13.6 <i>Value Creation, Strategic Emphasis</i> dan Kinerja M&A Pertanyaan Penguasaan Materi	204 209
BAB 14 MERGER AKUISISI DALAM KONTEKS INDONESIA	211
14.1 Prosedur M&A di Indonesia	211
14.2 Aspek Hukum M&A di Indonesia	213
14.3 Badan Regulasi terkait M&A di Indonesia	215
14.4 Isu Perpajakan M&A di Indonesia	217
14.5 Isu karyawan atas Aktivitas M&A di Indonesia	218
14.6 Perbandingan M&A di Indonesia dan ASEAN Pertanyaan Penguasaan Materi	219 221
DAFTAR PUSTAKA	223
STUDI KASUS	237
Kasus 1 : Jaguar Dan <i>Brand Corrosion</i> Pertanyaan Penguasaan Materi	239 256
Kasus 2 : Daimlerchrysler: Kegagalan Budaya Pertanyaan Penguasaan Materi	257 264
Kasus 3 : Philip Morris Indonesia Pertanyaan Penguasaan Materi	265 274

Kasus 4 : Ab-Inbev: Keberhasilan <i>Hostile Take-Over</i>	275
Pertanyaan Penguasaan Materi	280
Kasus 5 : Indosat: <i>The Vertical Merger</i>	281
Pertanyaan Penguasaan Materi	287
Kasus 6 : Martin Vulcan: Kegagalan <i>Hostile Take-Over</i>	288
Pertanyaan Penguasaan Materi	294
Kasus 7 : Kalbe Farma: <i>shareholder value creation</i>	295
Pertanyaan Penguasaan Materi	299

-oo0oo-

B A B 1

MERGER DAN AKUSISI: SEBUAH PENGANTAR

1.1 LATARBELAKANG M&A

Tak dapat dipungkiri bahwa dunia sedang berjalan menuju era merger dan akuisisi (M&A). Banyak perusahaan global mulai berpaling dari sekedar membangun usaha baru dari nol ke merger ataupun akuisisi. Salah satu transaksi yang baru saja terjadi yaitu pengambil alihan perusahaan Heinz oleh salah satu perusahaan Warren Buffet Berkshire Hathaway sebesar 28 milyar dollar pada tanggal 14 Februari lalu (Street Insider, 2013).

Salah satu perusahaan media terbesar di Amerika, Thomson Reuters yang dalam sejarahnya, perusahaan ini merupakan hasil dari merger dan akuisisi yang berlangsung antara perusahaan Thomson dan Reuters *group* yang berasal dari Inggris pada tahun 2008 (Thomson Reuters, 2014) mencatat bagaimana pesatnya perkembangan merger akuisisi yang berlangsung di dunia saat ini. Perkembangan Merger dan Akuisisi di dunia dapat dilihat dalam tabel 1.1.

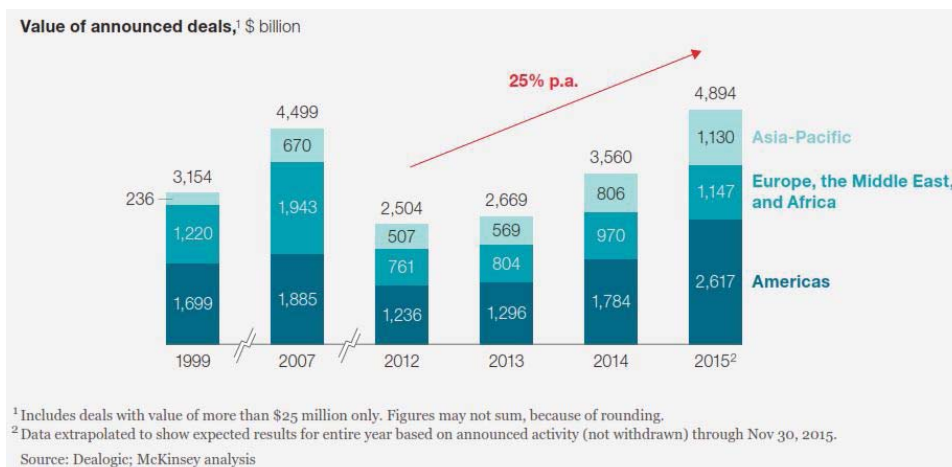
Berdasarkan data dari Reuters ini, kita bisa melihat bahwa Indonesia termasuk negara potensial dimana pergerakan nilai merger dan akuisisinya mengalami kenaikan 16.7% dari tahun sebelumnya, dimana pada saat yang sama merger dan akuisisi se-Asia Pasifik dan sedunia mengalami penurunan. Kenaikan ini bisa kita artikan sebagai indikator bahwa investor mulai menjadikan Indonesia sebagai tujuan investasi, dimana jika dapat berjalan dengan baik mampu memberikan efek yang positif bagi perekonomian Indonesia dimasa mendatang. Tentu kita perlu mempersiapkan diri dalam

kondisi ini untuk bertahan dalam persaingan dunia global. Salah satunya dengan mempelajari merger dan akuisisi yang sedang kita lakukan sekarang. Data yang sama juga diperlihatkan dari laporan McKinsey yang menunjukkan tren peningkatan dari tahun 2012 hingga 2015, setelah terjadinya krisis di tahun 1998 & 2008.

Tabel 1.1 Scorecard of Worldwide Merger and Acquisition.

Target Region/Nation	01/01/2014-03/31/2014		01/01/2013-03/31/2013		% Change in Rank Value	
	Rank	Val US\$m	Rank	Val US\$m		
Asia-Pacific		58,783.1	981.0	72,990.1	1,394.0	-21.6
Australasia		20,390.0	200.0	12,797.8	306.0	59.3
Australia		16,920.8	176.0	11,792.3	272.0	43.5
Papue New Guini		3,354.0	3.0	116.0	2.0	2791.4
South East Asia		10,787.1	194.0	21,239.6	292.0	-49.2
Singapore		6,457.7	47.0	13,003.6	71.0	-50.3
Indonesia		2,270.6	21.0	1,946.2	33.0	16.7
North Asia		24,676.2	475.0	36,914.5	589.0	-33.2
China		11,213.9	243.0	23,395.1	341.0	-52.1
South Korea		7,903.5	160.0	8,008.7	173.0	-1.3
South Asia		2,929.9	112.0	4,038.2	207.0	-27.4
Central Asia		128.7	5.0	479.3	19.0	-73.1
Japan		19,321.1	297.0	21,140.7	379.0	-8.6
Americas		362,472.5	2,246.0	276,458.7	2,447.0	31.1
Africa/Middle East		11,793.5	160.0	10,263.3	199.0	14.6
Europe		87,141.6	2,214.0	165,418.6	2,767.0	-47.3

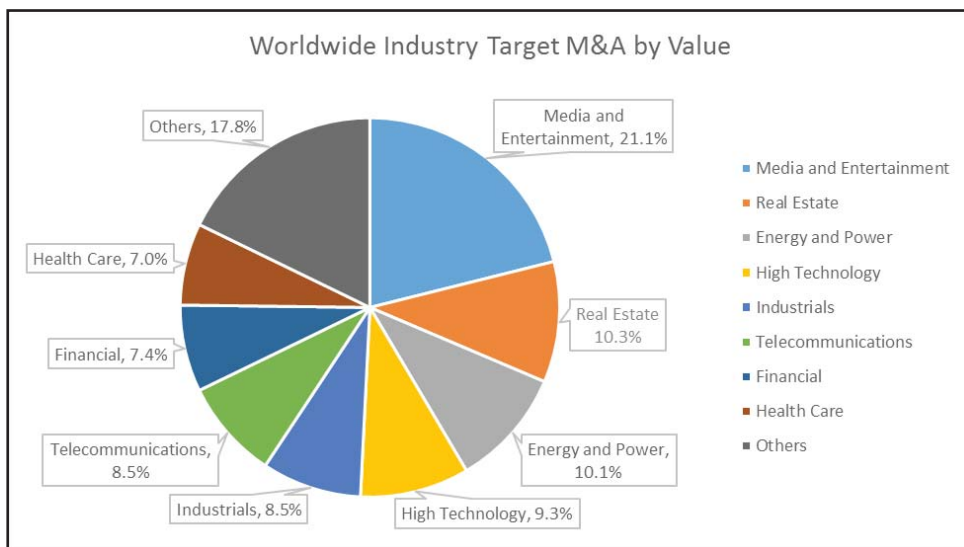
Sumber: Thomson Reuters, 2014



Sumber: Rehm & West, Mckinsey report Dec 2015

Gambar 1.1 Scorecard of Worldwide Merger and Acquisition.

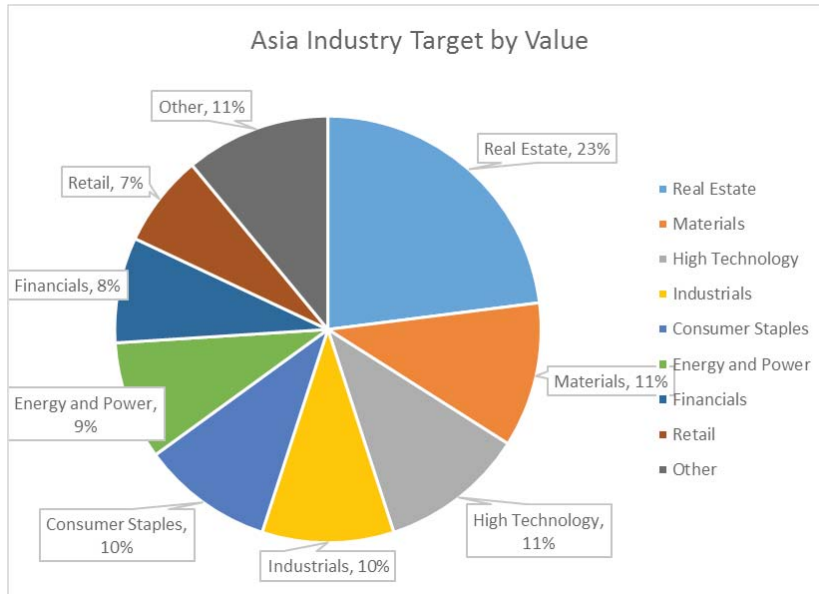
Pertanyaan yang perlu kita ajukan setelah ini adalah, industri apakah yang berpotensi tinggi dalam proses merger dan akuisisi? Data yang dirilis oleh Reuters dibawah ini menunjukkan industri media dan hiburan menjadi target merger ataupun akuisisi tertinggi di seluruh dunia dan diikuti oleh industri *real estate*. Sedangkan untuk lingkup Asia, Target merger ataupun akuisisi tertinggi terletak pada sektor *real estate* (seperti perumahan, apartemen, dll) yang selengkapnya dapat kita perhatikan pada gambar 1.2.



Sumber: Thomson Reuters, 2014

Gambar 1.2 *Worldwide Merger and Acquisition.*

Di tahun 2014, nilai merger dan akuisisi terbesar yang pernah dicatat dalam sejarah sejauh ini dilakukan ketika Comcast Corp. mengambil alih 100% saham dari Time Warner Cable Inc. sebesar 70.677 juta USD sedangkan untuk pasar Asia sendiri, proses merger akuisisi terbesar yang dicatat pada tahun 2014 dipegang oleh Shanghai Jingfeng Investment Co. yang membeli saham Greenland Holding Group Co. Ltd. dengan nilai 10.048 juta.



Sumber: Thomson Reuters, 2014

Gambar 1.3 Asia Merger and Acquisition.

Tabel 1.2 Top Fifteen Worldwide Merger and Acquisition.

Target	Acquiror	Rank Value (US\$m)
Time Warner Cable Inc	Comcast Corp	70,677.1
Time Warner Cable Inc	Charter Communications Inc	62,576.6
SFT	Bouygues Telecom SA	23,980.2
Forest Laboratories Inc	Actavis PLC	23,286.3
WhatsApp inc	Facebook Inc	19,467.7
SFR	Numericable Group SA	16,287.8
Beam Inc	Suntory Holdings Ltd	15,693.3
Ziggo NV	Liberty Global PLC	10,854.2
Greenland Holding Group Co Ltd	Shanghai Jinfeng Investment Co	10,048.0
Grupo Corporativo ONO SA	Vodafone Holdings Europe SLU	10,025.1
Safeway Inc	AB Acquisiton LLC	9,199.4
Scania AB	Volkswagen AG	9,161.6
L'Oreal SA	L'Oreal SA	8,235.3
RWE Dea AG	L1 Energy	7,099.1
Oriental Brewery Co Ltd	Anheuser-Busch Inbev	5,800.0

Sumber: Thomson Reuters, 2014

Tabel 1.3 Top Ten Asian Merger and Acquisition.

Target (% Sought/Acquired)	Acquiror	Rank Value (US\$m)
Greenland Holdong Group Co Ltd (100%)	Shanghai Jin feng Investment Co	10,048.0
Oriental Brewery Co Ltd (100%)	Anheuser-Busch Inbev	5,800.0
AS Watson Holdings Ltd (25%)	Mayon Investments Pte Ltd	5,667.0
Fraser's Centrepont Ltd (100%)	Shareholders	4,398.8
Cheil Industries Inc (100%)	Samsung SDI Co Ltd	3,463.9
Motorola Mobility Holdings Inc (100%)	Lenovo Group Ltd	2,910.0
Perennial RE Hldg-Asts (100%)	St James Holdings Ltd	2,781.8
Olam International Ltd (52.9%)	Breedens Investments Pte Ltd	2,620.4
New World China Land Ltd (31.4%)	Easywin Enterprises Corp Ltd	2,369.9
Lowa China Offshore Holdings (34%)	Investor Group	2,357.5

Sumber: Thomson Reuters, 2014

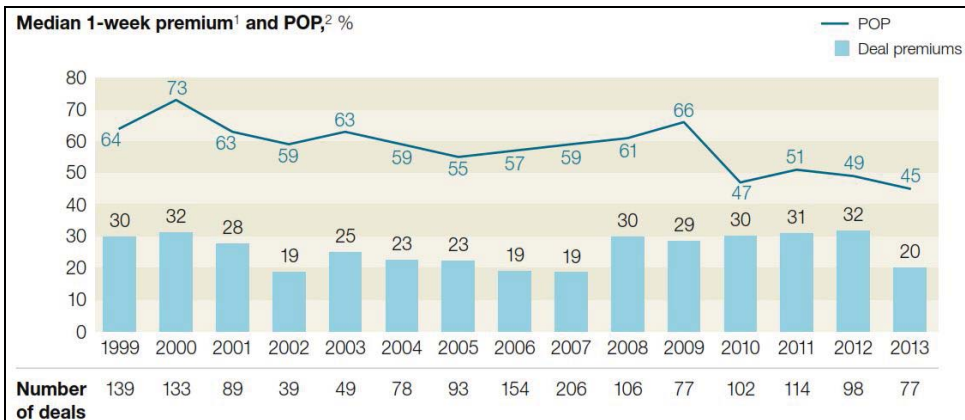
Mini-CASE: VODAFONE



Sebelum kita mengenal merger dan akuisisi lebih jauh, akan lebih baik jika melihat contoh kasus nyata yang terjadi tentang salah satu transaksi pengambil alihan terbesar di dunia oleh Vodafone (perusahaan telekomunikasi Inggris) terhadap perusahaan telekomunikasi asal Jerman, Mannesman AG. Transaksi itu dimulai dari keinginan Vodafone untuk mengakuisisi perusahaan aliansinya yaitu Mannesman pada Juli 2000. Mannesman sendiri merupakan perusahaan yang besar dengan sejarah yang panjang dimana perusahaan tersebut telah berdiri selama lebih dari 1 abad dan telah memperkerjakan 100.000 karyawan. Dengan latar belakang sejarah yang begitu hebat, tentu proses merger dan akuisisi tersebut berjalan dengan cukup sulit. Tantangan datang tidak hanya dari perusahaan itu sendiri tetapi juga pemerintah dan masyarakat. Hal ini merupakan hal yang wajar dalam proses akuisisi karena sejarah di balik perusahaan tersebut membuat masyarakat Jerman tidak rela melihat perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan asing. Namun karena nominal premium yang diajukan oleh Vodafone saat itu begitu besar (202,8 juta dollar) sehingga proses akuisisi-*hostile take over* - (lebih jelas dapat dilihat di bab-bab selanjutnya) dapat berjalan. Nilai tersebut begitu fantastis sehingga menurut *Investment Week*, transaksi itu dicatat sebagai transaksi terbesar sepanjang sejarah (Holiday, 2012). Jika kita hitung dari nominalnya, Vodafone berani membayar seratus dua puluh lima koma lima kali dari *book ratio* sehingga pihak Mannesmann

pun akhirnya tergiur dengan tawaran tersebut. Di dalam perjanjian awal, nama Mannesmann dijanjikan turut dimasukkan dalam *brand* Vodafone tetapi seiring berjalannya waktu, nama tersebut akhirnya hilang untuk mengurangi biaya pemasaran.

Sebelum kasus ini terjadi, pengambil alihan oleh perusahaan asing sangat sulit dilakukan di negara Jerman karena pemerintah mengatur pengelolaan perusahaan dalam negara sampai pada tahun 1900-an. Tetapi kondisi itu berubah di tahun 1900 hingga 2000 (khususnya ketika Jerman telah kembali bersatu). Namun peristiwa pengambil alihan perusahaan Mannesmann tersebut menimbulkan *shock* bagi dunia bisnis di Jerman sehingga perusahaan yang dahulu cukup pasif mulai bergerak lebih aktif untuk merespon protes yang ada supaya kasus ini tidak terjadi lagi. Hal yang dapat kita petik dalam kasus ini adalah bagaimana sebuah proses merger dan akuisisi ini sebenarnya dapat mempengaruhi hingga 1 negara dimana perusahaan yang sudah lama berdiri pun akhirnya harus hilang dalam persaingan.



Sumber: cogman, Mckinsey report june 2014

Gambar 1.4 tren M&A premium

Dalam data terpisah yang diamati oleh McKinsey, diperlihatkan bahwa tren M&A premium dari tahun ke tahun selalu menurun. Hal ini disebabkan karena organisasi bisnis yang mengakuisisi semakin konservatif dan lebih hati-hati dalam mengajukan penawaran harga. Peranan para penasihat keuangan juga sangat penting dalam hal ini dalam memprediksi

keakuratan nilai pasar yang diajukan kepada perusahaan target. Gambar 1.4 merupakan data dari McKinsey yang menunjukkan tren penurunan sejak tahun 1999 hingga 2013.

1.2 KONSEP DAN DEFINISI

1.2.1 Merger

Ada banyak konsep dan definisi mengenai merger dan akuisisi tersebut tetapi secara umum, merger dapat didefinisikan sebagai sebuah gabungan antara dua organisasi atau lebih, dimana hanya ada satu perusahaan yang bertahan. Definisi merger ini juga sering dikenal sebagai *statutory merger* atau merger hukum. Secara definisi UU Perseroan Terbatas Pasal 1 butir 9, maka Merger dapat didefinisikan sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari Perseroan yang menggabungkan diri beralih kepada Perseroan yang menerima penggabungan dan selanjutnya status badan hukum Perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum.

Contoh perusahaan yang melakukan merger adalah merger antara XL dengan AXIS pada tahun 2014.



1.2.2 Konsolidasi

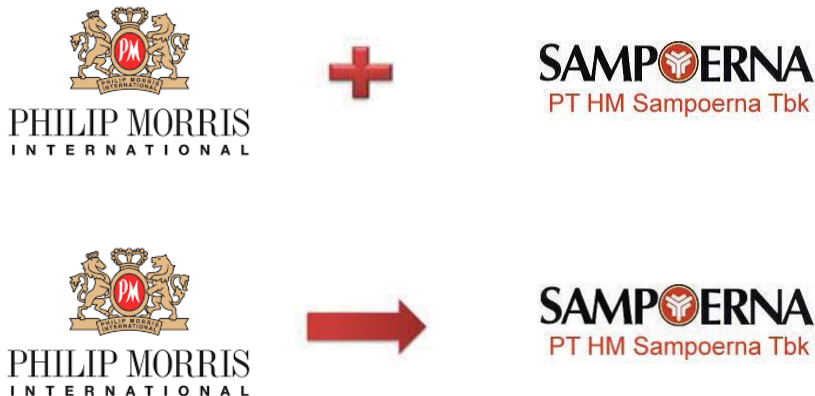
Salah satu bentuk lainnya adalah konsolidasi. Konsolidasi sendiri terjadi jika ada beberapa perusahaan (minimal dua) yang bergabung dan membentuk sebuah entitas baru. Secara definisi UU Perseroan Terbatas Pasal 1 butir 10 maka, konsolidasi atau peleburan dapat adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh dua Perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara mendirikan satu Perseroan baru yang karena hukum memperoleh aktiva dan pasiva dari Perseroan yang meleburkan diri dan status badan hukum Perseroan yang meleburkan diri berakhir karena hukum. Perusahaan yang menjadi contoh konkrit yaitu Bank CIMB dari Malaysia dengan Bank Niaga dari Indonesia di tahun 2008.



1.2.3 Akuisisi

Sedangkan untuk definisi akuisisi sendiri, akuisisi merupakan salah satu jenis merger dimana salah satu perusahaan mengambil alih kepemilikan perusahaan lain sehingga meskipun nama target perusahaan tetap ada tetapi kepemilikannya telah beralih kepada perusahaan yang mengakuisisi. Proses ini sering dikenal juga dengan nama *subsidiary merger*. Secara definisi UU PT Pasal 1 butir 11, maka akuisisi atau pengambilalihan dapat didefinisikan sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut. Contoh perusahaan yang melakukan akuisisi adalah Philip Morris Internasional yang mengakuisisi PT HM Sampoerna.

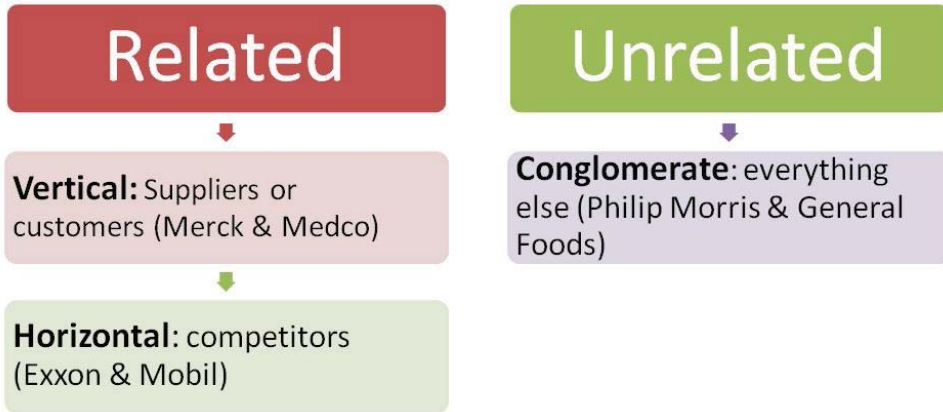
akuisisi merupakan salah satu jenis merger dimana salah satu perusahaan mengambil alih kepemilikan perusahaan lain sehingga meskipun nama target perusahaan tetap ada tetapi kepemilikannya telah beralih kepada perusahaan yang mengakuisisi



1.3 JENIS MERGER DAN AKUISISI

Berdasarkan bentuk korelasi yang terjadi antara dua atau lebih perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, secara garis besar merger dan akuisisi dapat dibedakan menjadi 2 kategori yaitu *related* dan *unrelated* (berhubungan dan tidak berhubungan) dimana perbedaan itu terletak pada produk/jasa yang ditawarkan apakah masih berhubungan (contoh: perusahaan tekstil dengan perusahaan baju) atau justru tidak ada hubungan sama sekali (contoh: perusahaan makanan merger dengan perusahaan mebel). Kedua kategori tersebut sendiri masih dibagi dalam beberapa tipe dimana ada 2 tipe dalam kategori *related* yaitu *vertically related* dan *horizontally related*. Hubungan vertikal ini mengacu pada proses merger akuisisi pada 2 perusahaan hulu dan hilir dimana terjadi penggabungan antara produsen/supplier dengan distributor atau distributor dengan retailer/penjual (contoh: Merck dan Merco). Sedangkan hubungan horizontal terjadi jika penggabungan tersebut melibatkan perusahaan yang saling bersaing / kompetitor (contoh: Exxon dan Mobil). Di dalam kategori *unrelated* dikenal pula hubungan konglomerasi (*conglomerate*) dimana 1 induk perusahaan mempunyai banyak perusahaan lainnya di berbagai bidang (contoh: Phillip

Moris dan General Foods). Beberapa peneliti seperti Hughes (1980) dan Tirole (1988) langsung membedakan merger menjadi tiga, yaitu horizontal, vertical dan conglomerate.



Merger muncul pada akhir abad ke 19 di Amerika Serikat dan sejak saat itu telah terjadi kasus-kasus merger dalam gelombang tertentu. Gelombang yang pertama dimulai dengan horizontal merger pada awal 1900an dan telah dikenal sebagai merger for monopoly. Perusahaan-perusahaan dengan *stand alone market share* berkonsolidasi membentuk suatu monopoli yang besar sehingga memicu adanya hukum *antitrust* di Amerika Serikat. Hukum antitrust yang ketat dimulai pada 1904 dan perang dunia pertama telah menjadi faktor yang menghentikan gelombang merger ini.

Gelombang merger yang kedua juga terjadi di Amerika Serikat selama dekade 1920an dan dikarakteristikan sebagai *vertical* merger. Dalam periode ini, perusahaan automobil raksasa bermunculan dan sektor *public utility* juga ikut terlibat. Salah satunya adalah Ford yang menguasai perusahaan supplier hingga tahap *end user production*, misalnya perakitan. *Great Depression* pada tahun 1929 tampaknya menjadi factor berakhirnya gelombang ini.

Selanjutnya pada 1960an muncul gelombang ketiga, *merger of conglomerate*. Pada masa ini banyak perusahaan mengadopsi konsep diversifikasi dan mengembangkan *business line*. Saham dari perusahaan *conglomerate* menurun secara signifikan pada akhir 1960an dimana memaksa berhentinya pertumbuhan transaksi ini.

Gelombang keempat, terjadi pada 1980an disebut *disciplinary merger*. Disebut demikian karena merger-merger pada masa ini sebagian besar terjadi

pada lingkungan *hostile takeover* yang melibatkan *replacement* dari manajer perusahaan target. Industri yang paling berpengaruh oleh gelombang ini adalah *Banking and Financial Services*.

Pada tahun 1990an, gelombang ke-5 melibatkan merger untuk memperbesar ukuran perusahaan. Pemicunya adalah adanya keyakinan bahwa ukuran adalah hal yang penting dalam persaingan. Kebanyakan dari merger-merger ini tidak murni horizontal atau murni *conglomerate*. Sebaliknya, mereka menunjukkan *market extension* dari perusahaan-perusahaan dalam industri yang sama yang melayani *non competing market* saat ini atau yang berbeda. Faktor kunci yang memfasilitasi gelombang ini adalah *market deregulation dan privatization*. Faktor penting lainnya adalah *technology shock* dari revolusi internet. Merger-merger dalam gelombang ini paling mempengaruhi industri *Banking dan Financial Services*, telekomunikasi, entertainment, media dan teknologi. Pada akhir 2000 gelombang ini mengalami perlambatan yang tampaknya disebabkan *collapse* pada *internet stocks* dan masalah finansial pada industri telekomunikasi.

Akhirnya, dari 2002 hingga saat ini terdapat peningkatan merger-merger raksasa pada industri telekomunikasi. Hingga sekarang belum ada yang dapat menginterupsi gelombang merger ini. Alasannya mungkin karena pasar *financial* yang menurun justru membuat perusahaan target lebih murah dan merupakan waktu yang tepat untuk mengakuisisi. Akuisisi raksasa baru-baru ini terjadi saat Facebook mengakuisisi Whatsapp senilai \$19 miliar dengan *cash* dan saham. Meskipun saat akuisisi terdapat tantangan-tantangan yang dihadapi Facebook karena banyak yang mencemaskan penggunaan personal data user Whatsapp oleh Facebook. Namun Facebook mengatakan bahwa Facebook dan Whatsapp akan tetap berjalan sebagai perusahaan terpisah dan menghargai ketentuan *privacy* yang ada, termasuk tidak menggunakan user data untuk tujuan advertising. Hal ini dikarenakan Facebook memperoleh sebagian besar revenue dengan menunjukkan iklan yang sesuai target user berdasarkan umur, gender dan ciri-ciri lainnya. Akuisisi ini tergolong berhasil karena Whatsapp mengumumkan bahwa mereka telah mencapai 500 juta pengguna aktif tak lama setelah diakuisisi, dimana pertumbuhan tercepat terjadi pada negara-negara seperti Brazil, India, Mexico dan Russia. Akuisisi ini disebut juga menjadi salah satu cara Facebook melakukan ekspansi ke Eropa dan negara-negara berkembang.

1.4 PENDANAAN DALAM MERGER DAN AKUISISI



Perusahaan yang membeli (bidder) tentu juga perlu mempertimbangkan bagaimana membiayai proses merger maupun akuisisi yang dilakukan. Dalam konteks Indonesia, salah satu isi dari kelengkapan dokumen M&A yang diusulkan perusahaan pembeli ke Bapepam-LK berisi mengenai pernyataan kecukupan dana yang dikeluarkan oleh pihak independen dalam hal ini bank atau perusahaan sekuritas. Metode dalam pembayaran M&A biasanya ada 3 cara yaitu menggunakan *cash* secara penuh, menggunakan surat berharga/saham, atau gabungan dari keduanya. Dalam konteks Indonesia, model pembayaran dengan kas paling banyak digunakan dibanding metode lainnya. Tentu pemilihan metode ini kembali pada kebijakan perusahaan yang disesuaikan dengan kondisi perusahaan saat itu. Salah satu contoh akuisisi dengan menggunakan kas dapat dilihat pada akuisisi detik.com oleh PARA Group pada Juni 2011 sebesar 530 miliar rupiah. Namun berbeda halnya dengan akuisisi yang dilakukan atas *www.rumah123.com* oleh IPGA Group yang sebelumnya dimiliki oleh Sarotaga Group pada Mei 2011. Portal ini diakuisisi dengan model campuran antara kassenilai Aus\$ 1 juta dan sejumlah besar saham kepemilikan di IPGA.



Gambar 1.5 Gambar tampilan website "rumah123.com"

1.5 PARA PROFESIONAL DALAM PROSES MERGER

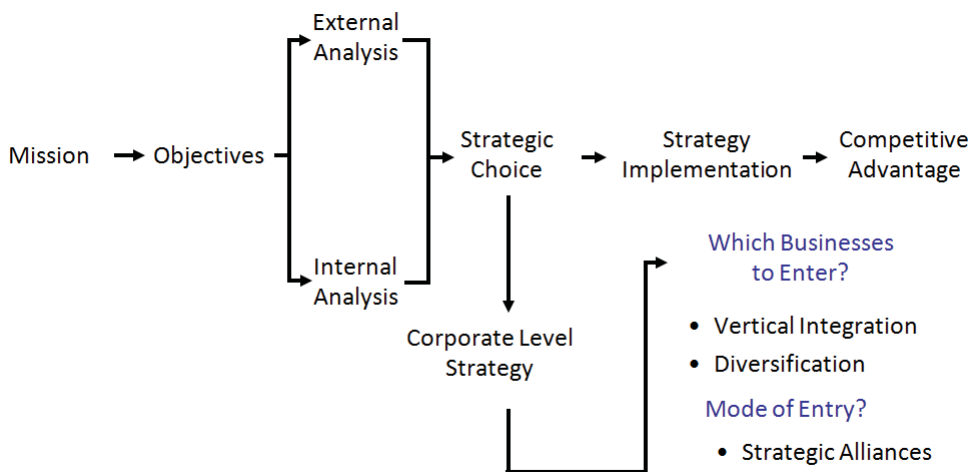
Ada tiga pihak profesional yang berperan penting biasanya dalam proses merger atau akuisisi, yakni: penasehat keuangan (*financial advisor*), penasehat hukum (*legal advisor*) dan penengah (*arbitrage*).



- Penasehat keuangan (*financial advisor*). Beberapa tugas dari penasehat keuangan adalah mengatur pendanaan, administrasi keuangan termasuk dalam melakukan penilaian atas perusahaan yang menjadi target dari sisi keuangan atau lebih dikenal dengan nama *business valuation*. Terdapat banyak penasehat keuangan dalam dunia global maupun dalam konteks Indonesia. Dalam konteks global 10 penasehat keuangan terbesar dari sisi nilai transaksi yang ditangani secara berurutan sebagai berikut: Goldman Sachs & Co, Morgan Stanley, JP Morgan, Deutsche Bank, Barclays, Credit Suisse, Citi, Bank of America Merrill Lynch, Lazard, Nomura. Untuk konteks di Indonesia hampir semua bank besar dan KAP big-four menawarkan jasa penasihat keuangan dibidang Merger dan Akuisisi.
- Penasehat hukum (*legal advisor*). Penasehat hukum membantu organisasi bisnis dalam mengevaluasi perusahaan target dari sisi hukum yang berlaku. Pihak ini juga terlibat dalam aspek *due diligence* yang dilakukan oleh pihak pembeli nantinya. Secara global beberapa penasehat hukum yang menangani transaksi M&A seperti: Bracewell & Guiliani; Freshfields Bruckhaus; Shook Lin & Bok LLP; WongPartnership LLP; Kadir, Andri Aidham & Partners, Herbert Smith; Hiswara Bunjamin & Tandjung (Herbert Smith Association); Ali Budiardjo, Nugroho, Reksodiputro (ABNR).
- Penengah (*arbitrage*). Arbitrage sendiri berasal dari kata arbitrageur yang berarti seseorang yang membeli saham dalam harga murah dan berharap mendapatkan untung dari selisih (*spread*) ketika harga saham naik. Namun untuk kondisi *Merger Arbitrage* pihak yang melakukan bukan individu tapi institusi karena modal yang dibutuhkan sangat besar. Pihak ini mencoba menengahi antara pihak penjual dan pihak pembeli dan mengambil untung dari spread (selisih) harga jual dan beli.

1.6 MERGER DAN MANAJEMEN STRATEGI

Perlu dipahami bahwa M&A adalah salah satu pilihan strategi yang dapat dilakukan organisasi dalam persaingan bisnis yang ada yang terletak dalam level “corporate”, atau “corporate level strategy”. Dalam gambar dibawah ini dapat dilihat bahwa M&A akan muncul sebagai salah satu pilihan yang muncul ketika organisasi ingin mendapatkan keunggulan bersaing (*competitive advantage*).



PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Bagaimanakah trend perkembangan Merger di dunia, asia dan juga Indonesia? Baik dari sisi kuantitas & nilai transaksi?
2. Pembelajaran apa yang anda dapatkan dari proses M&A atas Vodafone?
3. Apakah perbedaan antara Merger, Akuisisi dan konsolidasi?
4. Jelaskan mengenai jenis merger dan akuisisi yang terjadi?
5. Jelaskan mengenai pendanaan dalam merger akuisisi
6. Jelaskan mengenai beberapa profesional yang terlibat dalam M&A?
7. Bagaimanakah hubungan antara M&A dengan strategi organisasi?

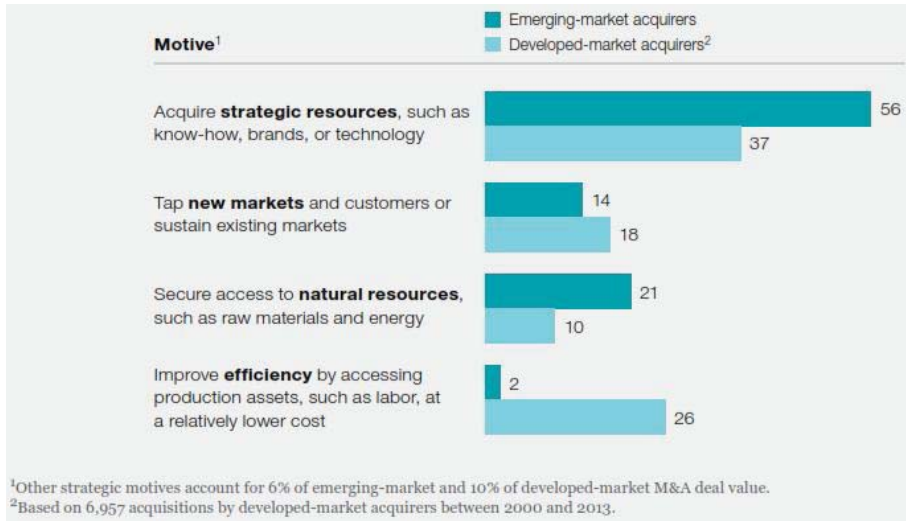
B A B 2

TREND M&A SECARA KOMPREHENSIF

2.1 TREND M&A: ANALISA UMUM

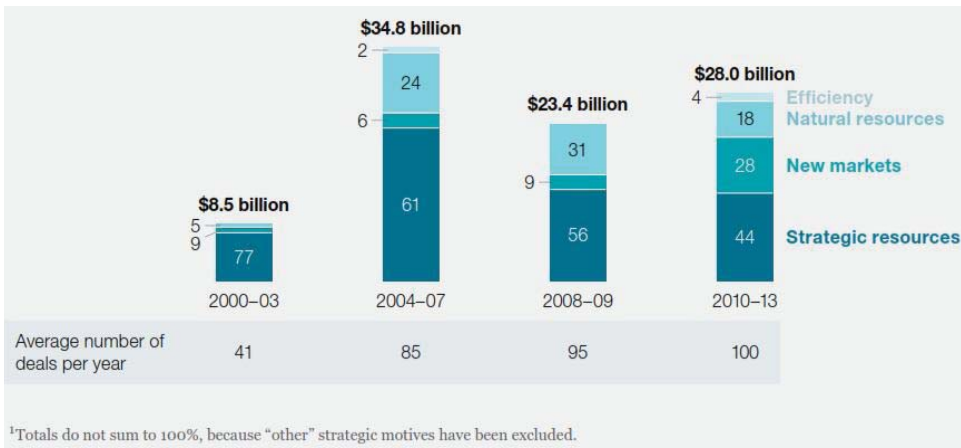
Sejak tahun 1983 penggabungan usaha atau M&A di Amerika, mencapai angka lebih dari 2500 kali. Angka tersebut belum termasuk *cross-border M&A* yang jumlahnya meningkat drastis. Selain di Amerika, trend yang sama juga terjadi di Eropa, Asia dan wilayah negara lain (Schweiger, Csiszar, & Napier, 1993). Tren merger dan akuisisi digabungkan dengan fakta bahwa Merger dan Akuisisi dengan cepat telah menyebar ke seluruh dunia. Kegiatan M&A ini semakin menjadi bagian penting yang dapat mempengaruhi keuangan perusahaan dan dapat menjadi bahan pertimbangan strategi perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya (Gaughan, 2011). Tahun 1990 merupakan gelombang merger terbesar yang pernah terjadi di Amerika Serikat. Setiap tahun pada tahun 1995-2000 dihasilkan rekor baru untuk volume merger di Amerika Serikat mulai dari \$800.000.000.000 pada tahun 1995 hingga puncaknya pada tahun 2000 yang mencapai hampir \$1.8 triliun.

Berdasarkan data terbaru dari McKinsey (Cogman, 2015), terlihat bahwa salah satu yang menjadi alasan utama pemain bisnis baik di *emerging-market* dan *developed-market* melakukan *cross-border M&A* adalah “strategic resources” dan kedua adalah pasar baru.



Sumber: McKinesey report (cogman, 2015)

Gambar 2.1 alasan organisasi melakukan cross-border m&A.

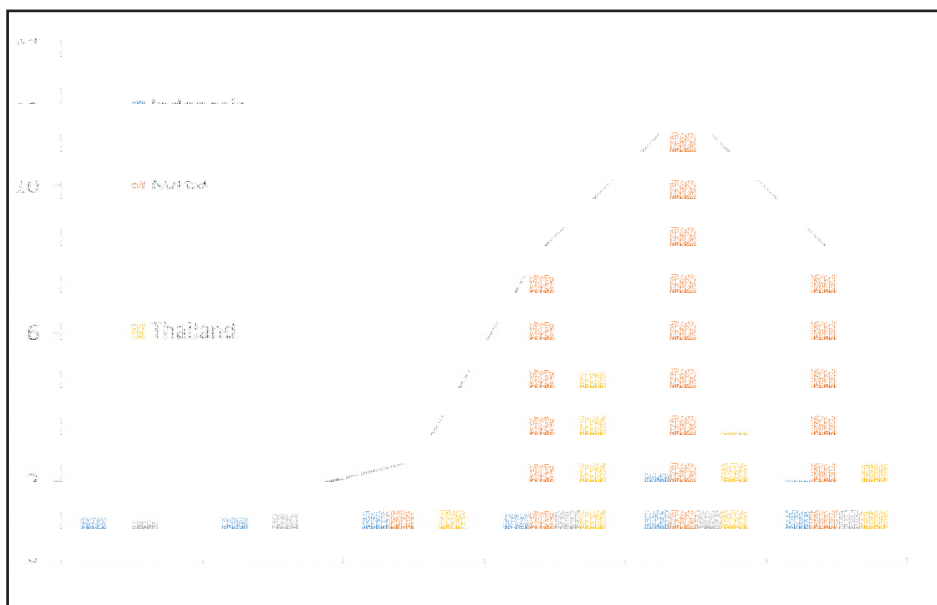


Sumber: McKinesey report (cogman, 2015)

Gambar 2.2 pemetaan perusahaan emerging-market dalam cross-border akuisisi.

Untuk wilayah Asia aktivitas M&A baru terlihat signifikan setelah terjadi krisis ekonomi yang melanda kawasan Asia yaitu pada sekitar tahun 1997 sampai dengan 1999. Merger dan Akuisisi ini muncul di Asia karena dipicu oleh adanya perubahan kebijakan setelah krisis. Oleh karena itu sebagian besar orang berharap bahwa M&A ini dapat membantu

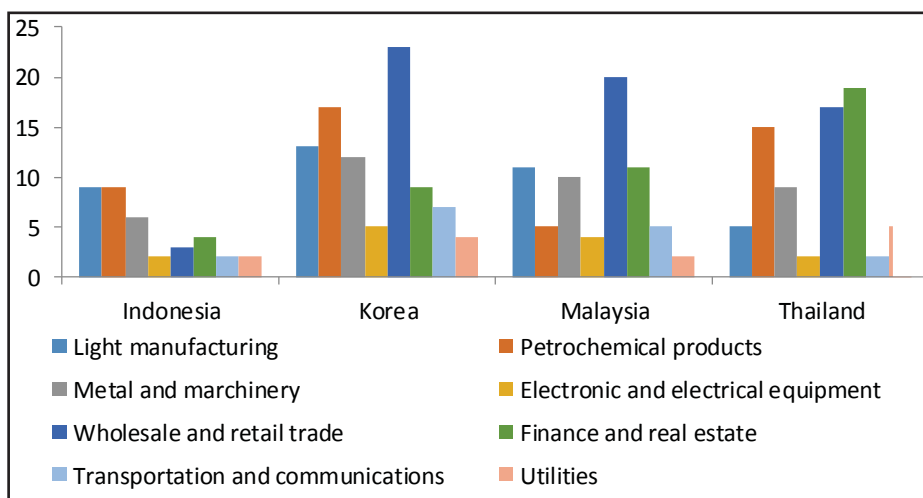
memperbaiki kondisi perusahaan, dan restrukturisasi keuangan dengan cepat dapat dilakukan. Selain itu juga M&A diharapkan dapat memfasilitasi pemulihan ekonomi (*economic recovery*) dari krisis yang ada. M&A lintas negara di negara-negara krisis Timur Asia (Indonesia, Korea, Malaysia, dan Thailand) ini mengalami kenaikan nilai dari \$3miliar di tahun 1996 menjadi \$22miliar di tahun 1999 sebelum jatuh kembali pada tingkat \$18 miliar di tahun 2000 (*gambar 1*). Dalam gambar tersebut melibatkan lebih dari 50% modal investor asing. Kenaikan yang signifikan ini dikarenakan ada kenaikan dari beberapa kegiatan di Korea (di mana nilainya adalah \$ 13 milyar pada tahun 1999) dan di Thailand (di mana nilainya adalah \$ 4 miliar pada tahun yang sama). Dibandingkan dengan negara-negara di kawasan Asia timur lain nya, negara Malaysia memiliki jumlah kesepakatan M&A lintas negara yang cukup banyak pada waktu sebelum krisis. Tetapi karena volume transaksi yang tidak meningkat setelah krisis berlalu, Malaysia tidak lagi menjadi pemain yang signifikan lagi. Di Indonesia M&A lintas negara masih di batasi naik 2 kali lipat antara tahun 1998 dan 1999 mencapai \$2,7 miliar.



Sumber: Thomson Reuters Financial Data

Gambar 2.3 Cross-border mergers and acquisitions in crisis countries, 1995-2000 (in billion dollars).

Konsekuensi dari kenaikan ini, *cross border* merger and acquisition telah meningkatkan proporsi investasi asing (FDI) mengalir ke asia timur. M&A di asia timur yang berupa FDI mengalami kenaikan dari 6% pada tahun 1995 menjadi 13% pada tahun 1997 dan meningkat lebih jauh lagi yaitu 30% pada tahun 1999. Dengan demikian secara tidak langsung FDI dapat bertahan pada masa krisis dikarenakan M&A meningkat pesat. Sebagian besar kegiatan M&A di Asia Timur bermain di sektor retail, properti dan jasa keuangan.



Sumber: Thomson Reuters Financial Data

Gambar 2.4 Cross-border mergers and acquisitions in crisis countries, by sector, 1997-99.

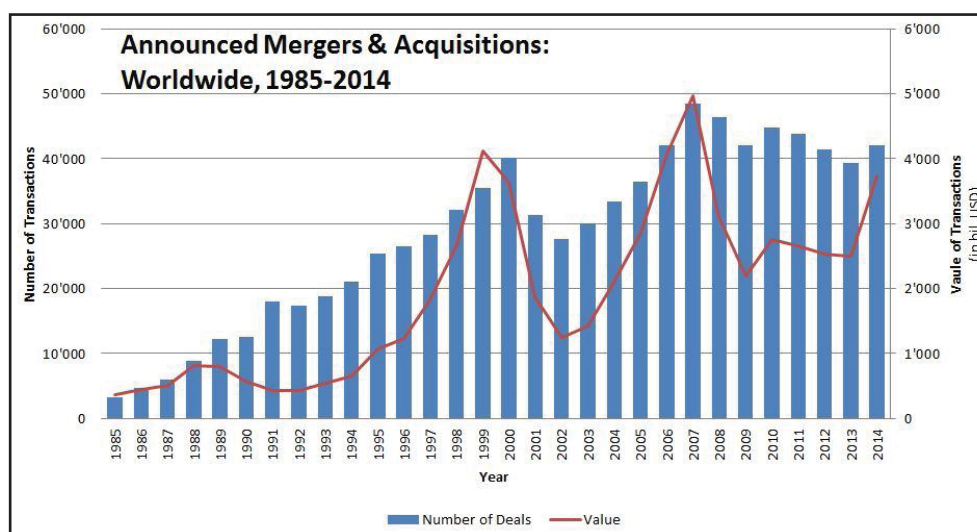
M&A lintas negara dapat memberikan keuntungan kepada negara yang di akuisisi ketika para organisasi bisnis sedang mencegah kehilangan aset yang memiliki potensi keuntungan selama terjadinya krisis keuangan lokal (Mody & Negishi, 2001). Sebagian besar dari kesepakatan M&A secara global berasal dari Asia dan membeli *mature western market* (pasar yang sudah siap). Faktor-faktor yang mendorong kegiatan M&A di Asia Pasifik berasal dari struktur pasar yang dinamis, politik, lingkungan ekonomi, dan regulasi wilayah.

Isu dan trend Merger dan Akuisisi di Indonesia mulai berkembang sejak tahun 1970-an. Alasan utama perusahaan Indonesia melakukan aktifitas merger dan akuisisi ini didorong dengan tekanan adanya krisis ekonomi. Di

Indonesia aktifitas merger dan akuisisi menunjukkan skala yang semakin meningkat dengan cukup signifikan dari tahun ke tahun di mulai pada tahun 1980. Pada awal perkembangan merger dan akuisisi di Indonesia ini di mulai oleh industri perbankan, dengan harapan dapat memperkuat struktur modal. Menurut KPPU (Komisi Pengawasan Persaingan Usaha) di Indonesia sepanjang tahun 2011 telah terjadi M&A dengan nilai total mencapai Rp 70,3triliun. Merger yang terjadi di Indonesia tidak hanya terjadi secara lokal saja namun juga telah terjadi merger antar negara. Dengan semakin meningkatnya aksi merger hal ini membuktikan bahwa semakin banyak perusahaan yang ingin menciptakan sinergi usaha dengan perusahaan lain dan juga untuk mencapai efisiensi dan efektivitasnya.

2.2 M&A DILIHAT DARI MASING-MASING WILAYAH

2.2.1 Data Dunia



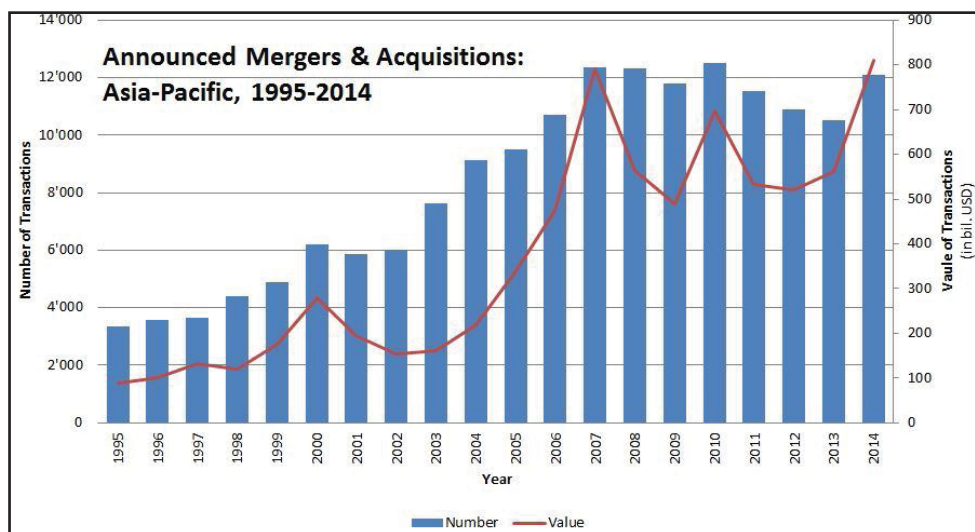
Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.5 M&A worldwide 1985-2014.

Tren merger dan akuisisi di dunia dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi. Mulai tahun 2010, tren merger dan akuisisi terus menurun, namun dari tahun 2013 ke 2014, merger dan akuisisi meningkat kembali. Menurut laporan dari KPMG, peningkatan ini disebabkan karena banyaknya jumlah transaksi mega di tahun 2014. Responden dari survei KPMG mengaku

bahwa merger dan akuisisi yang mereka lakukan merupakan salah satu pilihan strategi bisnis untuk meningkatkan pendapatan. Merger dan akuisisi di dunia mengalami peningkatan pasar seperti di Turki, Cina, dan India, membuat negara-negara ini menjadi tempat ekspansi bagi negara maju untuk melakukan merger dan akuisisi dengan nilai akuisisi sebesar milyaran juta dolar. Dari data yang ada juga menunjukkan bahwa peran perusahaan asing untuk terlibat dalam aktivitas merger akuisisi global semakin meningkat dari tahun ke tahun.

2.2.2 Data Asia Pasifik



Sumber: KPMG Report (2014)

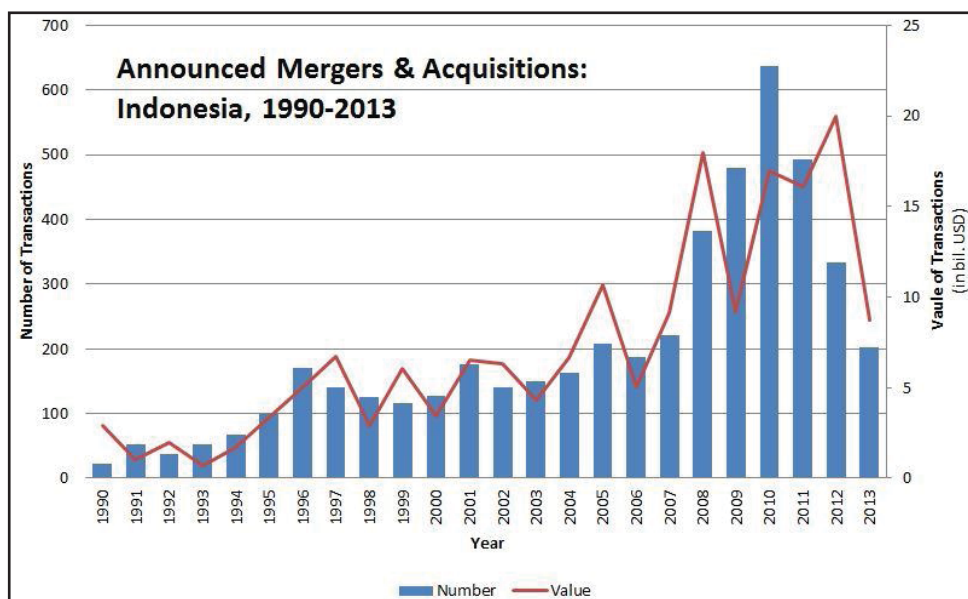
Gambar 2.6 M&A asia-pacific 1985-2014.

Untuk tren merger dan akuisisi di Asia Pasifik dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi. Jika dilihat dari grafik di atas, tahun 2005 ke tahun 2007 tren mengalami kenaikan, sedangkan dari tahun 2007 ke 2009 mengalami sedikit penurunan. Namun di tahun 2009 dan 2010 terdapat kenaikan tren merger akuisisi yang cukup signifikan. Sama seperti tren global, di Asia Pasifik tahun 2014 mengalami kenaikan tren, setelah mengalami penurunan dari tahun 2011-2013. Hal ini disebabkan karena volume transaksi di pasar Asia untuk merger dan akuisisi naik cukup tinggi. Faktor-faktor yang mempengaruhi aktivitas merger dan akuisisi di Asia

Pasifik adalah struktur pasar yang dinamis, lingkungan politik dan ekonomi, dan peraturan lintas regional.

Industri yang terlihat memiliki kenaikan terbesar di aktivitas merger dan akuisisi adalah jasa teknologi, jasa komersial dan manufaktur. Sedangkan industri yang mengalami penurunan volume transaksi adalah industri elektronik, keuangan, proses industri dan komunikasi. Volume transaksi yang menjadi kunci perekonomian Asia Pasifik ditunjukkan oleh negara Cina dan India yang meningkat sebesar 9% dan 11%. Negara Jepang juga memiliki tren yang hampir sama, sedangkan Australia memiliki tren negatif di volumenya sebesar 10%. Transaksi yang paling besar di Asia adalah CITIC Group Corp (CITIC Ltd) yang dibeli oleh CITIC Pasific Ltd sebesar 35.106,3 triliun USD, sedangkan di posisi kedua adalah Beam Inc yang dibeli oleh Suntory Holdings Ltd sebesar 13.667,6 triliun USD.

2.2.3 Indonesia



Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.7 M&A indonesia 1990-2013.

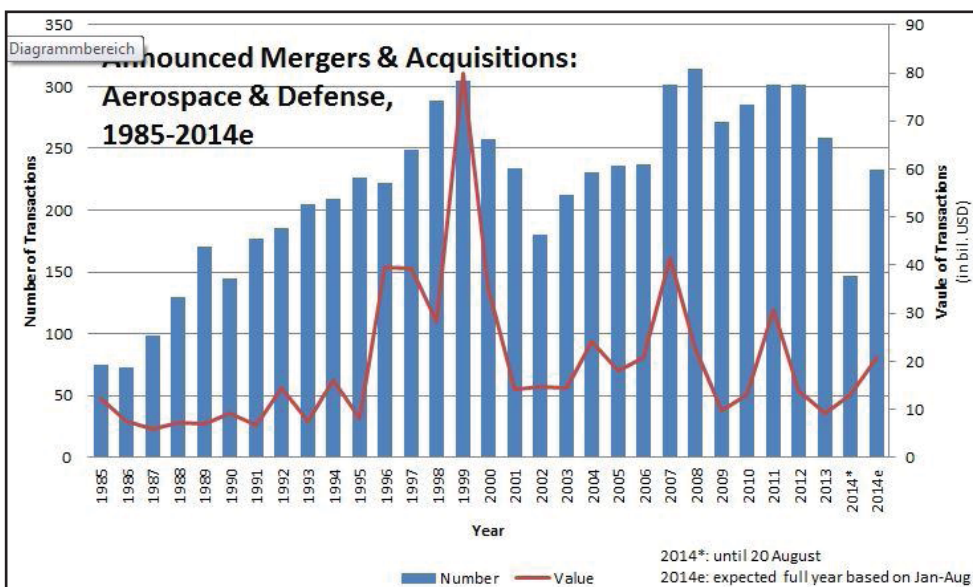
Tren merger dan akuisisi di Indonesia dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi. Berdasarkan grafik di atas, tren merger dan akuisisi di

Indonesia paling tinggi di tahun 2010, namun seperti tren global dan Asia, mulai tahun 2010 ke tahun 2013, tren di Indonesia turun setiap tahunnya. Sepanjang tahun 2010 ini marak terjadi aksi merger dan akuisisi di antara perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Janson Nasrial, Analis AM Capital mengatakan bahwa aktivitas merger dan akuisisi di Indonesia tahun ini tidak semarak tahun-tahun sebelumnya. Menurutnya, investor asing berminat menguasai sektor energi dan keuangan. Minat perusahaan asing berinvestasi terutama untuk menguasai dan memperkuat pasar. Misalnya, akuisisi Texas Pacific Group atas Triputra Agro Persada. Kondisi pertumbuhan atas sektor sebuah negara juga memiliki pengaruh besar terhadap merger dan akuisisi. Janson juga mengatakan apabila kondisi finansial membaik, merger dan akuisisi di Indonesia bisa lebih ramai.

2.3 M&A DILIHAT DARI DATA INDUSTRI

2.3.1. Industri Penerbangan dan Pertahanan

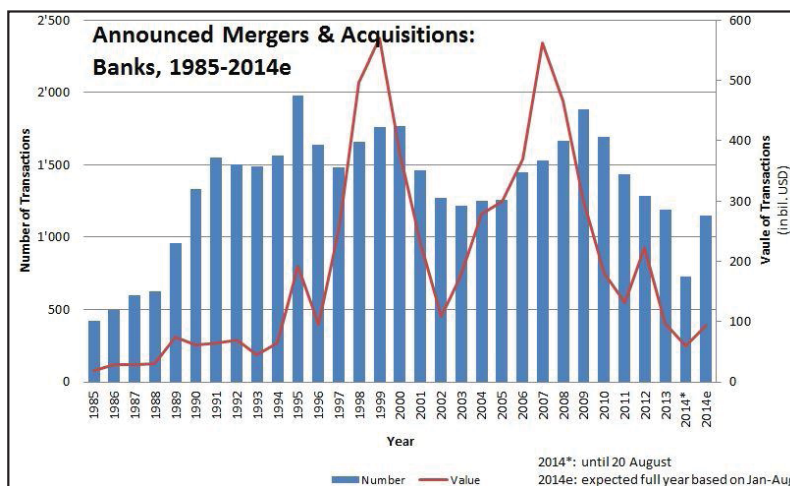


Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.8 M&A industri aerospace 1985-2014.

Tren merger dan akuisisi dari industri penerbangan dan pertahanan dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi. Menurut Frost & Sullivan, aktivitas M&A di bidang penerbangan bersifat sementara dan kinerjanya terkait erat dengan Produk Domestik Bruto (PDB) sebuah negara. Jika PDB suatu negara bagus maka boleh dikatakan bisnis ini berkembang bagus. Lebih jauh Frost & Sullivan mengungkapkan, perusahaan yang bergerak dalam industri penerbangan kini memiliki fokus perhatian untuk meningkatkan keuntungan, terutama di pasar-pasar yang telah dikuasai (baca: strategi *product development* dan *market penetration*) daripada terlibat perebutan pasar baru (baca: strategi *market development*). Lebih jauh, industri ini melakukan langkah merger, joint venture, dan kerja sama strategis lainnya untuk meningkatkan pendapatan ditengah situasi harga bahan bakar yang meningkat dan resesi ekonomi dunia. Hal ini cenderung dilakukan industri penerbangan di Eropa pada tahun 2011 dan 2012. Berbeda dengan kasus Amerika, kondisi tersebut sudah terjadi sebelum tahun 2011. Keterlibatan negara-negara emerging market diperkirakan meningkat di tahun 2014 dan 2015. Sementara itu, industri penerbangan di Afrika masih berada dalam tahap awal perkembangan akibat dibatasinya kegiatan merger dan akuisisi di kawasan ini.

2.3.2 Industri Perbankan



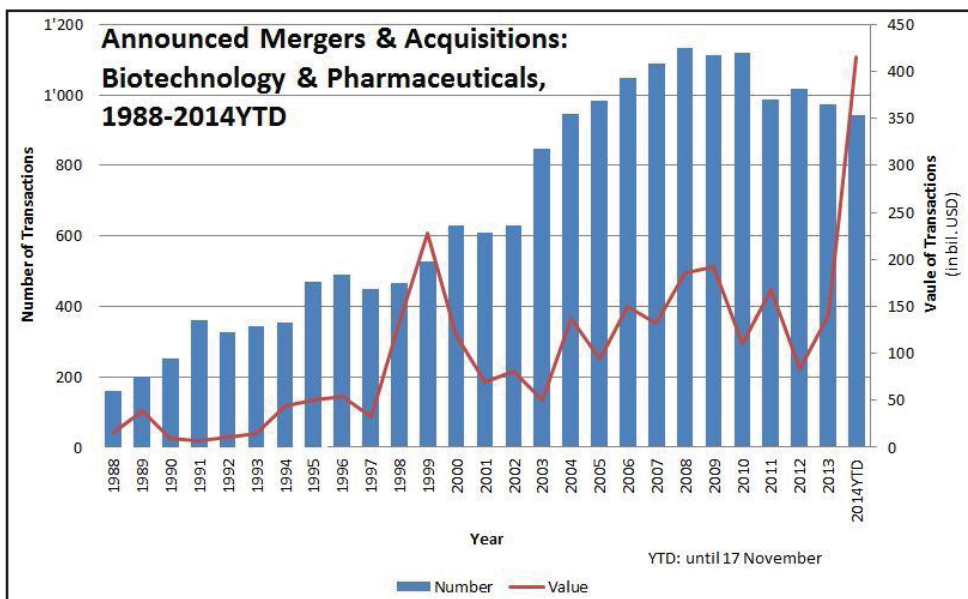
Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.9 M&A industri perbankan 1985-2014.

Tren merger dan akuisisi dari industri perbankan dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi, terutama dalam hal nilai (*value*). Hal ini disebabkan karena berbagai macam aspek baik aspek internal perusahaan dan aspek politik, termasuk bank sentral. Merger akuisisi di perbankan diharapkan dapat meningkatkan:

1. Pertukaran cadangan arus kas secara internal antar perusahaan yang melakukan merger, sehingga bank hasil merger dapat mengelola risiko likuiditas dengan lebih fleksibel.
2. Modal perusahaan dan keunggulan dalam mengelola biaya akibat bertambahnya skala usaha.
3. *Market power* dalam persaingan, yang kemudian dapat memperbesar *margin* bunga pinjaman.

2.3.3 Industri Bioteknologi dan Farmasi



Sumber: KPMG Report (2014)

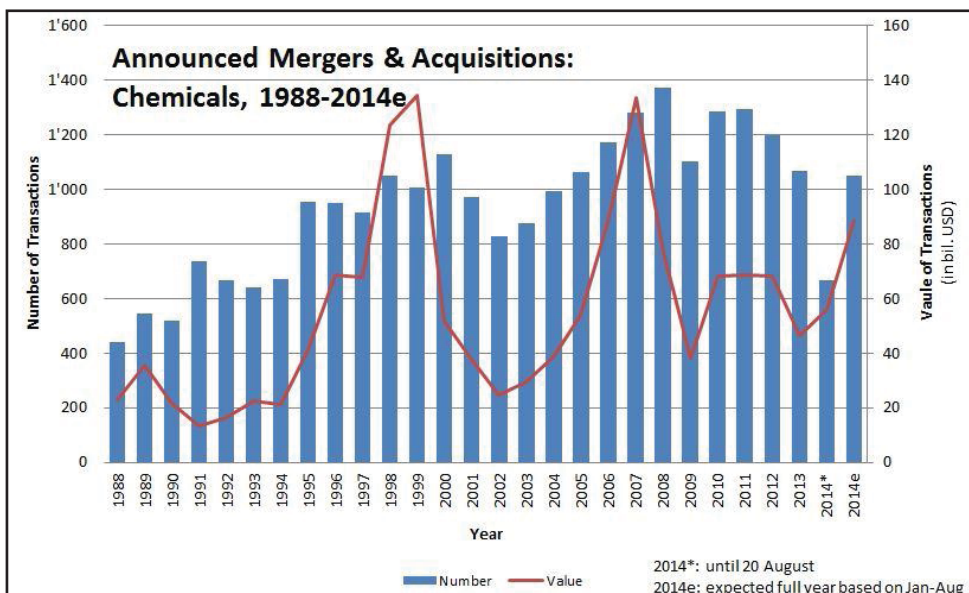
Gambar 2.10 M&A industri bioteknologi 1988-2013.

Tren merger dan akuisisi dari industri bioteknologi dan farmasi dalam sepuluh tahun terakhir cukup baik dan memiliki nilai yang tinggi. Namun, masih sama seperti tren global, tahun 2010 ke tahun 2011 mengalami

penurunan. Analisis baru dari Frost & Sullivan mengungkapkan volume transaksi PEVC (*private equity and venture capital*) di industri farmasi dan bioteknologi menurun dari 2.721 pada tahun 2011 menjadi 1.453 pada tahun 2013.

Untuk periode ini nilai rata-rata penawaran PEVC global untuk industri ini tidak cukup mengikuti tren yang sama dengan volume penawaran PEVC tahun 2011 dan 2013, dimana nilai transaksi rata-rata private equity (PE) di periode ini meningkat sebesar 6 persen dan nilai rata-rata dalam venture capital (VC) mengalami penurunan sebesar 37 persen antara tahun 2011 dan 2012 dan kemudian tetap stabil di tahun 2012-2013. Frost & Sullivan mengatakan bahwa tren ini meningkat seiring dengan peningkatan daya tawar kelas menengah sejak tahun 2011 untuk industri ini.

2.3.4 Industri Bahan Kimia



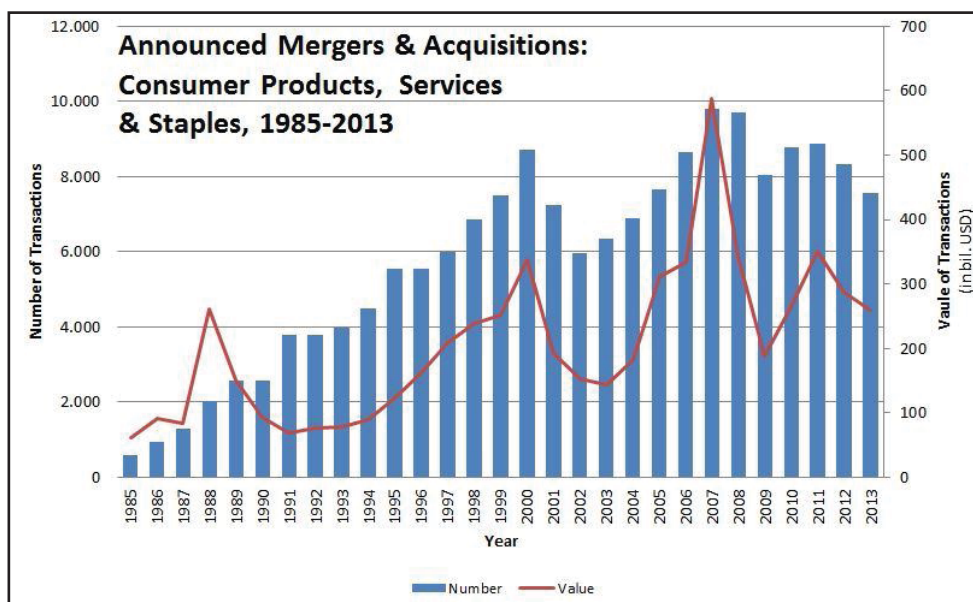
Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.11 M&A industri kimia 1988-2014.

Tren merger dan akuisisi dari industri bahan kimia dalam sepuluh tahun terakhir mengalami kenaikan dan penurunan. Penurunan mulai terlihat sejak tahun 2012 baik dari sisi nilai dan jumlah transaksi. Kondisi

tersebut terjadi setelah mengalami titik optimum di tahun 2010 dan 2011. Salah satu merger yang terjadi di industri ini dilakukan oleh Chemical Manufacturers Association. Perusahaan ini melakukan proses 31 merger dan akuisisi dengan lebih dari 500 triliun USD di tahun 1998 termasuk farmasi dan industri *life sciences* lainnya.

2.3.5 Industri Produk Konsumen, Jasa, dan Bahan Pokok

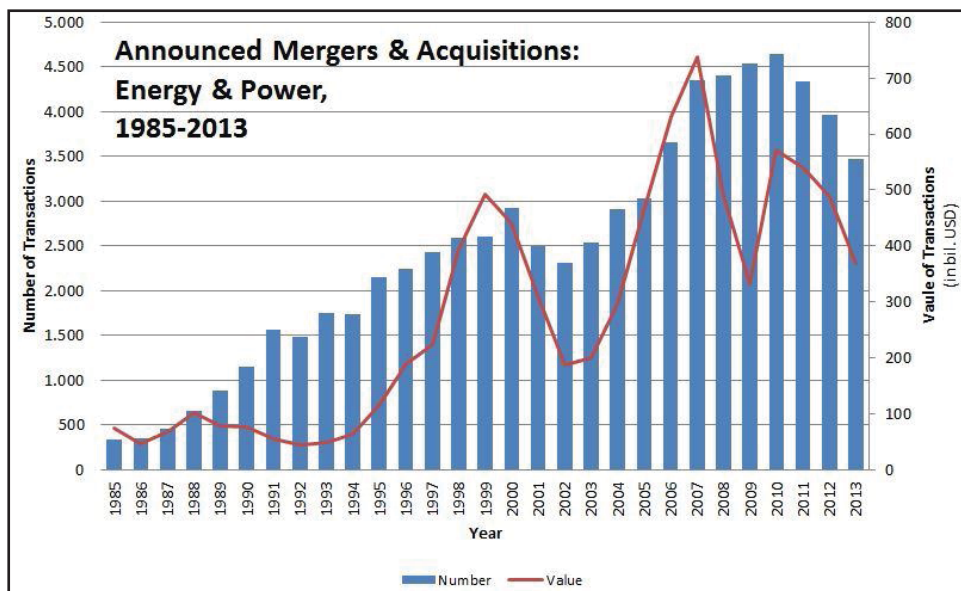


Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.12 M&A industri consumer goods & jasa 1985-2013

Tren merger dan akuisisi dari industri ini sepuluh tahun terakhir memuncak di tahun 2007 dan menurun dalam tahun berikutnya hingga tahun 2013. Analisis dari Accenture mengatakan bahwa industri ini sering menggunakan merger dan akuisisi untuk terus berpacu dengan preferensi di pasar. Accenture juga menuliskan dalam laporannya dalam hal tren merger dan akuisisi sebagai berikut, *“Many large beverage companies have acquired smaller sports and energy drinks makers to respond to consumers’ increasing appetite for these drinks, and because these large companies did not have such products in their R&D pipelines.”*

2.3.6 Industri Energi dan Listrik



Sumber: KPMG Report (2014)

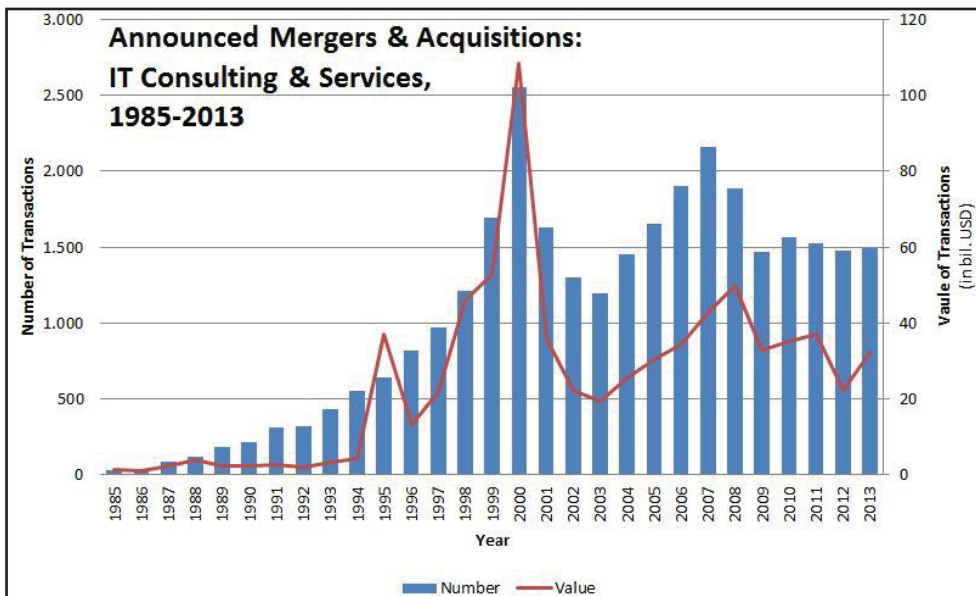
Gambar 2.13 M&A industri energi & POWER 1985-2013

Untuk industri energi dan listrik dalam sepuluh tahun terakhir mengalami kenaikan terus mulai tahun 2004 hingga 2010. Namun setelah itu mengalami penurunan hingga tahun 2013. Hal ini disebabkan karena profitabilitas industri ini semakin menurun sehingga aktifitas M&A juga ikut menurun. Sejak tahun 2010, pengaruh perusahaan di negara Cina cukup besar untuk industri ini. Hal yang paling signifikan mempengaruhi tren menurun M&A adalah penurunan laba secara terus menerus di industri ini. Evaluator Energy Coyne mengatakan bahwa profit industri ini di tahun 2012 lebih rendah 25% dibandingkan tahun 2011 dan tahun 2011 lebih rendah 16% dibandingkan dengan tahun 2010.

2.3.7 Industri Jasa dan Konsultan IT

Tren merger dan akuisisi dari industri jasa dan konsultan IT dalam sepuluh tahun terakhir menunjukkan kenaikan jumlah dari tahun 2004 ke tahun 2007, dan tahun 2007 ke tahun 2009 mengalami penurunan. Sedangkan untuk tahun 2010 ke 2013 relatif memiliki jumlah transaksi M&A yang sama, namun nilai

(value) transaksi yang menurun. Hal ini disebabkan karena iklim ekonomi makro dan perubahan pandangan teknologi. Selain itu, berdasarkan report Ibisword mengenai M&A di bidang IT, pembeli juga mempertimbangkan total *cost of ownership* ketika membeli M&A jasa dan konsultan IT. “Buyers should attempt to establish contracts that provide concrete expectations to reduce unexpected costs during the course of the consulting project.” Selain itu, terdapat tren di harga jasa dan konsultan IT yang meningkat dengan rata-rata peningkatan 0,7% per tahun. Peningkatan ini juga mempengaruhi kenaikan permintaan dan biaya operasional pemasok.

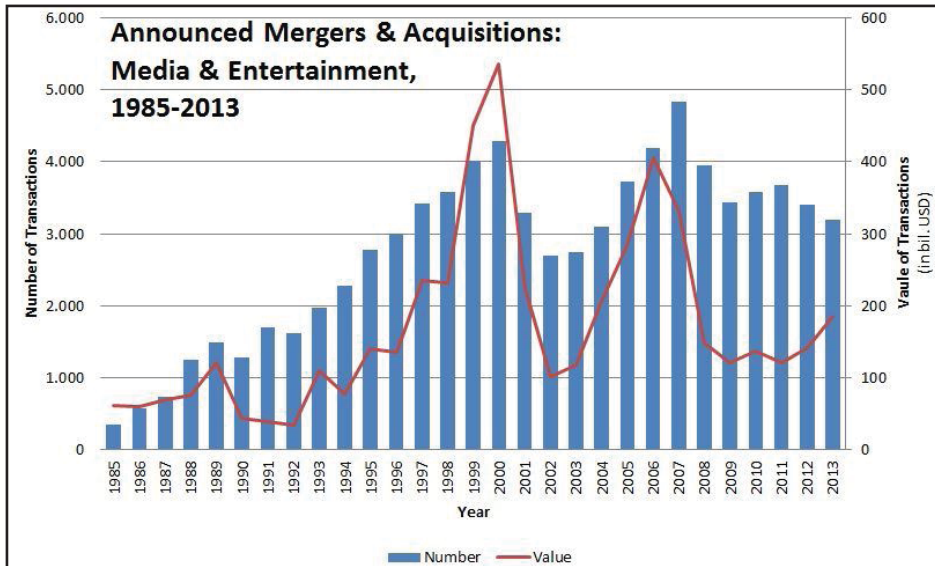


Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.14 M&A industri IT CONSULTING & JASA 1985-2013

2.3.8 Industri Media dan Hiburan

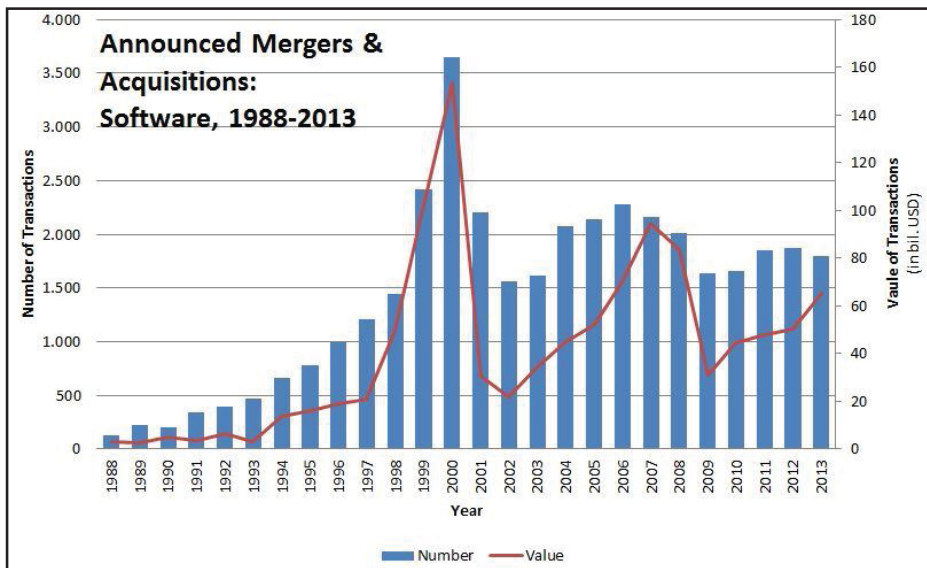
Dalam konteks industri media dan hiburan terlihat bahwa dalam sepuluh tahun terakhir mengalami fluktuasi. Peningkatan terbesar terjadi di tahun 2007 karena minat akan media dan hiburan di negara-negara berkembang sangat besar. Di setiap tahun bisa dikatakan bidang industri ini selalu mengalami perubahan.



Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.15 M&A MEDIA & ENTERTAINMENT 1985-2013

2.3.9 Industri Software (Perangkat Lunak)

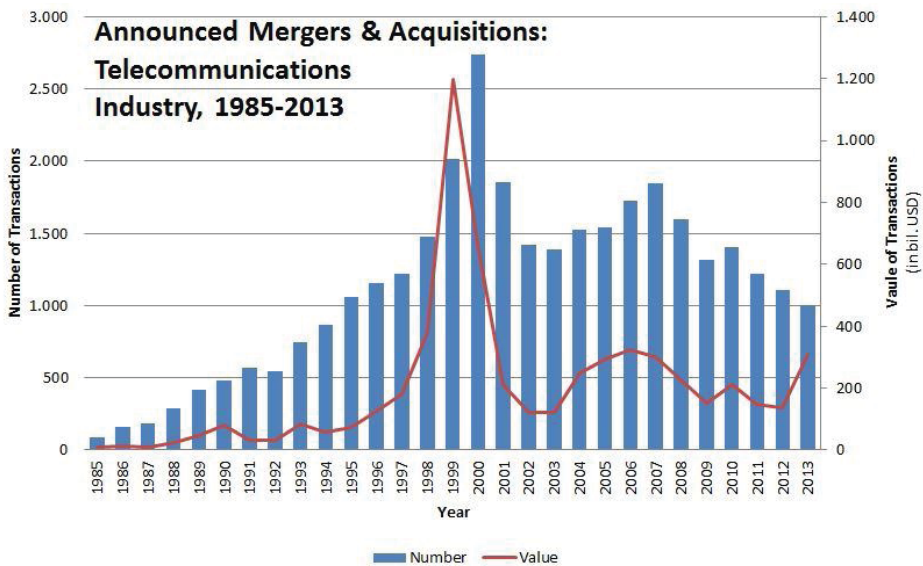


Sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.16 M&A industri software 1988-2013.

Tren merger dan akuisisi dari industri perangkat lunak dalam sepuluh tahun terakhir mengalami kenaikan dan penurunan yang tidak terlalu jauh dengan tahun-tahun sebelumnya. Menurut analisa Berkery Noyes (*Investment Banker*), ada lima top deal tertinggi yang terjadi di industri *software*. Perusahaan pembeli (bidder) yang paling aktif selama tahun 2013 adalah EMC Corporation dan Intel Corporation dengan enam transaksi. Berkery Noyes juga mencatat sebanyak 4.685 transaksi *software* antara tahun 2011 dan 2013. Secara rata-rata perusahaan yang paling aktif selama 36 bulan terakhir di bisnis *software* adalah Oracle dengan 14 transaksi dan 3 diantaranya dilakukan di tahun 2013. Sedangkan akuisisi terbesar yang terjadi dilakukan oleh Responsys, provider marketing *software*, dengan nilai transaksi 1,39 miliar USD.

2.3.10 Industri Telekomunikasi



sumber: KPMG Report (2014)

Gambar 2.17 M&A industri *software* 1985-2013.

Dalam hal tren merger dan akuisisi dari industri telekomunikasi, untuk sepuluh tahun terakhir mengalami penurunan baik dari sisi nilai dan jumlah transaksi. Hal ini disebabkan karena di tahun-tahun sebelumnya tren merger dalam industri ini telah mencapai puncaknya dan mengalami

pergerakan yang signifikan. Dengan ini peluang untuk masuk ke industri telekomunikasi mengecil sehingga tidak banyak perusahaan yang tersisa untuk melakukan merger dan akuisisi.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai cross-border M&A? Dan bagaimanakah trend yang terjadi?
2. Bagaimanakah trend M&A dalam setiap industri yang ada? Kesimpulan apa yang anda dapat tarik?
3. Menurut anda apakah ada hubungan antara trend M&A dengan perkembangan industri itu sendiri dalam pertumbuhan perkenomian yang ada berdasarkan sektor?

-oo0oo-

B A B 3

MOTIF DALAM MELAKUKAN MERGER & AKUISISI

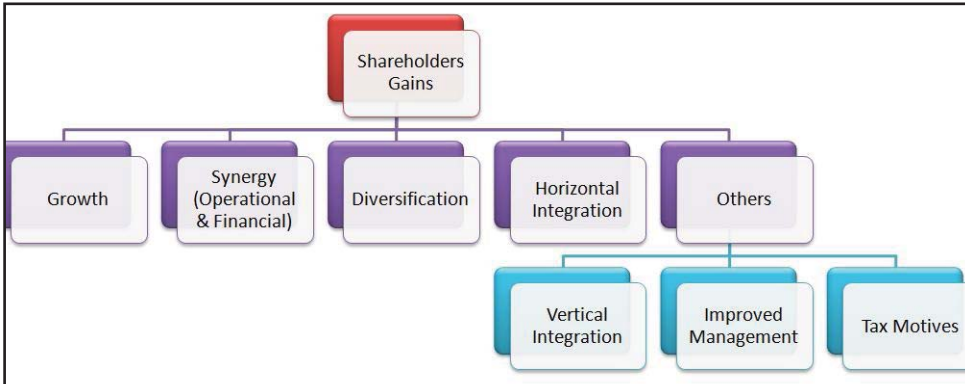
Merger dan akuisisi kerap menjadi strategi yang dipilih perusahaan dalam mencapai tujuannya. Apakah bertujuan untuk mendorong pertumbuhan, melakukan sinergi, diversifikasi, maupun tujuan lainnya. Oleh karena itu, merger & akuisisi (M&A) juga dapat dibedakan berdasarkan motif. Secara umum, terdapat dua motif melakukan merger. **Pertama**, untuk meningkatkan nilai perusahaan yang melakukan merger karena merger meningkatkan profit aktual atau profit di masa depan dan dengan demikian pihak yang mencari keuntungan melalui merger adalah pemegang saham (*shareholder gains*). Motif pertama ini akan lebih jauh dibahas dalam delapan motif merger dibawah ini: Bertumbuh, Sinergi Operasional, Sinergi Keuangan, Diversifikasi, Integrasi Horizontal, Integrasi Vertikal, Peningkatan Kinerja Manajemen dan Motif Pajak. **Kelompok kedua**, merger merupakan untuk kepentingan manajer perusahaan (*managerial gains*) dan tidak selalu untuk kepentingan perusahaan. Dengan kata lain, tujuan dari merger adalah semata-mata untuk keuntungan manajemen perusahaan bukan pemilik. Kelompok kedua ini memiliki dua motif, yakni Hubris dan *Discretion motives*.

3.1 SHAREHOLDER GAINS

3.1.1 Motif Bertumbuh (*Growth*)

Bertumbuh merupakan motif yang paling umum dalam merger dan akuisisi. Pertumbuhan disini dapat diartikan secara luas, seperti: pertumbuhan

pendapatan, pertumbuhan profit margin dan pertumbuhan lainnya. Hal ini dialami Exxon-Mobil setelah merger antara Exxon dan Mobil dimana pertumbuhan pendapatan (omset) yang sangat fantastis, menjadikan Exxon-Mobil sebagai organisasi yang memiliki pendapatan terbesar di industry minyak di tahun 2009 dengan mencetak pendapatan sebesar \$459 juta.



Sumber: hasil olahan penulis

Gambar 3.1 Pemetaan motivasi m&A.

Keinginan perusahaan untuk bertumbuh adalah motif paling dasar bagi perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Sebenarnya, selain bertumbuh melalui merger dan akuisisi, perusahaan mempunyai alternatif lain, yaitu melalui *internal* atau *organic growth*, dimana perusahaan tersebut dapat bertumbuh secara internal, tanpa melakukan merger dengan perusahaan lain. Namun kecenderungan pilihan ini biasanya lebih lambat dibandingkan melalui merger dan akuisisi.



Memilih merger sebagai strategi bertumbuh tentunya memiliki kelebihan dan kekurangannya sendiri. Kelebihannya adalah dengan melakukan merger, pertumbuhan akan terjadi dengan lebih cepat karena merger umumnya dilakukan dengan perusahaan yang memiliki *skill* yang telah terbukti baik di bidang tersebut. Dengan begitu, perusahaan tidak perlu memulai dari nol dalam mencari sumber daya manusia yang kompeten maupun membangun fasilitas-fasilitas yang dibutuhkan untuk menunjang pertumbuhan. Turut menjadi pertimbangan, apabila perusahaan mengembangkan sendiri, ada tingkat ketidakpastian yang cukup tinggi sehingga resiko menjadi lebih besar. Walau demikian, merger seringkali membutuhkan modal yang lebih besar sehingga hal ini menjadi tambahan resiko tersendiri bagi perusahaan yang memilih melakukan merger. Sedangkan bagi Chairul Tanjung, pengusaha sukses pemilik CT Group, baik akuisisi dan bertumbuh secara organik adalah strategi yang dijalankan secara bersama-sama dalam bisnisnya. *“Dalam akuisisi, kita tidak pernah tahu akan seperti apa dan siapa yang diakuisisi. Bisa cepat, bisa lambat. Misal cocok, minggu depan kita salaman,”* kata Chairul Tanjung sebagaimana diberitakan dalam surat kabar Kompas 2 Desember 2011.



Salah satu perusahaan yang menggunakan merger dan akuisisi sebagai strategi dalam bertumbuh adalah Johnson & Johnson. Johnson & Johnson bahkan melakukan 68 akuisisi selama tahun 1994 hingga 2009. Akuisisi dengan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2006 saat membeli Pfizer Consumer Healthcare dengan nilai mencapai 16,6 miliar dollar. Memang J&J harus membayar premium untuk bertumbuh melalui akuisisi, namun di sisi lain J&J memperoleh keuntungan karena tidak perlu membuang waktu dengan mencoba pengembangan secara internal yang belum tentu berhasil. Strategi ini secara sederhana adalah memilih untuk membeli kompetitor daripada berusaha bersaing dengan menggunakan pertumbuhan internal.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 3.2 daftar organisasi yang diakuisisi oleh Johnson & Johnson.

Perusahaan yang telah berhasil dalam taraf nasional juga seringkali melihat akuisisi sebagai salah satu alat mendapatkan pendapatan dan keuntungan yang lebih besar. Caranya adalah dengan mengakuisisi perusahaan internasional. Dengan begitu, perusahaan dapat mengembangkan pasarnya dan mengurangi halangan untuk masuk ke pasar internasional. Selain itu, dengan adanya European Common Market, *cross country barrier* berhasil dikurangi sehingga berdampak pada banjirnya transaksi *cross border* di Eropa.

3.1.2 Motif Sinergi Operasional (*Operating Synergy*)

- *Economic of scale*. Sebuah perusahaan disebut memiliki *economic of scale* apabila rata-rata biaya berkurang seiring dengan peningkatan total output. Dengan kata lain, *economic of scale* terjadi ketika produksi semakin tinggi membuat *marginal cost* semakin rendah. Dalam jangka pendek, *economic of scale* dapat terjadi melalui merger karena bergabungnya dua perusahaan menghindarkan *double fixed cost*. *Economic of scale* dalam jangka pendek juga dapat dicapai melalui realokasi output dalam unit operasi yang berbeda dalam perusahaan merger. Sedangkan dalam jangka panjang, *economic of scale* dapat diperoleh dari merger bila peningkatan output lebih dari dua kali lipat peningkatan semua input. Hal ini dapat terjadi bila sebuah perusahaan yang lebih besar dan lebih kuat secara finansial berinvestasi pada teknologi baru yang meningkatkan proses produksi dan area R&D.
- *Economic of scope* adalah *economic of scale* yang digeneralisasikan pada perusahaan *multi-product* atau perusahaan yang berhubungan dalam suatu rantai supply. *Economic of scope* dapat tercapai bila rata-rata biaya untuk memproduksi dua produk secara terpisah menjadi lebih rendah ketika diproduksi bersama (Motta, 2004).

3.1.3 Motif Sinergi Keuangan (*Financial Synergy*)

Menurut Roller, Stennek dan Verboven (2006), *financial synergy* tidak menghasilkan *cost saving* yang sebenarnya (penghematan dalam *production cost*), *financial synergy* dapat diperoleh dengan penghematan pada suku bunga (*cost of capital*). Seringkali perusahaan yang berukuran relatif kecil tidak dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang kompetitif. Perusahaan tersebut juga sering kali mendapat batasan penarikan pinjaman yang lebih rendah. Hal ini disebabkan karena adanya batasan atas regulasi dari bank dalam pemberian kredit, batasan yang dimaksud bisa terjadi karena kurangnya likuiditas, solvabilitas, jumlah asset, maupun reputasi publik yang dimiliki perusahaan.

Sebagai contoh sebuah perusahaan yang tidak terkenal, cenderung akan mendapatkan kredit modal yang lebih rendah bila dibandingkan jika perusahaan tersebut telah diakuisisi oleh perusahaan terkemuka nasional seperti Astra International maupun Indofood. Dengan adanya

akuisisi dengan perusahaan terkemuka nasional tersebut, perusahaan juga mendapatkan daya tawar yang lebih kuat dibandingkan jika perusahaan tidak diakuisi oleh perusahaan besar. Biasanya daya tawar yang diperoleh dengan pihak bank berupa penetapan suku bunga pinjaman, ataupun jangka waktu pinjaman. Pencapaian *cost of capital* yang rendah merupakan inti utama dari motif sinergi keuangan dalam merger.

3.1.4 Motif Diversifikasi (*Diversification*)

Diversifikasi sebagai salah satu motif dari M&A berhubungan dengan teori *portfolio* yang biasanya digunakan dalam dunia keuangan maupun investasi. Secara singkat teori *portfolio* menyarankan perlu adanya minimalisasi resiko yang terkait industri yang ada agar dapat mencapai *return* yang lebih baik. Dalam dunia bisnis secara mendasar resiko dapat dibedakan menjadi dua hal, yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk*. *Unsystematic risk* adalah resiko yang muncul karena terkait dengan industri yang ada sehingga solusi yang dilakukan dengan *portfolio* atau diversifikasi. Contohnya adalah pada sektor agro-bisnis, terdapat resiko yang terkait dengan industri, yakni resiko atas iklim dan cuaca yang bisa menyebabkan kegagalan panen dibanding dengan bisnis jasa keuangan.

Diversifikasi merupakan motif yang berusaha menurunkan resiko kebangkrutan suatu perusahaan, dengan cara melakukan kegiatan bisnis diberbagai sektor bisnis yang berbeda-beda. Dengan melakukan kegiatan bisnis pada sektor yang berbeda-beda maka perusahaan akan lebih mampu bertahan jika terdapat bisnis yang sektornya sedang mengalami masalah. Di Indonesia beberapa organisasi yang melakukan ini seperti Astra Internasional, Wings Group, Kompas Group, CT Group dan masih banyak lagi. Astra memiliki usaha di berbagai sektor bisnis, bahkan banyak dari sektor bisnis ini tidak memiliki keterkaitan satu dengan yang lainnya. Astra memiliki bisnis pada sektor pertambangan, otomotif, agro-bisnis dan lainnya. Semua sektor ini tidak memiliki keterkaitan secara dekat, sehingga jika terjadi gagal panen masal di Indonesia, maka Astra masih dapat bertahan dengan mengandalkan bisnisnya pada sektor di luar agro-bisnis.

Karena motif diversifikasi menyarankan agar suatu perusahaan untuk memiliki bisnis di berbagai sektor yang berbeda bahkan tidak berhubungan, motif ini akan menyebabkan suatu perusahaan akan menjadi perusahaan

konglomerasi atau perusahaan yang bergerak di berbagai sektor. Dengan alasan itulah motif diversifikasi sering juga disebut sebagai motif konglomerasi.

3.1.5 Motif Integrasi Horisontal

Tujuan merger dalam konteks ini adalah untuk menjadikan pasar atau industri dari persaingan sempurna ke arah seperti monopoli. Namun hampir disetiap negara sudah memiliki suatu badan untuk menjaga persaingan dagang yang sehat dengan memastikan tidak ada perusahaan swasta yang memiliki pasar monopoli. Di Indonesia sendiri badan tersebut bernama Komisi Pengawasan Persaingan Usaha (KPPU).

Merger dengan motif integrasi horisontal, adalah merger yang terjadi antara perusahaan yang bergerak pada sektor yang sama. Dengan bergerak pada sektor yang sama maka perusahaan hasil merger tersebut diharapkan memiliki pangsa pasar yang lebih tinggi dibanding jika bekerja secara terpisah. Keuntungan dari merger secara horisontal, bukan hanya pangsa pasar. Perusahaan juga dapat memperoleh keuntungan-keuntungan lainnya. XL Axiata yang dulunya merupakan dua entitas penyedia jasa selular XL dan Axis, memperoleh keuntungan berupa penambahan *range* frekuensi penggunaan pita selular ketika melakukan M&A. Dengan semakin lebarnya frekuensi penggunaan pita selular dapat meningkatkan kualitas selular yang diberikan kepada konsumen. Hal yang sama juga dialami oleh Exxon-Mobil. Exxon-Mobil adalah perusahaan yang bergerak di bidang pertambangan minyak. Sebelum melakukan merger, kedua perusahaan ini sudah menjadi perusahaan besar, tetapi memiliki keunggulan tersendiri. Exxon mempunyai keunggulan dalam memasarkan produknya, sedangkan Mobil lebih unggul dalam hal produksi. Dengan adanya merger dari kedua perusahaan ini maka Exxon-Mobil kini menjadi unggul dalam hal produksi dan pemasaran.

3.1.6 Motif Integrasi Vertikal

Integrasi vertikal berupa akuisisi perusahaan yang berperan dalam sisi hulu (*backward*) atau hilir (*forward*). Sisi hulu (*backward vertical integration*) adalah membeli perusahaan yang menjadi sumber persediaan atau yang bertindak sebagai pemasok (*supplier*). Seperti Chevron yang lebih dominan

di distribusi, networking dan pemasaran, membeli Gulf yang lebih fokus pada persediaan. Sedangkan pada *forward vertical integration*, perusahaan bergerak ke pemasaran atau kapabilitas retail, seperti yang dilakukan Merck dan Medco. Merck adalah perusahaan farmasi terbesar, sedangkan Medco adalah pemasar farmasi terbesar di Amerika. Dengan begitu, Merck adalah perusahaan manufaktur, sedangkan Medco adalah perusahaan distribusi.

Dengan melakukan *vertical Integration*, perusahaan yang melakukan akuisisi terbebas dari ketergantungan terhadap pihak lain, memungkinkan adanya *just-in-time inventory management* dan *internal transfer pricing*. *Just-in-time inventory management* sangat bermanfaat dalam meningkatkan efisiensi perusahaan, namun sangat bergantung pada kinerja *supplier*. *Just-in-time* hanya dapat berhasil bila *supplier* dapat diandalkan. Oleh karena itu, *vertical integration* sangat membantu perusahaan dalam memungkinkan keberhasilan penerapan *just in time inventory management*. Selain itu *internal transfer pricing* lebih menguntungkan perusahaan karena memungkinkan perusahaan mendapat harga perolehan yang lebih murah dan pajak yang lebih rendah.

3.1.7 Perbaikan Manajemen (*Improved Management*)

- *Diffusion know how*. Jika perusahaan yang melakukan merger memiliki kemampuan teknologi, sumber daya manusia, budaya organisasi, paten, dan *know-how*, maka mereka merupakan *complementary* satu sama lain. Dengan bergabung, perusahaan-perusahaan dapat mencapai *technologies progress*. *Technologies progress* tersebut dapat berupa inovasi proses maupun produk (Roller, Stennek, & Verboven, 2006).
- Seperti pada *know-how*, R&D adalah salah satu divisi yang sangat penting sehingga bila dikombinasikan dengan benar dapat menghasilkan *technological progress* dan peningkatan produksi bersama. Menurut Roller, Stennek dan Verboven (2006), mengakuisisi target perusahaan dengan R&D yang baik merupakan cara yang lebih cepat dibandingkan mengembangkan sendiri secara internal. Tentunya, perusahaan merger mengaku bahwa perusahaan yang mengintegrasikan R&D mereka membuat perusahaan tersebut lebih cepat dalam memperkenalkan produk baru dan produk dengan kualitas yang lebih baik, serta berguna dalam proses penurunan harga.

3.1.8 Motif Pajak

Merger sebelum tahun 1980an sangat termotivasi oleh *tax advantages*. Alasannya adalah disaat *acquisition premium* dibayar diatas *value* perusahaan target, asset yang dibeli dapat menguntungkan karena memberikan biaya depresiasi yang lebih besar sehingga mampu mengurangi kewajiban pajak yang timbul. Sebagai contoh ketika suatu perusahaan melakukan merger dengan adanya *acquisition premium*, maka akan timbul asset baru untuk mengalokasikan nilai premium tersebut. Asset baru bisa berbentuk *goodwill*, paten, hak cipta, maupun revaluasi asset tetap yang ada. Asset baru yang ada akan menciptakan pertambahan beban depresiasi. Bertambahnya beban depreisasi akan menurunkan besaran pajak yang harus dibayar oleh perusahaan. *Tax advantage* seperti ini memiliki peran penting dalam keputusan merger karena dapat meningkatkan efisiensi. Keuntungan aspek pajak lainnya juga bisa di dapatkan ketika internal *transfer pricing* di lakukan sesudah M&A, dimana perhitungan PPN hanya perlu satu kali dilakukan yang tentu saja akan menghemat pengeluaran pajak yang ada.

3.2 MANAGERIAL GAINS

Secara umum, motif ini menyatakan bahwa manajer mencari keuntungan dengan mengorbankan keuntungan pemegang saham. Motif ini pertama kali didasari oleh adanya teori dari ketidakefisienan internal didalam suatu perusahaan, atau yang disebut *x-inefficiency*. Didalam kedaaan nyata perusahaan adalah suatu organisasi yang kompleks dimana terdapat pemisahan antara *ownership* dan *control*. *Ownership* dimiliki oleh pemegang saham, sedangkan *control* dimiliki oleh pihak manajemen. Didalam organisasi seperti ini keputusan secara umum mengenai efisiensi untuk perusahaan berada di tangan manajemen, yang mungkin saja memiliki tujuan utama selain peningkatan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Di lain sisi pemegang saham sebagai pemilik perusahaan menginginkan perusahaan agar efisien sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Perbedaan pandangan ini merupakan contoh dari teori *principal-agent*, karena itu motif ini sering disebut juga sebagai motif agensi. Secara khusus *managerial gains* dapat di bagi lagi menjadi dua yaitu *hubris motives* dan *discretion motives*.

3.2.1 *Hubris motives.*

Dalam beberapa kasus akuisisi, manager mengakuisisi perusahaan lain untuk kepentingan atau ego diri sendiri dan bukan demi keuntungan perusahaan. Salah satu bentuk pemunculan ego adalah ketika manager melakukan *overpaid* kepada perusahaan target. Hal ini dapat dilatarbelakangi banyak hal, salah satunya karena manager merasa namanya akan menjadi buruk jika kalah dalam tender suatu proyek dengan perusahaan kompetitor, sehingga memutuskan untuk memberikan nilai yang lebih tinggi dari pada nilai fundamental yang sebenarnya. Konsekuensinya perusahaan akan mengalami kerugian karena mendapatkan *return* aktual yang tidak sebanding dengan nilai yang dibayarkan. *Hubris motives* juga dikenal dengan *pride of management*.

3.2.2 *Discretion motive.*

Motif ini juga disebut managerial *discretion motive*. Motif ini menjelaskan bahwa tujuan manajer adalah untuk meningkatkan ukuran perusahaan yang mereka pimpin. Tujuan mereka adalah pertumbuhan dan cara paling cepat mencapai pertumbuhan adalah dengan akuisisi. Alasannya bisa disebabkan kompensasi yang diterima secara langsung berkaitan dengan ukuran perusahaan (Mueller, 1969).

Mini-CASE: TATA



Tata adalah perusahaan swasta tertua dan terbesar di India. Didirikan pada tahun 1868, grup yang sekarang terdiri dari lebih dari 100 perusahaan, dengan omset lebih dari \$ 70 miliar. Ia memiliki berbagai kepentingan, dengan perusahaan perdagangan di bidang-bidang yang beragam seperti baja, mobil dan truk, bahan kimia, konsultasi IT, ritel dan hotel. Grup Tata sangat terdesentralisasi, dan perusahaan anggota memiliki otonomi besar dalam hal strategi dan operasi. Instrumen utama untuk menyatukan kelompok adalah merek perusahaan Tata. Namun, tidak semua perusahaan menggunakan merek perusahaan dengan cara yang sama. Banyak lini bisnis,

seperti Tata Minuman dan Tata Motors, tetap menggunakan nama dan logo secara eksplisit. Namun, beberapa perusahaan dalam grup, seperti Trent dan Taj Hotels, tidak hanya memilih untuk tidak menggunakan nama Tata. Taj Hotel juga memiliki tanda merek sendiri. Ketidakkonsistenan ini dilihat oleh grup Tata sebagai hal yang kurang signifikan dibandingkan dengan memegang prinsip nilai dasar yang dimiliki oleh Tata. Perusahaan ini pada awalnya didirikan dengan tujuan untuk menciptakan dan menyebarkan kekayaan untuk memperkuat bangsa India dan ekonominya. Sebelum tahun 1991 kelompok Tata memiliki beberapa kepentingan di dunia luar India. Identitas merek Tata sangat kuat akan "aroma" India, karena memang berakar pada budaya dan sejarah India. Namun, Ratan Tata, pemimpin kelompok itu, berpikir agar kepercayaan tersebut perlu berubah. Dia merasa bahwa masa depan Tata tergeletak di luar India, dan hal itu yang membuat Tata harus bercita-cita untuk menjadi perusahaan global.

Tapi bisakah sebuah perusahaan dengan identitas India seperti TATA berhasil dalam membangun merek global? Dan jika demikian, apa yang akan menjadi kelemahan? Masih banyak orang India yang percaya bahwa proses globalisasi akan mengubah Tata dan merusak nilai-nilainya, mengubahnya menjadi sekadar perusahaan besar yang akan hanya peduli dengan keuntungan atau laba. Orang lain di luar India bertanya-tanya apakah konsumen barat secara khusus akan benar-benar menerima merek Tata.

Melangkah keluar dari India. Perusahaan Tata mulai melakukan akuisisi kecil di luar India pada akhir 1990-an. Akuisisi besar pertama adalah bahwa dari Tetley Tea, salah satu merek teh Inggris terkemuka, oleh Tata Tea (yang sekarang dikenal sebagai Tata Beverages) pada tahun 2000. Akuisisi ini berjalan tanpa keluhan. Kemudian Tata melanjutkan dengan mengakuisisi, baja Corus (yang dilakukan oleh Tata Steel) pada tahun 2007. Dan menyusul Jaguar Land Rover oleh Tata Motors pada tahun 2008. Sejak tahun 2005, telah terjadi aliran akuisisi di Eropa, Asia dan Amerika Utara.

Tata menghadapi tekanan yang berbeda, dan harus merespon dengan cara yang berbeda. Kelompok ini memiliki secara bersamaan untuk meyakinkan para pemangku kepentingan di India itu tidak akan meninggalkan nilai-nilai tradisional dalam mendukung pertumbuhan global. Dan untuk meyakinkan para pemangku kepentingan di perusahaan

itu bahwa merek favorit mereka tidak akan terdistorsi oleh nilai global. Di beberapa sektor, Tata mengikuti kebijaksanaan konvensional. Pada tahun 2010, setelah mempertimbangkan dengan cermat, Tata Steel akhirnya mengubah namanya Corus sebagai Tata Steel Eropa. Meski begitu, ada beberapa kekhawatiran di Tata Steel seperti apa dampak *re-branding* ini pada reputasi Corus-dan Tata Steel di India. Namun akhirnya hal tersebut dapat hilang sejalan dengan perjalanan waktu yang ada.

Aspek lainnya, merek Tetley telah menjadi bagian dari kelompok Tata selama 10 tahun. Namun merek Tetley tetap independen dalam hal identitasnya walaupun Tata tetap menuliskan dalam kemasan sebuah kalimat yang mengingatkan konsumen bahwa mereka Tetley sebenarnya bagian produk Tata. Tapi pelanggan Tetley tegas melihatnya sebagai produk Inggris bukan India. Hal yang sama bahkan lebih kuat terjadi dengan Jaguar dan Land Rover, di mana Tata Motors telah terus terang menolak saran *re-branding* dengan nama Tata. Ini adalah merek tua dan terkenal, dan Tata Motors berpikir *re-branding* akan menghancurkan nilai dari Jaguar (Witze, 2010).

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai motif M&A? Kesimpulan apa yang anda bisa tarik
2. Bagaimanakah anda menyimpulkan motif M&A yang dilakukan oleh perusahaan dibawah ini dalam studi kasus:
 - a. CT Group
 - b. Johnson & Johnson
 - c. Tata Group

B A B 4

HOSTILE TAKEOVERS

Meskipun merger dan akuisisi sama-sama mengacu pada *corporate reorganization* yang berdampak pada perpindahan kepemilikan dari perusahaan target ke perusahaan pembeli, keduanya merupakan istilah yang berbeda. Namun perbedaan di antara kedua istilah tersebut terkadang masih ambigu. Hirshleifer (1995) mengatakan bahwa transaksi merger maupun akuisisi sama-sama secara umum merupakan konsep *takeover*. *Takeover* sendiri dapat terjadi secara *friendly* maupun *hostile*. Jenkinson dan Mayer (1994) mengatakan bahwa apabila manajer perusahaan target menolak akuisisi maka *takeover* tersebut merupakan *hostile takeover*.

Hostile Takeovers, mendengar kata ini, yang muncul dalam benak kita adalah sebuah cara yang mungkin cukup negatif. Pada kenyataannya cara *takeover* atau pengambilalihan seperti ini memang cukup agresif. Sehingga, banyak perusahaan melakukan banyak cara untuk menghindari terjadinya pengambilalihan atau *anti take-over measures*. Ada berbagai cara untuk mempertahankan diri dari *hostile take-over* yang akan dipelajari lebih dalam setelah ini seperti *poison pills*, *corporate charter amendments*, *staggered board*, dan sebagainya.

Namun, di balik semua cara itu, apakah terdapat dampak dari aksi yang dilakukan oleh perusahaan target dari *hostile take-over*? Ada dua hipotesis mengenai dampak dari usaha mempertahankan diri yaitu *management entrenchment hypothesis* dan *stockholder interest hypothesis*. Kedua hipotesis ini menawarkan hal yang bertentangan dimana *management entrenchment*

hypothesis itu berpendapat bahwa kekayaan dari pemegang saham akan berkurang jika kita melakukan *anti take-over measures*. Sedangkan dalam *stockholder interest hypothesis* justru menjelaskan bahwa kekayaan dari pemegang saham bertambah ketika dilakukan usaha semacam itu. Lalu manakah yang benar dari kedua hipotesis yang saling bertentangan tersebut? Pertanyaan ini akan terjawab di penjelasan yang lebih mendalam setelah ini.



Dalam prakteknya, cara ini menjadi cara yang umum dipakai oleh perusahaan di Amerika contohnya Netflix yang melakukan *poison pills* (salah satu cara *anti take-over measures*) untuk menghindari *hostile takeover* dari Icahn (Goldman, 2012). Selain Netflix, ada banyak perusahaan yang masuk dalam Fortune 500 mulai mempertimbangkan dan mengembangkan rancangan pertahanan jika ada perusahaan lain yang melakukan *hostile bid*. Selain itu, jika kita lihat lebih lanjut lagi, perusahaan yang menjadi *target company* mempunyai beberapa karakteristik yang sama seperti arus kas yang tinggi dan stabil, komposisi hutang yang relatif rendah, dan harga pasar saham yang cenderung lebih rendah daripada nilai buku perusahaan sehingga dari semua karakteristik yang ada, tidak heran *takeover defense* didesain dengan mengubah karakteristik tersebut sehingga *hostile take-over* dapat dicegah. Namun dalam konteks Indonesia *hostile take-over* merupakan kondisi yang sangat jarang terjadi seperti yang diungkapkan oleh para profesional yang terlibat dalam merger dan akuisisi di Indonesia (Global Legal Group Ltd., 2012; Bunjamin & Tandjung, 2012). Namun salah satu contoh yang kerap dijadikan contoh sebagai *hostile take-over* di Indonesia adalah kasus Lippo Group dalam mengakuisisi Matahari Departemen Store (International Financial Law Review, 2014). Namun menurut pengamat dan pakar hukum di

bidang Merger dan Akuisisi “Yosua Makes”, dalam konteks Indonesia sama halnya dengan Belanda, aturan hukum di Indonesia tidak mengakomodasi kondisi *hostile take-over*. Hal ini yang membuat beliau menganut pandangan bahwa *hostile take-over* sebenarnya tidak pernah terjadi di Indonesia.

Untuk menyadari bahwa perusahaan tersebut menjadi *target hostile take-over*, maka ada berapa hal yang perlu diperhatikan yang seringkali kita sebut dengan *early warning system* dimana perusahaan dapat mendeteksi dini sebuah *intense* dari sebuah perusahaan lain yang akan melakukan *hostile takeover*. Tanda-tanda perusahaan akan diambil alih dapat dilihat dengan menganalisa distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan. Selain itu, karyawan yang cenderung bereaksi *negative* terhadap pembeli yang agresif hingga kenaikan jumlah volume transaksi yang tiba-tiba melonjak dan tidak disangka sebelumnya seringkali menjadi signal bahwa perusahaan pembeli sedang bersiap-siap untuk mengambil alih dengan mengakumulasi saham yang ada terlebih dahulu sebelum mengajukan tawaran secara resmi.

Beberapa cara telah disusun untuk mengatasi pengambilalihan secara agresif (*hostile take over*). Namun dalam bab ini kita akan belajar tiga tipe yang umum dipakai oleh perusahaan. Ketiga cara itu adalah *poison pill*, *corporate charter amendment*, dan *golden parachutes*. Sebelum memasuki tiap tipe lebih dalam, ada baiknya kita mengetahui sepintas mengenai tipe-tipe tersebut. Pertama, *poison pills* merupakan cara perusahaan yang menjadi sasaran pengambilalihan untuk menerbitkan surat hutang/sekuritas tambahan agar perusahaan terlihat berkurang nilainya (karena mempunyai tambahan hutang baru). Kedua, *corporate charter amendment* merupakan cara perusahaan melakukan perubahan dalam amandemen perusahaan yang akan mempersulit pengambilalih mengontrol manajemen perusahaan. Ketiga, *golden parachutes* merupakan sebuah cara dimana perusahaan akan memberikan bonus jika manajemen senior berhasil mempertahankan diri dari serangan pihak luar seperti pengambilalihan.

4.1 POISON PILLS

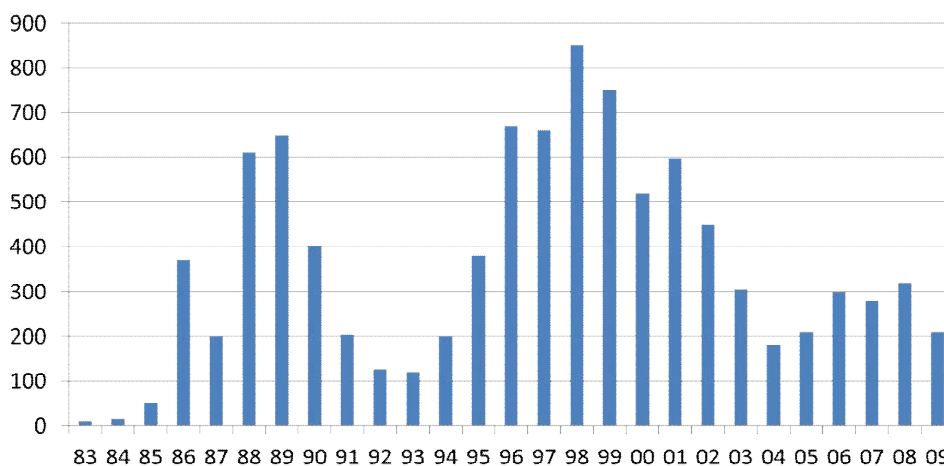
Cara yang paling umum dipakai oleh perusahaan target adalah *poison pills* dimana dalam sejarahnya, cara ini ditemukan pertama kali oleh pengacara perusahaan yang terkenal yaitu Martin Lipton pada tahun 1982 (Futrelle, 2012) dimana ia menggunakan cara tersebut untuk membantu El-Paso

Electric mempertahankan diri dari pengambil alihan yang dilakukan oleh American Oil. Kasus yang sama terjadi pula antara Brown Foreman dan Lennox di tahun 1983 dimana saat itu Foreman ingin mengakuisisi Lenox karena melihat bahwa harga saham Lenox dinilai terlalu rendah sehingga Foreman ingin membelinya dengan harga \$87 (lebih tinggi daripada harga saham Lenox saat itu yang berada di harga \$60). Pada saat itu, Lenox meminta bantuan Lipton mengenai hal ini dan Lipton menyarankan agar Lenox menawarkan setiap pemegang sahamnya dividen dari saham preferen yang dapat ditukar dengan 40 saham Brown. Saham *convertible* tersebut menjadi alat pertahanan diri yang efektif dimana jika itu dijalankan akan mengganggu kepemilikan saham dari keluarga Brown di perusahaannya.

Kasus lain mengenai hostile take-over adalah antara Gold Smith dan Crown Zellerbach Cooperation. Pada saat itu, Crown yang merupakan perusahaan yang bergerak di industri yang mengelola hasil hutan dimana Goldsmith melihat Crown merupakan perusahaan yang bernilai tinggi. Melihat intensi tersebut, Crown melakukan usaha-usaha untuk mempertahankan diri dari pengambil alihan oleh Goldsmith dengan cara memperbaharui daftar nama pemegang saham sehingga Crown lebih mudah untuk menghubungi pemilik saham yang penting jika akuisisi tersebut terjadi dan Crown juga mengatur struktur direksi agar lebih sulit untuk dikontrol oleh Goldsmith. Selain itu, Crown juga melakukan usaha *poison pill* dengan menawarkan ke pemegang saham untuk membeli saham senilai \$200 dengan harga \$100 jika Goldsmith mampu mengakuisisi 100% Crown. Namun, Goldsmith sendiri mempunyai inovasi dimana hal yang sama dia terapkan pada Crown. Goldsmith menawarkan opsi yang sama kepada pemegang saham dengan harga 50 cent jika Goldsmith mampu mengakuisisi 20% dari saham Crown. Hasil dari inovasi ini membuat Goldsmith memperoleh saham Crown lebih dari 20% namun Goldsmith tidak mampu mengakuisisi lebih dari 50% saham Crown. Pelajaran yang menarik yang bisa didapat dari kasus ini adalah Goldsmith mampu menggunakan cara yang sama (*poison pill*) untuk mengatasi *poison pills* dari Crown.

Poison pills sendiri mempunyai beberapa tahap atau mekanisme. Pertama, *poison pill* biasanya dilakukan dengan cara membagikan dividen berupa opsi untuk menukar saham kepada para pemegang saham sekarang, dimana opsi tersebut diotorisasi oleh dewan direksi tanpa melalui persetujuan

dari pemegang saham. Ketika momen akuisisi tersebut terjadi, maka opsi tersebut dapat direalisasi oleh pemegang saham. Efek dari *poison pills* berdasarkan studi oleh Malatesta dan Walking berdasarkan riset terhadap 132 perusahaan menemukan bahwa *poison pill* seringkali menurunkan kekayaan pemegang saham. Melalui hasil statistik juga terlihat bahwa adanya *return* yang negatif dari penggunaan *poison pill* sebagai upaya pertahanan diri. Hasil dari penelitian ini juga didukung oleh penelitian lainnya dari Michael Ringaert yang meneliti 380 perusahaan dimana perusahaan yang menerapkan *poison pill* cenderung mempunyai kinerja finansial yang di bawah rata-rata. Kesimpulan yang dapat ditarik melalui kedua penelitian ini adalah temuan ini semakin menguatkan teori *management entrenchment hypothesis* seperti yang sudah dibahas di bagian awal bab ini. Dalam sejarah menurut Thomson, *poison pill* pun mengalami pasang surut dimana *poison pill* paling banyak diadopsi oleh perusahaan di tahun 1999. Selengkapnya dapat melihat grafik di bawah ini:



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 4.1 Trend penggunaan *poison pills* dalam hostile take-over.

4.2 CORPORATE CHARTER AMENDMENTS

Selain *poison pills*, perusahaan juga sering kali menggunakan *corporate charter amendment* (atau yang sering disingkat CCA). CCA ini memiliki karakteristik kerja sebagai berikut: CCA umumnya membutuhkan persetujuan dari *shareholder* dimana biasanya mayoritas CCA mendapat persetujuan tersebut

kecuali ada kasus ekstrim dimana kinerja manajemen begitu buruk sehingga pemegang saham tersebut menolak menyetujui CCA tersebut. CCA sendiri dilakukan melalui banyak cara yaitu mengatur posisi direksi (*staggered board of directors*), pengambilan ketentuan perusahaan melalui suara mayoritas yang berlebihan (*super majority provisions*), pengambilan ketentuan perusahaan berdasarkan harga wajar (*fair value provisions*), dan permodalan ganda (*dual capitalization*).

Pertama, CCA dapat dilakukan dengan melakukan pengaturan terhadap posisi dewan direksi (*staggered board of directors*). Cara ini merupakan cara yang kontroversial karena ketika perusahaan yang mau mengakuisisi sudah membeli mayoritas saham perusahaan tersebut, pimpinan direksi yang sudah diatur tersebut menghalangi perusahaan akuisisi tersebut untuk memilih manager yang dipilih oleh perusahaan akuisisi tersebut demi menjalankan tujuan dari perusahaan akuisisi tersebut seperti kebijakan untuk menjual asset demi membayar hutang yang timbul saat melakukan akuisisi. Riset terhadap pengaturan dewan direksi sendiri memberikan dua hasil yang berbeda dimana De Angelo dan Rice menemukan ada pengaruh negatif terhadap kekayaan perusahaan jika melakukan *staggered board of directors* (riset ini juga didukung oleh Bebchuk dan Kohen) sedangkan penelitian Ruback tidak menemukan sesuatu yang signifikan dan hal yang sama juga ditemukan oleh Bhagat dan Jefferis.

Kedua, CCA juga dapat dilakukan dengan penentuan dengan suara mayoritas yang berlebihan (*supermajority provisions*) dimana ketentuan baru ditentukan sah jika 80% (bahkan terkadang hingga 95%) disetujui oleh pemegang saham. Cara ini akan sangat efektif jika perusahaan menerapkan sistem *Employee Stock Option* (dibahas lebih lanjut di bab 6) karena manajemen juga terlibat sebagai pemilik perusahaan. Sedangkan hasil riset mengenai cara ini ditemukan bahwa tidak ada efek yang negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan oleh De Angelo-Rice & Linn-Mc Connell namun Jarrel-Poulson menemukan bahwa cara ini secara statistik berdampak pada pengembalian yang negatif.

Ketiga, perusahaan juga dapat melakukan kebijakan ketentuan berdasarkan harga wajar dimana pengakuisisi diminta untuk mengeluarkan biaya minimal sebesar harga pasar untuk mengakuisisi perusahaan tersebut. Cara ini sendiri berdasarkan riset yang telah dilakukan kebanyakan tidak

menunjukkan adanya pengaruh yang berarti terhadap harga saham perusahaan. Namun, beberapa riset seperti dari McWilliams menemukan tetap ada pengaruh cara ini dengan perubahan harga saham perusahaan.

Cara terakhir adalah dengan melakukan pemodalan ganda (*dual capitalization*) dimana perusahaan memberlakukan dua jenis (atau lebih) saham dengan perbedaan hak *voting* misalnya dalam perusahaan Ford memberlakukan 2 kelas saham dimana setiap lembar saham A mempunyai 1 hak suara saja sedangkan setiap lembar saham B memiliki 16.561 hak suara. Terlihat jelas bahwa pemilik saham B meskipun sedikit tetapi lebih berpengaruh daripada pemilik saham A. Untuk hasil riset mengenai cara ini menunjukkan bahwa cara ini berpengaruh negatif terhadap kekayaan perusahaan berdasarkan statistik.

Mini-case: Kraft Takeover of Cadbury



Cadbury, perusahaan coklat asal Inggris diakuisisi oleh Kraft pada Januari 2010 menggunakan *hostile takeover*. Cadbury didirikan oleh John Cadbury pada 1824, pada awalnya Cadbury merupakan sebuah kedai teh dan kopi. Baru pada 1831 Cadbury fokus pada produksi dan penjualan coklat. John Cadbury merupakan seorang penganut agama Kristen keras atau sering disebut kaum Quaker. Sehingga dalam beroperasi, tidak hanya berusaha menjadi penjual coklat handal, Cadbury juga sangat peduli pada karyawan, nilai-nilai masyarakat, dan peduli pada pendidikan. Disisi lain Kraft adalah perusahaan makanan asal Amerika. Dengan pendapatan mencapai 25,8 Miliar Euro (2008), dan mempekerjakan 98.000 karyawan, menjadikannya sebagai perusahaan makanan kedua terbesar setelah Nestle.

Kraft pertama kali mengajukan penawaran pembelian kepada Cadbury pada 28 Agustus 2009. Direktur utama Kraft, Irene Rosenfeld bertemu dengan Roger Carr, yang merupakan direktur utama Cadbury. Kraft mengajukan penawaran untuk membeli selebar saham Cadbury senilai 300 pence ditambah 0,2589 saham baru Kraft. Roger Carr dengan tegas menolak tawaran dari Kraft.

7 September 2009, Kraft memberikan penawaran kepada publik untuk membeli saham Cadbury senilai 745 pence tiap lembarnya. Dengan tidak ditawarkannya saham Kraft, membuat penawaran ini lebih rendah dibanding penawaran pertamanya yang senilai 745 pence tiap lembarnya.

Carr, merespon dengan memberikan surat terbuka yang ditujukan kepada Rosenfeld yang menunjukkan penolakan pada 12 September 2009. Dalam surat itu Carr juga menyampaikan bahwa Cadbury akan mempunyai prospek yang kurang bagus jika diakuisi Kraft karena pertumbuhan bisnis Kraft yang lambat. Cadbury juga menyatakan ketidakcocokan dengan Kraft karena perbedaan budaya bisnis serta citra bisnis Cadbury. Seperti disebutkan diatas, Cadbury menjalankan bisnisnya dengan prinsip agama yang kental dimana sangat menjunjung tinggi aspek sosial dalam menjalankan bisnisnya. Sedangkan Kraft merupakan perusahaan Amerika, dimana negara tersebut sangat kental akan kekuasaan uang. Disisi lain Cadbury dengan sejarahnya, telah menjadi salah satu ikon perusahaan makanan kebanggaan Inggris.

Tidak hanya Kraft yang tertarik membeli Cadbury, Unilever yang merupakan perusahaan *customer goods* juga tertarik untuk membeli Cadbury. Warren Buffet 16 September, melontarkan peringatan kepada publik agar perusahaan makanan Amerika tidak berlebihan dalam mengajukan penawaran kepada Cadbury. Pada saat itu Warren Buffet merupakan pemegang saham mayoritas Kraft.

Usaha *anti-takeover* Cadbury semakin berlanjut serius. Pada 21 September Cadbury menghubungi *United Kingdom Takeover Panel* untuk menerapkan regulasi "*put up or shut up*" terhadap penawaran Kraft. Regulasi yang dimaksud adalah regulasi yang memberikan batasan waktu kepada Kraft untuk memberikan penawaran resmi kepada Cadbury.

Cadbury terus berusaha untuk menghalangi Kraft dalam usahanya membeli Cadbury. 25 September salah satu jajaran direksi Cadbury Todd Stilzer memberikan keterangan pers, bahwa penyatuan Kraft dan Cadbury tidak masuk akal dalam hal keuangan dan operasi bisnis. Lima hari setelah pernyataan tersebut. *United Kingdom Takeover Panel* mengeluarkan peraturan, yang menyatakan bahwa Kraft harus membuat penawaran formal selambat-lambatnya pada 9 November 2009 jam 5 sore. Jika tidak dilakukan maka, Kraft harus berhenti berusaha membeli Cadbury selama 6 bulan lamanya.

9 November 2009, Kraft memberikan penawaran resminya kembali kepada Cadbury. Kraft melakukan pendekatan yang sama dengan penawaran pertamanya, tetapi dengan nilai kas lebih tinggi. Dalam penawaran tersebut, Kraft akan menukar 1 lembar saham Cadbury dengan 300 pence dan 0.2589 lembar saham baru Kraft.

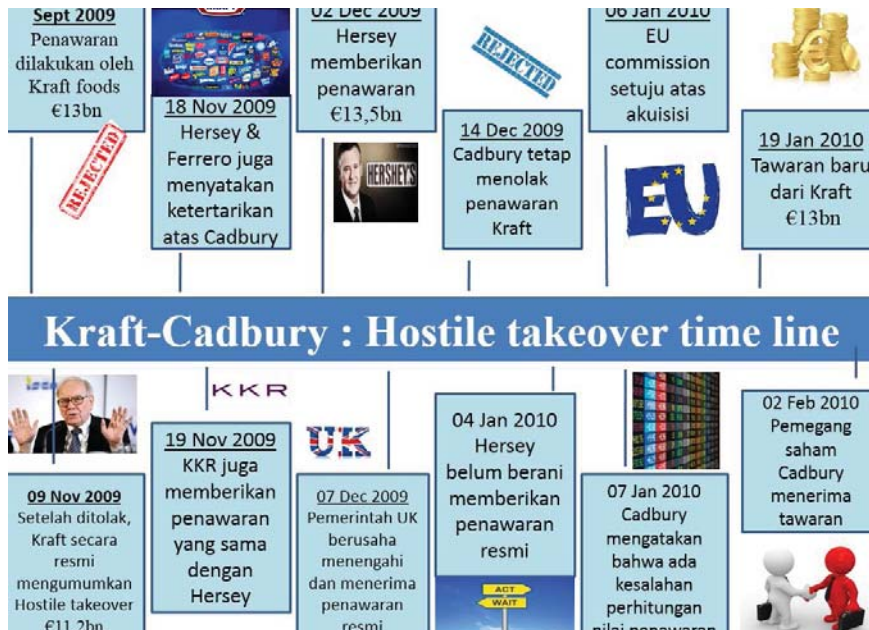
Ferrero dan Hersey dimana keduanya juga merupakan perusahaan makanan, secara terpisah menyatakan ketertarikan dengan Cadbury pada 18 November 2009. Namun keduanya menyatakan mereka belum tahu apakah akan mengajukan penawaran kepada Cadbury.

Akhir November 2009, saham Cadbury diperdagangkan dengan harga tertinggi sepanjang sejarahnya yaitu sebesar 819,5 pence perlembar. Kenaikan besar ini terjadi akibat spekulasi atas “perang” yang terjadi untuk mendapatkan Cadbury.

4 Desember 2009 Kraft mengumumkan kepada pemegang saham Cadbury secara langsung tentang penawaran formal yang telah dilakukannya secara formal kepada pihak Cadbury 9 November lalu. Cadbury bereaksi dengan memberikan dokumen resmi kepada pemegang saham yang berisi kenaikan target angka keuangan, dan janji deviden yang meningkat.

Memasuki minggu pertama tahun 2010, Kraft memberikan perubahan terhadap penawaran dengan menaikkan jumlah kas, tetapi juga mengurangi jumlah saham Kraft yang diterima perlembar saham Cadbury yang dijual. Sehingga secara nilai, penawaran dari Kraft tidak berubah. Cadbury meresponi tindakan Kraft pada 5 Januari tersebut, dengan mengeluarkan pernyataan menyerang kepada pihak Kraft, bahwa tim manajemen Kraft gagal memenuhi target keuangan yang ada, dan melakukan perhitungan penilaian yang salah kepada Cadbury.

Pernyataan tersebut dikeluarkan Cadbury ditujukan untuk mencegah pemegang saham Cadbury mau menjual sahamnya kepada Kraft. Akan tetapi, pernyataan *anti takeover* dari Cadbury tertanggal 12 Januari 2010 tersebut, merupakan usaha terakhir manajemen Cadbury karena tepat satu minggu setelah pernyataan tersebut, pemegang saham Cadbury menyatakan menerima penawaran dari Kraft. Dengan demikian Kraft berhasil mengakuisisi Cadbury dengan nilai total 11.500.000 Euro.



Sumber: diolah penulis dari berbagai sumber

Gambar 4.2 timeline akuisisi cadbury oleh kraft.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai konsep “Hostile Take-Over”?
2. Ada dua hipotesis dalam tindakan manajemen dalam mempertahankan diri terhadap usaha “hostile take-over”, jelaskan?
3. Jelaskan berbagai metode mengenai tindakan manajemen dalam mempertahankan diri terhadap usaha “hostile take-over”?
4. Jelaskan pembelajaran yang anda bisa simpulkan dari kasus Cadbury

B A B 5

LEVERAGE BUYOUT (LBO)

Dell, salah satu perusahaan PC terbesar di dunia mengumumkan bahwa perusahaan tersebut telah melakukan *leverage buyout* untuk menjadikan perusahaan tersebut dari perusahaan publik menjadi perusahaan privat. Menurut sumber dari Bloomberg, Chief Executive Officer Michael Dell dan Silver Lake Management LLC telah melakukan *leverage buyout* sebesar \$ 24.900.000.000 untuk mengambil perusahaan ini (Ricadela, 2013). Tindakan tersebut diambil setelah investor menuntut lebih atas setiap saham mereka. Dell yang mengalami kesulitan untuk bersaing di pasar dimana *customer* cenderung beralih ke *mobile devices* daripada computer PC maupun laptop yang menjadi andalan Dell. Lalu apakah sebenarnya *leverage buyout*? Mengapa akhirnya Dell melakukan cara tersebut? Apakah motivasi perusahaan di balik keputusannya untuk melakukan *leverage buyout*? Hal ini akan lebih dijelaskan lebih lanjut dalam bab ini.

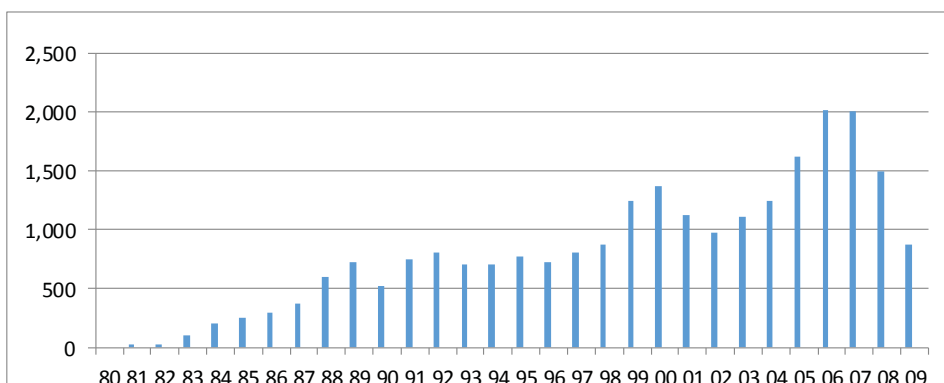
Pembelian dengan menggunakan hutang atau lebih sering disebut *leverage buyout* merupakan sebuah teknik yang seringkali digunakan banyak entitas bisnis baik oleh internal manajemen maupun eksternal perusahaan baik individual, *partnership*, hingga perusahaan lainnya untuk membeli saham sebuah perusahaan target dengan menggunakan hutang. Penggunaan *leverage buyout* ini juga seringkali dipakai pihak yang mengakuisisi untuk menjadikan perusahaan target menjadi perusahaan privat.

Mengapa cara ini begitu terkenal? Ada beberapa faktor yang berpengaruh khususnya tingkat suku bunga dan ketersediaan pendanaan.

Menurut data yang ditunjukkan pada tabel di bawah, tingkat bunga yang rendah serta banyaknya tawaran pendanaan pada tahun 2004 hingga 2007 diyakini sebagai alasan di balik kepopuleritasan LBO. Menurut data yang diambil dari Reuters, total transaksi LBO yang terjadi di tahun 2004-2007 mencapai 450 juta dollar (DealBook, 2008). Hal yang sebaliknya terjadi di tahun-tahun selanjutnya dimana pada tahun 2008-2009 dimana krisis ekonomi yang terjadi juga mempengaruhi transaksi LBO itu sendiri sehingga baik frekuensi maupun nilai transaksi (Amerika maupun Eropa) mengalami penurunan yang cukup signifikan.

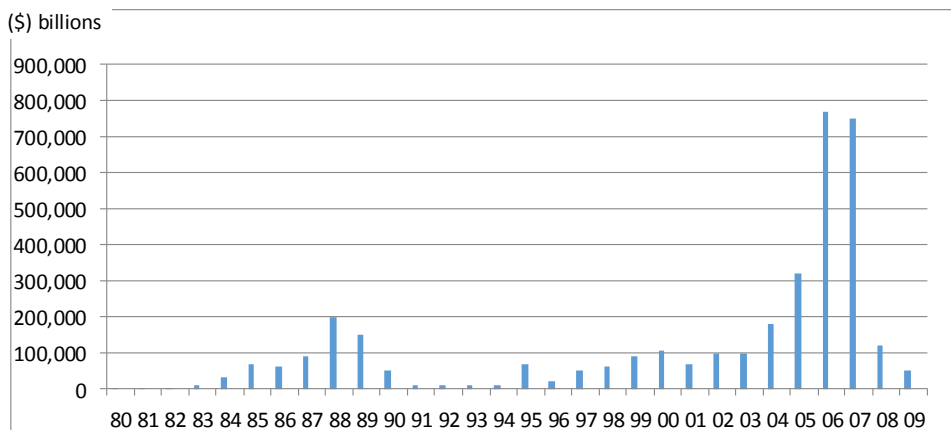
5.1 SEJARAH LBO

Lalu bagaimana sejarahnya hingga LBO dapat berkembang? Salah satu kasus yang terkenal adalah LBO terhadap Ford Motor Company di tahun 1919 oleh pendirinya sendiri yaitu Henry Ford dimana saat itu dia tidak puas dengan pemegang saham yang seringkali berselisih paham dengannya. Hal itulah yang menyebabkan Ford membeli semua saham yang tidak dimiliki oleh pemegang saham sebesar 106 juta dollar. Kepemilikan tersebut membuat Ford dapat bebas untuk memproduksi dan menjual model T dengan harga yang semakin murah.



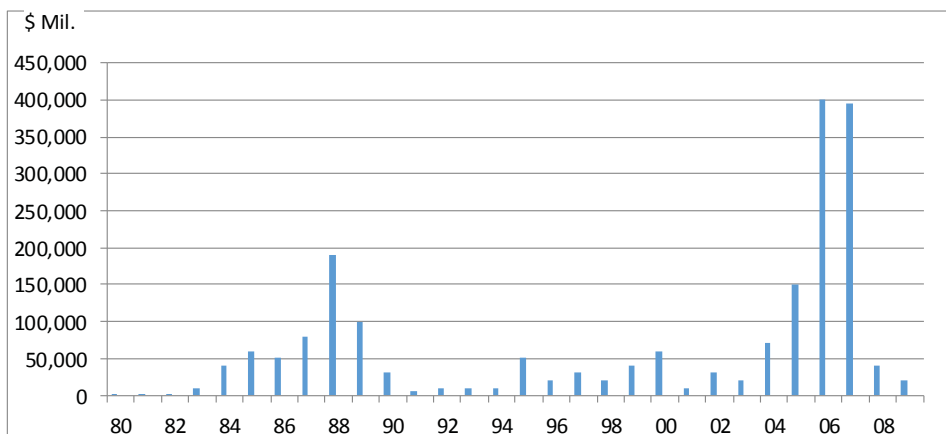
Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.1 trend jumlah M&A dengan model lbo.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.2 trend nilai transaksi M&A dengan model lbo.)

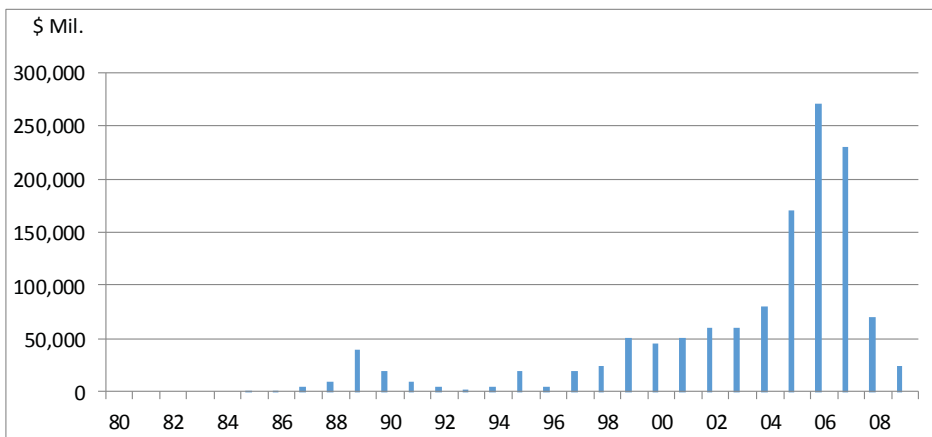


Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.3 trend nilai transaksi M&A dengan model lbo di USA.

Berdasarkan data pada table-table di atas, transaksi tertinggi terjadi pada tahun 2006-2007 dan sepanjang sejarah, 7 dari 10 transaksi terbesar dicatatkan pada tahun 2006 dan 2007. Hal ini disebabkan oleh kondisi ekonomi yang begitu kuat dan dikombinasikan dengan kenaikan pasar saham dan *housing market bubble* yang diikuti dengan tingkat bunga yang rendah membuat biaya pendanaan menjadi murah. Berikut ini merupakan

daftar perusahaan terbesar yang melakukan sistem LBO dari sisi nilai transaksi yang ada.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.4 trend nilai transaksi M&A dengan model lbo di EROpa.

Tabel 5.1 daftar transaksi LBO terbesar.

Date Announced	Target Name	Acquiror Name	Rank Value of Deal (\$mil)
06/30/07	BCE Inc	Investor Group	51,182
11/19/06	Equity Office Properties Trust	Blackstone Group LP	40,657
07/24/06	HCA Inc	Hercules Acquisition Corp	32,919
11/16/88	RJR Nabisno Inc	Investor Group	32,518
02/26/07	TXU Corp	TXU Corp SPV	32,105
10/20/88	RJR Nabisno Inc	Investor Group	31,144
10/24/88	RJR Nabisno Inc	Kohlberg Kravis Roberts & Co	30,599
10/02/06	Harrah's Entertainment Inc	Investor Group	27,888
11/16/06	Clear Channel Commun Inc	BT Triple Crown Co Inc	25,874
04/02/07	First Data Corp	Kohlberg Kravis Roberts & Co	25,670

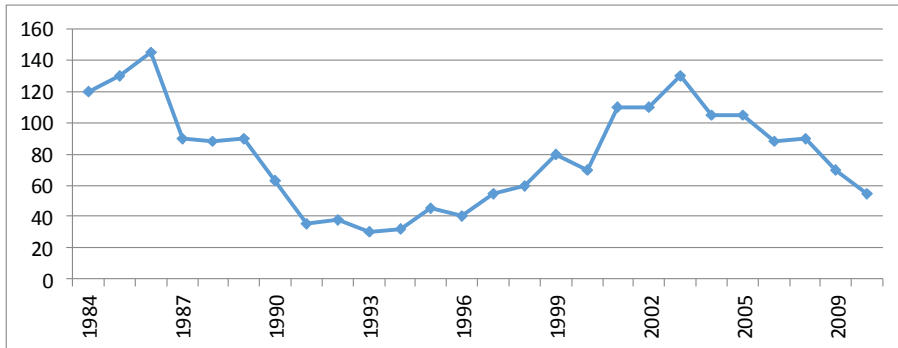
Sumber: Gaughan (2011)

5.2 MANAGEMENT BUY OUT (MBO)

Di dalam praktek LBO, ada 1 jenis yang umum digunakan yaitu *Management Buyout* dimana pihak manajemen sendiri yang melakukan LBO untuk mengambil alih perusahaan. Seringkali MBO dilakukan oleh manajer pada suatu unit. Dalam transaksi ini, manajer seringkali juga menginvestasikan sebagian besar modal namun sisanya seringkali didanai oleh investor lainnya dan juga pinjaman dalam jumlah besar. Sehingga dapat disimpulkan bahwa MBO merupakan bentuk LBO yang dilakukan internal perusahaan dan LBO sendiri berasal dari eksternal perusahaan karena pada dasarnya prosesnya tidak begitu berbeda. Namun MBO sendiri mempunyai keunggulan lebih dimana pihak pengambilalih (manajemen) sudah mengetahui kondisi perusahaan yang akan diambilalih termasuk potensi perusahaan ke depan dibandingkan pihak dari luar yang melakukan LBO.

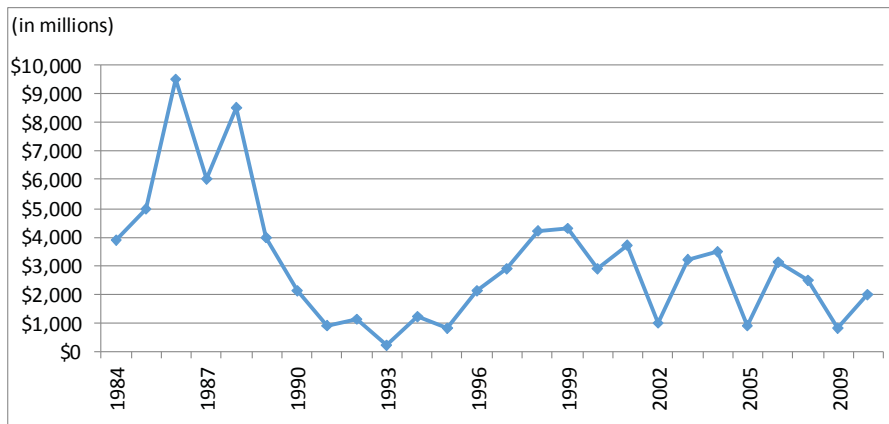
Di balik keunggulan MBO, ada kelemahan dari MBO dimana jika induk perusahaan memutuskan untuk menjual salah satu unit bisnisnya karena performa yang buruk maka performa tersebut tentu berasal dari kinerja manajemen yang buruk pula sehingga jika terjadi MBO, maka unit bisnis tersebut tidak akan berkembang karena manajemen yang mengontrol merupakan orang yang sama. Berbeda dengan LBO yang dapat mengangkat manajer baru untuk meningkatkan kinerja yang buruk tersebut.

Selain itu potensi terjadinya konflik kepentingan di dalam proses MBO tinggi. Hal itu disebabkan karena manajemen diminta untuk memaksimalkan nilai bagi perusahaan (dan khususnya bagi pemegang saham) dan memberikan *return* yang tinggi namun di sisi lain ketika manajemen ingin membeli perusahaan tersebut tentu manajemen ingin mendapatkan perusahaan dengan harga seminimal mungkin. Salah satu solusi untuk mengatasi konflik tersebut adalah dengan melakukan voting netral (*neutralized voting*) dimana pihak yang terlibat dalam transaksi tidak dilibatkan dalam proses voting tersebut dan dilanjutkan dengan penunjukkan penasihat keuangan (*financial advisor*) yang independen untuk memberikan konsultasi terhadap proses tersebut. Dalam sejarah yang ada, MBO sendiri hanya populer pada tahun 2003-2004 dan mulai menurun di tahun-tahun selanjutnya.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.5 trend jumlah MBO.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 5.6 trend jumlah MBO dari sisi nilai transaksi.

Meskipun dalam MBO, manajemen bertindak sebagai pembeli perusahaan namun pada prakteknya, mereka belum tentu menjadi pemilik dari perusahaan tersebut. Hal itu terjadi karena adanya pihak ketiga yaitu investor lain yang membantu memberikan pendanaan kepada manajemen sehingga kepemilikan tersebut bergantung pada prosentase modal yang mau diinvestasikan/ ditanam oleh manajemen dan berapa besar modal yang dibutuhkan.

Dengan melakukan penelitian terhadap 76 kasus MBO yang terjadi pada tahun 1980 - 1986, Kaplan menemukan bahwa adanya pertumbuhan prosentase kepemilikan manajemen sebesar 1,4% dan 5,9% ke 6,4% dan 22,6%

atau rata-rata 3x lipat lebih besar daripada sebelum pengambilalihan. Secara teori, dengan diberikannya prosentase kepemilikan lebih besar, transaksi ini membuat manajemen termotivasi untuk memaksimalkan keuntungan.

5.3 PENDANAAN DALAM LBO & MBO

Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, pengakuisian perusahaan menggunakan cara LBO didanai sebagian besar oleh hutang. Transaksi ini seringkali dilakukan menggunakan *cash* yang didapat dengan cara berhutang. Untuk menjamin pinjaman tersebut, pemilik seringkali menggunakan aset dari perusahaan target sebagai jaminan untuk mendapatkan pengembalian hutang. Hal ini menyebabkan nilai jaminan dari aset tersebut perlu dinilai sehingga tipe peminjaman seperti ini disebut sebagai LBO berbasis aset. Menurut hasil studi dari Waite dan Fridson ditemukan bahwa LBO tersebut lebih dominan di perusahaan manufaktur daripada perusahaan non-manufaktur. Namun LBO berbasis aset ini juga dapat dilakukan pada perusahaan yang tidak mempunyai banyak aset yang dapat dijadikan jaminan.

Ada 2 cara pendanaan untuk LBO, menggunakan *senior debt / asset based lending* (hutang dijamin) atau *subordinate debt* (hutang tidak dijamin). Di dalam *senior debt*, jaminan yang dipakai meliputi aset yang bersifat fisik seperti tanah, pabrik dan peralatan. Umur dari hutang jenis ini berkisar 5 tahun dan bahkan bisa lebih. Pendanaan melalui *senior debt* ini sendiri biasanya dipakai untuk mendanai 25%-50% dari total pendanaan yang dibutuhkan dengan tingkat bunga premium ditambah 2-3%. Pemberi pendanaan ini biasanya berasal dari bank komersil maupun investasi dan juga institusi investasi lainnya.

Cara kedua di dalam LBO yang lebih beresiko adalah pendanaan menggunakan *subordinate debt* atau sering disebut *intermediate term debt* dimana waktu untuk melunasi hutang ini lebih lama daripada *senior debt* yaitu berkisar 6 - 10 tahun. Hal ini menyebabkan tingkat bunga *subordinate debt* lebih tinggi daripada *senior debt* yaitu pada tingkat bunga premium ditambah 4-7%.

Perusahaan yang menggunakan LBO untuk melakukan akuisisi harus menanggung hutang yang cukup besar sebagai konsekuensinya. Sehingga

perusahaan harus membayar hutang tersebut (jika hutang tersebut masuk dalam kategori *senior debt*) menggunakan aliran kas dari operasi dalam kurun 5 tahun dan mungkin ditambah dengan penjualan aset.

Ada beberapa karakteristik yang diperhatikan oleh pemberi pendanaan sebelum memutuskan untuk membantu proses LBO. Pertama adalah aliran kas yang stabil dimana fakta tersebut dapat dianalisa dari pola aliran kas perusahaan yang sudah berlalu. Kedua adalah manajemen yang stabil dan berpengalaman yang dilihat dari kemampuan manajemen dalam mencetak laba. Faktor ketiga yang diperhatikan adalah ruang untuk mengurangi biaya dengan pengurangan jumlah pegawai ataupun pengetatan terhadap pengeluaran operasional (efisiensi pengeluaran). Faktor lainnya yang perlu diperhatikan juga adalah hutang perusahaan yang minim sehingga ruang untuk menjaminkan aset lebih besar karena pembiayaan oleh LBO sebagian besar dibiayai oleh hutang. Selain itu, perusahaan yang mempunyai unit bisnis/anak perusahaan yang tidak berkaitan dengan bisnis utama perusahaan lebih disukai karena unit tersebut dapat dijual dengan cepat untuk membayar sebagian besar dari hutang yang timbul akibat LBO dan masih banyak faktor lainnya untuk dipertimbangkan oleh pemberi dana.

5.4 RESIKO PENDANAAN LBO & MBO DENGAN HUTANG

Penggunaan LBO sendiri tidak lepas dari resiko bawaan yang ada. Secara teori, ada 2 jenis resiko yang dibawa dari penggunaan LBO yaitu resiko bisnis dan resiko suku bunga. Resiko bisnis timbul ketika perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan yang cukup untuk membayar kewajiban perusahaan khususnya bunga yang timbul dari hutang yang ada dan kewajiban perusahaan lainnya. Sedangkan resiko suku bunga lebih kepada kemungkinan terjadinya kenaikan suku bunga di masa depan sehingga berakibat kepada kenaikan kewajiban perusahaan saat ini. Hal ini menjadi berbahaya jika perusahaan yang pada awalnya mempunyai asset yang cukup untuk membayar hutang namun karena kenaikan suku bunga yang tinggi membuat perusahaan tidak mampu membayar bunga sesuai tingkat bunga yang baru tersebut. Resiko-resiko ini yang mengakibatkan banyak perusahaan akhirnya bangkrut setelah melakukan kebijakan LBO (yang dapat dilihat di tabel 5.2).

Tabel 5.2 daftar lbo yang bangkrut.

Company (Perusahaan)	Jenis Usaha	Tahun M&A LBO	CH. 11 Filing Year (Bangkrut)
Braniff, Inc.	Airline	1986	1989
Carter Hawley Hale	Department Store	1987	1991
Dayns Inns	Hotel Chain	1988	1991
Farley, Inc	Textiles	1988	1991
Federated Stores	Department Store	1988	1990
Greyhound Line	Bus Company	1987	1990
National Gypsum Co.	Building Materials	1986	1990
Resorts Int'l	Casino & Resorts	1989	1990
Revco D.S., Inc.	Drug Store Chain	1986	1988
Southland Corp.	Convenience Stores	1987	1990

Sumber: Gaughan (2011)

5.5 PENELITIAN TERKAIT LBO & MBO

Melihat data di tabel sebelumnya khususnya setelah kegagalan setelah melakukan LBO membuat para pelaku mengambil sikap konservatif. Gejala ini dibuktikan melalui penelitian oleh Guo, Hotchkiss dan Song terhadap 192 kasus LBO pada tahun 1990-2006. Pada masa kini, transaksi menjadi lebih konservatif (jarang ada nilai yang fantastis) dan tidak didanai hutang dalam jumlah yang sangat besar. Penelitian mereka juga menemukan bahwa nilai tengah dan *risk adjusted returns* untuk *pre-buyout capital* adalah sebesar 72,5% (40,9%).

Penelitian lainnya mengenai LBO dilakukan oleh Long dan Ravenscraft mengenai performa perusahaan setelah dilakukan LBO. Hasil yang ditemukan dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa adanya peningkatan performa operasional yang direfleksikan dari presentase penjualan terhadap aliran kas pada tahun 1980 namun rasio tersebut memburuk ketika premium terhadap LBO bertambah naik. Kenyataan ini membuktikan bahwa ketersediaan kandidat yang baik untuk dilakukan LBO mulai menurun.

Menurut Long dan Ravenscraft, setelah terjadinya LBO, ada dampak negatif atau tidak memberikan dampak sama sekali terhadap efek kerja.

Sedangkan dampak terhadap penelitian dan pengembangan sendiri kurang jelas. Menurut riset dari Kaplan, paska LBO, pengeluaran untuk modal (*capital expenditure*) berkurang dari sebelumnya walaupun kecil. Sedangkan Chevalier menemukan fakta pada supermarket bahwa 19 dari 50 jaringan supermarket terbesar menaikkan harga jual mereka setelah melakukan LBO.

5.6 ESOP DAN LBO

Salah satu cara inovatif dalam memberdayakan *Leveraged Buyout* (LBO) adalah dengan mengkombinasikannya dengan penggunaan ESOP (Frisch, 1985). Louis Kelso menjadi pioneer dalam penggunaan teknik dalam rangka mengakuisisi perusahaan. Penggunaan ESOP membantu karyawan dalam membeli perusahaan sekaligus menikmati keuntungan pajak (yang mengurangi *cost* pembelian).

Cara ini (yang lebih dikenal sebagai LESOP), mencari pinjaman dana untuk membiayai LBO pada bank atau sekelompok *lenders*. Pinjaman tersebut dilakukan dengan menjaminkan saham perusahaan *target*. Perusahaan yang melakukan LESOP menggunakan keuntungan dari ESOP sebagai pengurang pajak. Untuk lebih mengetahui proses dalam LESOP maka anggaplah ada sebuah perusahaan yang ingin menjual salah satu unit bisnisnya namun pihak manajemen dari perusahaan induk ingin membeli unit tersebut (terlepas dari pemegang saham) melalui LBO. Ada 4 langkah yang memungkinkan transaksi ini terjadi melalui LESOP yaitu:

1. Sebuah perusahaan baru dibentuk dimana unit bisnis tersebut menjadi perusahaan yang independen (*spinoff*)
2. Manajemen divisi yang merupakan pemilik baru dalam bagian di perusahaan induk dapat melakukan investasi modal meskipun masih seperti sebuah cangkang tanpa aset
3. Manajemen menerapkan ESOP dan mulai bernegosiasi dengan bank atau *lenders*
4. Pinjaman yang diperoleh lalu digunakan untuk membeli saham yang diedarkan dari perusahaan baru tersebut
5. Perusahaan baru (atau divisi yang dijual sebelumnya) setuju untuk membuat *tax deductible contributions* untuk manajemen penerap ESOP sebagai bentuk pembayaran dari hutang. Pinjaman tersebut dapat

dijaminkan oleh perusahaan sebelumnya (perusahaan induk) jika hal itu menjadi kondisi yang disyaratkan oleh peminjam. Namun bila resiko perusahaan tersebut dinilai tinggi, adanya garansi seringkali menjadi permintaan wajib.

Mini-Case: PT. Bumi Resources Tbk

PT Bumi Resources merupakan perusahaan yang dulunya bernama PT Bumi Modern. Pertama kali berdiri pada tahun 1973, PT Bumi bergerak di sektor perhotelan dan pariwisata yang kemudian melakukan IPO (*initial public offering*) pada 1990. Krisis ekonomi pada 1998 - 1999 yang melanda Indonesia berpengaruh cukup besar kepada PT Bumi. Dalam mengatasi krisis tersebut PT Bumi melakukan restrukturisasi hutang yang dimilikinya. Dalam usaha bangkitnya PT Bumi berusaha memasuki sektor bisnis baru, yaitu pertambangan.

Pada Oktober 2001 PT Bumi resmi membeli kepemilikan PT Arutmin Indonesia sebanyak 80% kepemilikan dengan nilai pembelian sebesar US\$ 148,5 juta. Seluruh dana pembelian saham ini di dapat PT Bumi dari pinjaman kepada PT Bank Mandiri dan PT Rifan Financindo Asset Management. Dana ini berhasil di dapatkan oleh PT Bumi dengan jaminan seluruh asset bersih yang dimiliki PT Bumi dan seluruh saham Long Haul Holding, Ltd yang merupakan perusahaan dengan hubungan istimewa. Setelah proses pembelian PT Arutmin selesai, PT Bumi mengalihkan semua pinjaman tersebut kepada PT Arutmin. Dalam rentang waktu yang singkat, PT Bumi kembali melakukan akuisisi dengan LBO. PT Kaltim Prima Coal dibeli oleh PT Bumi dengan nilai US\$ 500 juta, yang dananya 81% berasal dari lembaga keuangan dan 19% dari dana internal PT Bumi.

PT Bumi membentuk *special purpose vehicle* (SPV) dalam melakukan transaksi LBO untuk kedua perusahaan ini. SPV PT Bumi adalah Indocoal Resources Ltd, Indocoal bertindak sebagai penjual tunggal hasil tambang PT Arutmin dan PT Kaltim Prima Coal. Kemudian tagihan penjualan atas penjualan inilah yang digunakan sebagai jaminan atas obligasi yang diterbitkan Indocoal Resources Ltd. Nilai obligasi sebesar US\$600 juta tersebut digunakan untuk melunasi pokok hutang atas LBO yang dilakukan PT Bumi.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai konsep LBO (Leverage Buy Out)?
2. Apakah perbedaan konsep LBO & MBO (Management Buy Out)?
Jelaskan
3. Jelaskan mengenai konsep pendanaan dalam LBO? Dan bagaimanakah resiko yang ada?
4. Apakah hubungan antara LBO & ESOP? Jelaskan

-oo0oo-

B A B 6

EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLANS – ESOP

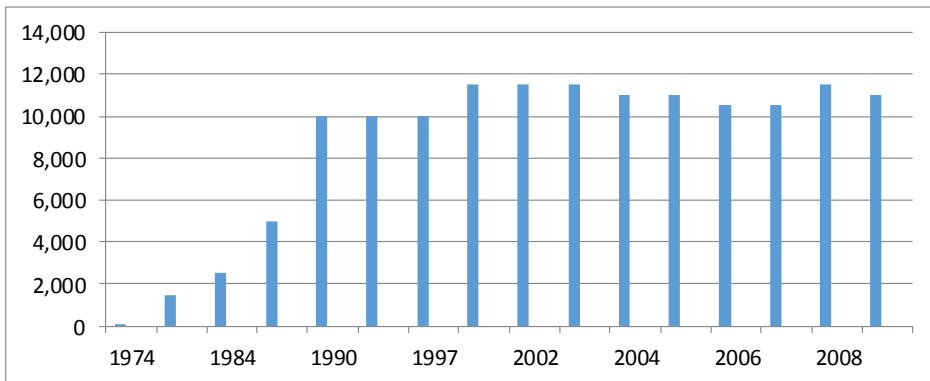
Pernakah berpikir bahwa seorang karyawan pun bisa memiliki satu bagian dari perusahaan tempatnya bekerja? Pemikiran seperti ini tidak pernah ada dalam benak manusia sampai akhirnya menjadi *booming* di Amerika Serikat pada tahun 1920. Walaupun sempat menurun di tahun 1929 akibat jatuhnya pasar saham pada saat itu namun kepemilikan saham oleh karyawan kembali bergairah di tahun 1980-an sebagai salah satu alternatif *anti take-over defense* (Gaughan, 2011). Sebuah alternatif yang mungkin sangat menggiurkan bagi karyawan namun apakah cara ini selalu menghasilkan keuntungan bagi karyawan maupun perusahaan?

Employee Stock Ownership Plans atau biasa disingkat ESOP merupakan sebuah penawaran bagi karyawan (biasanya *top management*) untuk membeli saham dari perusahaan tempatnya bekerja, sebagai hadiah atas kinerja karyawan, dll. Ada banyak alasan dibalik kebijakan ESOP ini salah satunya adalah untuk meningkatkan kinerja karyawan (The National Center for Employee Ownership, 2015). Di kasus tertentu, ESOP terlibat dalam proses merger dan akuisisi dalam 2 cara yaitu sebagai alat untuk mengakuisisi perusahaan (atau sering disebut *Management Buyout*) ataupun sebagai salah satu cara untuk mempertahankan diri dari akuisisi perusahaan lain (*anti takeover defense*).

6.1 SEJARAH ESOP

Berdasarkan sejarahnya, ESOP sangat populer di USA pada tahun 1920-an dimana bursa saham sedang meningkat dan banyak orang Amerika

memiliki saham. Namun kejatuhan pasar saham pada tahun 1929 yang disertai penurunan ekonomi membuat kebijakan ESOP mulai berkurang.



Sumber: Gaughan (2011)

Gambar 6.1 trend pertumbuhan ESOP.

Berbicara tentang ESOP akan lebih baik jika melihat keuntungan untuk karyawan lainnya yaitu rencana pension dan bagaimana hal tersebut saling berkaitan antara satu sama lain. Ada 2 jenis rencana pension yaitu:

1. *Defined Benefit Plans*

Di dalam tipe rencana ini, perusahaan setuju untuk memberikan sejumlah nilai keuntungan untuk karyawan ketika pensiun. Nilainya bervariasi, dimulai dari berapa kali gaji, dll (tergantung kebijakan perusahaan). Pegawai pemerintah sering mendapatkan tipe pensiun seperti ini. Sayangnya, seiring dengan persaingan yang ketat sehingga perusahaan berusaha untuk menekan *cost* maka banyak perusahaan mulai beralih ke *defined contribution plans*

2. *Defined Contribution Plans*

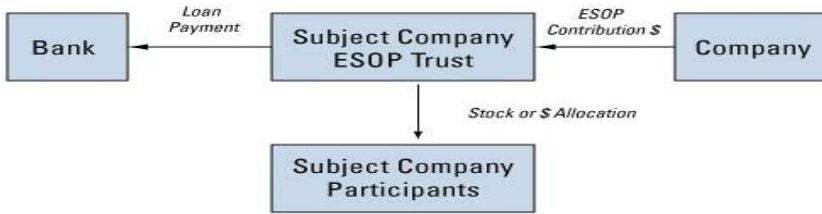
Dalam tipe ini, karyawan perusahaan justru berkomitmen membayar sejumlah yang ditentukan dimana nilai pensiun bergantung pada seberapa banyak kontribusi yang diberikan sebelumnya. Sehingga keuntungan bagi karyawan tergantung pada kinerja pengelolaan investasi terhadap dana yang telah dikumpulkan. Biasanya dana yang dikumpulkan dikelola oleh serikat pekerja yang bertanggung jawab atas investasi tersebut. Salah satu contoh bentuk rencana ini adalah *Money Purchased Pension Plans*, *Profit Sharing Plans*, *401(k) Plans*, dan *ESOPs*

6.2 KARATERISTIK ESOP

Pada tahun 1986, *General Accounting Office* (GAO) Amerika melakukan sebuah survei terhadap perusahaan yang menerapkan ESOP. Melalui penelitian tersebut, ditemukan bahwa alasan terbesar perusahaan menerapkan sistem ini adalah demi *benefit* karyawan (91%), disusul dengan alasan demi insentif pajak (74%) dan sisanya mengatakan untuk meningkatkan produktivitas (70%). Namun, Corey Rosen menemukan bahwa separuh dari penggunaan ESOP digunakan untuk membeli perusahaan tersebut. Diperkirakan, 1/3 dari penggunaan ESOP, karyawan memiliki mayoritas saham perusahaan, 1/3 lainnya, ditemukan bahwa karyawan memiliki saham kurang dari 25%. Pada umumnya, ESOP memiliki posisi minoritas dalam perusahaan (Gaughan, 2011).

Secara teori, ada 2 jenis ESOP yaitu *leveraged ESOP* dan *unleveraged ESOP*. Perbedaan antara 2 jenis tersebut terletak pada penggunaan hutang dimana *leveraged ESOP* berhutang untuk membeli kembali saham yang telah beredar untuk diberikan maupun dijual kepada karyawan sedangkan *unleveraged ESOP* tidak melakukan pinjaman ke pihak lain untuk melakukan ESOP. Namun, *leveraged ESOP* lebih diminati sebagai alat untuk melakukan *Leverage Buyout*.

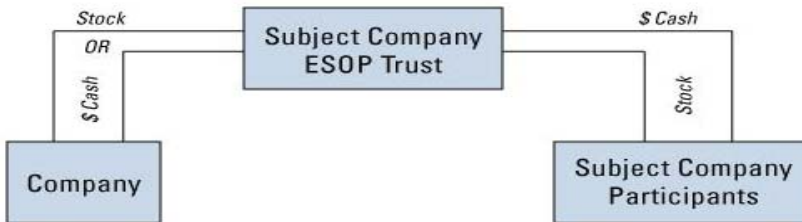
Menurut Howard (1990) untuk membangun *Leveraged ESOP*, perusahaan terlebih dahulu harus membentuk suatu *Trust* yang akan mengelola dan memegang saham yang akan dibeli oleh karyawan. *Trust* meminjam uang dari bank atau lembaga pinjaman lainnya dengan tujuan untuk mengakuisisi saham di perusahaan. Kemudian, perusahaan akan memberi jaminan kepada pemberi pinjaman atas pinjaman yang diberikan kepada trustee sebagai pengelola ESOP perusahaan dengan menyepakati untuk memberi kontribusi di masa depan atas pelaksanaan ESOP, yang setara dengan bunga dan pokok hutang atas pinjaman tersebut. *Leverage ESOP* dapat digunakan sebagai alat *antitakeover* dan alat untuk memotivasi karyawan, selain itu dalam *Leveraged ESOP*, perusahaan akan mendapat keuntungan dari sisi perpajakan, yaitu perusahaan akan menerima pengurangan pajak tidak hanya untuk pembayaran bunga, tetapi juga untuk pembayaran pokok hutang. Potongan tersebut dipatok dengan harga saham pada saat pendirian ESOP. Dengan demikian, ketika harga saham meningkat, *Leveraged ESOP* menerima pengurangan pajak secara signifikan lebih kecil.



Sumber: susan (1990)

Gambar 6.2 model leveraged esop.

Dalam Non Leveraged ESOP, perusahaan memberikan kontribusi dalam bentuk saham pada akun trust atas nama masing-masing karyawan, dengan cara memberi bonus atas kinerja yang dihasilkan. Selain itu, bisa juga dalam bentuk kas yang diberikan ke Trust, kemudian digunakan untuk membeli saham perusahaan, lalu saham yang diperoleh dialokasikan ke akun perorangan yang dikelola untuk setiap karyawan yang ikut berpartisipasi.



Sumber: susan (1990)

Gambar 6.3 model unleveraged esop.

6.3 ESOP DALAM MERGER DAN AKUISISI

Ada 4 alasan utama mengapa perusahaan memberlakukan ESOP:

1. *Buyouts (Management Buyouts)*
Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, ESOP seringkali dipakai untuk membeli perusahaan menggunakan cara *Management Buyouts*. Menurut laporan dari Bruner, 59% dari LESOP digunakan untuk melakukan *buyouts*.
2. *Divestiture (Pelepasan)*
Hampir sama dengan *buyout* di atas, LESOP seringkali dipakai sebagai alat perusahaan untuk menjual perusahaan tersebut (37%) kepada

perusahaan lain. Contoh kasusnya adalah Hospitals Corporation of America menjual 104 dari total 180 rumah sakit yang dimiliki kepada perusahaan Health Trust yang dimiliki karyawannya melalui LESOP pada tahun 1987 (Freudenheim, 1991)

3. *Rescue of Falling Companies* (Menyelamatkan perusahaan yang hampir bangkrut)

Karyawan dalam perusahaan yang sedang terpuruk dapat menggunakan ESOP sebagai alternatif lain untuk menghindari kebangkrutan seperti kasus McLouth Steel dimana pekerja dari perusahaan tersebut menukar hak upah mereka dengan saham perusahaan untuk menghindari kebangkrutan yang kedua kalinya pada tahun 1980. Sayangnya, usaha tersebut tidak menolong perusahaan menjadi lebih baik di tengah bisnis yang lesu sehingga perusahaan tersebut bangkrut pada tahun 1995. Contoh perusahaan lainnya yang lebih baik dalam menerapkan ESOP untuk menyelamatkan perusahaan diwakili oleh kasus Weirton Steel pada tahun 1983 dimana perusahaan sempat membaik selama 5 tahun sebelum akhirnya bangkrut karena kalah bersaing dengan perusahaan Jepang yang lebih efisien karena ESOP tidak dapat mengatasi masalah yang lebih fundamental yaitu kemampuan bersaing di industri tersebut. Akhirnya perusahaan Weirton Steel diakuisisi oleh Wilbur Ross yang menggabungkan Weirton dengan perusahaan baja Amerika lainnya untuk menciptakan ISG yang pada akhirnya diambil alih oleh Mittal Steel dari India yang menjadi perusahaan baja terbesar di dunia

4. *Raising Capital* (Menaikkan modal)

ESOP sendiri dapat dipakai untuk menambah modal perusahaan dengan menjual saham kepada karyawan sebagai alternatif lainnya selain penawaran saham secara public. Bruner melaporkan bahwa 11% dari ESOP digunakan untuk alasan ini

Selain itu, untuk melakukan pertahanan terhadap akuisisi menggunakan ESOP maka perusahaan seringkali melakukan voting dari saham ESOP (*Voting of ESOP share*) dimana saham yang dimiliki karyawan disatukan dalam *Employee Stock Ownership Trust* dan tidak dimiliki oleh karyawan secara langsung. ESOT itu sendiri dikendalikan oleh dewan direksi yang menunjuk *employee trustees* untuk mengatur ESOT namun kekuatan voting tetap berada di tangan dewan direksi.

6.4 TATA CARA PENGGUNAAN ESOP

Employee Stock Ownership Plans dapat menjadi instrumen investasi yang menguntungkan jika dikelola dengan baik. Untuk alasan ini, ESOP telah lama dikenal sebagai suatu alat yang efektif untuk menarik para eksekutif puncak, dan dalam beberapa tahun terakhir menjadi sarana populer untuk memikat karyawan non-eksekutif. Sayangnya, beberapa kasus penggunaan ESOP gagal untuk mengambil keuntungan penuh dari uang yang dihasilkan oleh saham karyawan mereka. Maka, memahami sifat opsi saham, perpajakan dan dampak pada pendapatan pribadi adalah kunci untuk memaksimalkan keuntungan.

Langkah terpenting adalah memperhatikan waktu *Grant Date*, *Expiration*, *Vesting* dan *Exercise*. Untuk memulai, karyawan biasanya tidak diberikan kepemilikan penuh dari opsi pada tanggal inisiasi kontrak (juga dikenal sebagai *Grant Date*). Mereka harus mematuhi jadwal tertentu yang dikenal sebagai *vestingschedule* saat mencairkan *options* mereka. Jadwal *vesting* dimulai pada hari pemberian *option* dan daftar tanggal bahwa seorang karyawan mencairkan hak saham mereka. Misalnya, seorang majikan dapat memberikan 1.000 saham pada tanggal pemberian kompensasi, tapi tahun dari tanggal tersebut, 200 saham akan di-*vested* (karyawan diberikan hak untuk melaksanakan 200 dari 1.000 lembar saham pada awalnya diberikan). Tahun setelah, yang lain 200 saham *vested*, dan sebagainya. Jadwal *vesting* diikuti dengan tanggal kedaluwarsa. Setelah tanggal kadaluwarsa, majikan tidak lagi memberi hak untuk karyawan untuk membeli saham perusahaan di bawah persyaratan perjanjian.

ESOP diberikan pada harga tertentu, yang dikenal sebagai *exercise price*. Ini adalah harga per saham bahwa seorang karyawan harus membayar untuk menggunakan *option*-nya. Harga pelaksanaan adalah penting karena digunakan untuk menentukan *gain* (disebut unsur tawar-menawar) dan pajak yang terutang atas kontrak. Unsur *bargain* dihitung dengan mengurangi *exercise price* dari harga pasar saham perusahaan pada tanggal opsi tersebut dilakukan (Chaplinsky & Niehaus, 1994).

6.5 EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP TRUST (ESOT)

Pengambilan suara (*voting*) saham ESOP mungkin menjadi isu yang penting ketika ESOP digunakan sebagai alat untuk merger dan *leveraged acquisition*.

Sebagai salah satu cara untuk mempertahankan diri dari *hostile takeover*, perusahaan target berharap pemegang saham ESOP turut mendukung manajemen ketika menentukan sebuah keputusan mayor seperti menyetujui merger ataupun transaksi yang signifikan lainnya.

Saham yang dimiliki karyawan melalui ESOP tidak dikendalikan secara langsung oleh karyawan namun melalui *Employee Stock Ownership Trust* (ESOT), bedakan dengan pembelian saham oleh karyawan sendiri namun melalui *broker*. ESOT sendiri dikendalikan oleh jajaran direksi dan direksi menunjuk ESOP *trustee* sebagai penanggung jawab. Hal ini berimplikasi pada kekuatan *voting* dimana dewan direksi-lah yang sebenarnya mempunyai kekuatan dalam pengambilan keputusan, bukan karyawan.

6.6 RESIKO ESOP BAGI KARYAWAN

ESOP sendiri tentu tidak lepas dari namanya resiko khususnya bagi karyawannya. Salah satu resiko yang dihadapi karyawan adalah jika perusahaan bangkrut maka karyawan kehilangan pendapatan rutin serta hak untuk menerima pension (karena perusahaan yang dilikuidasi wajib untuk menyelesaikan hutang yang ada serta pengeluaran terkait likuidasi tersebut sebelum sisa dari semuanya itu dibagi kepada pemegang saham. Kasus seperti ini pernah terjadi pada tahun 1990 yaitu South Bend Lathe yang mengalami kebangkrutan. Perusahaan ini berdiri pada tahun 1906 dan manajemen mengambil alih menggunakan LBO pada tahun 1976 dan memiliki kepemilikan saham 100%.

Resiko lainnya yang harus dihadapi dampak yang timbul terhadap neraca yaitu *equity dilution effect*, *distributional effect of ESOP* dan *loss of control* (William dkk, 2000):

1. Efek dilutif terhadap pemegang saham. Efek pertama yaitu *equity dilution effect* sendiri terjadi karena perusahaan meminjam / berhutang dengan menerbitkan saham lainnya. Artinya, terjadi penurunan presentase kepemilikan atas saham pemegang saham yang sudah ada karena adanya penerbitan saham baru untuk ESOP. Untuk menghindari efek dilutif saham, perusahaan perlu membeli kembali saham yang baru saja diterbitkan untuk ESOP itu di kemudian hari.
2. Efek kedua yang mungkin timbul adalah *wealth distribution effect*. Menurut Chaplinsky dan Niehaus (1990), adanya perubahan

kekayaan dari pemegang saham (bukan termasuk manajemen) kepada manajemen. Dalam survey terhadap 192 perusahaan ditemukan bahwa 48,2% perusahaan mengalami kenaikan kompensasi karyawan sebagai konsekuensi dari ESOP. Selain itu adanya kewajiban pembelian kembali saham dari karyawan yang dipercayakan ESOP. Penjanjian ini dapat menjadi insentif bagi karyawan karena dengan demikian mereka dapat menjual kembali sahamnya pada saat masa kontrak kerjanya berakhir namun ini menjadi beban bagi pemegang saham lain yang bukan karyawan karena berarti kekayaan mereka terbagi lagi pada saat itu.

3. Efek ketiga adalah loss of control dimana ESOP mempengaruhi control dari pemegang saham terhadap manajemen karena prosentase kepemilikan semakin berkurang dan hal itu semakin jelas ketika perusahaan sebagian besar dimiliki oleh ESOP. Setelah ESOP diterbitkan non-ESOP stockholder mengalami penurunan kepemilikan dan kontrol atas perusahaan. Hal ini dikarenakan ESOP memiliki banyak saham perusahaan. Meskipun begitu, perlu diingat bahwa saham tersebut dipegang oleh orang yang dipercayakan oleh dewan direksi untuk hak voting jadi biasanya hak voting tersebut tetap dapat dikontrol oleh direksi.

6.7 ESOP DAN KINERJA ORGANISASI

Ada 3 keuntungan yang kemungkinan didapat ketika menerapkan ESOP yaitu performa jangka panjang yang meningkat karena karyawan juga turut memiliki perusahaan, aliran kas yang baik sebagai implikasi dari kinerja yang meningkat dan ESOP sendiri meningkatkan produktivitas karyawan. Kenyataan ini diperkuat dengan temuan dari Park dan Song terhadap 232 perusahaan di tahun 1979-1989 yang menunjukkan tingginya nilai pasar terhadap nilai buku dan ROA perusahaan. Salah satu contohnya adalah ada perusahaan yang nilai pasar terhadap nilai bukunya naik 10,3% sejak ESOP diterapkan. Sedangkan korelasi antara ESOP dengan strategi pertahanan terhadap akuisisi ditemukan bahwa ESOP merupakan salah satu cara yang efektif untuk mengurangi probabilitas pengambil alihan. Menurut Chaplinsky dan Niehau, ESOP bahkan lebih disukai daripada *poison pill* dan setelah ESOP ditemukan maka frekuensi penggunaan cara lainnya untuk mempertahankan diri dari akuisisi yang ada semakin berkurang.

6.8 ESOP DAN MERGER AKUISISI (TAKEOVER DEFENSE)

Seiring dengan popularitas ESOP sebagai bentuk pertahanan dari akuisisi, Chaplinsky dan Niechaus menganalisa pengaruh ESOP terhadap *takeover*. Mereka menemukan bahwa penerapan ESOP mampu mengurangi probabilitas pengambilalihan secara signifikan bahkan melebihi hasil dari *poison pills*. Namun fakta pada tahun 2000, perusahaan tetap lebih memilih untuk menggunakan *poison pills* sebagai *antitakeover defense* dibandingkan ESOP (Chaplinsky & Niehaus, 1994).

Perusahaan-perusahaan yang tidak ingin diakuisisi oleh perusahaan lain cenderung melakukan program ESOP. ESOP dapat mencegah pengambilalihan dengan memberikan hak kontrol pada pihak yang keberatan terhadap penawaran tersebut. Para perwakilan ESOP biasanya berada di belakang pihak manajemen dan mendukung setiap usaha melawan pengambilalihan sehingga dengan memberikan hak kontrol pada mereka kemungkinan terjadinya pengambilalihan dapat dicegah.

Menurut Gauhan (2007), hukum Delaware diberlakukan pada Januari 1988 mensyaratkan bahwa pengambilalihan pada perusahaan yang tergabung dalam Delaware dapat terjadi bila 85% pemegang saham non manajerial setuju. Hak voting penawar berlaku apabila ia memiliki lebih dari 15% saham target, namun presentase tersebut tidak cukup bagi perusahaan penawar untuk mengambil alih perusahaan target, bahkan untuk jangka waktu tiga tahun. Penawar dapat melakukan tiga cara untuk mengambil alih perusahaan target secepatnya yaitu dengan membeli 85% saham target, dua per tiga pemegang saham menyetujui untuk dilakukannya akuisisi (di luar saham penawar), atau dewan direksi dan pemegang saham memutuskan untuk membebaskan diri mereka dari ketentuan hukum. Usaha-usaha tersebut tentu menjadi ancaman perusahaan yang tidak ingin diambil alih. Oleh karena itu, perusahaan memberikan hak veto pada karyawan agar dapat mengisi proporsi pemegang saham non manajerial untuk menghalangi tindak pengambilalihan paksa. Di sinilah ESOP sebagai *takeover defense* berlaku.

Menurut Palepu (1986) yang dikutip oleh Betty (1994) meneliti pengambilalihan yang terjadi dari tahun 1970 sampai 1979 dan menemukan bahwa probabilitas pengambilalihan tergantung pada beberapa karakteristik

finansial perusahaan. Perusahaan yang menjadi target pengambilalihan adalah perusahaan yang relatif kecil, memiliki *debt to equity* rasio yang rendah dan performanya belum baik. Perusahaan dengan kondisi tersebut harus mengadopsi ESOP bila ingin mempertahankan perusahaan, meskipun hal ini berarti harga saham akan menurun sehingga kekayaan pemegang saham dapat berkurang. ESOP akan efektif sebagai alat pertahanan diri bila diadopsi sebelum dilakukannya usaha pengambilalihan. Dan, biasanya penawar menargetkan perusahaan yang berada di industri yang tidak sama.

6.9 ESOP DAN KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM

Secara teori, ada dua dampak yang berlawanan dari penggunaan ESOP:

1. Memberikan *tax benefit* terhadap perusahaan
Keuntungan setelah pajak menjadi lebih besar karena perusahaan membayar pajak yang lebih kecil sehingga ada pembagian keuntungan yang lebih besar kepada pemegang saham
2. Mengurangi kekayaan pemegang saham
Menurut studi dari Chang terhadap 165 perusahaan ditemukan bahwa 65% perusahaan menunjukkan adanya *return* positif yang abnormal sehingga secara teori ESOP berdampak positif terhadap kekayaan pemegang saham. Akan tetapi jika ESOP digunakan sebagai *anti take over defense*, ESOP memberikan pengaruh negatif terhadap *return*. Sehingga dapat dikatakan ESOP yang digunakan sebagai *anti take over defense* berdampak pada pengurangan kekayaan pemegang saham. Pada mulanya, ESOP dikembangkan untuk memberikan keuntungan bagi karyawan namun para praktisi keuangan justru menemukan bahwa ESOP menjadi sebuah bentuk instrumen keuangan yang inovatif. Jika digunakan sebagai jaminan pinjaman oleh perusahaan, ESOP dapat memberikan perusahaan arus kas dan *tax benefit* yang signifikan. Bahkan ESOP dapat menjadi alat yang menguntungkan untuk digunakan baik oleh *hostile bidders* maupun sebagai salah satu *antitakeover defense*. Dalam riset juga menunjukkan bahwa penggunaan ESOP mampu meningkatkan nilai bagi pemegang saham meskipun perusahaan menggunakan ESOP sebagai *antitakeover defense*. Walaupun ESOP tetap memiliki kerugian jika tidak ditangani dengan baik seperti *equity dilution effect* hingga *loss of control*.

6.10 ESOP DI INDONESIA

Menurut data Departemen Keuangan RI dan Bapepam di Indonesia pihak yang menerapkan konsep kepemilikan saham oleh karyawan dapat dibagi menjadi dua kelompok. Kelompok pertama adalah perusahaan-perusahaan publik. Kelompok kedua adalah perusahaan-perusahaan yang merupakan anak perusahaan dari perusahaan multinasional di luar negeri. Secara umum, penawaran ESOP selain dari ESA merupakan penawaran atas suatu Efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UU Pasar Modal”), yang apabila dilakukan kepada lebih dari 100 pihak dan dengan nilai Rp. 1 milyar atau lebih dapat dianggap sebagai suatu Penawaran Umum. Sedangkan dalam kaitannya dengan ESOP yang dilaksanakan oleh perusahaan publik, maka terdapat dua peraturan pokok yang dalam praktek mempengaruhi implementasi ESOP di Indonesia, yaitu:

- (i) Peraturan Bapepam No. IX.A.7 tentang Tanggung Jawab Manajer Penjatahan Dalam Rangka Pemesanan dan Penjatahan Efek Dalam Penawaran Umum, yang mengatur bahwa pegawai mendapat prioritas dari penjatahan sampai dengan jumlah paling banyak 10% dari jumlah penawaran umum;
- (ii) Peraturan Bapepam No. IX.D.4 tentang Penambahan Modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) yang pada pokoknya dikeluarkan untuk lebih memudahkan emiten untuk mengatasi permasalahan keuangannya, yang juga mengatur bahwa Emiten atau Perusahaan Publik dapat menambah modal tanpa memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu kepada pemegang saham sepanjang ditentukan dalam anggaran dasar dan jika dalam jangka waktu 3 (tiga) tahun, penambahan modal tersebut sebanyak-banyaknya 5% dari modal disetor. Atas dasar tersebut, maka banyak Emiten yang menggunakan ketentuan ini untuk menambah modal saham sebesar 5% dari jumlah modal disetor yang sudah ada dalam rangka program ESOP. Namun demikian, ketentuan ini juga tidak menghilangkan kemungkinan terkenanya kriteria Penawaran Umum. Karena ketentuan ini menyatakan bahwa “Dalam hal penambahan modal dilaksanakan melalui Penawaran Umum, maka pelaksanaannya wajib mengikuti ketentuan Pernyataan Pendaftaran dan Ketentuan tentang Penawaran Umum lainnya.” Selain itu, aspek keterbukaan yang dipersyaratkan

oleh ketentuan ini untuk penambahan modal tanpa melalui Penawaran Umum hanya terbatas pada hal-hal sebagai berikut:

- Analisis dan Pembahasan oleh Manajemen mengenai Kondisi Keuangan;
- Proforma Perusahaan;
- pengaruh peningkatan modal terhadap pemegang saham setelah penambahan modal;
- Alasan penambahan modal tanpa hak memesan saham terlebih dahulu merupakan pilihan terbaik.

Di Indonesia, ESOP diselenggarakan untuk mencapai beberapa tujuan antara lain sebagai berikut:

- Memberikan penghargaan (*reward*) kepada seluruh pegawai, direksi, dan pihak-pihak tertentu atas kontribusinya terhadap meningkatnya kinerja perusahaan;
- Menciptakan keselarasan kepentingan dan misi antara karyawan, eksekutif perusahaan dan pemegang saham supaya tidak ada benturan kepentingan antara pemegang saham dan pihak-pihak yang menjalankan kegiatan usaha perusahaan;
- Meningkatkan motivasi dan komitmen karyawan terhadap perusahaan karena mereka juga merupakan pemilik perusahaan dengan harapan dapat meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan;
- Menarik, mempertahankan, dan memotivasi (*attract, retain, and motivate*) pegawai kunci perusahaan dalam rangka peningkatan *shareholders' value*.
- Mendukung keberhasilan strategi bisnis perusahaan dalam jangka panjang melalui kompensasi yang dikaitkan dengan ukuran kinerja perusahaan atau *shareholder's value*.

Mini CASE 1 - Clif Bar & Company

Pada tanggal 17 Juni 2010, Clif Bar & Company mengumumkan bahwa mereka sedang menyiapkan sebuah ESOP. Didirikan pada tahun 1992, perusahaan ini memiliki 246 karyawan dan merupakan perusahaan *energy-bar* pertama yang menerapkan prinsip organik pada tahun 2003. Dikenal untuk produk-produknya unik dan pertumbuhan yang signifikan.

Pada tahun 2000, pemilik dari Clif Bar yaitu suami dan istri Gary Erickson dan Kit Crawford, telah mempertimbangkan cara untuk melindungi perusahaan dari proses akuisisi oleh perusahaan besar. Erickson menulis dalam bukunya *Raising the Bar* tentang negosiasi dengan salah satu investor besar. Namun dia memutuskan untuk menarik diri dari kesepakatan yang hampir final. Berbeda dengan transaksi ESOP pada umumnya, di mana desain ESOP berasal dari kebutuhan untuk memenuhi perencanaan keuangan penjual, namun ESOP yang diterapkan Clif Bar tumbuh dari kebutuhan untuk memberikan manfaat secara berkelanjutan baik bagi karyawan. ESOP berangkat dari lima aspirasi perusahaan, yakni mempertahankan karyawan, bisnis, merek, masyarakat, dan planet. Sebelumnya perusahaan telah mempertimbangkan pendekatan lain, seperti *phantom stock*, *traditional pension plan*, dan *stock options*, tapi dengan cepat memutuskan bahwa ESOP adalah solusi terbaik. Erickson mengatakan, “dengan melakukan ini kami akan terus memiliki kebebasan dan fleksibilitas untuk membangun bisnis yang berkelanjutan dengan fokus jangka panjang untuk generasi mendatang.”

Pendekatan dengan mengutamakan karyawan sebagai dasar desain ESOP telah menciptakan sebuah proses perencanaan yang sangat berbeda, dimana Mary Josephs dari Evergreen Private Capital menyebutnya sebagai “*reverse engineering*” dan Marilyn Marchetti dari GreatBanc Trust mengatakan bahwa cara tersebut unik dibandingkan dengan ratusan ESOPs dia telah tangani. Perusahaan mulai proses perencanaan dengan penelitian yang luas, termasuk kunjungan ke perusahaan Clif sendiri. Tim ESOP mengeksplorasi hal yang menjadi isu dan motivasi utama atas ESOP ini, dimana menghasilkan skenario terbaik untuk kepentingan karyawan. Tim berusaha untuk menyeimbangkan manfaat ESOP bagi karyawan lama dan juga karyawan baru bahkan calon karyawan yang akan masuk ke Clif. Hasilnya adalah ESOP 20% dengan rumus alokasi yang inovatif. Dalam tiga tahun pertama, kontribusi ESOP akan dialokasikan pada sistem poin, dengan nilai atas satu poin adalah \$ 100 dan maksimal 100 poin untuk setiap tahun yang dapat di distribusikan kepada karyawan.

Mini CASE 2 - NCR Corporation & ATT (American Telephone and Telegraph)-Adaptasi dari Thomas & Linda (1995)

NCR Corporation adalah perusahaan yang didirikan pada tahun 1884. Perusahaan ini bergerak pada bidang teknologi pada produk sektor finansial

dan retail, serta bergerak di bidang layanan perawatan IT terbesar. Produk-produk utamanya adalah terminal point of sale, ATM, sistem pemrosesan cek, pemindai kode bar, dan berbagai barang-barang habis pakai (consumable).

Pada tahun 1989 dan 1990 pendapatan hanya meningkat 2% dan pendapatan operasional sebelum pajak mengalami penurunan. Harga saham NCR berada pada titik terendah selama tiga tahun. Baik dari sisi finansial maupun budaya perusahaan, AT&T menganggap NCR sebagai perusahaan yang tepat untuk dilakukan akuisisi.

American Telephone and Telegraph (AT&T) adalah perusahaan yang menyediakan jasa telekomunikasi Internet, suara, video, data, dan jasa profesional lainnya untuk bisnis, rumah tangga, dan lembaga pemerintah yang didirikan pada tahun 1885. Pada tahun 1984 AT&T memperluas pasarnya dengan menjual peralatan komputer dimana AT&T menganggap masa depan terletak pada menghubungkan telekomunikasi dan operasi komputer. Namun, keputusan itu tidak memberi keuntungan yang diharapkan perusahaan sehingga pada tahun 1990 AT&T memutuskan melakukan akuisisi dan menargetkan NCR Corporation. Berikut adalah kronologis peristiwa AT&T dalam mengakuisisi NCR Corporation.

Date	Kejadian
November 11, 1990	AT&T memberikan proposal pada NCR mengenai dirinya yang ingin membeli seluruh saham biasa dalam merger bebas senilai \$85 per saham dari harga \$47.25 per saham dan pemegang saham dijanjikan menerima kenaikan 140% dari deviden.
Dec. 3, 1990	Dewan direksi NCR menolak proposal tersebut dan mengatakan perusahaan memilih tetap independen. AT&T mengadakan penawaran pada NCR pada harga \$90 per share dengan total penawaran \$6.04 miliar, namun NCR menolak tawaran tersebut kecuali AT&T menawarkan tidak kurang dari \$125 per saham.
Dec.6, 1990	AT&T memulai penawaran tender untuk membeli semua saham biasa dengan harga \$90 secara tunai. NCR merekomendasikan para pemegang saham nya untuk menolak tawaran tersebut.
Jan. 14, 1991	Sekitar 70% saham biasa NCR dilelang pada AT&T

Date	Kejadian
Jan. 21, 1991	AT&T meminta untuk diadakannya rapat pemegang saham NCR dimana dalam rapat tersebut AT&T ingin mengganti dewan direksi NCR dengan dewan pilihannya.
Feb. 20, 1991	NCR menerapkan ESOP dengan kontrol sekitar 8% hak suara dan menerbitkan 5,509,641.873 saham preferen ke ESOP dengan harga \$90.75 per share yang secara keseluruhan berjumlah \$500 juta. Setiap saham preferen tersebut dapat dikonversikan menjadi 8/10 saham biasa. Kesepakatan di NCR Corp. menyatakan keputusan tidak atau dilakukannya pengambilalihan tergantung 80% voting pemegang saham. NCR diduga menggunakan ESOP untuk memenuhi presentase voting untuk mencegah pengambilalihan.
March 1, 1991	AT&T melihat ESOP sebagai halangan, sehingga AT&T mengumumkan akan menaikkan penawarannya menjadi \$100 per lembar saham jika NCR mau menegosiasikan kesepakatan merger, namun NCR kembali menolak tawaran tersebut.
March 19, 1991	Pengadilan federal menyatakan ESOP dalam perusahaan tidak valid dan tidak boleh diterapkan, serta melarang saham preferen NCR yang baru (saham wali ESOP) masuk dalam pemungutan suara pada rapat pemegang saham tanggal 28 Maret 1991. Hal ini dikarenakan NCR memiliki keterbatasan informasi mengenai kejelasan saham ESOP yang ia terbitkan. Informasi yang disembunyikan antara lain: Opini independen dari bank investasi atau ahli keuangan tentang penerbitan saham preferen. Disebutkan adanya manfaat yang diperoleh karyawan NCR dan departemen sumber daya sebagai bukti adanya ESOP. Informasi dalam sisi pajak dan implikasinya dalam akuntansi dari pengadopsian ESOP. Pendapat sah yang menyatakan penerbitan saham untuk ESOP diterbitkan secara sah, dibayar penuh, dan tidak wajib pajak. Biaya ESOP dan kemungkinan pembiayaan ESOP di masa depan. Keterangan ahli hukum bahwa saham ESOP tidak berdampak dalam memperoleh voting yang cukup tanggal 28 Maret nanti.
March 27, 1991	NCR menurunkan <i>asking price</i> dari \$125 per saham menjadi \$110.

Date	Kejadian
April 19, 1991	AT&T meningkatkan penawarannya menjadi \$110 per saham, tanpa negosiasi dengan harga \$7.48 miliar.
Sept 13, 1991	Pemegang saham NCR menyetujui untuk dilakukannya merger
Sept 19, 1991	Merger antara NCR dan AT&T sukses terjadi dengan AT&T menerbitkan 184.5 juta saham untuk merger. Dua tahun kemudian, merger antara AT&T dan NCR bubar dikarenakan NCR tidak memberikan keuntungan yang diharapkan AT&T.

Pada tahun 1986, NCR Corp. mulai mempertimbangkan ESOP sebagai salah satu cara *takeover defense* ketika menghadapi kasus pengambilalihan. NCR Corp. memikirkan untuk membeli 250.000 saham, namun kemudian ide itu ditinggalkan karena dilihat ESOP tidak memberikan dampak yang signifikan sebagai *takeover defense*. Pembahasan tentang ESOP kembali dipertimbangkan pada tahun 1988, sekali lagi ide itu ditolak karena direksi beranggapan ESOP tidak tepat digunakan saat itu dimana mereka masih menetapkan jaminan manfaat pensiun untuk karyawan yang dipekerjakan sebelum Mei 1985 dan mereka tidak punya alasan yang kuat untuk mengubah jaminan manfaat pensiun yang sudah ada. Studi tentang ESOP dihentikan sampai setelah AT&T menargetkan NCR Corp. sebagai perusahaan target akuisisi.

Pada Desember 1990 penerapan ESOP kembali dipertimbangkan. Sekali lagi, ESOP digunakan NCR Corp. untuk *takeover defense* bukan sebagai opsi manfaat karyawan. Direksi berkomitmen akan menerapkan ESOP untuk membagikan saham pada karyawan sebelum *record date*, 1 Maret 1990 diadakan rapat direksi untuk menjelaskan tujuan penerapan ESOP dan didokumentasikan dalam 'Board Books' yang diberikan pada direktur di luar manajemen. Namun, dalam dokumentasi tersebut tidak dijelaskan secara detail tujuan ESOP melainkan menunjukkan dampak ekonomi secara umum pada perusahaan. Direksi dan direktur di luar manajemen menyetujuinya dan pada bulan Februari 1991.

Pada 20 Februari 1991, NCR Corp. menerapkan ESOP dengan kontrol sekitar 8% hak suara dan menerbitkan 5,509,641.873 saham preferen untuk ESOP dengan harga \$90.75 per saham yang secara keseluruhan berjumlah \$500 juta. Setiap saham preferen tersebut dapat dikonversikan menjadi

8/10 saham biasa dengan harga \$113.4375 per saham biasa. Setiap saham preferen tersebut dapat dikonversikan menjadi 8/10 saham biasa. Satu saham preferen itu digunakan untuk 24,000 karyawan yang dianggap layak untuk berpartisipasi.

Sumber pendanaan saham ESOP NCR Corp. berasal dari pinjaman bank dimana nantinya dana tersebut akan dilunasi perusahaan. *Trustee* akan mengganti pembayaran tersebut selama 25 tahun. Penerbitan saham ESOP menyebabkan terjadinya delutif saham yang menimbulkan kerugian bagi kekayaan pemegang saham.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai hubungan ESOP dengan M&A?
2. Jelaskan mengenai konsep Leveraged ESOP dan Unleveraged ESOP?
3. Ada empat alasan perusahaan melakukan ESOP dalam kaitannya dengan M&A, jelaskan?
4. Jelaskan bagaimana resiko dan keuntungan ESOP bagi karyawan itu sendiri?
5. Jelaskan bagaimana resiko dan keuntungan ESOP bagi pemegang saham itu sendiri?
6. Menurut anda, apakah ESOP akan lebih positif atau negatif dalam kaitannya dengan kinerja M&A? Jelaskan
7. Jelaskan bagaimanakah konteks ESOP di Indonesia terkait dengan M&A?

-oo0oo-

B A B 7

RESTRUKTURISASI DAN M&A

7.1 DEFINISI RESTRUKTURISASI

Restrukturisasi dapat didefinisikan sebagai proses perubahan modifikasi atas struktur hutang, modal termasuk operasional organisasi yang secara signifikan, diharapkan proses perubahan ini nantinya akan membawa dampak signifikan terhadap kinerja organisasi. Proses restrukturisasi biasanya dilakukan dengan tujuan untuk mencapai kondisi seperti sebelum merger akuisisi terjadi. Oleh karena itu restrukturisasi biasanya dilakukan dengan cara menjual seluruh organisasi bisnis (*divestiture*), menjual sebagian kepemilikan (*equity carveouts*), pemisahan diri anak perusahaan dari induk (*spin-off*) atau menjadikan banyak anak perusahaan dimana holdings company hanya berfungsi sebagai administrasi manajemen (*split-up*). Hal tersebut yang mendasari mengapa restrukturisasi biasanya dilakukan bagi organisasi yang merasa proses merger dan akuisisi tidak membawa dampak seperti yang dihasilkan. Namun perlu dicatat dengan seksama bahwa sebuah organisasi tentu saja dapat melakukan restrukturisasi walaupun sebelumnya belum pernah melakukan merger atau akuisisi.

Restrukturisasi juga kerap terjadi dalam perusahaan milik negara (BUMN). Oleh karena itu menurut Undang-undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN, restrukturisasi adalah upaya yang dilakukan dalam rangka penyehatan BUMN yang merupakan salah satu langkah strategis untuk memperbaiki kondisi internal perusahaan guna meningkatkan nilai

perusahaan. Program restrukturisasi bertujuan untuk memberikan manfaat berupa dividen dan pajak kepada Negara, menghasilkan produk dan layanan dengan harga yang kompetitif kepada konsumen dan memudahkan pelaksanaan privatisasi.

Salah satu restrukturisasi BUMN yang sudah terlaksana dan cukup besar adalah restrukturisasi PT. Perkebunan Nusantara. PT. Perkebunan Nusantara (PTPN) merupakan BUMN yang bergerak di bidang agri bisnis perkebunan. Pada pertama kali dibentuk pada tahun 1996, terdapat 14 PTPN, yaitu PT. Perkebunan Nusantara I, PT. Perkebunan Nusantara II, dan seterusnya hingga PT. Perkebunan Nusantara XIV. Pada masing-masing PTPN memiliki jenis agribisnis utama yang berbeda. Selain itu kantor pusat masing-masing PTPN juga berbeda lokasi. Namun sejak tahun 2014 tepatnya pada 18 Oktober, PTPN mengalami restrukturisasi. PTPN yang awalnya terdiri dari 14 PTPN dimana masing-masing PTPN berdiri secara mandiri, kini telah dibentuk *holding* grup. PTPN III ditunjuk sebagai *holding* (induk perusahaan) membawahi ketiga belas PTPN lainnya. Langkah ini ditempuh guna menciptakan sinergi antar PTPN, sehingga mampu menghasilkan efisiensi serta profit yang lebih baik. Sebelum terciptanya grup *holding*, net profit margin PTPN secara keseluruhan berada pada 3,4%. Sedangkan pada periode yang sama PT Astra Agro Lestari Tbk. mencatatkan net profit margin sebesar 14%. Direncanakan dengan adanya penggabungan ini maka net profit margin PTPN dapat mencapai sekitar 13 - 14% (Purnomo, 2012).

7.2 MENGAPA RESTRUKTURISASI

Corporate restructuring diperlukan ketika perusahaan perlu untuk meningkatkan efisiensi dan profitabilitas. Strategi bisnis saat ini diintegrasikan terhadap *restructuring program* untuk memperoleh kinerja keuangan yang lebih baik dalam jangka pendek dan jangka panjang. *Corporate restructuring* dimaksudkan sebagai reaksi terhadap krisis atau sebagai bagian dari rencana *pre-emptive* perusahaan untuk dapat bertahan dalam industri. Proses restrukturisasi adalah proses yang panjang dan memerlukan kesabaran. Prosesnya melibatkan banyak tugas yang menantang dan memerlukan analisa manfaat dan biaya sosial, oleh karena itu membutuhkan ahli manajemen perusahaan.

Terdapat beberapa motif dan alasan yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam melakukan restrukturisasi. Berikut adalah alasan-alasan *general* perusahaan melakukan restrukturisasi menurut Eckbo & Thorburn (2008); Marimuthu (2009); Srivastava & Mushtaq (2011); Figura & Wascher (2008); Hoskisson & Turk (1990):

Highly Leveraged Transaction

Fokus dari restrukturisasi disini adalah efek dari peningkatan leverage yang dilakukan suatu perusahaan. Perusahaan dapat melakukan restrukturisasi dengan menggunakan pendanaan dari hutang/*leveraged recapitalization*, atau membeli suatu divisi maupun keseluruhan suatu perusahaan lain menggunakan LBO. Berdasarkan teori *trade-off of debt*, perusahaan melakukan pendanaan dari hutang/pinjaman dengan tujuan untuk mengurangi pajak perusahaan. Insentif manager juga akan meningkat dengan adanya efek monitoring yang tinggi terhadap peningkatan leverage. Selain itu, perusahaan juga dapat meningkatkan keuntungan strategis di pasar. Berhubungan dengan *incentive manager* adalah ketika manager melihat adanya tanda-tanda kebangkrutan yang mungkin dialami perusahaan, maka manager memutuskan untuk melakukan pinjaman yang besar bagi perusahaan. Hal ini dilakukan agar dapat meningkatkan estimasi *future cash flow* perusahaan yang positif. *Leveraged recapitalization* adalah ketika perusahaan meningkatkan pinjaman hutangnya tanpa menjaga faktor-faktor pendukung pinjaman tersebut, sehingga akan meningkatkan *ratio leverage*. Hal ini mendorong untuk mengurangi masalah investasi yang berlebihan dengan asumsi bahwa *future cash flow* akan lebih banyak berisikan pembayaran bunga pinjaman. Semakin tinggi masalah keuangan perusahaan, maka akan semakin tinggi pula penggunaan leverage akan membantu manajemen untuk mengatur *investment policy*. Sehingga, leverage sangat dibutuhkan ketika kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi sangat kecil, dan ketika *free cash flow* perusahaan negatif.

Increase in Corporate Focus

Restrukturisasi ini dapat dilakukan dengan menggunakan *divestitures*, dimana adanya penjualan aset perusahaan kepada pihak luar dari *core business* perusahaan. Hal ini berdampak pada adanya peningkatan fokus pada sisa aktivitas operasi yang tidak dijual. Menurut John & Ofek (1995)

menyatakan bahwa sekitar $\frac{3}{4}$ dari segment perusahaan yang didevestasi tidak berhubungan dengan core business perusahaan. Perusahaan akan lebih focus pada core business-nya setelah melakukan divestasi. Perusahaan akan memilih untuk menjual segment-segment kecil atas non-core business perusahaan, kemudian menggunakan dananya tersebut untuk menekuni core business perusahaan. Hasil dari divestasi ini akan meningkatkan profitabilitas perusahaan ketika perusahaan hanya focus pada core-businessnya saja. Focus perusahaan dapat dilihat hasilnya dari peningkatan sales perusahaan.

Financial Distress

Perusahaan yang sedang mengalami financial distress akan melakukan restrukturisasi dengan menjual beberapa assetnya/divestasi. Perusahaan yang memiliki cash flow, cash balances, dan bond rating yang jelek adalah perusahaan dibatasi dengan leverage. Maka perusahaan akan lebih memilih untuk divestasi daripada melakukan spin-off yang tidak menghasilkan uang. Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada shareholders, sebenarnya dibatasi dengan adanya hutang perusahaan. Perusahaan akan menghadapi masalah apakah mau membayar dividen atau membayar bunga. Dari satu sisi, pembayaran dividen akan meningkatkan image perusahaan. Dari sisi lain, pembayaran bunga juga akan meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan. Oleh karena itu, keputusan divestasi pada masa financial distress ini memiliki hubungan positif hanya terhadap kepuasan bondholders atau kreditor lainnya, tetapi tidak untuk shareholders.

Capital Structure Balances(Risk Minimization)

Debt dan equity adalah dua bentuk pilihan pendanaan perusahaan. Kedua pilihan ini memiliki cost tertentu kepada perusahaan, sehingga perusahaan harus memilih strategi yang tepat dengan menciptakan kombinasi yang sesuai antara keduanya. Hal ini berpengaruh terhadap keseluruhan financing cost/cost of capital. Semakin tinggi risiko keuangan perusahaan, maka semakin tinggi pula volatilitas atau ketidakpastian eraning perusahaan yang disebabkan oleh adanya pinjaman yang berlebihan(tidak sesuai proporsi yang tepat). Perusahaan yang tidak memiliki pinjaman(unlevered company) tidak mengalami fluktuasi earning yang tinggi, sedangkan perusahaan dengan menggunakan pinjaman(levered company) mengalami

fluktuasi pendapatan tinggi. Jika perusahaan memiliki hampir sebagian besar bentuk pendanaan dari hutang, maka semakin tinggi pula bunga yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada pengurangan net income perusahaan, dimana EPS pun akan semakin kecil. Cost of capital dari debt funding ini harus di-manage oleh perusahaan dengan baik, sehingga perusahaan memiliki portfolio yang bagus. Perusahaan melakukan restrukturisasi perusahaannya agar mencapai cost of capital yang rendah. Hal ini akan mempengaruhi image perusahaan dan perusahaan akan dinilai memiliki financial risk yang rendah, dan berkinerja positif. Kedua hal ini akan mendorong penurunan cost of capital dari debt. Penurunan cost of capital ini akan meningkatkan net income perusahaan, yang merupakan hasil akhir dari Income Statement suatu perusahaan.

Globalization of Business

Pada lingkungan bisnis saat ini, perusahaan yang menolak untuk melakukan perubahan dengan waktu dan perubahan zaman akan menghadapi risiko produk perusahaan menjadi tidak dikenal atau tidak ada brand awareness pada customer. Hal ini akan mendorong perusahaan untuk melakukan eksperimen bisnis dengan menciptakan produk baru, mengeksplorasi pasar baru, dan mencapai target customer baru. Hal ini harus dilakukan perusahaan secara terus menerus karena perusahaan berada pada lingkungan ini saat ini, dimana semua hal selalu dinamis dan berubah-ubah. Restrukturisasi harus dilakukan perusahaan untuk mencapai atau untuk mengikuti perubahan natur bisnis saat ini. Perusahaan harus melakukan diversifikasi sehingga mempunyai akses pada pasar baru dan terjadi peningkatan sales. Perusahaan juga dapat meningkatkan kapasitas perusahaan, dan mengurangi atau menutup business line perusahaan yang tidak menguntungkan secara value kepada perusahaan. Perusahaan mencari cara untuk berkonsentrasi pada core business/core competency.

Reallocation and Downsizing

Realokasi terjadi ketika perusahaan mengalami aktivitas operasi yang stagnan, bahkan dibawah standar kinerja/dibawah kapasitas. Perusahaan melakukan realokasi input yang berdampak pada dua efek, yaitu penurunan utilisasi sumber daya dan restrukturisasi capital. Penurunan utilisasi sumber daya ini adalah pengaturan dan pengalokasian kembali sumber daya didalam

perusahaan yang tidak memberikan nilai tambah. Realokasi sumber daya ini akan mengakibatkan pada tingginya tinggi unemployment, karena perusahaan akan memberhentikan sebagian besar karyawan yang dianggap tidak produktif. Perusahaan akan mencari karyawan baru yang lebih berkompetensi dalam bidangnya yang menghasilkan cost of operations perusahaan seminimal mungkin sehingga akan memengaruhi output perusahaan. Dalam hal ini, produktivitas dan profitabilitas perusahaan akan kembali meningkat.

Firm and Organisation Performance Enhancement

Rendahnya kinerja keuangan perusahaan dan nilai pasar saham mendorong *manager* untuk melakukan restrukturisasi. Hal ini dilakukan agar perusahaan memiliki banyak diversifikasi *asset*. Perusahaan diharapkan dapat mengelola diversifikasi *asset*nya sehingga mendatangkan pendapatan tinggi, yang berdampak pada meningkatnya kinerja keuangan perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan ini akan tercermin dapat tingginya nilai saham perusahaan di bursa efek. Hal ini akan berdampak pada peningkatan kepercayaan dan confidence shareholders, dan sekaligus memaksimalkan kekayaan para shareholders.

Dengan restrukturisasi, perusahaan memiliki kesempatan untuk memperbaiki kinerja perusahaan yang buruk pada periode-periode tertentu. Peningkatan kemabli kinerja operasional perusahaan dapat dicapai melalui sinergi dengan perusahaan lain (menurunkan *cost* dan menaikkan *revenue*).

Ensure Clarity in Vision, Strategy and Structure

Restrukturisasi harus berfokus pada perombakkan atau perumusan kembali visi perusahaan yang mulai tidak jelas arahnya, strategi-strategi apa saja yang harus diambil perusahaan dalam menjalankan bisnis dan struktur perusahaan untuk mendukung pencapaian tujuan perusahaan.

Palliam dan Shalhoub (2002) menemunkan bahwa *corporate restructuring* dapat menjadi dorongan bagi perubahan organisasi. *Corporate restructuring* juga secara positif memiliki korelasi dengan profitabilitas jangka panjang perusahaan. Penurunan biaya secara signifikan dan peningkatan *market share* juga merupakan hasil yang diharapkan dari *corporate restructuring*.

Perusahaan tentunya harus memiliki pengetahuan tentang struktur industri yang berubah secara konstan sebelum melakukan restrukturisasi. Dalam melakukan restrukturisasi, pendekatan inovatif diperlukan agar dapat menciptakan keunggulan bersaing.

7.3 BENTUK RESTRUKTURISASI

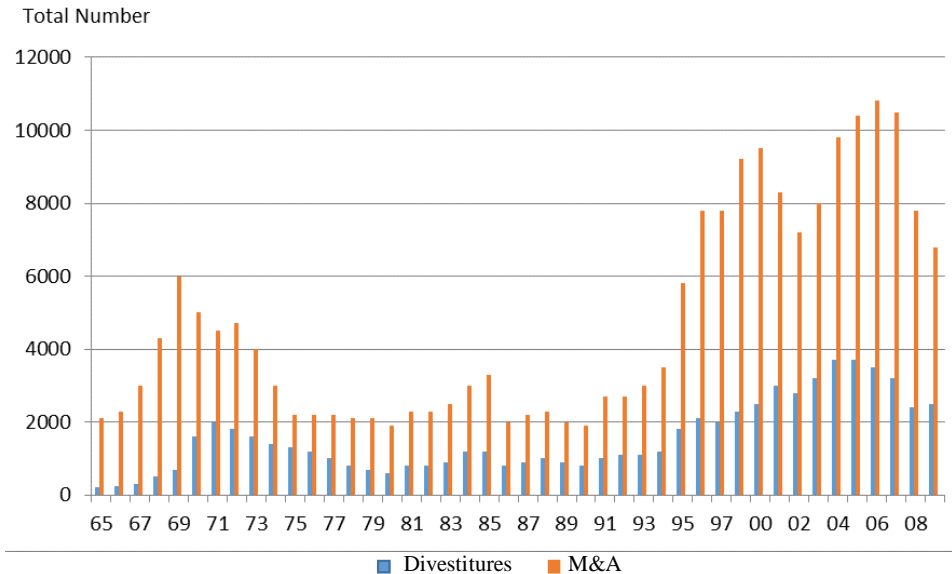
Seperti yang sudah dibahas di atas, terdapat beberapa bentuk dari restrukturisasi, yaitu *divestitures*, *equity carveout*, *spinoff*, *splitup*, dan *exchange offer*. *Divestiture* adalah restrukturisasi dengan cara menjual bagian dari perusahaan ke pihak luar. Selama tahun 1980 hingga 1990an, banyak perusahaan melakukan *divestiture*. Selama tahun 1980an, *divestiture* dilakukan secara dominan berbentuk *voluntary divestiture*. Bowman dan Singh mengindikasikan bahwa satu dari tiga perusahaan Fortune 1000 terlibat dalam *voluntary restructuring* pada tahun 1980an. Beberapa ahli berspekulasi bahwa pajak (Hoskisson & Hitt, 1990; Turk & Baysinger, 1989) dan *antitrust policy* (Shleifer & Vishny, 1991) adalah faktor penyebab maraknya *voluntary restructuring* pada awal 1980an. Ahli lainnya berspekulasi mengenai perubahan yang signifikan dalam kepemilikan dalam perusahaan dan tata kelola pada tahun 1980an serta *junk bond financing* dan strategi untuk mengakhiri *takeover* adalah faktor penyebab transisi perusahaan. *Downscoping* terus berlanjut, meskipun mulai berkurang, pada akhir 1980an dan awal 1990an, periode dimana perubahan besar pada *antitrust policy*, inovasi keuangan dan *environmental shock* lainnya tidak terjadi.

7.4 DIVESTITURE (SELL-OFF)

Terdapat dua penyebab *divestiture* atau perusahaan yang melakukan restrukturisasi melalui penjualan kepemilikan. Pertama adalah manajer perusahaan sebelumnya melakukan *overdiversified* karena sistem tata kelola tidak sanggup untuk menahan terjadinya diversifikasi. *Overdiversification* didefinisikan sebagai diversifikasi produk melebihi tingkat optimal dari *shareholder*. Diversifikasi tersebut dapat memberi keuntungan bagi manajer, seperti peningkatan keamanan kerja atau kompensasi yang lebih besar, tapi tidak optimal bagi *shareholder*. Tata kelola yang tidak memadai dapat berkaitan dengan difusi pembagian saham antara *outside owner*, karakteristik manajer dan *board member*, dan ketidakpedulian *board*. Ketika pembagian

saham tersebar dengan tidak optimal, pemegang saham tidak memiliki insentif yang cukup untuk memonitor strategi perusahaan.

Pemikiran lainnya adalah manajer perusahaan merancang strategi yang buruk, dengan hasil *product diversification* yang relatif terlalu tinggi. *Top executive* dapat membuat kesalahan strategis yang signifikan dengan mengejar *unrelated diversification* atau dengan mengejar terlalu banyak kesempatan dari *related diversification* secara terus menerus. *Product diversification* yang terlalu tinggi dapat berdampak pada pembentukan strategi yang buruk di area lainnya. Misalnya, strategi teknologi yang buruk, dimana pengeluaran R&D kecil bila dibandingkan dengan kompetitor, atau strategi keuangan yang buruk, dengan hutang yang lebih tinggi dibandingkan dengan kompetitor. Perencanaan strategi yang buruk adalah hasil dari kurangnya pengendalian strategis saat mengembangkan diversifikasi. Kurangnya pengendalian dan strategi yang buruk dapat membawa pada kinerja yang buruk, sehingga *restructuring* dan aktivitas *divestiture* terjadi untuk mengoreksi masalah kinerja tersebut.



Gambar 7.1 trend jumlah perusahaan M&A dan divestasi

7.5 EQUITY CARVE-OUT DAN SPIN-OFF

Equity carve-out adalah variasi dari *divestiture* yang melibatkan penjualan kepemilikan saham pada anak perusahaan ke pihak luar. Pada *spin-off*, meskipun pemegang saham adalah sama, perusahaan *spin-off* memiliki manajemennya sendiri dan menjalankan perusahaan yang terpisah. *Spin-off* perusahaan dilakukan dengan cara mendistribusikan saham baru milik anak perusahaan kepada pemegang saham perusahaan induk. Contoh yang terjadi dapat dilihat pada kasus Citilink yang memisahkan diri (*spin-off*) dari Garuda pada tahun 2012. Citilink sampai sekarang tentu saja masih menjadi milik Garuda, namun memiliki manajemen yang berbeda.



Gambar 7.2 tampilan salah satu berita mengenai spin-off citilink

Spin off dan *Equity carve-out* (ECO) adalah cara yang populer bagi perusahaan untuk mempertajam fokus mereka pada bisnis utama. Mengapa perusahaan memilih melakukan *spin-off* atau ECO? Salah satu alasannya adalah karena kombinasi bisnis yang dinilai *undervalue* oleh pasar. Persepsi ini dapat terjadi karena kurangnya sinergi antara perusahaan induk dengan

subsidiary, atau antara *business unit*, kurangnya pemahaman pasar mengenai entitas yang bergabung atau ketidakstabilan operasi salah satu entitas yang melebihi batas toleransi. *Spin-off* atau ECO dapat mengeliminasi *cross-subsidies* yang tidak efisien dan menciptakan organisasi yang lebih fokus dimana kinerja operasi dan kompensasi lebih berimbang. Alasan lainnya adalah apabila perusahaan mau melakukan *de-conglomerate* atau jika perusahaan induk dengan desakan investor ingin melepaskan *non-core business*.

Jadi, perusahaan induk melepaskan divisi atau anak perusahaan ke pemegang saham dengan cara mendistribusikan *common stock* melalui *dividend* biasanya distribusi bebas pajak pada perusahaan induk dan investor. Contohnya adalah AT&T yang mengumumkan pada 1995 bahwa operasinya akan dibagi menjadi tiga perusahaan: AT&T, Lucent Technologies dan NCR - sebuah keputusan yang membuat AT&T dapat lebih fokus pada jasa komunikasi utamanya. Pada ECO, perusahaan induk menjual kepemilikan perusahaan anak melalui *Initial Public Offering* (IPO). Seringkali, perusahaan induk menyimpan mayoritas saham, namun memberikan otonomi pengambilan keputusan substansial pada *board* anak perusahaan baru. Keuntungan yang dapat diperoleh termasuk "*pure play*" *investment opportunity*, *management score card* dan *reward*, dan akses pasar modal.

Salah satu contohnya adalah *carve-out* Du Pont atas Photomasks. Manajemen Du Pont yakin bahwa dua perusahaan tersebut membutuhkan strategi pemasaran yang berbeda. Mereka juga melihat perbedaan budaya, dan berpikir bahwa Photomasks akan memiliki *market value* lebih besar setelah *carveout*. Hasilnya, manajemen Photomasks melihat perbedaan substansial dalam operasional. Setelah *carveout*, tidak lagi perlu meminta persetujuan dalam organisasi yang lebih besar, proses pengambilan keputusan lebih cepat dan praktis. Kelebihan lainnya adalah peningkatan kinerja dan penjualan. Dengan demikian, *divestiture* turut meningkatkan kinerja operasi, mempertajam fokus organisasi, dan menyediakan proses pengambilan keputusan yang lebih independen. Dalam bagian dibawah ini merupakan perbedaan antara *carve-out* dengan *spin-off*. Terlihat bahwa *carve-out* menghasilkan aliran kas positif bagi perusahaan yang berasal dari pemegang saham baru.



7.6 EXCHANGE OFFER

Sedangkan pada *exchange offer*, perusahaan menerbitkan saham baru di anak perusahaan dan pemegang saham di perusahaan induk diberikan pilihan untuk tetap memegang sahamnya saat ini atau menukar dengan saham baru di anak perusahaan. Dalam restrukturisasi berupa *splitup*, seluruh perusahaan terpecah menjadi beberapa *spinoff*. Hasil akhir dari proses ini adalah perusahaan induk tidak lagi berdiri, dan hanya menyisakan perusahaan-perusahaan yang baru terbentuk. Pada prakteknya, terkadang perusahaan menggunakan lebih dari satu metode pemisahan.

7.7 DAMPAK RESTRUKRISASI PADA PERUSAHAAN

Pada 1981, Oppenheimer and Company mengadakan sebuah studi terhadap 19 kasus *spinoff* besar pada tahun 1970. Dilaporkan bahwa dari mayoritas kasus yang terjadi ditemukan nilai dari gabungan antara perusahaan induk dan entitas *spin-off* lebih besar daripada *market value* dari perusahaan induk sebelum *spin-off*. Penelitian lain yang dilakukan Kudla dan McInish terhadap 6 *spin-off* besar pada tahun 1970an menunjukkan reaksi pasar yang positif terhadap *spin-off*. Menarik untuk diketahui, bahwa Kudla dan McInish menunjukkan bahwa reaksi positif disebutkan terjadi antara 15-40 minggu sebelum *spin-off*. Penelitian lainnya oleh Miles dan Rosenfeld terhadap 59 kasus *spin-off* antara tahun 1963 hingga 1980 fokus pada pengaruh *spin-off*

pada perbedaan antara return yang diprediksi dengan return aktual. Mereka menemukan bahwa *spin-off* berpengaruh positif dan terinternalisasi pada harga saham sebelum tanggal *spin-off*.

Penelitian pada *sell-off* juga menunjukkan hasil yang serupa. Penelitian oleh Loh, Bezzak, dan Toms menemukan pengaruh positif *shareholder wealth* pada *sell-off* yang dilakukan secara sukarela. Namun, mereka menemukan bahwa respon positif ini tidak terjadi ketika perusahaan menggunakan *sell-off* sebagai *anti takeover defense*.

Secara definisi, *Equity carve-out* memiliki kemiripan dengan *spin-off*. Namun *equity carve-out* dan *spin-off* memiliki beberapa perbedaan, yaitu *equity carve-out* menghasilkan pemegang saham yang baru, sedangkan *spin-off* dimiliki oleh pemegang saham yang sama. *Equity carve-out* juga memberikan pengaruh arus kas positif sedangkan *spin-off* tidak berdampak terhadap arus kas perusahaan induk. Dari segi biaya, *equity carve out* lebih mahal untuk diimplementasikan, sedangkan *spin-off* tidak terlalu mahal dalam implementasi.

Mini-case: PT Garuda Indonesia, Tbk

PT Garuda Indonesia merupakan salah satu perusahaan yang bergerak dalam industri penerbangan yang berada di bawah kepemilikan pemerintah. Perusahaan ini sangat mendominasi industri penerbangan pada tahun 1950 dikarenakan pada saat itu tidak terdapat kompetisi yang sangat dominan di dalam industri tersebut yang disebabkan oleh minimumnya persaingan yang ada. Namun pada tahun 1990 Garuda Indonesia mengalami masa penurunan dikarenakan sudah mulai banyak datang pesaing-pesaing baru, hal ini membuat Garuda Indonesia secara perlahan-lahan mengalami penurunan dalam kinerja baik perusahaan dan keuangan yang membuat profit dan arus kas menjadi negatif. Oleh sebab itu dilakukan restrukturisasi untuk pertama kalinya pada tahun 1998 sampai 2001 dibawah pimpinan Robby Djohan (1998-1999) dan Abdul Gani (1999-2002) kemudian dari hasil restrukturisasi tersebut menghasilkan laba positif dan peningkatan arus kas dari sebelumnya. Setelah itu terjadi pergantian pemimpin pada pertengahan tahun 2002 oleh Indra Setiawan (2002-2005) namun Ia tidak melanjutkan dan menerapkan cara dan strategi kepemimpinan yang konsisten dari pimpinan sebelumnya sehingga membuat Garuda Indonesia mengalami krisis lagi

yang kedua kalinya, yang membuat laba perusahaan menjadi turun lagi secara terus menerus pada tahun 2003 dan berlanjut sampai tahun 2005.

Pada tahun 2005-2008 dilakukan restrukturisasi untuk kedua kalinya di bawah pimpinan Emirsyah Satar yang melakukan restrukturisasi secara menyeluruh terutama dalam lingkup internal Garuda Indonesia. Hal ini dilakukan karena PT Garuda Indonesia mengalami masa krisis dimana timbul masalah-masalah yang dihadapi terutama terdapat hutang sebesar US\$ 200 juta, piutang macet sebesar Rp 3,7 triliun. Hal ini membuat BUMN Garuda Indonesia mengalami kerugian sebesar Rp 811 milyar pada tahun 2004 dan diikuti tahun 2005 masih terjadi kerugian besar.

Program Restrukturisasi yang diusung ini bertujuan untuk membuat kegiatan operasional menjadi efisien dengan cara melakukan pengurangan terhadap bagian-bagian yang dianggap tidak memberikan *value added (cost efficient)*. Pada program restrukturisasi, PT Garuda Indonesia memerlukan peninjauan kembali terhadap jenis dan bentuk aliansi strategis dengan tujuan PT Garuda Indonesia dapat *going concern* dan bisa bersaing secara internasional. Pada tahun 2005 menjadi tahun fokus dalam melakukan restrukturisasi, kemudian kegiatan pemulihan tahun 2006, lalu tahun 2007 fokus pada pelayanan dan efisiensi, tahun 2008 berfokus pada persaingan, tahun 2009 melakukan perluasan pasar dan mengalami pertumbuhan. Restrukturisasi internal yang dilakukan seperti memperluas pasar dengan cara melakukan penetrasi, GIAA membuat sasaran negara-negara untuk bekerjasama yakni negara di Asia seperti Australia, China, Selandia Baru, Jepang, dan negara Asia lainnya lalu untuk negara diluar Asia yaitu Amsterdam, Frankfurt, Roma, dan sekitarnya serta Timur Tengah.

Hasil dari restrukturisasi yang dilakukan Garuda Indonesia menunjukkan peningkatan laba usaha sebesar Rp 1,19 triliun di tahun 2008 jika dibandingkan dengan laba usaha tahun 2007 yaitu sebesar Rp 221,2 miliar, atau bisa dikatakan terjadi kenaikan sebesar 436,6%. Sementara laba bersih naik di tahun 2008 sebesar Rp 669,5 miliar jika dibandingkan dengan tahun 2007 yaitu sebesar Rp 60,2 miliar atau bisa dikatakan terjadi kenaikan sebesar 1.012,3% dari tahun 2007 ke 2008. Kemudian perlu diketahui dalam masa pimpinan Emirsyah Satar, Ia melakukan restrukturisasi secara terus menerus walaupun restrukturisasi yang dilakukan tidak secara besar-besaran seperti pada tahun 2005-2008, yakni pada tahun periode kedua

masa jabatan beliau Emirsyah Satar juga mencanangkan *corporate restructure* yang secara keseluruhan dengan melaksanakan program *quantum leap* yang merupakan program 5 tahunan dibuat untuk membawa perusahaan menjadi lebih besar lagi, jaringan yang luas, kualitas layanan yang semakin baik, memperbaiki sistem keuangan dan meningkatkan ketahanan keuangan dengan melakukan beberapa perkembangan sebagai berikut, yaitu:

1. Melakukan refresh corporation identity dalam bentuk seragam dan logo yang didesain baru dan kemudian untuk peresmian logo baru pada 25 Juli 2009.
2. Mengenalkan konsep terbaru Garuda yaitu *Garuda Indonesia Experience* yang mencerminkan 5 poin utama (Sight, Sound, Taste, Scent, Touch).

Selanjutnya setelah restrukturisasi utang selesai PT Garuda Indonesia pada tanggal 11 Februari 2011 secara resmi menjadi perusahaan terbuka dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kode emiten saham GIAA serta dengan penawaran perdana sebesar 6.335.738.000 saham Perusahaan kepada masyarakat.

Setelah IPO PT Garuda Indonesia melakukan *spin off* dengan mengumumkan pemisahan anak unitnya yaitu Citilink pada tahun 2012 yang kemudian beroperasi secara mandiri dengan strategi *low cost*. Pada tahun 2010 Garuda Indonesia ingin masuk ke dalam aliansi internasional sebagai langkah awal untuk mempersiapkan diri ke kancah internasional serta melakukan perluasan jaringan internasional, pada 5 Maret 2014 Garuda Indonesia resmi bergabung dengan Aliansi Skyteam. Garuda Indonesia setelah melakukan pembenahan pada manajemen, keuangan, dan operasionalnya lalu melakukan ekspansi ke beberapa negara seperti Jepang, Singapura, dan Australia.

Setelah masa kepemimpinan Emirsyah Satar kemudian pada tahun 2014 diganti menjadi masa kepemimpinan Arif Wibowo (2014-sampai saat ini), pada saat itu beliau juga melakukan restrukturisasi dalam keuangan yang bernama Quick Wins yang bertujuan untuk meningkatkan keuntungan dengan cara lebih memfokuskan pada penerbangan di daerah yang banyak peminatnya dan pertumbuhan ekonomi yang tinggi, melakukan restrukturisasi keuangan tanpa mengurangi kualitas dan melakukan strategi untuk mengurangi kerugian yang dialami sebelumnya.

Berikut dijelaskan dampak dilakukannya restrukturisasi, data laporan keuangan dengan melihat pada rasio likuiditas (*current ratio*), rasio efisiensi penggunaan aset (*return on assets*) dan rasio manajemen hutang (*Debt Ratio*). Data yang digunakan dalam perhitungan ini adalah tahun sebelum restrukturisasi (2005-2008) dan sesudah restrukturisasi (2009-2015). Dari ketiga kelompok rasio tersebut, terlihat secara umum kinerja keuangan PT Garuda Indonesia membaik, dari sisi trend dan nilai rata-rata rasio yang ada.

Tabel 7.2 kinerja *current ratio* GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Tahun	Keterangan	Current Ratio (%)	Rata-rata
2005	Sebelum dilakukan restrukturisasi	64	69,25
2006		69	
2007		79	
2008		65	
2009	Sesudah dilakukan restrukturisasi	66	82,14
2010		74	
2011		116	
2012		84	
2013		85	
2014		66	
2015		84	

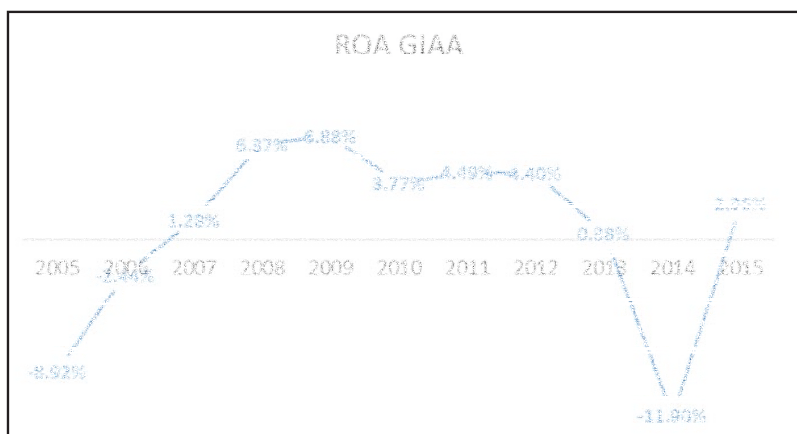
Current Ratio GIAA

Gambar 7.3 tren *current ratio* GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Terlihat dari tabel 7.2 dan gambar 7.3 menunjukkan *current ratio* periode tahun 2005 sampai dengan 2008 yaitu sebelum dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan kenaikan *current ratio* dari tahun 2005 sampai dengan 2007, sedangkan tahun 2008 mengalami penurunan *current ratio*. *Current ratio* periode tahun 2009 sampai dengan 2015 yaitu sesudah dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan kenaikan *current ratio* dari tahun 2009 sampai dengan 2011, sedangkan tahun 2012 mengalami penurunan *current ratio*. Begitu juga dengan *current ratio* di tahun 2014 mengalami penurunan dari tahun sebelumnya, tetapi tahun selanjutnya yaitu 2015, *current ratio* PT. Garuda Indonesia, Tbk mengalami kenaikan.

Tabel 7.3 kinerja roa ratio GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Tahun	Keterangan	ROA	Rata-rata
2005	Sebelum dilakukan restrukturisasi	-8.92	-0,9275
2006		-2.44	
2007		1.28	
2008		6.37	
2009	Sesudah dilakukan restrukturisasi	6.88	1,4829
2010		3.77	
2011		4.49	
2012		4.40	
2013		0.38	
2014		-11.90	
2015		2.36	



Gambar 7.4 tren roa ratio GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Terlihat dari tabel dan gambar di atas menunjukkan ROA periode tahun 2005 sampai dengan 2008 yaitu sebelum dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan kenaikan ROA. ROA periode tahun 2009 sampai dengan 2015 yaitu sesudah dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan ada penurunan ROA dari tahun 2009 sampai dengan 2010, sedangkan tahun 2011 sampai dengan tahun 2012 mengalami kenaikan ROA dan ROA kembali naik pada tahun 2015 setelah mengalami penurunan di tahun 2014. Jika dilihat dari nilai rata-rata ROA sebelum dilakukan restrukturisasi adalah sebesar 0,9275 sedangkan nilai rata-rata ROA sesudah dilakukan restrukturisasi adalah sebesar 1,4829.

Tabel 7.4 kinerja der ratio GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Tahun	Keterangan	DER	Rata-rata
2005	Sebelum dilakukan restrukturisasi	1590	635,25
2006		975	
2007		-1044	
2008		1020	
2009	Setelah dilakukan restrukturisasi	361	225,71
2010		294	
2011		139	
2012		126	
2013		164	
2014		248	
2015		248	



Gambar 7.5 tren der ratio GIAA. sumber: laporan keuangan tahunan GIAA

Terlihat dari tabel dan gambar di atas menunjukkan DER periode tahun 2005 sampai dengan 2008 yaitu sebelum dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan penurunan DER dari tahun 2005 sampai dengan 2007, sedangkan tahun 2008 mengalami kenaikan DER.

DER periode tahun 2009 sampai dengan 2015 yaitu sesudah dilakukan restrukturisasi terdapat kecenderungan ada penurunan DER dari tahun 2009 sampai dengan 2013, sedangkan tahun 2014 sampai dengan tahun 2015 mengalami kenaikan DER. Jika dilihat dari nilai rata-rata DER sebelum dilakukan restrukturisasi adalah sebesar 635,25 sedangkan nilai rata-rata DER sesudah dilakukan restrukturisasi adalah sebesar 225,71.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengenai restrukturisasi, kaitannya dengan M&A?
2. Bagaimanakah bentuk dari restrukturisasi, jelaskan?
3. Bagaimanakah dampak dari restrukturisasi terhadap kinerja organisasi, jelaskan?
4. Jelaskan mengenai restrukturisasi di Garuda Indonesia dan dampaknya terhadap terhadap kinerja organisasi

B A B 8

KEBANGKRUTAN DAN M&A

Kebangkrutan juga dapat menjadi alat pendanaan yang kreatif bagi perusahaan. Re-organisasi melalui proses kebangkrutan dapat memberikan *benefit* yang unik. Terdapat dua bentuk utama dari kegagalan bisnis, yaitu kegagalan finansial dan kegagalan ekonomi. Diantara dua bentuk kegagalan tersebut, kegagalan ekonomi lebih bermakna ambigu. Kegagalan ekonomi dapat berarti bahwa perusahaan mengalami kerugian, yaitu pendapatan lebih kecil daripada biaya. Kegagalan ekonomi juga dapat berarti tingkat pengembalian investasi (ROI) lebih kecil dari *cost of capital*. Bahkan kegagalan ekonomi juga dapat berarti pengembalian aktual yang diperoleh sebuah perusahaan lebih kecil dibandingkan yang diperkirakan sebelumnya. Penggunaan istilah-istilah ini sangat berbeda dan mengaburkan situasi dimana sebuah perusahaan tidak mengalami keuntungan, seperti kasus dimana perusahaan memperoleh keuntungan namun tidak sebesar yang diharapkan. Kegagalan finansial memiliki definisi yang lebih jelas dan tidak ambigu. Yang dimaksud dengan kegagalan finansial adalah perusahaan tidak memiliki likuiditas yang cukup untuk memenuhi kewajiban saat ini.

Kasus kebangkrutan terbesar di Amerika adalah Lehman Brother dengan aset sebesar 649 miliar dollar, diikuti oleh Worldcom (103,9 miliar dollar) dan Enron (63,4 miliar dollar). Fakta bahwa bank investasi yang telah beroperasi lebih dari 100 tahun dapat gagal begitu cepat mengejutkan banyak pihak. Banyak institusi keuangan berinvestasi besar-besaran pada Real Estate dan investasi yang berhubungan dengan hipotek. Lehman, yang

dijalankan oleh Dick Fuld selaku CEO telah membeli penerbit hipotek, seperti Aurora Loan Services dan membantu merubahnya menjadi salah satu pemain terbesar di pasar hipotek Alt A. Mereka juga membeli penerbit hipotek lainnya atas nama BNC. Lehman menggunakan *extreme leverage* untuk mendanai investasi jangka panjangnya pada puncak pasar. Ketika pasar hipotek menurun, banyak investor mulai melepas saham Lehman. Saat harga saham mulai turun, Fuld mungkin masih dapat menjual perusahaan dengan sejumlah nilai positif pada awalnya, namun ia menambah kesalahannya dengan menolak menerima nasib Lehman dan menerima kesepakatan terbaik dengan pemegang saham. Hasilnya adalah Lehman Brother kini tak lagi ada, meskipun lini bisnisnya saat ini dimiliki Barclay's.

8.1 PENYEBAB KEGAGALAN BISNIS

Dun & Bradstreet (2012) melakukan penelitian besar terkait dengan kebangkrutan bisnis dan menemukan beberapa faktor di bawah ini yang menjadi penyebab terjadinya kebangkrutan dalam bisnis.

Tabel 8.1 prosentase organisasi yang mengalami kebangkrutan.

Lama beroperasi	Persentase (%)
Satu tahun atau kurang	10.7
Dua tahun	10.1
Tiga tahun	8.7
Total tiga tahun atau kurang	29.5
Empat tahun	7.8
Lima tahun	7.0
Total lima tahun atau kurang	44.3
Total enam sampai sepuluh thn	23.9
Lebih dari sepuluh tahun	31.8
	100.0

Sumber: gaughan (2011)

- **Aspek Ekonomi.**Penyebab perusahaan jatuh dalam kebangkrutan dapat terdiri dari beberapa faktor. Seringkali disebabkan perusahaan mengadopsi *business model* yang buruk, dipimpin oleh manajemen yang tidak efisien, atau bekerja dengan struktur modal yang tidak berjalan dengan baik. Kondisi ekonomi yang buruk secara keseluruhan atau pada pasar tertentu dimana bisnis beroperasi umumnya menjadi penyebab

kebangkrutan. Terdapat periode tertentu dimana konsumsi konsumen berkurang dan berdampak pada rendahnya pendapatan. Pergeseran preferensi konsumen juga dapat menjadi penyebab lainnya. Sebagai contoh, seorang pemilik usaha kecil yang memiliki toko musik terpaksa menutup toko jika pelanggan mulai lebih memilih *download digital*, bukan CD. Persaingan dengan perusahaan lebih besar juga merupakan faktor pasar lainnya yang dapat membuat kecilnya *revenue* perusahaan dan membawa pada kebangkrutan.

- **Aspek Keuangan.** Faktor lainnya adalah pendanaan perusahaan. Pendanaan adalah salah satu tantangan utama yang dihadapi bisnis skala kecil. Banyak pemilik bisnis menggunakan pinjaman untuk mendanai operasinya. Ketika bisnis mengalami kesulitan, peminjam mungkin tidak mau memberikan dana tambahan yang dapat berdampak pada kebangkrutan. Meskipun pemilik dapat menambah pendanaan untuk menyelamatkan perusahaan dalam jangka pendek, jumlah hutang yang tinggi membuat perusahaan sulit memperoleh profit karena kewajiban membayar bunga pinjaman.
- **Faktor pengalaman dan tatakelola.** Kurangnya perencanaan juga dapat membawa pada keputusan yang salah dan kegagalan bisnis. Contohnya, seorang pemilik bisnis yang mengeluarkan uang dan waktu mengembangkan sebuah produk tanpa melakukan *survey customer* dan mempelajari biaya produksi untuk melihat apakah produk tersebut dapat menghasilkan profit. Kurangnya pengetahuan dan pengalaman dalam bidang keuangan dan manajemen dapat meningkatkan kecenderungan pengambilan keputusan yang buruk. Namun, tentu saja, tidak ada perusahaan yang tidak pernah mengambil keputusan yang salah.

Kegagalan bisnis juga dapat disebabkan struktur tata kelola perusahaan yang tidak ideal dalam organisasi. Kegagalan untuk mengadopsi model tata kelola perusahaan yang ideal akan berdampak pada *board of director* yang pasif dan dapat mempercepat kebangkrutan perusahaan. Sebaliknya, tata kelola perusahaan yang tepat dapat mencegah perusahaan jatuh dalam kebangkrutan. Tentunya, beberapa studi telah menunjukkan hubungan kuat antara kinerja perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang efektif. *Board independence* dan *equity ownership* beserta tata kelola yang baik dapat menciptakan lingkungan dimana manajemen dapat dimonitor secara efektif dan kebangkrutan secara umum dapat dihindari.

Namun apa yang terjadi ketika perusahaan telah mengalami kebangkrutan? Secara tradisional, restrukturasi fokus pada reformasi finansial dan manajerial, mengabaikan isu yang tidak kalah penting, yaitu tata kelola perusahaan. Perhatian pada tata kelola padahal dapat memberi manfaat besar ketika perusahaan hendak bangkit dari kebangkrutan. Struktur tata kelola yang baik menjadikan aktivitas monitoring lebih baik, meningkatkan akuntabilitas manajerial, dan meningkatkan kinerja jangka panjang.

Kisah kebangkrutan Loewen Group merupakan salah satu ilustrasi penting mengenai pentingnya tata kelola yang tepat, baik sebelum maupun setelah kebangkrutan. Sebelum kebangkrutan, Loewen seringkali mengeksekusi strategi bisnis yang buruk dan kemudian mengajukan perlindungan kebangkrutan kepada pengadilan, sistem monitoring manajemen yang tidak efektif oleh jajaran direksi juga memperparah pengeksekusian strategi bisnis ini. Dalam kebangkrutannya, sebagai tambahan terhadap restrukturasi keuangan dan manajerial, Alderwoods Group (perusahaan suksesor) mengadopsi beberapa rangkaian reformasi tata kelola perusahaan yang didesain untuk merehabilitasi bisnis dan mencegah kegagalan kembali.

Loewen Group sendiri adalah pemain utama dalam pasar rumah duka dan pemakaman. Pada tahun 1998, Loewen memiliki dan mengoperasikan 1115 rumah duka dan 427 pemakaman di Amerika Utara. Bisnis ini kemudian berkembang pesat melalui rangkaian akuisisi pada akhir 1980 hingga 1990an. Untuk membiayai akuisisi ini, perusahaan menambah jumlah hutangnya secara signifikan, berakibat pada arus kas negatif. Akibatnya, berbagai tuntutan hukum diajukan melawan Loewen Group pada pertengahan 1990an. Loewen kemudian mengisi petisi untuk perlindungan creditor pada 1 Juni 1999. Rencana reorganisasi disetujui akhir 2001 dan perusahaan berkembang dibawah Alderwoods Groups, Inc.

Penyebab kebangkrutan lainnya dapat disebabkan lokasi bisnis yang buruk, kehilangan karyawan kunci, tuntutan hukum oleh kompetitor, dan *personal issue* seperti sakit atau perceraian. Bencana yang tidak terduga dan perbuatan kriminal seperti banjir, badai, kebakaran, pencurian dan kecurangan juga dapat membawa pada kebangkrutan.

- **Faktor *Fraud*.** *Fraud* yang ada terjadi dalam perusahaan juga dapat menyebabkan suatu perusahaan mengalami kebangkrutan. *Fraud* secara umum dapat diartikan sebagai kesalahan yang secara sengaja dilakukan, dengan tujuan untuk menghilangkan atau mengambil hak pihak lain atau menguntungkan diri sendiri (Arens, Elder, & Beasley, 2012). Sehingga secara singkat dapat dikatakan *fraud* adalah tindakan penipuan dengan tujuan untuk menguntungkan salah satu pihak. Salah satu contoh kebangkrutan karena *fraud* adalah skandal Enron dengan KAP (kantor akuntan publik) Arthur Anderson yang terjadi pada 2001-2002.

Enron adalah perusahaan hasil merger antara InterNorth dan Houston Natural Gas pada tahun 1985. Waktu itu Enron merupakan perusahaan pada industri energi. Dalam perkembangannya, Enron tumbuh menjadi pemain utama dalam industri energi di Amerika dan di dunia. Bersamaan dengan hal tersebut Enron juga melakukan diversifikasi ke berbagai industri lain, sehingga menjadikan dirinya perusahaan konglomerasi. Enron yang merupakan perusahaan terbuka dan listing di bursa saham Amerika memilih KAP Arthur Anderson sebagai auditor laporan keuangannya. Arthur Anderson sendiri merupakan salah satu *big five* KAP di dunia.

Pada kondisi normal Arthur Anderson bertugas untuk memberikan keyakinan bahwa laporan keuangan yang diterbitkan oleh Enron adalah wajar sesuai kondisi perusahaan.

Fraud yang dilakukan oleh Enron adalah melakukan penipuan terhadap laporan keuangan perusahaannya sendiri. Pada laporan keuangan tahun 1997-2001 Enron melakukan penipuan, dengan melaporkan perusahaan mampu menghasilkan laba. Sedangkan kenyataannya perusahaan mengalami kerugian. Salah satu penipuan terbesar Enron adalah pada tahun 2001 Enron mencatatkan memperoleh laba bersih sebesar \$393 juta atau naik \$100 juta dari tahun sebelumnya. SEC (*Securities Exchange Commission*) selaku pengawas pasar modal Amerika mencurigai ketidakberesan dalam Enron, dan membentuk tim investigasi. Tidak lama setelah SEC bergerak, Enron mengeluarkan revisi laporan keuangannya selama 5 tahun. Dalam revisi tersebut, Enron secara total membubuhkan kerugian sebesar \$586 juta serta mengalami penambahan hutang sebesar \$2,5 miliar.

Harga saham Enron yang sebelumnya berada pada sekitar level \$30 perlembar saham turun menjadi beberapa dolar saja, dan bahkan menjadi puluhan sen, hingga dikeluarkan dari lantai bursa saham Amerika. Pada Desember 2001 Enron mendaftarkan kebangkrutan perusahaan ke pengadilan dan memecat kurang lebih 5.000 pegawainya. Dalam waktu berdekatan ditemukan juga bahwa Enron tidak melaporkan hutangnya sebesar 1 miliar dolar Amerika sehingga mengurangi laba ditahan Enron sebesar nilai yang sama.

Fraud oleh Enron ini juga menyeret Arthur Anderson dalam kondisi kebangkrutan. Arthur Anderson diputuskan bersalah oleh pengadilan Amerika karena dengan sengaja menghilangkan barang bukti (berkas-berkas audit Enron) sehingga menyebabkan penghambatan dalam penyelidikan Enron. Arthur Anderson juga terbukti melakukan prosedur audit salah sehingga menghasilkan opini audit yang tidak tepat untuk laporan keuangan Enron. Arthur Anderson terus mengalami konsekuensi negatif seperti kehilangan klien-klien auditnya, pembelotan afiliasi kepada KAP lain, dan larangan bertransaksi terhadap semua fungsi pemerintahan Amerika. Dengan kondisi seperti ini Arthur Anderson akhirnya menyatakan kebangkrutan.

8.2 RESTRUKTURISASI VS LIKUIDASI

Tujuan dari reorganisasi dalam *Bankruptcy Code* adalah memperbolehkan rencana re-organisasi untuk dikembangkan yang memungkinkan perusahaan melanjutkan operasinya. Rencana ini berisi perubahan dalam perusahaan yang dipercaya perlu untuk mengubah perusahaan agar dapat memperoleh keuntungan. Jika rencana untuk mewujudkan operasi yang menguntungkan tidak dapat diformulasikan, maka perusahaan harus dilikuidasi dengan menjual asset dan menggunakannya untuk membayar kewajiban perusahaan.

8.3 PENELITIAN JIM COLLINS

Banyak perusahaan-perusahaan terbesar dalam sejarah telah jatuh. Sejarah menunjukkan berulang kali bahwa yang berkuasa dapat mengalami kehancuran. Kerajaan Mesir, dinasti Chou, suku Maya - semuanya

mengalami kejatuhan. Kejatuhan di analogikan sebagai penyakit, misalnya kanker, yang dapat bertumbuh di dalam ketika anda masih terlihat kuat dan sehat dari luar. Jim Collins (2011) dalam bukunya yang terkenal berjudul "*How the mighty fall and why some companies never give in*" melihat kejatuhan dan kemunduran dalam institusi seperti penyakit yang bertahap. Lebih sulit dideteksi tetapi lebih mudah disembuhkan pada tahap awal, lebih mudah dideteksi tapi lebih sulit disembuhkan pada tahap selanjutnya. Sebuah institusi dapat terlihat kuat di luar, namun ternyata sudah sakit di dalam.

Kenyataannya, setiap institusi rentan, sebagaimanapun hebatnya. Tidak peduli seberapa banyak yang telah dicapai, tidak peduli sejauh mana telah berjalan, tidak peduli seberapa kekuatan yang dimiliki, setiap institusi rentan untuk mengalami kejatuhan. Tidak ada hukum alam yang mengatakan yang kuat akan selalu berada di atas. Setiap institusi berpeluang untuk jatuh, dan kebanyakan memang mereka mengalami kejatuhan.

Jim Collins melakukan *research* yang fokus pada 2 pertanyaan, apa yang terjadi sampai titik dimana penurunan mulai terlihat, dan apa yang dilakukan perusahaan ketika mereka mulai jatuh? Penelitiannya menghasilkan sebuah model, yang terdiri dari 5 tahapan yang berurutan.

Tahap 1: *Hubris born of success*

Pada tahap ini, organisasi menjadi sombong, menganggap keberhasilan merupakan hak mereka, dan melupakan faktor sesungguhnya yang menjadi penyebab kesuksesan. Yang dimaksud dengan *hubris* adalah tidak menghargai potensi yang tersisa dari *primary flywheel*. Atau lebih buruk, mengabaikan *flywheel* karena bosan, dan mengalihkan perhatian ke hal besar lainnya dengan keyakinan yang arogan bahwa keberhasilan tersebut akan berlanjut secara otomatis.

Apabila anda sedang bingung antara melanjutkan komitmen pada apa yang membuat anda berhasil dan hidup dalam ketakutan tentang apa yang akan datang, tanyakan pada diri anda 2 pertanyaan ini:

- 1) Apakah *primary flywheel* akan menghadapi kejatuhan yang tidak terelakkan dalam 5 tahun atau 10 tahun kemudian karena tekanan yang diluar kendali anda; akankah *primary flywheel* menjadi tidak mungkin

bertahan menjadi yang terbaik di dunia meskipun didukung dengan mesin ekonomi yang kuat?

2) Apakah anda telah kehilangan gairah terhadap *primary flywheel* anda?

Apabila anda menjawab tidak pada pertanyaan-pertanyaan di atas, maka lanjutkan untuk mendorong *primary flywheel* anda dengan intensitas seperti yang anda lakukan pada saat pertama kali memulainya. Namun tentu saja anda tetap membutuhkan eksperimen yang berkelanjutan dengan ide-ide baru sebagai mekanisme untuk menstimulasi pertumbuhan dan sebagai batasan terhadap masa depan yang tidak pasti.

Yang penting di sini bukanlah sesederhana seperti 'mereka gagal karena mereka tidak berubah.' Perusahaan yang berubah secara konstan namun tanpa rasional yang konsisten akan jatuh sama seperti perusahaan yang tidak berubah sama sekali.

Saat Jim Collins dan Jerry Porras melakukan survey terhadap 165 CEO pada 1989, mereka memilih Motorola sebagai perusahaan paling *visionary* di dunia. Di antara 18 perusahaan *visionary* yang diteliti saat itu, Motorola mendapat nilai tertinggi pada beberapa dimensi, seperti *core values*, kemauan untuk bereksperimen, *management continuity*, dan mekanisme untuk *self improvement*. Namun pada pertengahan 1990an, kesuksesan Motorola membuatnya menjadi arogan. Pada 1995, eksekutif Motorola mengeluarkan StarTAC *cellphone*, *cellphone* terkecil di dunia, dengan desain menawan dan unik. Hanya satu masalahnya, StarTAC menggunakan teknologi analog saat operator *wireless* menuntut teknologi digital. Respon Motorola adalah, Motorola mengatakan pada perusahaan operator, seperti Bell Atlantic, jika menginginkan StarTAC, maka mereka harus menyetujui syarat Motorola: Sebagian besar dari telepon mereka harus menggunakan Motorola dan harus mempromosikan Motorola dengan *stand alone display*. Hal ini membuat Bell Atlantic terganggu dengan sikap arogan Motorola. Arogansi Motorola kemudian membuka celah bagi kompetitor dan membuatnya jatuh dari posisi no. 1 pembuat telepon di dunia, dari 50% *market share* menjadi 17% pada 1999.

Tahap 2: *Undisciplined pursuit of more*

Pada tahap ini, organisasi menyimpang dari disiplin yang membawa mereka pada kejayaan pada awalnya. Ketika organisasi bertumbuh melebihi

kemampuan untuk mengisi posisi kunci dengan orang yang tepat, mereka telah merancang sebuah kejatuhan. Meskipun tidak mau berubah dapat berbahaya bagi perusahaan yang berhasil, namun *overreaching* seringkali lebih menjadi penyebab perusahaan yang berhasil mengalami kejatuhan.

Yang dimaksud dengan tidak disiplin adalah mengambil tindakan yang tidak konsisten dengan *core value*; berinvestasi besar pada arena baru dimana anda tidak dapat memperoleh *distinctive capability*, lebih baik dari kompetitor anda; mengabaikan bisnis utama setelah tertarik pada sesuatu yang baru; menggunakan organisasi sebagai alat mendongkrak kesuksesan pribadi; kehilangan fokus pada tujuan utama dalam mengejar pertumbuhan dan ekspansi.

Jika perusahaan besar secara konsisten meningkatkan penghasilan lebih cepat dari kemampuannya untuk memperoleh orang yang tepat dalam mengimplementasikan pertumbuhan tersebut, yang terjadi bukan saja perusahaan tidak mengalami kemajuan, bahkan perusahaan tersebut akan jatuh.

Salah satu tanda peringatan adalah menurunnya proporsi posisi kunci diisi oleh orang yang tepat. Setiap hari anda harus dapat menjawab pertanyaan berikut: Apa saja posisi kunci dalam organisasi? Berapa persen posisi tersebut diisi oleh orang yang tepat? Apakah rencana anda dalam meningkatkan persentase tersebut? Apa rencana cadangan anda bila suatu saat seorang yang tepat meninggalkan sebuah posisi kunci?

Salah satu perbedaan mencolok antara orang yang tepat dengan orang yang salah adalah, orang yang salah akan melihat dirinya memiliki 'pekerjaan', sedangkan orang yang tepat melihat dirinya memiliki 'tanggung jawab'.

Pemimpin yang gagal dalam proses suksesi telah membawa perusahaan mereka pada jalan menuju kejatuhan. Salah satu indikator paling signifikan dari kejatuhan adalah realokasi kekuatan pada tangan pemimpin yang gagal untuk memahami dan/atau kekurangan kemauan untuk melakukan apa yang seharusnya dilakukan-dan juga apa yang tidak seharusnya dilakukan-untuk mempertahankan kejayaan.

Pada 1988, Ames membeli Zayre *Department Store*, dengan ekspektasi lebih dari dua kali lipat ukuran perusahaan dalam 1 tahun. Dalam akuisisi,

apabila nilai tidak selaras dengan *core value* atau merusak budaya yang telah ada, akuisisi yang dilakukan malah berbahaya bagi perusahaan. Pada kasus Ames, akuisisi Zayre menghancurkan momentum yang telah dibangun dalam 3 dekade. Ketika Wal-mart meneruskan untuk fokus pada area kota kecil sebelum membuat migrasi evolusioner ke area *urban setting*, akuisisi Zayre merevolusi Ames, membuatnya menjadi *urban player* secara signifikan. Ketika Wal-mart tetap fokus pada menawarkan harga murah setiap hari, Ames secara dramatis merubah strateginya dengan Zayre. Ames melipat gandakan *revenue*nya dari 1986 ke 1989, tapi pertumbuhan yang terjadi tidak selaras dengan strategi yang membuat Ames mengalami kemakmuran pada awalnya. Dari 1986 hingga 1992 saham kumulatif Ames turun 98% seiring kebangkrutan Ames. Ames mampu bangkit dari kebangkrutan, tapi tidak pernah memperoleh kembali momentumnya yang dulu, dan dilikuidasi pada 2002. Sedangkan Wal-mart dengan tekun terus merambah *United States* satu demi satu, toko demi toko, daerah demi daerah, hingga *North east* dan mengalahkan Ames dengan bisnis model yang sama dengan yang dimulai Ames pada awalnya.

Tahap 3: *Denial of risk and peril*

Pemimpin pada tahap ini cenderung mengabaikan data yang negatif, dan membesar-besarkan data yang positif. Sebenarnya telah tampak tanda-tanda bahaya dari internal, namun pemimpin biasanya menjelaskan bahwa kesulitan tersebut adalah sementara atau tidak seburuk yang terlihat. Pemimpin mulai menyalahkan faktor eksternal daripada menerima tanggung jawab.

Tidak semua kasus kejatuhan melibatkan pengambilan keputusan yang besar. Perusahaan juga dapat pelan-pelan mengalami kemunduran, saat mereka bergerak semakin dalam ke tahap 3, mereka mulai mengakumulasi tanda-tanda peringatan. Dalam bisnis, indikator yang harus diawasi terus menerus adalah rasio *gross margin*, *current ratio*, dan *debt to equity*. Analisa keuangan yang dilakukan Jim Collin menunjukkan bahwa 11 perusahaan yang jatuh menunjukkan tren negatif paling tidak pada 1 dari 3 variabel di atas ketika bergerak menuju tahap 4. Reorganisasi dan restrukturisasi dapat menciptakan pandangan yang keliru bahwa anda sedang melakukan sesuatu hal yang produktif. Ketika anda mulai merespon

data dan tanda peringatan dengan reorganisasi sebagai strategi utama, anda mungkin berada pada penyangkalan.

Pada 1985, Motorola muncul dengan ide membuat koneksi tersedia di seluruh penjuru dunia dengan temuan bernama Iridium. Robert Garvin selaku *Chief Executive* Motorola melihat Iridium sebagai eksperimen kecil yang jika berhasil, dapat menjadi hal yang besar. Pada tahun 1980an, Garvin mengalokasikan dana untuk melakukan *prototype low-orbiting satellite system*. Pada 1991, Motorola menyerahkan proyek Iridium pada perusahaan terpisah dengan Motorola sebagai pemegang saham terbesar. Pada 1996, Motorola berinvestasi \$537 juta pada *venture* tersebut dan menjaminkan \$750 juta kapasitas pinjaman untuk Iridium, dimana jumlah tersebut bila digabung melebihi keseluruhan *profit* Motorola pada 1996. Pada fase pengembangan, seharusnya proyek Iridium dapat dihentikan dengan kerugian kecil. Namun proyek Iridium masuk ke fase peluncuran, tentunya dengan investasi lebih besar. Pada tahun 1996, beberapa tahun setelah Garvin pensiun, nilai Iridium telah banyak terkikis akibat layanan selular tradisional yang mulai mendunia. Selain itu, telepon Iridium memiliki kelemahan yang signifikan. Ukurannya yang sebesar bata berfungsi hanya diluar, dimana bisa mendapatkan gelombang langsung ke satelit, membuat Iridium kurang berguna bila dibandingkan layanan selular tradisional. Ketika insinyur Motorola memiliki ide mengenai Iridium pada 1985, hanya sedikit orang yang membayangkan layanan seluler dapat mencakup semua wilayah. Namun pada 1996, bukti empiris memberatkan peluncuran Iridium. Bagaimanapun, Motorola telah melipatgandakan *revenue* dari \$5 miliar ke \$27 miliar. Motorola mengalami loncatan besar karena Iridium, dan laporan tahunan 1997 mengatakan bahwa dengan pengembangan Iridium *global personal communications system*, Motorola telah menciptakan industri baru. Oleh karena itu, mengabaikan bukti negatif yang ada, Iridium diluncurkan, dan pada tahun 1998 tersedia bagi *customer*. Selanjutnya, Iridium jatuh dalam kebangkrutan, dengan hutang mencapai \$1,5 miliar. *Proxy report* Motorola pada tahun 1999 mencatat lebih dari \$2 miliar biaya berhubungan dengan program Iridium, yang membuat Motorola berlanjut ke *stage 4*.

Tahap 4: *Grasping for salvation*

Seringkali yang dianggap sebagai penolong dan penyelamat di masa genting adalah pemimpin yang karismatik dan *visionary*, strategi yang berani namun

belum teruji, transformasi yang radikal, revolusi budaya secara dramatis atau solusi-solusi lainnya. Hasil awal dari pengambilan tindakan dramatis dapat terlihat positif, tapi tidak bertahan lama.

Perusahaan pada tahap 4 mencoba segala hal baru seperti program baru, nilai baru, strategi baru, visi baru, budaya baru, terobosan baru dan akuisisi baru. Ketika 1 peluru gagal, mereka mencari yang lain terus menerus.

Pemimpin dalam tahap akhir kejatuhan perlu untuk kembali tenang, berpikir jernih dan fokus. Apabila anda ingin berbalik dari kejatuhan, perhatikan pada apa yang tidak boleh dilakukan. *Take one shot at a time.*

Dari tahun 1992 hingga 1998, CEO HP, Lew Platt memimpin perusahaan ini untuk memperoleh banyak profit dan melipat gandakan *cumulative stock return* lebih dari 5 kali lipat, sebuah kinerja yang membuat Platt berada pada peringkat ke 11 *Wealth Creators* dalam periode 25 tahun berdasarkan majalah Chief Executive. Namun pada awal 1999, Platt telah dinilai gagal oleh banyak investor, analis dan bisnis media. Platt mungkin ideal untuk era sebelumnya, namun HP telah mengembangkan kekhawatiran dengan pertumbuhan yang melambat dan harga saham yang lemah, menunjukkan bahwa HP membutuhkan pemimpin yang baru. Platt yang saat itu berusia 57 tahun berpikir, mungkin ia harus keluar lebih awal dan memberikan kunci pada generasi berikutnya. Pengunduran dirinya diterima, dan HP memulai pencarian CEO baru.

Pada 19 Juli 1999, HP mengumumkan pengganti Platt, Carly Fiorina dari Lucent Technologies. Pada 1998 Fortune telah disebut "*supersaleswoman*", berada di peringkat no 1 "*Most Powerful Woman in Business*", mengalahkan Oprah Winfrey. Sesaat setelah diangkat sebagai CEO HP, Fiorina membuat transformasi yang dramatis. Ia membuat strategi yang besar, menyatukan *brand* HP dalam slogan "*Invent*". Ia muncul dalam banyak *cover story* majalah-majalah ternama dan terlihat sangat menjanjikan. Dalam wawancara dengan Business Week, seminggu setelah pengumuman pelantikannya sebagai CEO, Fiorina memetakan prioritasnya. Fiorina datang ke HP dengan pemikiran bahwa ia telah kehabisan waktu dan sangat terburu-buru. *Return on Sales* HP kemudian menunjukkan 7% pada tahun pertama Fiorina, dan menjadi negatif pada 2002 dengan kerugian HP yang pertama dalam 45 tahun sejarah HP sebagai perusahaan publik.

Tahap 5: *Capitulation to irrelevance or death*

Merupakan akumulasi dari kemunduran dan awal yang salah sehingga mengikis kekuatan finansial dan semangat individu sampai pada saat dimana pemimpin kehilangan semua harapan untuk membangun masa depan yang lebih baik. Pada fase wirausaha, pemimpin berjuang untuk memperoleh kas yang cukup untuk dapat bertahan hidup, tetapi ketika organisasi menjadi besar dan berhasil, pemimpin lebih khawatir tentang *earning*. Padahal perusahaan tidak mati karena kekurangan *earning*, namun karena kekurangan kas. Pada beberapa kasus, pemimpin menjual perusahaan, dan pada kasus yang paling ekstrim, perusahaan mati begitu saja.

Pada akhir 1980an, Scott Paper telah jauh dibelakang P&G dan Kimberly -Clark dengan tidak banyak pilihan yang tersisa selain melakukan pinjaman besar untuk *reinvest* dalam beberapa usaha terakhir untuk dapat mengejar. *Debt to Equity ratio* Scott Paper melonjak menjadi rata-rata 175% dari 1985 ke 1994. Keterbatasan modal membawa pada restrukturasi kronis dan *cost cutting*: \$167 juta pada 1990, \$249 juta pada 1991, dan \$490 juta pada awal 1994. *Debt rating* Scott jatuh hingga hanya satu langkah dari *junk bond*. Hal tersebut membuat dewan memilih untuk membawa masuk Al Dunlap menjadi CEO Scott Paper pada 1994. Dunlap memangkas lebih dari 11.000 pekerja, termasuk 71% dari *upper management*. *Profit* kemudian melambung sebagai pengaruh *cost cutting*. Dunlap lalu menjual Scott Paper pada Kimberly-Clark. Dunlap adalah mekanisme kapitulasi Scott Paper, bukan penyebabnya.

Minicase: Zenith

Kasus lainnya yang dapat diambil pelajarannya adalah kasus Zenith. Zenith menjadi perusahaan televisi no.1 dan setiap dollar yang diinvestasikan pada Zenith pada awal 1950 hingga tahun 1965 meningkat nilainya lebih dari 10 kali. Ketika televisi Jepang mulai mendapatkan daya tarik pasar, Zenith dengan angkuhnya mengabaikan ancaman Jepang. Dalam pandangan Zenith, Jepang tidak mungkin dapat memberi ancaman serius bagi *brand* besar Amerika. Zenith kemudian bergeser pada *stage 2, undisciplined pursuit of more*, pada akhir 1960an dan awal 1970. Setelah mencapai tujuan untuk melewati RCA sebagai pembuat televisi berwarna no.1, Zenith berinvestasi pada peningkatan kapasitas manufaktur besar-besaran yang membuat *debt*

to equity ratio berkali lipat menjadi 100%. Zenith juga mengalami masalah dalam hal suksesi kekuasaan.

Saat *commander* McDonald meninggalkan perusahaan, Joseph Wright yang sebelumnya menjabat sebagai presiden, menjabat menjadi CEO. Namun ketika suksesor yang dipilih meninggal dunia, Wright menghadapi pilihan suksesi yang terbatas. Zenith kemudian membawa masuk orang luar dari Ford, yang kemudian menjadi *chairman*. Zenith selanjutnya berpindah ke *stage 3*, menyalahkan pihak eksternal daripada menghadapi kurangnya daya saing yang dimiliki. Dengan kapasitas yang berlebih, Zenith menurunkan harga dalam persaingan *market share* dan bahkan berutang lebih banyak, sehingga membuat ratio profitabilitas menurun ke level yang tidak pernah terjadi selama 30 tahun.

Pada tahun 1970an, Zenith berlanjut ke *stage 4* dengan mencoba banyak peluang pada waktu yang sama. Zenith mencoba *VCRs*, *videodiscs*, *telephone* yang dihubungkan melalui televisi, *home security video camera*, *cable TV decoders* dan *personal computer*. Untuk mendanai semua ini, *debt to equity ratio* Zenith menjadi 100%. *Data system unit* yang baru hampir membuat Zenith kembali berjaya. *Data system unit* diketuai oleh Jerry Pearlman, seorang yang brilliant, lulusan *cum laude* dari Princeton, disebut '*corporate visionary*' oleh *Business Week*. Pearlman menjadi CEO dan Zenith menjadi pembuat komputer no.2, sehingga muncul ambisi untuk memimpin di *laptop market*. Dari 1980 hingga 1989, divisi *Data System* meningkatkan *revenue*, menghasilkan lebih dari 50% dari *total revenue* Zenith dan hampir semua *profit* Zenith. Namun Zenith masih memiliki bisnis televisi, dan setelah bertahun-tahun dalam penyangkalan dan mencari penyelamatan, kondisi keuangan Zenith memburuk; *cash on hand* turun menjadi kurang dari 5% *current liability*. Pearlman mencoba untuk menjual bisnis televisi namun tidak memperoleh harga yang ia inginkan. Beberapa tahun sebelumnya, Zenith mendapat peluang untuk menutup bisnis televisi, mengalokasikan semua *resources* yang ada untuk *data systems division*, dan mengubah dirinya menjadi salah satu perusahaan komputer terbesar. Namun desakan pemegang saham, beban jumlah *debt* yang besar dan cadangan kas yang menyusut membuat Pearlman kehabisan pilihan. Pada 29 September 1989, Pearlman bertemu CEO Bull Corporation, Francis Lorentz untuk menjual bisnis komputer Zenith pada Bull. Pearlman kemudian mencoba

membangun Zenith kembali setelah menjual bisnis komputer, namun bisnis televisi terus menarik Zenith ke bawah, menghasilkan kerugian dari tahun ke tahun. Pada tahun 1995, Pearlman mengundurkan diri.

Banyak orang mengira perusahaan jatuh karena pemimpin yang mengambil keputusan keliru. Namun dalam kasus Zenith, dapat dilihat bahwa bahkan pemimpin yang terpintar dan sangat memiliki kemampuan, dapat menemukan diri mereka tidak mampu mengontrol nasib perusahaan jika dampak yang terakumulasi dari stage 1 ke stage 4 menghancurkan posisi kas. Setelah Pearlman, Zenith bergejolak melalui 5 CEO selama 10 tahun, jatuh dalam kebangkrutan dan muncul kembali dengan kurang dari 400 karyawan, 98% lebih sedikit dari 36.000 karyawan pada 1988. Mungkin bagi perusahaan melewati atau melompati sebuah tahapan, namun penelitian Jim Collin menunjukkan bahwa perusahaan biasanya melalui tahapan tersebut berurutan. Beberapa perusahaan berpindah dari satu tahap ke tahap lainnya dengan cepat, sedangkan yang lain membutuhkan waktu tahunan, atau bahkan dekade. Salah satu kunci kinerja yang berkelanjutan adalah memahami bagaimana kejayaan dapat hilang. Lebih baik belajar dari kejatuhan yang lain daripada mengulang kesalahan yang sama karena ketidaksadaran.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

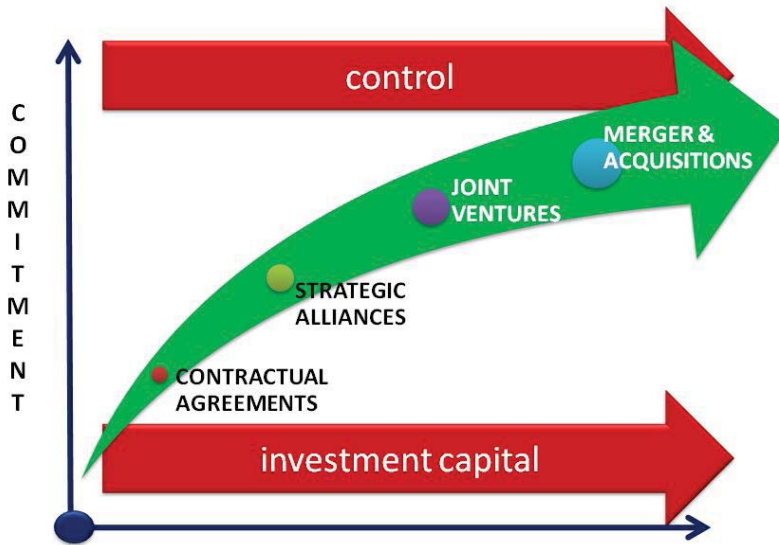
1. Jelaskan hubungan antara kegagalan bisnis dan M&A?
2. Jelaskan mengenai faktor-faktor penyebab kegagalan bisnis?
3. Bagaimana organisasi menghadapi tantangan kebangkrutan? Apakah dengan cara Likuidasi atau Restrukturisasi? Jelaskan?
4. Jelaskan mengenai penelitian dari Jim Collins dalam kaitannya dengan kebangkrutan
5. Jelaskan mengenai kasus Zenith dalam kaitannya dengan kebangkrutan

B A B 9

JOINT VENTURES AND STRATEGIC ALLIANCE

9.1 MENGAPA *JOINT VENTURE* DAN *STRATEGIC ALLIANCE*?

Sebagaimana kita tahu, merger dan akuisisi dapat menghabiskan biaya yang cukup besar, namun dapat memberikan banyak keuntungan bagi perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dengan baik. Terdapat cara lain untuk mendapatkan keuntungan yang serupa walau tanpa melakukan merger dan akuisisi, yaitu melalui *contractual agreement*, *strategic alliance* dan *joint venture*. Seperti gambar dibawah ini dapat dilihat bahwa merger dan akuisisi merupakan sebuah perjalanan yang panjang dimana seharusnya dicapai dengan melalui tiga model kolaborasi bisnis terlebih dahulu, yakni *contractual agreement*, *strategic alliance* dan *joint venture*. Jadi ketiga kolaborasi tersebut seharusnya dijalani terlebih dahulu sebelum benar-benar melakukan merger dan akuisisi. Layaknya seperti sebuah pasangan yang terlebih dahulu untuk melakukan proses pacaran dan tunangan sebelum menikah. Namun memang ada orang yang langsung memilih menikah dan sukses juga akhirnya. Sama halnya juga dengan proses merger dan akuisisi yang langsung dijalani tanpa melalui proses panjang. Namun tentu saja dari sisi kuantitas keberhasilan akan lebih sedikit.



Sumber: penulis

Gambar 9.1 pemetaan konsep *contractual agreements* hingga M&A.

9.2 CONTRACTUAL AGREEMENT

Ada bentuk yang lebih sederhana daripada *joint venture* atau *strategic alliance* dimana lebih murah dan efisien, yaitu *contractual agreement*. Apabila tujuan yang ingin dicapai spesifik dan dapat ditetapkan dalam kontrak, maka *contractual agreement* dapat digunakan. Hanya saja, *contractual agreement* memiliki tingkat komitmen antar perusahaan yang rendah, karena pihak-pihak yang ikut serta hanya berupaya agar sesuai dengan kontrak. Jika, terdapat pelanggaran maka mereka dapat saja keluar dari *contractual agreement* yang ada. Bentuk dari *contractual agreement* adalah MOU (*Memorandum of Understanding*) dan MOA (*Memorandum of Agreement*). Dalam skala makro, contoh dari *contractual agreement* adalah perjanjian antara negara APEC, MEA, dan sejenisnya.

9.3 STRATEGIC ALLIANCE

Strategic alliance adalah beberapa persetujuan yang didesain untuk mencapai beberapa tujuan strategis yang tidak mungkin dicapai oleh organisasi tersebut sendirian. *Strategic alliance* secara sederhana merupakan kombinasi antara *merger* dengan *joint venture*. Meskipun *strategic alliance* memberikan

tantangan yang signifikan bagi manajemen, Ginter peneliti di bidang *strategic alliance* menemukan beberapa keunggulan *strategic alliance*, yaitu *shared learning*, akses pada keahlian yang saat ini tidak dimiliki organisasi dan memperkuat posisi pasar.

Strategic alliance merupakan hal yang umum pada beberapa industri, seperti farmasi, perusahaan penerbangan dan komputer. Perusahaan penerbangan yang melayani pasar geografis yang berbeda seringkali membentuk aliansi atau *airline partner agreement*. Dalam perjanjian tersebut, keduanya tetap perusahaan penerbangan yang berbeda, namun berbagi rute. Bila dibandingkan dengan *joint venture*, *strategic alliance* memiliki asosiasi yang kurang formal karena *joint venture* biasanya membentuk sebuah entitas terpisah. *Strategic alliances* dapat berbentuk *vertical alliance* dan *horizontal alliance*. *Vertical alliance* terjadi antara pembeli dan pemasok. Sedangkan *horizontal alliance* antara perusahaan-perusahaan yang berada di garis bisnis yang sama.

Home	Garuda Indonesia Experience	Destination	Frequent Flyer	Corporate Partners	Special Offers	News and Events	Contacts
Asia <ul style="list-style-type: none"> • Singapore • Kuala Lumpur • Bangkok • Hongkong • Tokyo (Narita) • Tokyo (Haneda) • Osaka • Seoul • Guangzhou • Beijing • Shanghai • Taipei • Manila⁴ • Ho Chi Minh City⁵ • Bandar Seri Begawan⁶ 		Middle East <ul style="list-style-type: none"> • Jeddah • Abu Dhabi • Muscat² Australia <ul style="list-style-type: none"> • Perth • Melbourne • Sydney United States of America <ul style="list-style-type: none"> • Los Angeles⁷ • San Fransisco⁷ 		Europe <ul style="list-style-type: none"> • Amsterdam • London Heathrow^{1,2} • Frankfurt¹ • Zurich¹ • Madrid¹ • Munich¹ • Rome¹ • Paris² • Manchester² • Athena² • Moscow² • Istanbul³ 			
<small> ¹ Codeshare with KLM via Amsterdam ² Codeshare with ETIHAD via Abu Dhabi ³ Codeshare with Turkish Airlines ⁴ Codeshare with Philippine Airlines ⁵ Codeshare with Vietnam Airlines ⁶ Codeshare with Royal Brunei Airlines ⁷ Codeshare with China Airlines via Taipei </small>							Top

Sumber: website GIAA

Gambar 9.2 daftar *strategic alliance* garuda indonesia.

Keputusan perusahaan untuk masuk dalam aliansi adalah strategi diversifikasi maupun non diversifikasi yang dihasilkan dari interaksi kompleks antara faktor external dengan kebutuhan internal. Salah satu alasan mengapa perusahaan melakukan *strategic alliances* adalah untuk memperoleh manfaat bersama dari sumber daya berupa pengetahuan tertentu dari salah satu partner. Namun ada resiko tersendiri bagi perusahaan yang melakukan aliansi dengan perusahaan lebih besar dimana perusahaan yang lebih besar dapat mengambil keuntungan dari *knowledge* yang didapat namun tidak seutuhnya membagi pengetahuan yang dimilikinya.

Tujuan membentuk aliansi adalah *resource based theory* dari *strategic management*. Pendekatan *resource based* berkaitan dengan manajemen sumber daya perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaing. Pertama, *strategic alliance* membuka jalan bagi sumber daya yang langka dan ketika perusahaan kekurangan kemampuan untuk mengembangkan sumber daya tersebut sendiri atau ketika pengembangan kapabilitas tersebut berhubungan dengan *diseconomies of scale, scope* dan waktu dibandingkan dengan perusahaan yang telah memiliki sumber daya tersebut. Kedua, *strategic alliance* dapat menyediakan mekanisme yang diperlukan untuk memfasilitasi pertukaran sumber daya, seperti pengembangan produk yang cepat dan kapabilitas inovasi yang fleksibel. *Strategic alliance* dapat menjadi salah satu cara mengakses *critical skill* atau kapabilitas dari partner aliansi.

Eisenhardt dan Schoonhoven peneliti di bidang *strategic alliance* mengidentifikasi dua faktor yang mempengaruhi pembentukan aliansi. Pertama, perusahaan cenderung membentuk aliansi jika mereka dalam *strategic position* yang kurang baik dan membutuhkan sumber daya tambahan. *Strategic position* dapat diukur dengan menggunakan jumlah kompetitor, tahap *market development*, dan strategi perusahaan. Kedua, pembentukan aliansi cenderung terjadi ketika perusahaan berada pada posisi sosial yang kuat dengan tim manajemen yang besar, berpengalaman dan terhubung dengan baik.

Sebuah penelitian tentang pengaruh *shareholder wealth* dilakukan oleh Chan, Kensinger, Keown dan Martin terhadap 345 *strategic alliance* selama periode 1983-1992. Mereka menemukan pengembalian abnormal yang positif sebesar 0,64%. Hal ini sesuai dengan penelitian oleh Mc.Conell

dan Nantell dalam *joint venture*. Mereka juga tidak menemukan bukti akan adanya pemindahan *wealth* yang signifikan antara partner aliansi.

Mini-Case: BMW Rolls-Royce GmbH (Adaptasi dari Strategi Direction, 2004)

Rolls Royce, merupakan perusahaan luar angkasa UK yang telah diuntungkan dari Strategic Alliance selama satu dekade dengan BMW, produsen mobil Jerman. Tujuan utama ketika usaha itu dimulai pada tahun 1990 adalah untuk membangun BMW Rolls-Royce GmbH sebagai produsen mesin terkemuka dalam divisi khusus dari pasar mesin. Tujuan ini telah dicapai ketika mereka mengembangkan mesin inti BR700 yang merupakan mesin utama yang memberikan fondasi bagi perkembangan mesin selanjutnya. Sebenarnya aliansi ini merupakan aliansi yang beresiko karena berbeda dari kebanyakan aliansi lainnya. BMW Rolls-Royce GmbH menikmati otonomi yang lebih besar dari perusahaan induknya, berbeda dengan apa yang dilakukan dengan kemitraan lain. Tapi yang paling menarik dari semua ini adalah fakta bahwa BMW dan Rolls Royce memiliki pangsa pasar yang bertolak belakang.

The logo for BMW Group, featuring the text "BMW GROUP" in a bold, black, sans-serif font.The logo for Rolls-Royce Motor Cars Limited, featuring the text "Rolls-Royce" in a serif font above "Motor Cars Limited" in a smaller sans-serif font.

Rolls Royce melakukan Strategic Alliance dengan BMW karena Rolls Royce merasa perusahaannya memiliki beberapa kekurangan, diantaranya:

- Rolls Royce hanya dapat bersaing di pangsa pasar tertentu. Hal ini membuat perusahaan berada di posisi yang lemah selama periode tertentu karena pangsa pasar yang dapat dijangkaunya hanyalah kelas atas.
- Tidak dapat memperoleh keuntungan dengan membuat product baru untuk kelas bawah karena harga teknologi untuk mesin yang digunakan mahal sehingga perusahaan tidak dapat menurunkan harga.
- Memiliki daya tarik yang terbatas di mata produsen penerbangan. Hal ini disebabkan karena biasanya perusahaan penerbangan mencari mesin dengan harga yang terjangkau namun dengan kualitas terbaik.

BMW mau melakukan Strategic Alliance dengan Rolls Royce karena BMW merasa Rolls Royce memberikan manfaat bagi perusahaannya, diantaranya:

- Diversifikasi ke industry aerospace menyebabkan perusahaan mampu bersaing secara competitive dengan competitor utama dalam bidang produsen mobil.
- Teknologi mesin aerospace yang canggih dapat meningkatkan brand BMW lebih baik lagi dari sebelumnya.
- Memberikan kesempatan bagi BMW untuk masuk dan berdiri sendiri ke dalam industry aerospace

BMW Rolls-Royce GmbH menargetkan agar productnya digunakan oleh penerbangan local dan segment market jets yang besar. Untuk itu, BMW Rolls-Royce membuat BA710 yang merupakan penerus superior terbaru dari BR700. Menggunakan Strategic Alliance merupakan solusi terbaik bagi kedua perusahaan ini. Hal ini dapat dilihat dari keberhasilan yang diraih yaitu berhasil naik dan menduduki peringkat ke-50 (sebelumnya 75) sebagai perusahaan aerospace terbesar di dunia.

9.4 JOINT VENTURE

Sedangkan *joint venture* adalah kombinasi sumber daya dari dua atau lebih organisasi terpisah untuk menyelesaikan tugas yang sudah didesain sebelumnya. Ketika proyek terlalu besar, teknologi terlalu mahal atau biaya kegagalan terlalu tinggi untuk sebuah organisasi, *joint venture* seringkali digunakan. Perbedaan paling utama antara *joint venture* dan *strategic alliance* adalah investasi awal yang dibutuhkan saat pembentukan. *Strategic alliance*, secara rata-rata lebih kecil dibandingkan investasi yang dibutuhkan saat pembentukan *joint venture*. Selain itu, lebih sulit untuk mengukur kontribusi masing-masing partner sepanjang masa *strategic alliance*, dan dengan demikian lebih sulit untuk mengalokasikan benefit yang diperoleh dari aliansi tersebut. Oleh karena itu, *strategic alliance* lebih tidak formal dan lebih ambigu. Namun, *strategic alliance* memberi nilai lebih melalui tingkat fleksibilitas organisasi pada perusahaan partner daripada *joint venture*.

Dalam *joint venture*, 2 atau lebih perusahaan menggabungkan asset tertentu dan bekerja sama mencapai tujuan bisnis tertentu. Di sisi lain, perusahaan yang terlibat dalam *joint venture* juga mengatur operasi bisnis

mereka masing-masing dan tetap terpisah seperti sebelum melakukan *joint venture*. *Joint venture* dapat digunakan untuk beragam tujuan bisnis. Diharapkan dua perusahaan yang memiliki spesialisasi sumber daya masing-masing, ketika digabungkan dapat menciptakan atau memasarkan produk tertentu. *Joint venture* juga terbagi menjadi dua bentuk, yaitu *vertical* dan *horizontal*. *Vertical joint venture* terjadi antara pembeli dan pemasok. Sedangkan *horizontal joint venture* terjadi antara perusahaan-perusahaan dalam garis umum bisnis yang sama. *Joint venture* juga dapat digunakan sebelum akuisisi untuk mempelajari kekuatan dan kelemahan perusahaan target. Selain itu, bila dibandingkan dengan akuisisi, *joint venture* lebih murah dan lebih mudah untuk diimplementasikan.

The image shows the footer of the Wyndham Rewards website. At the top center is the 'WYNDHAM REWARDS.' logo. Below it, a rounded rectangle contains logos for various hotel brands: WYNDHAM Hotels and Resorts, WYNDHAM GRAND COLLECTION, WYNDHAM GARDEN, TRYP, WINGATE BY WYNDHAM, HAWTHORN SUITES BY WYNDHAM, and MICROTTEL BY WYNDHAM. Below this rectangle are logos for DREAM HOTELS, RAMADA WORLDWIDE, NIGHT, BAYMONT INN & SUITES, Days Inn, Signature, Howard Johnson, Travelodge, and Knights Inn. Below the logos are three columns of links: 'Member Services at Us' (Terms / Policies, Terms & Conditions, Privacy Policy, Terms of Use, Guaranteed Best Rate, About Safemark), 'Corporate Links' (Wyndham Green, Women on Their Way, Careers, Wyndham Worldwide, Media Center, University Relations, RoomKey.com, Sitemap), and 'Featuring Ratings and Reviews from:' (tripadvisor®, Facebook). To the right is a grey box for 'Sign Up For Special Offers By Email' with a 'Sign Up Now' button. At the bottom, there is a list of city locations and a copyright notice for 2003-2013 Wyndham Rewards, Inc.

Sumber: website wyndham

Gambar 9.3 daftar *joint-venture* hotel yang tergabung dalam jaringan wyndham.

9.5 MOTIF DALAM *JOINT VENTURE*

Terdapat beberapa motif perusahaan melakukan *joint venture*, yaitu meningkatkan kemampuan dalam penelitian dan pengembangan (R&D), mendapatkan akses ke pemasok kunci, meningkatkan sistem distribusi,

dan memperoleh akses ke pasar luar negeri. Salah satu contohnya adalah *joint venture* antara Federal Express (Fedex) dengan Tianjin DatianW Group Co. Ltd (TDW). Keduanya membentuk sebuah perusahaan pengiriman internasional pada 1999. Salah satu tujuan dari *joint venture* ini bagi Fedex adalah sebagai jalan masuk bagi Fedex ke pasar Cina karena Cina adalah salah satu negara yang bertumbuh sangat cepat di dunia. Hal ini rupanya diikuti oleh rival Fedex lainnya, yaitu UPS dan Deutsche Post AG's DHL yang juga membentuk *partnership* dengan perusahaan pengiriman di Cina. UPS melakukan *partnership* dengan Yangtze River Express Airline Co. Ltd sedangkan DHL melakukan *partnership* dengan China National Trade Transportation Corp.

9.6 PENELITIAN DALAM *JOINT VENTURE*

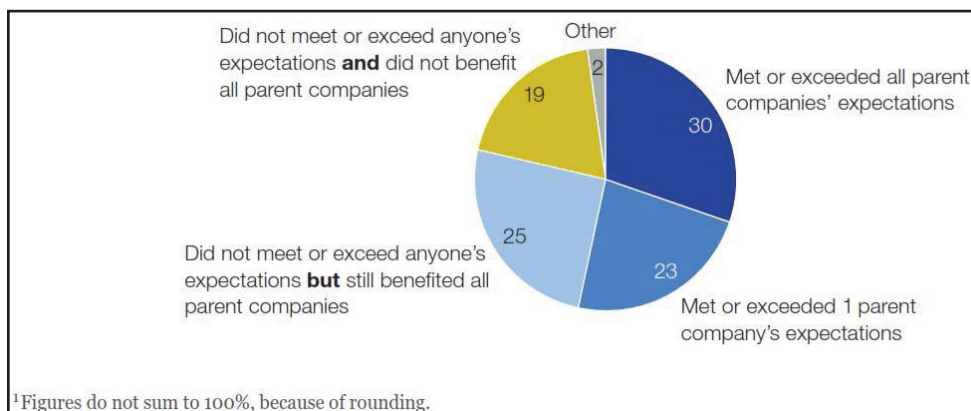
Mc. Conell dan Nantell melakukan sebuah penelitian terhadap 136 *joint venture* melibatkan 210 perusahaan US pada periode 1972-1979. *Joint venture* tersebut berasal dari industri yang beragam, dengan yang paling banyak berasal dari industri pengembangan *real estate* (13%) dan *television and motion picture* (10%). Penelitian ini menunjukkan bahwa pemegang saham di perusahaan yang mengikuti *joint venture* memperoleh pengembalian 0,73% pada periode pengumuman bergabung dalam *joint venture*. Mc Conell dan Nantell menemukan efek yang positif terhadap *shareholder wealth*, yang didukung oleh penelitian Woolridge dan Snow.

Penelitian Woolridge and Snow yang menganalisa 767 pengumuman keputusan investasi dari 248 perusahaan yang beroperasi dalam 102 industri. Mereka melakukan penelitian reaksi pasar saham terhadap pengumuman keputusan investasi tersebut. Secara umum, mereka menemukan respon pasar saham yang positif.

Mc.Conell dan Nantell juga menemukan pengaruh terhadap *shareholder wealth* berdasarkan tipe *venture*. Dalam horizontal *joint venture*, tampak bahwa keuntungan *joint venture*, lebih dapat dirasakan secara rata oleh semua pihak yang terlibat dalam *joint venture*. Sedangkan dalam vertical *joint venture*, supplier memperoleh keuntungan lebih besar, dimana pasar tidak melihat adanya keuntungan yang sama besar bagi pembeli.

Meski *joint venture* memberikan banyak keuntungan bagi partner yang terlibat didalamnya, namun *joint venture* dapat mengalami kegagalan apabila partner tidak bekerja sama dengan baik. *Venture* dapat meminta partisipan untuk berbagi properti intelektual atau pengetahuan penting lainnya, dan partner bisa menolak untuk membagikannya. Penyebab kegagalan lainnya adalah partner dalam *joint venture* juga dapat menggunakan informasi tersebut dengan cara yang tidak dikehendaki oleh partisipan *venture* yang lain.

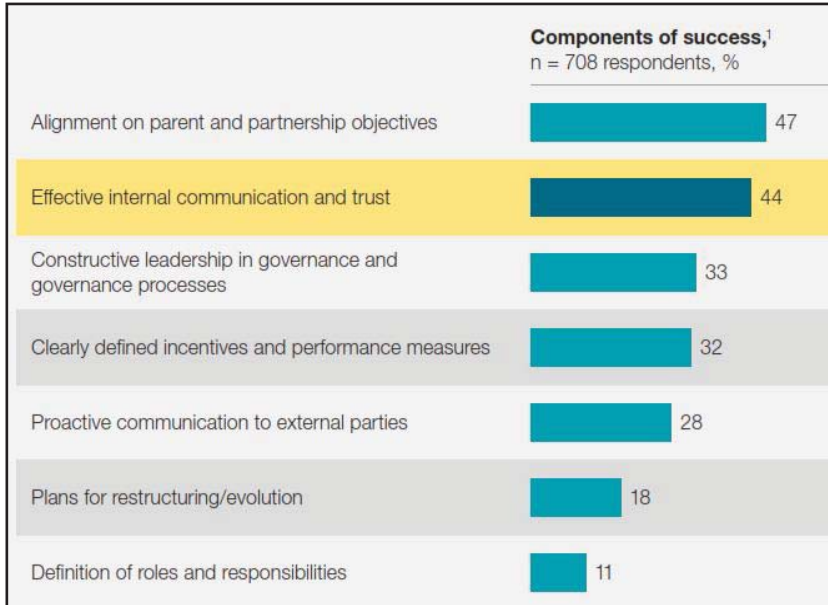
Data berikut merupakan kinerja joint venture dari organisasi bisnis yang diteliti oleh McKinsey di tahun 2014. Dari data yang ada menunjukkan bahwa kurang lebih 53% organisasi bisnis yang melakukan joint-venture menemukan bahwa kinerja yang didapat setelah joint-venture sesuai atau bahkan lebih besar dari yang diharapkan.



Sumber: Rinaudo & uhlner, Mckinsey report november 2014

Gambar 9.4 kinerja organisasi setelah joint-venture

Ada beberapa faktor utama yang menjadi keberhasilan joint-venture, dimana dua faktor yang paling penting adalah kesesuaian tujuan antara kedua organisasi dan kemudian aspek komunikasi. Secara lengkap McKinsey report menuangkan hasil penelitian mereka atas joint-venture seperti pada gambar 9.5.



Sumber: Rinaudo & uhlaner, Mckinsey report november 2014

Gambar 9.5 faktor yang mempengaruhi keberhasilan joint-venture

Mini-Case: PT Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP) dan Asahi Group

Pada September 2012 PT Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP) dan Asahi Group melakukan perjanjian *joint venture* dan menghasilkan 2 perusahaan baru yaitu PT. Asahi Indofood Beverage Makmur dan PT. Indofood Asahi Sukses Beverage. Dua perusahaan *joint venture* ini sama-sama bergerak di bidang *consumer good* kategori *bverages* (minuman). Meskipun bergerak dibidang yang sama, kedua perusahaan ini memiliki fokus yang berbeda. PT. Asahi Indofood Beverage Makmur berfokus pada produksi, sedangkan PT. Indofood Asahi Sukses Beverage berfokus pada pemasaran dan distribusi external. Beberapa produk hasil *joint venture* ini adalah Ichi Ocha, Cafela Latte, dan air mineral Club.

Sebagai informasi PT Indofood CBP Sukses Makmur adalah anak perusahaan hasil *spin-off* dari PT Indofood Sukses Makmur pada tahun 2010. Seperti namanya PT Indofood CBP Sukses Makmur berfokus pada produksi dan penjualan produk-produk *customer branded product* (CBP). Sebelum *joint venture* ICBP hanya mempunyai lini produk mie, susu beserta

olahannya, camilan, bubu tambahan, dan suplemen serta makanan khusus. Disisi lain Asahi Group adalah perusahaan jepang, yang awalnya yaitu pada tahun 1889 merupakan perusahaan manufaktur minuman berakohol. Dalam perkembangannya Asahi Group kemudian berkembang ke lini-lini bisnis lainnya seperti minuman ringan bersoda, kopi, teh, jus buah, dan makanan terutama makanan beku (*frozen food*). Baik ICBP maupun Asahi keduanya telah melebarkan bisnis ke manca negara sebelum terjadinya *joint venture*. ICBP memiliki berbagai kepemilikan signifikan di beberapa perusahaan luar negeri seperti di India, China, dan Thailand. Sedangkan Asahi memiliki kepemilikan signifikan pada perusahaan di New Zeland, Australia, dan Malaysia.

Jika dicermati, *joint venture* ICBP dan Asahi ini termasuk jenis *joint venture* horisontal sekaligus vertikal. Dari sisi ICBP *joint venture* dapat diartikan sebagai *joint venture* horisontal karena dengan adanya dua perusahaan hasil *joint venture* ini, ICBP mulai masuk ke produk bermerek kategori minuman (*beverages*). Sebelum ada perjanjian ini ICBP belum mempunyai produk minuman selain minuman susu. Sehingga bersama dengan Asahi ICBP dapat memperoleh pengetahuan atau kemampuan memproduksi dan memproses minuman secara baik, dikarenakan Asahi merupakan produsen minuman yang telah ternama di Jepang.

Dari sisi Asahi, *joint venture* ini dapat dikategorikan dengan *joint venture* vertikal. Asahi mendapatkan keuntungan dari ICBP karena ICBP sudah mempunyai pengalaman dan nama yang besar di pasar Indonesia. Dengan demikian diharapkan mampu memahami cara dan perilaku konsumen Indonesia, sehingga mempermudah pengenalan produk dan mengambil pangsa pasar. Salah satu alasan mengapa Asahi melakukan *joint venture* bersama ICBP karena potensi pasar minuman di Indonesia yang sangat besar. Presiden direktur Asahi Group, Naoki Izumia mengakui pangsa pasar minuman di Indonesia yang mencapai sekitar 400 miliar yen, dan pertumbuhan pasar minuman dalam kemasan yang mencapai dua digit, menjadi salah satu motif utama mengapa Asahi melakukan *joint venture* dengan ICBP meskipun sebenarnya Asahi sudah mempunyai pabrik di Malaysia.

Dasar motif *joint venture*, dan penerapan keahlian masing-masing perusahaan juga tercermin dari komposisi kepemilikan dari PT Asahi

Indofood Beverage Makmur dan PT Indofood Asahi Sukses Beverage. PT Asahi Indofood Beverage Makmur yang menangani bidang produksi dimiliki 51% oleh Asahi Group dan 49% oleh ICBP. Sedangkan PT Indofood Asahi Sukses Beverage yang menangani bidang pemasaran dan distribusi dimiliki 49% oleh Asahi Group dan 51% oleh ICBP.

Mini-Case: Sony Ericsson (Adaptasi dari Arlsan and Zhaohua, 2009)

Sony Ericsson merupakan sebuah hasil international joint venture antara perusahaan telekomunikasi raksasa asal Swedia "Ericsson" dan produsen elektronik terkemuka Jepang "Sony". Sebelum melakukan joint venture, keduanya memiliki latar belakang budaya dan melayani sektor pasar yang benar-benar berbeda. Proses pembentukan perusahaan Joint Venture antara Sony dan Ericsson pertama kali diprakasai oleh Ericsson. Hal ini terjadi karena pada saat itu ada perubahan yang cepat dalam permintaan terhadap model yang lebih murah dan kurang canggih sehingga membuat Ericsson tidak mampu mempertahankan persaingan dengan LTS Finlandia saingan Nokia, yang telah menangkap pasar dengan desain murah dan user-friendly serta produksi yang efisien. Dalam rangka untuk mengatasi situasi ini, Ericsson memutuskan untuk menggabungkan operasi ponsel dengan Jepang Sony Electronics, sehingga membentuk SonyEricsson pada tahun 2001 dengan masing-masing perusahaan memiliki 50% saham.

Tujuan utama dari kerjasama ini adalah untuk membuat Sony menyumbangkan pengetahuan dalam desain produk konsumen. Sony Ericsson mulai beroperasi pada bulan Oktober 2001 dengan hampir 4000 karyawan dan kantor pusat berbasis di London, UK. Misi perusahaan adalah untuk membangun perusahaan sebagai merek global yang paling menarik dan inovatif dalam industri mobile handset.

Salah satu kendala utama yang menyebabkan banyaknya perusahaan Joint Venture bangkrut adalah perbedaan budaya dari kedua perusahaan yang berasal dari negara yang berbeda. Dalam kasus ini Sony dan Ericsson memiliki budaya nasional dan budaya organisasi yang berbeda pula. Budaya nasional Ericsson dapat dibilang memiliki tingkat penyelesaian masalah yang rendah, individualisme tinggi, dan tidak berorientasi pada jangka panjang. Hal ini mempengaruhi Ericsson menjadi perusahaan yang memiliki struktur organisasi yang datar dan terdesentralisasi, ukuran perusahaan kecil,

kepercayaan diri kinerja individu yang tinggi (tidak ada teamwork), orientasi tujuan jangka pendek dan memperhatikan kesetaraan antara karyawan pria dan wanita. Budaya organisasinya tidak memungkinkan karyawan untuk mengambil resiko, mempromosikan sikap profesional, mencegah adanya aturan dan peraturan yang ketat serta lebih berfokus pada etika bisnis.

Sedangkan Sony memiliki budaya nasional adanya ketidakpastian yang tinggi, menghindari individualisme, dan berorientasi pada jangka panjang sehingga perusahaannya memiliki struktur hirarkis dan terpusat di organisasi, mengutamakan teknologi, mengedepankan kerjasama, mempromosikan daya saing serta orientasinya untuk tujuan jangka panjang. Budaya organisasi di Sony memungkinkan karyawan untuk mengambil risiko, mendorong profesionalisme, mengharapkan semua orang untuk taat pada peraturan yang ketat, dan berfokus pada pemenuhan kebutuhan pelanggan.

Dari kedua budaya diatas, dapat disimpulkan bahwa kedua perusahaan induk memiliki perbedaan budaya yang sangat signifikan. Alasannya adalah Sony berawal di Jepang dan Ericsson merupakan perusahaan yang berbasis Swedia. Hal ini menimbulkan kesulitan dalam hal komunikasi dan koordinasi. Satu-satunya kesamaan adalah orientasi profesional terhadap pekerjaan dan sistem terbuka yang ada dalam organisasi.

Namun Sony Ericsson lebih mengadaptasi dan mengimplementasikan budaya yang berasal dari Ericsson. Sony Ericsson mendorong karyawan untuk mengikuti prosedur dan menghindari mengambil risiko, menunjukkan minat terhadap masalah pribadi karyawan, mempromosikan sikap profesional, memungkinkan karyawan baru untuk dengan mudah berkenalan dengan lingkungan, mencegah menerapkan aturan ketat dan berfokus pada mengikuti aturan bisnis dan etika dalam rangka untuk memenuhi kebutuhan pelanggan. Hal ini mungkin karena perusahaan memiliki basis di Eropa dan rasio karyawan Swedia yang bekerja di Sony Ericsson cukup tinggi, sehingga memberikan gagasan yang sama. Budaya yang tergabung di Sony Ericsson sebagian didasarkan pada beberapa kesamaan antara perusahaan induk dan sebagian dipengaruhi oleh budaya nasional karyawan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa dalam menghadapi masalah perbedaan budaya International Joint Venture, ada

kekuatan yang sama dari budaya kedua perusahaan induk tetapi ketika salah satu perusahaan induk lebih dominan, maka budaya nasional Joint Venture akan mengikuti budaya nasional perusahaan induk yang lebih dominan tersebut.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa perusahaan melakukan Joint Venture dan Strategic Alliance?
2. Apakah hubungan antara Joint Venture dan Strategic Alliance dengan M&A?
3. Bagaimanakah kinerja organisasi setelah melakukan Joint Venture? Jelaskan? Bagaimana anda melihat korelasi dengan kinerja organisasi setelah M&A?
4. Jelaskan mengenai kasus ICBP dan Asahi group dalam kaitannya dengan bab ini?

-oo0oo-

B A B 1 0

ISU MERGER AKUISISI 1: INTEGRASI SISTEM AKUNTANSI DALAM PENGGABUNGAN USAHA

10.1 INTEGRASI SISTEM AKUNTANSI MANAJEMEN SETELAH MERGER DAN AKUISISI

Menurut Simons, sistem akuntansi manajemen didefinisikan sebagai seperangkat praktek manajemen yang merupakan bagian penting dari pengambilan keputusan organisasi, dan dirancang untuk memberikan informasi kepada manajer untuk pengambilan keputusan (Agbejule, 2011). Atau dengan bahasa lain dapat di definisikan sebagai suatu sistem informasi yang memiliki karakteristik untuk membawa manfaat bagi penggunanya yaitu pihak manajemen untuk pengambilan keputusan dan peningkatan kinerja. Tentu saja sistem akuntansi manajemen diharapkan dapat memberikan informasi kepada manajemen dalam mengendalikan kegiatan organisasi (Grandlund, 2003). Karena sistem akuntansi manajemen merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi organisasi, maka perubahan sistem akuntansi manajemen akan menyebabkan perubahan signifikan dalam organisasi tersebut. Maka, seharusnya semakin besar kompleksitas organisasi, maka akan semakin tinggi perubahan pada sistem akuntansi manajemen yang ada. Dalam kondisi perubahan lingkungan bisnis saat ini penggunaan sistem akuntansi manajemen telah berkembang selama bertahun-tahun dari yang awalnya berfokus pada penyediaan kontrol formal dan sistem umpan balik mengembang menjadi sebuah alat yang membantu organisasi dalam mengimplementasikan *organisation learning* (Agbejule, 2011).

Informasi akuntansi manajemen yang dihasilkan oleh sistem akuntansi manajemen diperlukan oleh berbagai tingkat manajemen yaitu manajemen level atas, manajemen level menengah maupun manajemen level bawah. Pada setiap level manajemen, dibutuhkan informasi yang berbeda. Keputusan yang dibuat oleh manajemen level bawah biasanya adalah keputusan yang bersifat rutin atau berulang dan terdapat prosedur atau metode yang jelas untuk menanganinya. Misalnya supervisor memerlukan informasi akuntansi manajemen untuk melaksanakan dan mengendalikan kegiatan harian mereka. Manajemen level menengah seperti manajer fungsional dan kepala cabang, memerlukan informasi yang dapat digunakan untuk mengendalikan dan menilai kinerja unit operasi. Sedangkan manajemen level atas, seperti direktur dan para wakil direktur, memerlukan informasi akuntansi manajemen yang dapat digunakan untuk melakukan perencanaan strategik contoh keputusan jenis ini adalah keputusan melakukan merger atau akuisisi.

Perubahan organisasi seperti aktivitas M&A akan mempengaruhi struktur sistem akuntansi manajemen sebuah organisasi, hal ini disebabkan karena adanya perubahan strategi manajemen, struktur, dan cara mempertahankan keberlangsungan dalam menghadapi pesaing. Oleh karena itu, desain sistem akuntansi manajemen yang baik akan mempengaruhi kesuksesan proses M&A. Di sisi lain, isu yang akan dihadapi adalah apakah pihak yang mengakuisisi bersedia menerima perbedaan sistem akuntansi manajemen yang ada, dengan memilih sistem yang terbaik atau memaksakan sistem yang dimiliki kepada perusahaan yang diakuisisi. Perusahaan yang diakuisisi biasanya memiliki masalah yang lebih luas seperti kurangnya dana untuk operasional usaha, penurunan kinerja keuangan hingga kepailitan karena hutang yang tidak dapat dilunasi. Dengan terjadinya proses Merger dan Akuisisi, perusahaan yang lebih mendominasi adalah perusahaan yang lebih kuat dan biasanya merupakan perusahaan yang mengakuisisi. Hal tersebut akan berdampak kepada para karyawan dan manajer perusahaan yang diakuisisi. Banyak dari mereka yang merasa tidak puas dengan penerapan sistem akuntansi manajemen yang baru karena mereka harus beradaptasi lagi dengan sistem yang baru. Jika manajer tepat dalam menggunakan sistem akuntansi manajemen tersebut maka dapat meningkatkan keputusan yang diambil dan kemudian mencapai tujuan organisasi.

10.2 PERAN SISTEM AKUNTANSI MANAJEMEN

Muslichah (2011) menyatakan bahwa dalam menjalankan fungsi atau tugasnya yang berkaitan dengan perencanaan, pengorganisasian, pengendalian dan pengambilan keputusan manajemen membutuhkan informasi akuntansi manajemen. Informasi tersebut dapat diperoleh dari suatu sistem yang disebut sistem akuntansi manajemen (Hermawan, 2009). Contoh dari informasi akuntansi manajemen adalah laporan penjualan per produk, laporan rugi laba per segmen, laporan biaya mutu. Selain itu, Mia dan Clarke (1999, dalam Faisal, 2006) menyatakan bahwa penggunaan informasi sistem akuntansi manajemen (SAM) dapat membantu manajer dan organisasi untuk mengadopsi dan mengimplementasikan rencana-rencana mereka dalam merespon lingkungan persaingan. SAM dilihat sebagai suatu sistem yang dapat memberikan informasi *benchmarking* dan *monitoring* dari informasi internal dan historis yang secara tradisional dihasilkan Sistem Akuntansi Keuangan (Hermawan, 2009).

Sedangkan Johnson dan Kaplan (1987 dalam Syam dan Maryasih, 2006) menyatakan informasi SAM dapat memudahkan pengguna (para manajer atau eksekutif) untuk mengontrol biaya, mengukur dan meningkatkan produktivitas, dan dapat pula memberikan dukungan terhadap proses produksi. Hal tersebut akan mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Maiga (2008) berpendapat bahwa ada 3 komponen pengendalian sistem akuntansi manajemen yaitu *quality goals*, *quality feedback*, dan *quality-related incentives* yang diharapkan dapat menciptakan kondisi untuk memotivasi pekerja untuk mencapai hasil yang diinginkan.

10.3 PENGARUH KETIDAKPASTIAN LINGKUNGAN TERHADAP KARAKTERISTIK SISTEM AKUNTANSI MANAJEMEN

Ketidakpastian lingkungan dapat diartikan sebagai lingkungan diluar organisasi seperti tindakan pelanggan, supplier, pesaing, serta tingkat kemajuan perkembangan teknologi. Chenhall dan Morris (1986) dan Fisher (1996) menyatakan bahwa ketidakpastian lingkungan yang dihadapi seorang manajer akan mempengaruhi karakteristik informasi yang dibutuhkannya (Sutapa & Erviana, 2010). Dinamika lingkungan merupakan perubahan yang terjadi terus menerus yang mempengaruhi pertimbangan dalam

pengambilan keputusan manajemen. Pada lingkungan yang tidak pasti, lebih diperlukan penggunaan sistem informasi yang dapat membantu untuk mengatasi ketidakpastian ini. Menurut Gul dan Chia (1994), Mardiyah dan Gudono (2001), Supardiyono (1999) menyatakan beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengkaji pengaruh faktor ketidakpastian lingkungan terhadap berbagai karakteristik sistem akuntansi manajemen (Lathifah, 2012). Hasil penelitian tersebut memberikan penjelasan bahwa ketersediaan informasi akuntansi manajemen yang handal akan meningkatkan kinerja manajerial pada kondisi ketidakpastian lingkungan sehingga proses merger dan akuisisi dapat berjalan lebih baik.

10.4 PENGARUH BUDAYA ORGANISASI TERHADAP SISTEM AKUNTANSI MANAJEMEN DALAM MERGER DAN AKUISISI

Budaya organisasi berperan sebagai mekanisme organisasi yang mempersatukan setiap individu dalam organisasi ke dalam struktur sosial dan digunakan oleh pemimpin untuk mendukung perubahan strategik. Hubungan antara budaya organisasi dan kinerja dipengaruhi oleh bagaimana cara organisasi mencari dan menggunakan informasi akuntansi manajemen dengan efektif. Deshpande dan Webster (1989) mendefinisikan budaya organisasi sebagai pola dari nilai bersama dan keyakinan yang membantu individu untuk memahami fungsi organisasi dan dengan menyediakan mereka dengan norma-norma dan perilaku dalam organisasi. Schein (1997) menyatakan bahwa budaya dapat didefinisikan sebagai asumsi dasar umum bersama tentang makna, norma, dan nilai-nilai, tercermin dalam simbol organisasi dan ritual. Krefting and Frost (1985) berpendapat bahwa budaya organisasi dapat menciptakan keunggulan kompetitif dengan mendefinisikan batas-batas organisasi dalam hal interaksi individu dan kemampuan untuk memproses informasi. Penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa budaya yang kuat akan memberikan dampak yang positif terhadap kinerja organisasi (Agbejule, 2011).

Terdapat empat tipe dari budaya organisasi yaitu: budaya rasional, budaya hirarki, budaya pengembangan dan budaya kelompok. Budaya rasional adalah budaya yang mencerminkan orientasi untuk mencapai suatu hasil atau tujuan ekonomi. Budaya hirarki adalah budaya yang mencerminkan birokrasi dan stabilitas. Budaya pengembangan adalah

budaya bergantung terhadap adaptasi dan kreativitas agar mencapai pertumbuhan dan inovasi. Sedangkan budaya kelompok adalah budaya yang mengutamakan kerja sama tim, partisipasi, dan dialog sebagai sebuah sarana untuk pembangunan dan pencapaian efektivitas.

Hubungan antara budaya organisasi dan kinerja dipengaruhi oleh cara perusahaan mencari dan menyaring informasi dari pasar dan respon pasar tersebut. Untuk mengetahui budaya suatu organisasi, dapat dilihat dari praktik dari waktu ke waktu dan yang dapat dilihat dari hal-hal yang biasa dilakukan. Buono dan Bowditch (1989) mengatakan bahwa peristiwa atau aktivitas seperti merger perusahaan secara budaya dapat menjadi sangat suatu masalah tersendiri, bahkan traumatis, terutama kepada karyawan perusahaan yang diakuisisi. Setelah melakukan merger dan akuisisi antar dua perusahaan yang berbeda, maka dapat terjadi benturan budaya perusahaan, hal tersebut dapat tercermin dalam perbedaan pendapat internal manajemen dalam dua kelompok manajemen dan hasil laporan keuangan kedua perusahaan. Dengan seiring berjalannya waktu, perbedaan manajemen dan budaya akan menjadi lebih jelas dan membuat proses bisnis menjadi lebih sulit. Perbedaan budaya ini akan sangat berkorelasi dengan integrasi sistem akuntansi manajemen yang ada dalam kedua organisasi, antara yang mengakuisisi dan diakuisisi.

10.5 INTEGRASI SISTEM AKUNTANSI MANAJEMEN SETELAH MERGER DAN AKUISISI PERUSAHAAN PROCO DAN UNICO (MINI-CASE)

Prinsip utama dari integrasi adalah menganalisa kedua sistem yang berbeda dan memilih karakteristik terbaik dari kedua sistem tersebut untuk diperiksa lebih lanjut. Contoh perusahaan yang melakukan integrasi sistem akuntansi manajemen setelah merger dan akuisisi adalah perusahaan Proco yang mengambil-alih Unico.

Proco merupakan sebuah perusahaan manufaktur makanan yang cukup besar di Finlandia yang melakukan pengambilalihan beberapa perusahaan berskala besar dan kecil dalam beberapa tahun terakhir. Salah satu *take over* terbesar yang dilakukannya adalah saat mengambil-alih Unico pada tahun 1991 yang merupakan akhir dari akuisisi horisontal yang dilakukan Proco. Keputusannya untuk melakukan pengambilalihan Unico

adalah hal berbeda yang berbeda dibandingkan dengan pengambilalihan yang pernah dilakukannya. Selain dalam skala ukuran yang besar, juga terjadi perbedaan sistem akuntansi manajemen sehingga implikasinya juga berbeda. Dalam penggabungan dua organisasi yang memiliki perbedaan budaya dan kerangka kerja serta perbedaan rutinitas yang dilakukan yang salah satunya adalah sistem akuntansi manajemen menyebabkan timbulnya banyak masalah terutama bagi karyawan dari perusahaan yang diakuisisi. Karyawan harus menyesuaikan diri dengan budaya dan rutinitas yang baru.

Berbagai motivasi sebuah perusahaan melakukan akuisisi adalah mendapat nilai tambah eksplisit setelah pengakuisisian, memperkuat proses produksi ataupun bidang keuangan perusahaan. Merger yang dilakukan Proco terhadap Unico disebabkan oleh kebutuhan tinggi untuk saling tergantung satu sama lain karena bergerak pada pasar/produk yang sama. Sehingga Proco berharap dapat memperkuat posisinya dengan mengakuisisi Unico. Namun, Proco tidak mempertimbangkan secara teliti dan tidak melakukan *due diligence* yang tepat dalam pengambilalihan Unico yang akan berpengaruh pada keuangan perusahaan. Unico merupakan pabrik baru yang besar dan seluruhnya didanai oleh hutang. Akibatnya, Proco mendapat hutang sangat besar yang hampir membuat perusahaannya menjadi bangkrut dalam kurun waktu 2 tahun setelah mengakuisisi. Beban hutang yang harus dihadapi oleh Proco merupakan masalah yang sangat besar bagi manajemen Proco karena menyebabkan dana untuk operasi manajemen tidak fleksibel.

Sejak Proco dibangun dari beberapa perusahaan individu, budayanya secara tradisional menjadi beranekaragam, khususnya pada perusahaan yang tumbuh melalui *take-over*. Perbedaan budaya yang telah terjadi sepanjang tahun menyebabkan suasana di dalam kelompok organisasi sedikit terpecah/terbagi-bagi. Hal ini membuat budaya cukup rumit dalam banyak hal, yang berkaitan pada pengambilan keputusan. Dampak pengakuisisian Unico, membuat para manajer sangat putus asa dan berusaha mempertahankan posisi mereka masing-masing. Manajer Proco meyakini bahwa dengan tidak mengakuisisi Unico, kinerja keuangan mereka akan jauh lebih baik karena mereka tidak perlu menanggung hutang-hutang yang sangat besar dan mengganggu operasi manajemennya sehingga mereka harus memotong biaya dan melakukan PHK beberapa karyawan Proco. Ada perbedaan besar

dalam budaya dan filosofi operasi dari kedua perusahaan. Konfrontasi antara budaya Proco dan Unico sangat terlihat. Personil Unico menggunakan cara mereka sendiri dalam melakukan sesuatu dan tetap bersama-sama. Di satu sisi, mereka berbicara bahasa mereka sendiri. Prosedur operasi di Unico jauh lebih sederhana. Hal ini berkaitan dengan sejarah Unico yang lebih digerakan oleh pasar. Di Proco tidak ada yang pernah dipecat namun di Unico, manajemen membuat keputusan yang cukup radikal. Sedangkan gaya manajemen kedua perusahaan sangat berbeda yaitu di Unico menggunakan gaya manajemen dimana keputusan dari atasan akan dilakukan, terlepas dari konsekuensinya. Budaya perusahaan sangat berbeda dimana di Unico ketika membuat keputusan salah, bisa membuat keputusan baru dan dapat membuat keputusan terus-menerus hingga menghasilkan keputusan yang tepat. Sedangkan di Proco, setiap pembuatan keputusan harus dengan melakukan pertemuan serta budaya semangat menjadi budaya Proco.

Dari sisi manajemen, Proco memiliki gaya manajemen ragu-ragu yang tercermin dalam proses pengambilalihan yang dilakukan terhadap Unico dimana telah diketahui bahwa saling ketergantungan antara dua perusahaan ini kemungkinan akan membatasi potensi untuk mendapatkan nilai dan manfaat setelah pengakuisisian. Hal ini dilihat dari perbedaan budaya dan gaya manajemen yang akan menimbulkan masalah yang berat. Keragu-raguan Proco mengakuisisi Unico juga didasarkan pada integrasi sistem akuntansi manajemen. Dengan mengakuisisi Unico, diharapkan dapat merubah semua sistem termasuk proses integrasi sistem akuntansi manajemen agar sama dengan Proco. Namun pada kasus pengakuisisian Unico, hal tersebut malah membawa masalah serius terutama berkaitan dengan prosedur akuntansi manajemen Proco. Selama proses integrasi operasional pada 1991-1994, manajemen berada dalam situasi yang canggung karena angka-angka dari Proco dan Unico tidak dapat diandalkan dan dihitung sesuai dengan prinsip-prinsip yang berbeda sehingga laporan. Para akuntan berusaha membuat angka-angka tersebut sebanding. Dalam hal ini, integrasi sistem akuntansi merupakan suatu proses interaktif. Prosedur yang dimiliki Proco jauh lebih rinci dibandingkan dengan Unico. Proco juga menerapkan prinsip akuntansi yang lebih terperinci dibandingkan dengan Unico yang menerapkan prinsip *full costing*.

Proses integrasi sistem akuntansi Proco dan Unico sangat rumit karena menggabungkan dua sistem akuntansi yang sangat berbeda dan harus digabungkan menjadi suatu karakteristik yang sama. Perbedaan budaya merupakan masalah yang sulit dihadapi dibandingkan dengan integrasi sistem manajemen yang berbeda. Proco mengadopsi tradisi akuntansi yang sangat panjang seperti pada tahun 60-an sedangkan Unico masih dalam proses pembelajaran prosedur akuntansi yang lebih efisien. Dalam kasus ini, terdapat dua pandangan berbeda mengenai bagaimana praktek akuntansi manajemen yang tepat. Kedua pandangan ini didasarkan pada latarbelakang yang berbeda serta ide-ide yang berbeda berkaitan dengan kegunaannya. Sistem akuntansi yang lebih baik yang akan digunakan sedangkan sistem akuntansi yang kurang canggih harus mengikuti.

10.6 KESIMPULAN

Perkembangan dalam bidang teknologi informasi telah memberikan kemungkinan untuk mengembangkan suatu sistem akuntansi manajemen yang fleksibel dan terintegrasi. Penggunaan teknologi yang semakin canggih akan mengakibatkan peningkatan kebutuhan atas informasi akuntansi manajemen yang semakin tinggi pula. Secara umum, pembahasan ini dimaksudkan untuk dapat memberikan wawasan baru mengenai hubungan antara sistem akuntansi manajemen dan merger akuisisi. Seperti yang telah dibahas, penerapan sistem akuntansi manajemen yang salah dapat berdampak pula pada kesalahan dalam pengambilan keputusan strategis yang pada akhirnya dapat menjadi penyebab kekalahan dalam bersaing. Mengingat seberapa pentingnya sistem akuntansi manajemen bagi operasional perusahaan, tentunya kedua sistem yang berbeda tidak dapat dipakai secara bersama-sama dalam satu perusahaan, namun para manajer dan eksekutif harus menentukan sistem mana yang akan diterapkan dan mendominasi perusahaan.

Seperti yang telah dibahas sebelumnya mengenai penggabungan dua perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur makanan telah melakukan merger horizontal untuk tujuan strategis dan menambah nilai eksplisit. Secara umum, masalah pengendalian manajemen pasca akuisisi tampaknya memiliki variasi dalam konteks yang berbeda yang memiliki konsekuensi lebih lanjut untuk pengembangan *management accounting system*.

Proco yang merupakan perusahaan manufaktur makanan mengambil alih Unico yang bukan hanya berbeda dari segi ukuran, namun perbedaan implikasi sistem akuntansi manajemen dan budaya mereka yang sangat berbeda sehingga mengakibatkan adanya masalah baru setelah akuisisi. Hal tersebut tercermin dari adanya perbedaan pendapat manajemen internal dalam 2 kelompok manajemen dan hasil keuangan yang berbeda. Tidak semua perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi diyakini akan sukses dalam jangka panjang meskipun telah mempunyai sistem akuntansi manajemen yang baik serta dapat menghadapi ketidakpastian lingkungan bisnis.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Apakah resiko yang dihadapi organisasi ketika melakukan M&A dalam kaitannya dengan integrasi sistem akuntansi?
2. Mengapa Integrasi Sistem Akuntansi menjadi sesuatu yang signifikan dalam kaitannya dengan M&A?
3. Bagaimanakah organisasi bisnis harus bersikap dalam menghadapi isu integrasi Sistem Akuntansi tersebut?

-oo0oo-

ISU M&A 2: FAKTOR-FAKTOR KESUKSESAN DAN KEGAGALAN DALAM MERGER AKUISISI

Dari beberapa penelitian seperti Tower Watson (2012), Davis (2009) dan Limieux (2007) dalam melakukan Merger dan Akuisisi tentu banyak sekali faktor yang menentukan keberhasilan dan kegagalan perusahaan. Menurut beberapa penelitian, seperti yang dilakukan oleh Mallikarjunappa dan Nayak (2007), Tower Watson (2012), Davis (2009) dan Limieux (2007) menunjukkan terdapat 20 faktor yang mempengaruhi keberhasilan dan kegagalan dalam merger dan akuisisi. Dari dua puluh faktor tersebut kemudian di rangkum menjadi tiga kelompok besar yaitu aspek *due diligence*, budaya dan kepemimpinan.

11.1 ASPEK *DUE DILIGENCE*

Due diligence adalah penilaian mendalam mengenai hukum, keuangan, dan risiko bisnis yang terkait dengan merger atau akuisisi, yang dilakukan kedua belah pihak terlepas sebagai pihak yang membeli, menjual, atau menggabungkan perusahaan. *Due diligence* dilakukan bukan tanpa adanya tujuan. Berikut ini adalah tujuan dilakukannya *due diligence* menurut Davis (2009).

- Untuk memastikan harga dan metode pembayaran yang tepat jika sepakat melakukan merger dan akuisisi.
- Untuk menentukan detail yang mungkin relevan dalam penyusunan perjanjian merger atau akuisisi
- Untuk mengevaluasi risiko hukum dan keuangan dari transaksi

- Untuk mengevaluasi kondisi fisik peralatan dan juga properti berwujud dan tidak berwujud lainnya yang termasuk dalam transaksi
- Untuk menganalisis masalah terjadinya monopoli yang potensial yang dapat menghambat merger atau akuisisi
- Untuk memastikan kepatuhan terhadap hukum yang relevan dan mengungkapkan pembatasan regulasi untuk transaksi yang diusulkan
- Untuk mengetahui kewajiban atau risiko yang mungkin dapat menghancurkan kesepakatan

Faktor yang menyebabkan keberhasilan dan kegagalan merger dan akuisisi menurut Mallikarjunapa dan Nayak (2007) yang terkait dalam *due diligence* adalah kelengkapan dan kecukupan *due Diligence*. *Due diligence* yang tidak lengkap dan tidak memadai cukup sering mengakibatkan kegagalan merger. Ada 2 hal menurut Lemieux dan Banks (2007) yang penting dalam *due diligence* yang mempengaruhi kelengkapan dan kecukupan *due diligence* yang nantinya akan mempengaruhi keberhasilan suatu *due diligence*, yaitu jumlah orang yang melakukan *due diligence* dan durasi pelaksanaan *due diligence*.

Due diligence harus dilakukan dalam waktu yang cukup dan realistis untuk memperoleh data-data dan informasi yang memadai untuk menilai apakah merger dan akuisisi dapat dilakukan, menguntungkan dan dapat bertahan di dunia bisnis. Seringkali *due diligence* dilakukan dalam tempo yang terlalu singkat atau biasanya proses *due diligence* dilakukan tidak sampai selesai, karena masing-masing pihak terlalu percaya satu sama lain. Ada kemungkinan perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang besar dan sukses, tetapi tidak menutup kemungkinan perusahaan tersebut memiliki masalah yang tidak diketahui pihak luar, seperti kecurangan dalam pelaporan keuangan, yang tentu saja tidak bisa diketahui melalui *due diligence* yang dilakukan dalam waktu yang singkat.

Jumlah orang yang melakukan *due diligence* juga sebaiknya tidak terlalu banyak namun cukup untuk mendapatkan informasi yang cukup dan berguna dalam proses *due diligence* demi keberhasilan merger atau akuisisi dalam jangka waktu *due diligence* yang telah ditentukan. Berikut ini adalah lingkup standard *due diligence* yang harus diperiksa menurut Davis (2009) yang nantinya dapat menentukan keberhasilan *due diligence* dari segi kelengkapan dan kecukupan.

- **Status organisasi**
Memastikan memiliki semua dokumen penting perusahaan seperti akta pendirian dan laporan tahunan saat ini, untuk memastikan bahwa perusahaan yang dibeli sudah sepatutnya diatur sebagai perusahaan, kemitraan terbatas, LLC, dan sebagai entitas lainnya. Identitas petinggi dan direktur, serta otoritasnya juga harus diketahui. Selain itu semua notulen, catatan, dan suara pemegang saham, serta rapat direksi harus diperiksa untuk memastikan bahwa transaksi merger dan akuisisi tersebut disetujui. Selain itu langkah-langkah pertahanan perusahaan yang akan dibeli, seperti hak untuk membeli saham tambahan atau pembatasan direksi sebagai otoritas, harus diperiksa dan dievaluasi dampaknya pada transaksi merger dan akuisisi yang akan dilakukan.
- **Kewajiban kontraktual**
Semua kewajiban kontraktual harus diperiksa, seperti perjanjian pemasok, perjanjian *joint venture*, sewa, lisensi, perjanjian kerja, dan kewajiban keuangan. Pembeli harus menentukan kewajiban kontraktual itu akan dilanjutkan atau tidak, dan apakah rencana penjualan kepada pembeli akan menghasilkan konsekuensi pada kontrak apapun. Setiap persetujuan kontrak perlu dianalisa untuk mencari masalah apapun pada kewajiban kontraktual pembeli. Hutang kepada pemasok, serta hutang kepada bank dan pihak lain harus dikonfirmasi dan dipertimbangkan dalam setiap perhitungan nilai akuisisi.
- **Karyawan**
Pembeli mungkin akan mempertahankan karyawan kunci dari perusahaan yang akan dibeli, atau memfasilitasi perubahan kepemimpinan, atau tetap mempekerjakan karyawan yang sudah lama. Pembeli juga harus mempertimbangkan kontrak karyawan untuk menentukan gaji, bonus, dan benefit, serta apakah merger dan akuisisi akan menyebabkan pembeli membayar kompensasi tambahan. Kontrak serikat, keluhan dan pengaduan semuanya harus diperiksa. Status karyawan yang bukan warga negara juga harus diperiksa, karena ijin imigrasi biasanya dipengaruhi oleh nama dari pemberi kerja, dan jika karena merger dan akuisisi pemberi kerja berubah, maka hal ini akan berpengaruh pada karyawan tersebut. Pemeriksaan latar belakang dan sejarah kejahatan dari karyawan kunci, pendiri, dan petinggi juga harus dilakukan.

- **Asuransi**
Kontrak asuransi harus ditinjau untuk kecukupan cakupan, konflik dengan perjanjian asuransi pembeli, dan kepatuhan oleh penjual. Pemberi asuransi harus diberitahu tentang perubahan kepemilikan.
- **Pajak**
Pajak selama beberapa tahun sebelumnya harus diperiksa, dan pembayaran pajak terutang, cukai, pajak penghasilan dan pajak lainnya harus dikonfirmasi dengan otoritas perpajakan.
- **Akuntansi**
Pembeli harus memastikan bahwa perusahaan yang dibeli telah menggunakan standar akuntansi yang benar dalam menyiapkan laporan keuangan yang akurat dan lengkap. Perusahaan yang akan dibeli biasanya tidak mau membuktikan kepatuhan pada standar-standar tersebut, karena praktik akuntansi mereka tidak serinci dan tidak seketat sesuai standar-standar tersebut, sehingga memilih untuk dimerger atau diakuisisi daripada melakukan IPO supaya menjadi terbuka.
- **Imbalan kerja**
Imbalan kerja seperti dana pensiun dan dana untuk cacat harus ditinjau untuk menentukan kepatuhan terhadap peraturan yang berlaku. Pendanaan imbalan tersebut harus dikaji oleh para ahli. Perusahaan pembeli ingin tahu apakah imbalan atau kompensasi akan dipicu oleh rencana penjualan. Dampak dari transaksi pada setiap opsi kepemilikan saham karyawan (ESOP) harus dievaluasi.
- **Litigasi dan kewajiban produk**
Tuntutan hukum yang ada harus diperiksa untuk menentukan kewajiban yang berpotensi akan ditanggung pembeli dan juga ancaman masalah hukum.
- **Kewajiban lingkungan**
Penilaian lokasi limbah berbahaya mungkin cocok untuk semua bangunan yang dimiliki atau dikuasai oleh penjual. Karena pihak yang mencemari mungkin bertanggung jawab atas biaya pembersihan bahkan setelah properti dijual, pembeli juga mungkin perlu untuk menilai properti yang telah dijual oleh perusahaan yang akan dibeli. Pembeli mungkin bertanggung jawab atas biaya pembersihan sebagai operator atau pemilik bangunan yang didapatkan dari merger dan akuisisi.

- **Penilaian dari akuisisi**
Proyeksi keuangan, yang merupakan satu-satunya indikator yang wajar dari nilai akuisisi kepada pembeli, hanyalah tebakan untuk kinerja masa depan. Pembeli perlu mempelajari pasar dan basis pelanggan dari penjual dan memprediksi pengaruh transaksi pada para pelanggan. Pelanggan dari perusahaan yang diakuisisi atau dimerger harus dihubungi untuk menentukan masalah kontrol kualitas atau kekurangan produk lainnya, serta untuk memverifikasi piutang. Pesaing juga harus diperhatikan, untuk menentukan bagaimana kinerja perusahaan yang akan dibeli relatif terhadap kompetisi dan prediksi pesaing di masa depan mengenai pasar.
- **Antitrust.** Pembeli harus memeriksa apakah merger dan akuisisi yang dilakukan akan menghasilkan monopoli atau tidak.
- **Aturan luar negeri.** Banyak perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan luar negeri. Ahli hukum lokal harus disewa pada awal proses untuk menganalisa hukum setempat untuk menentukan transaksi merger atau akuisisi bisa dilakukan atau tidak, dan untuk menyediakan pendapat mendalam dari setiap konsekuensi hukum tambahan dari transaksi merger atau akuisisi.
- **Properti intelektual**
Semua paten, hak cipta, merek dagang dan rahasia dagang yang dimiliki oleh perusahaan yang akan dibeli perlu diidentifikasi dan dikatalogkan. Tingkat review akan tergantung pada nilai yang diberikan oleh pembeli untuk aset tersebut. Jika tujuan utama pembeli dalam membuat akuisisi ini adalah untuk memperoleh produk kunci untuk meningkatkan lini produk, maka paten atau hak cipta yang melindungi hak-hak dalam produk yang akan menjadi jauh lebih penting. Pembeli perlu memastikan bahwa paten yang dimiliki oleh perusahaan yang akan dibeli, dan bahwa karyawan yang menemukan atau menciptakan produk tidak mengklaim hak-hak individu. Setiap lisensi paten perlu ditinjau. Klaim paten akan menentukan dengan tepat apa yang menjadi hak perusahaan untuk melarang pihak lain untuk membuat dan memasarkan produk serupa. Jika paten tidak dibuat secara cermat dan pintar, pembeli mungkin menemukan bahwa aset yang paling berharga menjadi tidak berharga karena pesaing dapat melakukan *reverse engineering* atau bekerja di sekitar itu.

- Penyimpanan dokumen. Pembeli perlu mengetahui lokasi semua dokumen, termasuk catatan keuangan dan pajak, catatan sumber daya manusia, dan bukti kepatuhan pemerintah.

Sebelum melakukan *due diligence*, sebaiknya ditentukan dahulu lingkup informasi yang harus dicari, apakah semua informasi mengenai salah satu pihak, atau sebagian informasi saja seperti pendapatan saja, atau cash flow saja, dan lain-lain. Dalam *due diligence* sebaiknya informasi yang didapatkan sebaiknya sesuai dengan tujuan yang telah ditentukan. Informasi yang terlalu banyak hanya membuang waktu dan sumber daya, karena tidak semuanya dipakai dalam mengambil keputusan terkait *due diligence*. Tetapi informasi yang terlalu sedikit lebih berpotensi menyebabkan kegagalan dalam merger akuisisi, karena keputusan merger dan akuisisi yang diambil tidak berdasarkan informasi minimal yang diperlukan untuk melakukan merger atau akuisisi, atau dapat dikatakan terjadi *information asymmetry*.

Mini-case 1: Mitta Steel Due Dilligence

Contoh kasus keberhasilan merger dan akuisisi yang terkait *due diligence* adalah proses akuisisi pabrik baja Siscartsa II di Meksiko oleh ISPAT Steel (sekarang Mittal Steel), perusahaan dari India pada tahun 1991. Sebelum melakukan akuisisi terhadap Siscartsa II, Mittal Steel melakukan *due diligence* terlebih dahulu terhadap Siscartsa II yang dilakukan oleh 20 orang manager yang mewakili semua fungsi dari cabang ISPAT steel di Trinidad dan Indonesia. Mereka dibagi dalam tim yang masing-masing akan melakukan *due diligence* di area keuangan, pemasaran, manajemen dan biaya. Selain itu setiap tim diminta untuk memeriksa hasil pemeriksaan tim lainnya untuk mengurangi bias dan ketidaktelitian dalam *due diligence*. Hasil dari *due diligence* yang dilakukan ISPAT Steel adalah bahwa Siscartsa II sering terganggu karena masalah teknis, hanya beroperasi pada kapasitas 20%, memproduksi lembaran baja yang berkualitas rendah, dan banyak karyawannya yang tidak bersemangat dalam bekerja. Setelah menemukan masalah dalam pabrik baja tersebut, ISPAT tetap melakukan akuisisi dengan biaya \$ 220 juta yang menurut mereka tepat, karena mereka melihat Siscartsa II memiliki potensi yang bagus di masa depan selama masalah-masalah yang ditemukan dalam *due diligence* tersebut dapat diatasi. Ternyata ISPAT tidak salah, dan dengan strategi yang tepat dalam mengatasi masalah-masalah

yang ditemukan dalam *due diligence* dan juga kerja keras dari karyawan-karyawannya, Siscartsa menjadi salah satu pusat pendapatan ISPAT Steel.

Mini-case 2: Sherwood Brands *Due Dilligence*

Contoh kegagalan merger dan akuisisi terkait *due diligence* adalah Sherwood Brands dan Asher Candy, di mana Sherwood Brands mengakuisisi Asher Candy setelah melakukan *due diligence* selama 21 hari, walaupun tidak menerima semua informasi yang diinginkan dari *due diligence* yang dilakukan. Dalam kasus ini, Sherwood Brands telalu percaya pada proyeksi pendapatan di masa depan yang dibuat oleh Asher Candy. Namun setelah proses akuisisi terjadi, Sherwood Brands baru menemukan bahwa ternyata banyak kewajiban Asher Candy yang tidak diungkapkan, seperti kegagalan dalam membayar dana pensiun sebesar \$401.000 dan pajak yang belum dibayar.

Mini-case 3: CIMB Niaga

Bank Niaga dan Bank Lippo telah bergabung menjadi Bank CIMB Niaga pada 1 November 2008. Penggabungan kedua bank tersebut merupakan opsi terbaik bagi seluruh pemangku kepentingan yang diambil oleh Pemegang Saham dalam rangka mematuhi kebijakan Bank Indonesia khususnya mengenai Kebijakan Kepemilikan Tunggal. Merger ini menghasilkan bank dengan total aset di atas Rp 100 triliun dan mengkokohkan posisi sebagai bank keenam terbesar di Indonesia berdasarkan aset. Kebanyakan proses merger gagal untuk mencapai tujuan yang diharapkan. Namun hal ini tidak terjadi pada merger yang dilakukan CIMB Niaga. Memahami kasus-kasus mengenai gagalnya merger merupakan langkah awal untuk mencegah hal itu terjadi pada proses mergernya.

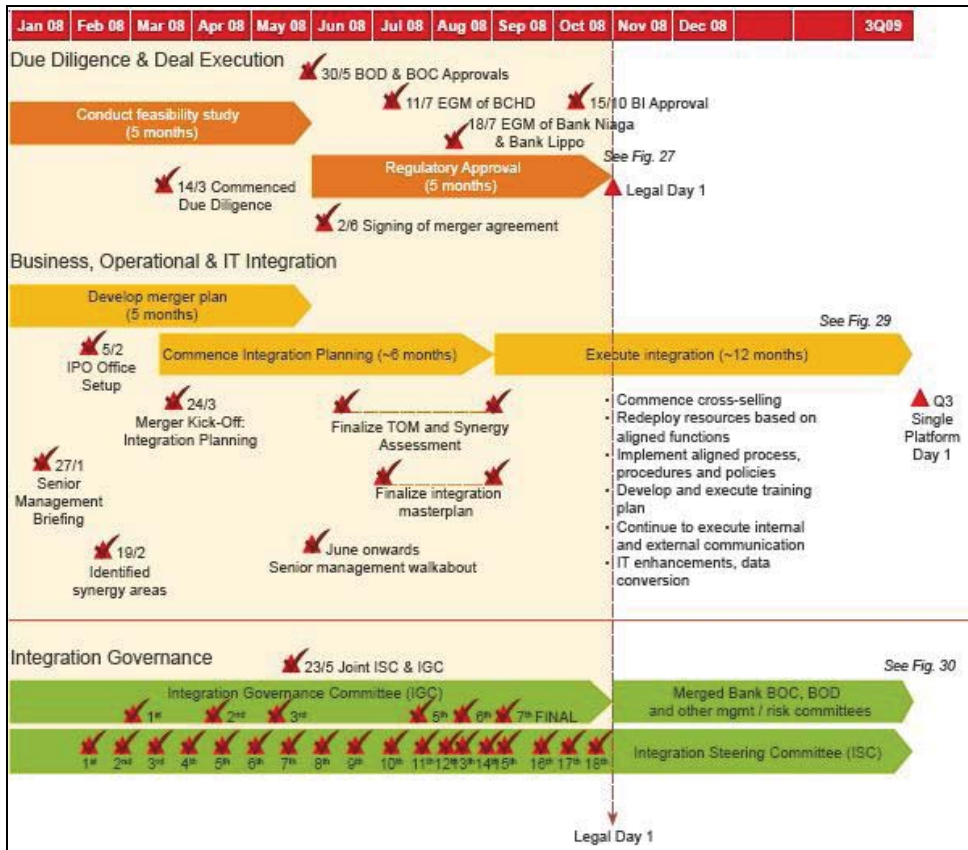
Kemudian CIMB Niaga mulai dengan merumuskan *due diligence* dan tata kelola proses merger dengan suatu pendekatan yang terstruktur. Hal ini diperlukan karena kompleksitas proses merger serta ketatnya jadwal waktu, sementara CIMB Niaga harus memastikan bahwa operasional perbankan terus berlangsung secara efisien. CIMB Niaga harus mempertahankan kualitas layanan nasabah selama proses merger. Proses *due diligence* tersebut terdiri dari dua tahapan yaitu *conduct feasibility study* selama 5 bulan dan *regulatory approval* selama 5 bulan. Proses ini dimulai pada 14 Maret 2008.

Kemudian pada 22 Juni 2008 perjanjian merger tersebut telah ditandatangani. *Due diligence* dilakukan dengan mengumpulkan berbagai informasi mengenai aspek keuangan, aspek hukum dan aspek peraturan dari transaksi merger. Pencapaian yang dihasilkan dari proses *due diligence* ini adalah penandatanganan S&P, menerima semua persetujuan peraturan yang diperlukan dalam merger, dan penyelesaian transaksi merger. Di dalam proses *due diligence* tersebut dilakukan pula *deal execution*. *Deal Team* dibentuk dari anggota-anggota dari Bank Niaga, Bank Lippo, dan CIMB Group. Tim ini bertanggungjawab atas sejumlah besar tugas yang meliputi mengelola transaksi merger, *me-review* pekerjaan yang telah dilakukan *taskforces*, dan menelusuri perkembangan dengan teliti. Untuk memastikan merger telah sesuai dengan aturan-aturan yang berlaku, maka *Deal Team* didukung oleh *Financial Advisor*, *Public Accountant*, *Legal Consultant* dan *Independent Valuer*.

Berikutnya dibentuklah *Business, Operational & IT Integration* yang melibatkan bisnis dan unit pendukung bank. Tim ini bertugas untuk menetapkan metode, proses, kebutuhan-kebutuhan dan penyesuaian produk-produk dari bank yang bergabung. Hasil yang didapat oleh tim ini adalah perumusan *Target Operating Model* (TOM) untuk seluruh bisnis dan fungsi pendukung, serta merumuskan biaya penggabungan. Proses pengembangan rencana merger dilakukan selama 5 bulan, dilanjutkan dengan memulai rencana penggabungan selama kurang lebih 6 bulan, dan barulah melaksanakan penggabungan selama kurang lebih 12 bulan.

Langkah berikutnya yaitu pembentukan *integration committee*. *Integration committee* ini terdiri dari *Integration Governance Committee* (IGC), *Integration Steering Committee* (ISC), dan *Integration Program Office* (IPO). Ketiganya memiliki ruang lingkup dan tugas yang berbeda-beda. IPO mengawasi kemajuan tiap-tiap tim, membantu menyelesaikan permasalahan antar tim yang timbul, dan mengkoordinir program merger keseluruhan untuk memastikan proses merger yang tertib dan optimal. Dari waktu ke waktu secara berkala, IPO melaporkan perkembangan kepada ISC proses merger. IGC menetapkan arah program merger dan tujuan yang ingin dicapai, serta membuat berbagai keputusan strategis terkait merger. ISC bertanggungjawab menyelesaikan masalah-masalah di tingkat makro yang terkait dengan pencapaian tujuan-tujuan di lingkup global. Secara berkala, ISDC melaporkan kemajuan proses merger kepada IGC. Tahapan-tahapan

due diligence hingga pembentukan *integration governance* tersebut dapat dilihat pada bagan berikut ini.



Sumber: CIMB NIAGA Report (2009)

Gambar 11.1 gambar proses merger CIMB dan niaga.

11.2 ASPEK BUDAYA

Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi suatu organisasi/perusahaan adalah budaya dari organisasi tersebut. Budaya merupakan keyakinan yang membentuk suatu norma perilaku dan menentukan yang dapat dilakukan didalam sebuah organisasi. Budaya dapat didefinisikan sebagai sistem kepercayaan yang tertanam dalam masyarakat dan tercermin dalam perilaku organisasi dan orang-orang. Menurut Hofstede, budaya adalah sebuah pemikiran yang membedakan anggota satu kelompok dari kelompok

lainnya. Budaya ini secara tidak langsung mengatur bagaimana suatu organisasi harus bertindak. Faktor budaya di dalam Merger dan Akuisisi dapat dilihat melalui perspektif budaya organisasi dan budaya nasional.

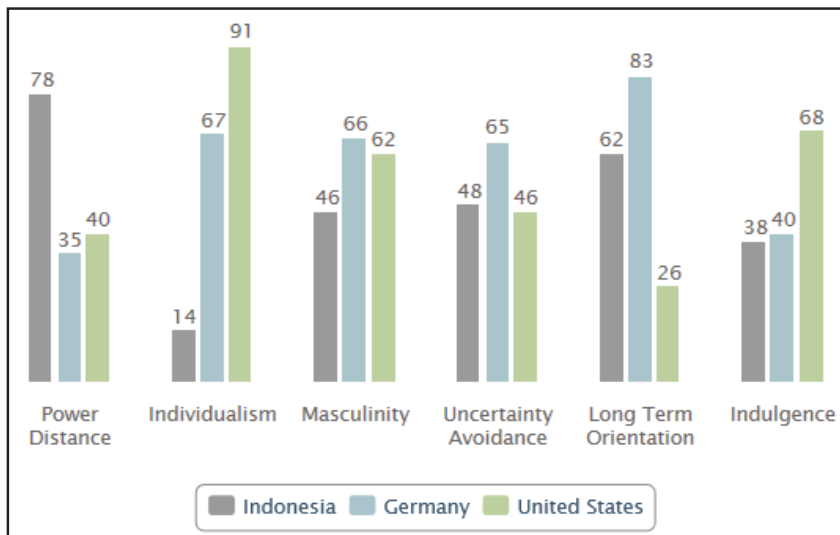
11.2.1 Budaya Nasional

Budaya nasional ini ada didalam sebuah lingkup suatu negara. Budaya nasional memiliki pengaruh yang besar bagi organisasi yakni melalui karyawan organisasi tersebut. Hal ini terlihat dalam respon karyawan atas proses merger akuisisi yang terjadi di dalam organisasi. Salah satu studi yang paling menonjol pada nilai-nilai budaya (*national cultural dimensions*) yang dilakukan oleh Hofstede, merumuskan enam dimensi budaya: *power distance*, *uncertainty avoidance*, *individualism*, *masculinity*, *long-term orientation* dan *indulgence*. Dimensi ini digunakan untuk membandingkan antara satu budaya negara dengan budaya negara lain. Hal ini akan bermanfaat ketika sebuah organisasi melakukan M&A *cross-border*.

Dengan menggunakan kerangka Hofstede ini maka organisasi dapat mendapatkan gambaran mengenai organisasi yang sedang dijadikan target merger akuisisi. Hal ini dapat dilanjutkan dengan membandingkan organisasi yang dimiliki oleh organisasi yang membeli (*bidder*). Dimensi pertama adalah "*power distance*", merupakan suatu tingkat kepercayaan atas suatu "*power*". Budaya di mana orang menganggap lebih superior dibandingkan dengan yang lain karena status sosial, gender, ras, umur, pendidikan, kelahiran, pencapaian, latar belakang atau faktor lainnya merupakan bentuk *power distance* yang tinggi. Dalam konteks Indonesia, secara signifikan terlihat bahwa budaya ini sangat tinggi terjadi di Indonesia dibandingkan negara lain seperti Jerman atau USA. "*Uncertainty Avoidance*" yakni mengenai kemampuan atau keinginan untuk beradaptasi terhadap ketidakpastian. Indonesia memiliki skor yang hampir sama dengan USA namun lebih rendah dibandingkan Jerman. "*Individualism*" yakni yaitu tingkatan di mana individu terintegrasi ke dalam kelompok. *Collectivism* yang merupakan paradoks dari *individualism* akan mengacu pada ketergantungan individu yang besar pada individu yang lain. Dalam hal ini tentu saja *individualism* negara Asia seperti Indonesia sangat rendah dibandingkan Jerman dan USA. "*Masculinity*" yakni menyangkut perbedaan budaya dengan analogi jenis kelamin. Pada budaya *masculinity* yang ditonjolkan adalah ketegasan

dan kompetitif, sedangkan pada *femininity* yang merupakan lawan dari *masculinity* adalah kesopanan dan perhatian. Indonesia memiliki nilai *masculinity* terendah dibandingkan Jerman dan USA. “*Long-term orientation*” yakni menjelaskan tentang pandangan seseorang terhadap waktu baik masa lalu, sekarang dan masa yang akan datang. Pada budaya dengan *long-term orientation* nilai kehematan dan ketekunan lebih diutamakan sedangkan pada budaya dengan *short-term orientation* lebih menghargai sebuah tradisi. Dalam konteks Indonesia memiliki nilai *long-term* yang lebih rendah dibandingkan Jerman namun lebih tinggi dibandingkan USA. Terakhir adalah *Indulgence*, yang merupakan tingkatan budaya dalam hal pengendalian akan keinginan manusia. Tingkatan *indulgence* yang rendah seperti Indonesia artinya masyarakat Indonesia memiliki tingkat pengendalian yang cukup tinggi (*restraint*) atas keinginan manusia dalam rangka mematuhi norma yang ada di masyarakat. Dibawah ini merupakan perbandingan tiga negara (Asia, Eropa, USA) atas *culture nations* dengan model Hofstede.

11.2.2 Budaya Organisasi



Sumber: website hofstede

Gambar 11.2 analisa perbandingan budaya ketiga negara.

Menurut Silversweig and Allen, budaya organisasi merupakan seperangkat perilaku yang diharapkan didukung oleh sebuah kelompok.

Sementara Robins (2000), dalam *Organizational Behavior*, menambahkan bahwa kompatibilitas budaya organisasi yang akan bergabung dalam sebuah merger seringkali menjadi faktor non ekonomi yang krusial dalam mendukung keberhasilan sebuah proses merger. Budaya organisasi merupakan sebuah nilai yang dapat menjadi sebuah pegangan manusia dalam menjalankan kewajibannya dan perilakunya ketika berada di dalam sebuah organisasi.

Analisis dari budaya organisasi membantu untuk mengidentifikasi struktur dari organisasi dan kepercayaan dari karyawan. Hofstede membagi budaya organisasional ke dalam enam dimensi praktek: (1) *Process-Oriented vs. Results Oriented*, (2) *Employee-Oriented vs. Job-Oriented*, (3) *Parochial vs. Professional*, (4) *Open System vs. Closed System* (5) *Loose Control vs. Tight Control* (6) *Normative vs. Pragmatic*.

1. "*Process Oriented versus Result Oriented*" menekankan pada organisasi yang berorientasi proses dengan organisasi yang berorientasi pada hasil. Organisasi dengan budaya berorientasi hasil lebih dinamis dibandingkan dengan organisasi dengan budaya berorientasi proses.
2. "*Employee-Oriented vs. Job-Oriented*" menekankan pada organisasi yang berorientasi pegawai dengan organisasi yang berorientasi pekerjaan. Budaya organisasi yang berorientasi pegawai artinya organisasi tersebut mendahulukan kepentingan dan kebutuhan pegawai dibandingkan pekerjaan. Sedangkan budaya organisasi berorientasi pekerjaan beranggapan bahwa pekerjaan adalah yang terpenting. Pekerjaan harus selalu didahulukan.
3. "*Parochial vs. Professional*" yakni pada budaya organisasi *Parochial*, tingkat ketergantungan karyawan pada atasan dan pada organisasi cenderung sangat tinggi. Sebaliknya, pada budaya *Profesional* tingkat ketergantungan karyawan pada organisasi cenderung rendah karena alasan organisasi merekrut mereka adalah semata-mata karena kompetensi yang mereka miliki.
4. "*Open System vs. Closed System*" yakni menjelaskan penerapan budaya terbuka dan tertutup pada lingkungannya. Dengan budaya sistem terbuka, maka organisasi menjadi lebih terbuka dan responsif atas perubahan dan mendorong terjadinya *learning organization*. Sedangkan pada budaya sistem tertutup dijelaskan bahwa organisasi seakan-akan

sebuah mesin yang bekerja mengikuti pola yang sudah ada tanpa banyak melakukan perubahan.

5. *“Loose Control vs. Tight Control”* yakni adanya Budaya organisasi yang serba longgar berdampak pada ketidakdisiplinan karyawan dan organisasi. Sebaliknya pada organisasi dengan budaya yang ketat menjelaskan bahwa organisasi menerapkan aturan-aturan organisasi secara ketat dan kaku. Penyimpangan terhadap aturan sangat tidak ditolerir.
6. *“Normative vs. Pragmatic”* yang menjelaskan orientasi organisasi terhadap konsumen. Pada budaya pragmatis, konsumen adalah segalanya. Aturan dan prosedur dapat saja dilanggar jika hal tersebut menghambat pencapaian hasil dan pemenuhan kebutuhan konsumen. Sedangkan organisasi dengan budaya normatif menjelaskan bahwa organisasi mempunyai tanggung jawab moral untuk menjaga aturan-aturan tersebut.

11.2.3 Pengaruh Budaya dalam Merger dan Akuisisi

Salah satu dari faktor dalam teori merger dan akuisi yakni perbedaan budaya antar partisipan. Budaya adalah sesuatu yang tidak terpisahkan dalam sebuah merger atau akuisisi. Baik *national culture* maupun *corporate culture* memberikan dampak terhadap kinerja organisasi. Hofstede, Stahl dan Voigt mengembangkan pemikiran dalam hal integrasi dalam merger dan akuisi. Mereka membuktikan bahwa budaya dari perusahaan yang menggabungkan usahanya dengan perusahaan lain harus kompatibel dalam rangka untuk keberhasilan berintegrasi.

Peleburan budaya setelah merger dan akuisisi dianggap sebagai atribut penting untuk mencapai sebuah keberhasilan. Hal itu juga menjadi saksi bahwa orang-orang menolak untuk menerima perubahan budaya. Di dalam sebuah perusahaan, budaya perusahaan yang mengakuisi dan yang diakuisisi dapat dievaluasi secara positif atau benar-benar ditolak. Sebagian besar setelah dilakukan merger dan akuisisi, manajemen berfokus untuk mengurangi kesalahpahaman yang disebabkan oleh perbedaan budaya. Tentu dalam hal ini sangat penting bagi perusahaan yang mengakuisisi untuk mengerti dalam mengatur perubahan budaya perusahaan yang diakuisisi.

Sebuah langkah yang dapat dilakukan untuk mengurangi perbedaan budaya yakni dengan interaksi, komunikasi dan *cultural learning*. Adanya sebuah interaksi diharapkan dapat mendukung pembelajaran mengenai budaya. Menurut Schweiger (1993), menemukan bahwa *cultural learning* dapat dilakukan dalam memfasilitasi pemahaman, kesamaan budaya, komunikasi dan kerjasama.

11.2.4 Poor Cultural Fit

Cultural fit dan pelaksanaan akuisisi ini berhubungan satu sama lain. Masalah budaya ini tentunya akan sangat berpengaruh ketika melakukan merger dan akuisisi. Tentu cukup susah untuk melakukan implementasi merger apabila belum membenahi masalah *cultural fit*. Kurangnya *cultural fit* antara perusahaan yang melakukan merger tentunya akan menimbulkan kesalahpahaman, kebingungan dan konflik. Dibutuhkan *cultural due diligence* yang tepat untuk keberhasilan M&A. *Cultural due diligence* melibatkan langkah-langkah seperti menentukan pentingnya budaya dan menilai budaya perusahaan yang diakuisisi maupun perusahaan yang mengakuisi. Hal ini diperlukan untuk mengidentifikasi dampak kesenjangan budaya, dan mengembangkan dan melaksanakan strategi untuk menggunakan informasi dalam profil budaya untuk menilai dampak perbedaan yang dimiliki. Hal yang penting yang harus dianalisa pada *culture due diligence* menurut Stachowicz & Stanusch (2009) adalah sebagai berikut:

- Kepemimpinan, gaya, hubungan dan praktik manajemen
- Prinsip pemerintahan
- Prosedur formal
- Kebiasaan
- Kepuasan karyawan
- Kepuasan pelanggan
- Pendorong utama dari bisnis
- Karakteristik organisasi
- Persepsi dan harapan
- Bagaimana pekerjaan dilakukan di dalam organisasi

Tidak selamanya temuan yang didapatkan dari *due diligence* sesuai dengan keinginan pelaku merger atau akuisisi. Kadang-kadang muncul suatu temuan yang tidak diharapkan dalam *due diligence* yang nantinya akan

menjadi penyebab gagalnya suatu proses merger atau akuisisi. Terdapat tiga pilihan yang dapat dipilih dalam menyikapi temuan tersebut:

- Mengakhiri transaksi merger dan akuisisi
- Mengubah syarat transaksi untuk mengurangi resiko yang ditemukan
- Mengubah rencana bisnis terkait transaksi merger dan akuisisi

11.2.5 *Culture Due Diligence*

Culture due diligence sama pentingnya dengan financial dan legal *due diligence*. Perusahaan harus mengevaluasi apakah kebudayaan kedua perusahaan nantinya dapat dipadukan atau tidak. Perpaduan kedua budaya perusahaan baru terjadi setelah terjadinya merger atau akuisisi, di mana kedua perusahaan dipaksa untuk bekerja sama. Jika perusahaan tidak melakukan *culture due diligence*, maka perusahaan tidak akan mengetahui apakah budaya perusahaan mereka dapat disatukan atau tidak, dan jika perusahaan tidak memiliki budaya yang tidak dapat dipadukan, tentu saja akan terjadi perpecahan dalam perusahaann yang nantinya akan mempengaruhi kinerja perusahaan, yang berujung pada gagalnya proses merger dan akuisisi yang telah dilakukan. Hal yang mungkin terjadi jika tidak melakukan *culture due diligence* adalah perusahaan mungkin kehilangan karyawan kunci karena perbedaan budaya yang terjadi karena merger dan akuisisi, yang tentunya hal ini akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan nantinya juga akan berujung pada kegagalan merger atau akuisisi. Berbeda jika perusahaan melakukan *culture due diligence*, perusahaan menjadi mengerti apakah kebudayaan kedua perusahaan dapat dipadukan atau tidak, sehingga untuk menghindari kegagalan, perusahaan dapat membatalkan kesepakatan merger atau akuisisi sebelum hal tersebut terjadi. Dan jika perusahaan melakukan *culture due diligence*, perusahaan akan mendapatkan keunggulan bersaing daripada perusahaan yang tidak melakukan *culture due diligence*, dan dapat mempertahankan nilai dari kedua perusahaan yang menjadi nilai kunci keberhasilan perusahaan dan nantinya akan menjadi nilai yang akan membawa keberhasilan pada merger dan akuisisi yang telah dilakukan. Bagian *culture due diligence* ini akan lebih dalam dibahas dalam bab berikutnya.

11.3 ASPEK KEPEMIMPINAN

Kepemimpinan itu bukan tentang kebutuhan pemimpin, akan tetapi lebih berfokus kepada kebutuhan orang dan organisasi yang dipimpin. Gaya kepemimpinan bukanlah sesuatu yang harus dicoba terus menerus, untuk melihat mana yang sesuai dengan perusahaan, sebaliknya, gaya kepemimpinan harus disesuaikan dengan kebutuhan dari situasi yang ada di perusahaan (Murray, 2013). Terdapat 4 tipe gaya kepemimpinan yang dikenal dalam organisasi, yaitu:

1. *Autocratic*. Gaya kepemimpinan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keputusan dengan pemikirannya sendiri tanpa membutuhkan ide orang lain. Disini manajer memiliki otoritas penuh sehingga manajer cenderung akan memaksakan kehendak kepada karyawan. Tidak ada satupun karyawan yang berani menentang pemimpin yang memiliki tipe *autocratic*. Contoh negara yang menggunakan gaya kepemimpinan *autocratic* adalah Kuba dan Korea Utara.
2. *Participative*. *Participative* atau juga bisa disebut demokratis merupakan gaya kepemimpinan yang menghargai masukan dari anggota tim dan rekan kerja, tetapi untuk tanggung jawab keputusan akhir tetap ada pada pemimpin tersebut. Gaya kepemimpinan demokratis ini meningkatkan semangat kerja karyawan, karena mereka diberi kesempatan untuk berkontribusi didalam pengambilan sebuah keputusan. Kesulitan pemimpin yang menganut gaya kepemimpinan ini adalah saat dibutuhkannya keputusan dengan waktu yang pendek.
3. *Transactional*. Gaya kepemimpinan ini berfokus kepada hasil kinerja manajer dan karyawan dan dengan hasil kinerja tersebut akan menentukan apakah manajer dan karyawan mendapat *reward* atau hukuman. Tujuan yang akan dicapai telah ditetapkan bersama-sama, dan semua pihak setuju untuk mengikuti arah dan kepemimpinan manajer untuk pencapaian tujuan itu. Dengan gaya kepemimpinan ini manajer memiliki otoritas untuk meninjau hasil kinerja dan melakukan pelatihan kepada karyawan yang berhasil maupun gagal mencapai tujuan.
4. *Transformational*. *Transformational* sangat bergantung kepada komunikasi dari manajemen untuk tercapainya tujuan perusahaan. Pemimpin akan berusaha untuk memotivasi karyawan dan meningkatkan produktivitas

mereka melalui komunikasi dan visibilitas yang tinggi. Ciri-ciri yang sangat menonjol dalam gaya kepemimpinan ini adalah adanya pendelegasian tugas untuk setiap tim yang ada di perusahaan.

Gaya kepemimpinan diatas memiliki sudut pandang masing-masing dalam mengatur dan mengelola sebuah perusahaan, dimana ada kelebihan dan kekurangannya. Ini merupakan konsekuensi bagi perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi. Kedua perusahaan yang melakukan merger harus berjuang menghadapi gaya kepemimpinan masing-masing. Kerjasama di bidang ekonomi sekarang tidak memiliki batasan apapun, perusahaan dapat bekerja sama dengan perusahaan di negara lain, sehingga membuat merger dan akuisisi menjadi salah satu strategi yang digunakan untuk memperbesar pasar perusahaan tersebut.

Merger dan akuisisi lintas benua itu memiliki berbagai macam resiko, salah satunya ada pada gaya kepemimpinan perusahaan tersebut. Gaya kepemimpinan sebuah perusahaan di tiap negara dapat berbeda-beda, sehingga perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi juga harus menetapkan gaya kepemimpinan mana yang akan digunakan, dan salah satu pihak pasti akan elakukan adaptasi. Merger dan akuisisi sendiri memiliki aturan masing- masing didalam penentuan gaya kepemimpinan yang mana yang akan digunakan setelah dilakukan merger dan akuisisi.

Merger itu kombinasi dari dua perusahaan dan hanya satu perusahaan yang *survive*, berarti untuk gaya kepemimpinannya harus menggunakan salah satu perusahaan. Pihak manajemen wajib untuk menentukan gaya kepemimpinan yang akan digunakan, dan salah satu pihak wajib untuk beradaptasi terhadap gaya kepemimpinan. Sedangkan akuisisi itu dua perusahaan masih berdiri, salah satu perusahaan hanya memiliki beberapa persen saham perusahaan lainnya. Berarti untuk akuisisi gaya kepemimpinannya masih menggunakan dan mempertahankan milik masing-masing perusahaan, pada akuisisi yang paling penting adalah pencapaian tujuan yang sudah ditentukan bersama. Jadi gaya kepemimpinannya boleh berbeda, asalkan tujuan yang sudah ditentukan harus tercapai.

Contoh pengaruh gaya kepemimpinan di dunia ekonomi, yaitu: Daimler merupakan perusahaan asal Jerman, dan Chrysler berasal dari Amerika. Pada saat itu merger antara 2 perusahaan tersebut merupakan

akuisisi terbesar perusahaan Amerika oleh perusahaan luar. Melalui strategi tersebut Daimler Chrysler akan menjadi produsen otomotif terbesar kelima di dunia. Saat itu direncanakan bahwa merger tersebut akan membuat distribusi produk mereka semakin efisien dan menguntungkan, memang rencana itu sukses di awal-awal periode.

Daimler dan Chrysler memiliki kultur dan perbedaan gaya kepemimpinan yang sangat tajam. Daimler memiliki karakter pengambilan keputusan secara birokrasi, sementara Chrysler mengedepankan kreativitas dari karyawannya. Gaya kepemimpinan Chrysler lebih fleksibel dan mudah untuk melakukan adaptasi. Chrysler menjunjung tinggi efisiensi, pemberdayaan dan kesamaan kedudukan antar karyawan. Berbeda dengan Daimler yang mementingkan otoritas dan pengambilan keputusan secara terpusat. Daimler dan Chrysler gagal karena 2 perusahaan tersebut memiliki ego yang sangat tinggi, jadi meskipun sudah melakukan merger masing - masing perusahaan tersebut tetap ingin mempertahankan gaya kepemimpinan masing - masing, sehingga terjadi perbedaan yang berujung kepada kegagalan.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Faktor-faktor apa yang mempengaruhi kesuksesan dan kegagalan dalam M&A?
2. Mengapa “due diligence” penting bagi sebuah organisasi? Hal apa saja yang perlu diperhatikan sebuah organisasi ketika melakukan “due diligence”?
3. Jelaskan bagaimana budaya berpengaruh terhadap M&A?
4. Jelaskan hal apa saja yang perlu diperhatikan dalam “culture due diligence”?
5. Mengapa isu kepemimpinan hal yang harus diperhatikan oleh organisasi ketika melakukan M&A? Jelaskan

B A B 1 2

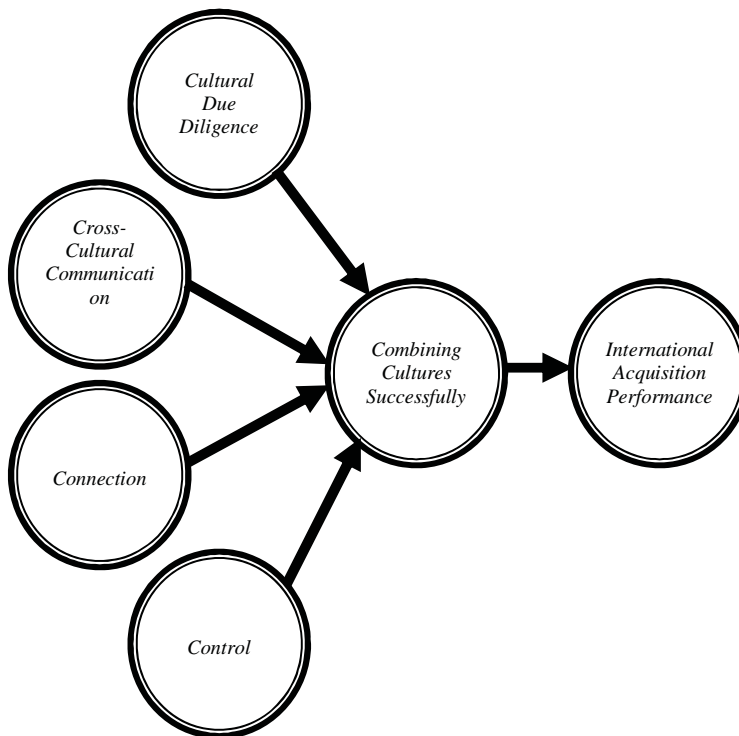
ISU M&A 3: BUDAYA DALAM PENGGABUNGAN USAHA

12.1 BUDAYA ORGANISASI

Seperti dibahas dalam bab sebelumnya, perbedaan budaya perusahaan antara perusahaan yang akan bergabung dapat menjadi penyebab utama kegagalan dalam proses penggabungan. Dalam konteks merger dan akuisisi, perbedaan budaya perusahaan dapat dipahami sebagai perbedaan kepercayaan, nilai-nilai dan praktik-praktik antara perusahaan yang menggambilalih dengan perusahaan yang diambil alih (Schein, 2010).

Model di atas menunjukkan kinerja perusahaan yang melakukan akuisisi dipengaruhi oleh kemampuan menggabungkan budaya perusahaan yang mana meliputi *cultural due diligence*, *cross-cultural communication*, *connection*, dan *control*. *Cultural due diligence* adalah penetapan kesesuaian budaya dalam akuisisi internasional. Kesesuaian budaya bukan berarti budaya tersebut harus sama persis, melainkan dua kebudayaan yang dapat digabungkan. *Cultural due diligence* dilakukan sebelum proses akuisisi yang mana dapat memampukan pihak pengambilalih menentukan apakah penggabungan dari budaya yang berbeda tersebut memiliki kemungkinan keberhasilan setelah tahap akuisisi terjadi. Faktor kedua yang perlu dilakukan sebelum proses akuisisi adalah *cross-cultural communication*, yaitu komunikasi dua arah antara perusahaan yang terlibat dalam akuisisi yang mana dapat memastikan bahwa manajer dan pekerja dari masing-masing perusahaan dapat saling bertukar informasi mengenai budaya perusahaan mereka. Buruknya komunikasi antar kedua belah pihak dapat

mengakibatkan timbulnya ketidakjelasan, ketakutan dan desas-desus antara perusahaan yang terlibat, sehingga dapat mengakibatkan gagalnya proses akuisisi. Faktor ketiga adalah *connection*, yaitu ikatan sosial dan hubungan terstruktur antara perusahaan yang terlibat dalam akuisisi. Dan yang terakhir adalah *control* yang mana harus dilakukan agar dapat membentuk komitmen, kepercayaan dan kerjasama antara perusahaan yang bergabung yang dapat berkontribusi bagi keberhasilan penggabungan budaya perusahaan. *Control* tersebut harus dilakukan baik dari sisi perusahaan pengambilalih maupun perusahaan yang diambil alih.



Sumber: Rottig (2007)

Gambar 12.1 *The Five-C's Framework.*

12.2 PENGUKURAN DAN EVALUASI PERBEDAAN BUDAYA

Bagian proses perencanaan meliputi evaluasi perbedaan budaya yang dilakukan sebelum merger dan selama proses negosiasi berlangsung. Dengan kata lain, penting untuk melakukan evaluasi (apabila pengukuran

tidak dilakukan) atas perbedaan budaya sesegera mungkin sebelum proses *due diligence* dilakukan. Evaluasi budaya dan perbedaan budaya merupakan tugas yang cukup kompleks. Metode evaluasi yang digunakan dapat berupa *direct* atau *indirect contact* dengan perusahaan yang akan diambilalih. Berikut ini adalah sumber-sumber yang dapat memberikan informasi mengenai perusahaan target.

- Informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan itu sendiri, yang menggambarkan karakteristik, paham, misi perusahaan dan sebagainya. Sumber yang baik dari informasi ini dapat berupa laporan perusahaan pada *web site*-nya atau berupa *press releases*.
- Artikel-artikel dan wawancara dengan manajer senior yang mana dapat membantu mengumpulkan pendekatan-pendekatan manajemen dalam menangani berbagai isu.
- Ceramah dan pidato yang diberikan oleh anggota tim manajemen dari perusahaan target.
- Mengumpulkan informasi dari beberapa perusahaan di sektor industri dimana perusahaan target beroperasi.
- Wawancara dengan manajer dan pekerja dari perusahaan sendiri yang pernah bekerja atau memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan target.
- Percakapan dan wawancara dengan klien, pemasok dan pesaing yang pernah berhubungan dengan perusahaan target.
- Percakapan dan wawancara dengan pemegang informasi, seperti akuntan, pengacara, konsultan manajemen, orang bank, dan lain-lain yang pernah berhubungan dengan manajer dari perusahaan target.
- Percakapan dengan manajer dan pekerja dari perusahaan target dalam waktu yang berbeda-beda seperti *workshop*, seminar, *exhibitions*, dan lain-lain.

Apabila perusahaan target adalah perusahaan publik, maka informasi bisa didapatkan dari laporan tahunan yang dapat memberikan informasi mengenai budaya perusahaan. Semua informasi yang telah dikumpulkan kemudian diperiksa reliabilitasnya dan memastikan validitasnya. Informasi ini juga yang akan digunakan oleh tim dalam melakukan negosiasi. Setiap tim dapat memberikan ranking terhadap informasi atau perbedaan budaya perusahaan target, sehingga mereka dapat mempertimbangkan dan membuat keputusan berdasarkan urutan perbedaan budaya tersebut.

12.3 KAJIAN PENELITIAN TERDAHULU TERKAIT BUDAYA

Penelitian-penelitian terkait merger dan akuisisi telah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu. Mereka melakukan analisa terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kesuksesan dan kegagalan merger dan akuisisi dari berbagai sisi, contohnya menggunakan variabel dari sisi *due diligence*, dari sisi budaya perusahaan, dari sisi kinerja keuangan dan lain sebagainya. Hasil penelitian yang didapatkan pun beraneka ragam. Ada penelitian yang menunjukkan hasil positif, hasil negatif, atau tidak adanya pengaruh antara variabel yang diteliti dengan kesuksesan dan kegagalan merger dan akuisisi. Beberapa penelitian terdahulu tersebut telah dirangkum dalam tabel berikut ini, yang mana telah menjadi dasar bagi penelitian ini. Hampir semua penelitian yang telah dirangkum dalam tabel tersebut menunjukkan bahwa budaya perusahaan sangat mempengaruhi kesuksesan dan kegagalan merger dan akuisisi. Dan sebagian besar penelitian tersebut menyimpulkan bahwa perbedaan budaya telah mengakibatkan gagalnya merger dan akuisisi yang dilakukan.

Merger dan akuisisi adalah proses penggabungan dua atau lebih perusahaan dengan nilai, budaya dan gaya yang berbeda menjadi satu unit yang bersatu. Berdasarkan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, terdapat dua jenis merger yaitu *horizontal merger* dan *vertical merger*. *Horizontal merger* adalah penggabungan perusahaan dengan area bisnis yang serupa/ mirip, contohnya adalah Chevron dan Texaco. Sementara *vertical merger* adalah penggabungan perusahaan dengan area bisnis yang berbeda, contohnya adalah AOL dan Time Warner, yang mana akan menjadi contoh penggabungan yang dijelaskan pada bab ini nantinya.

Merger dan akuisisi tidak hanya dilihat dari perspektif keuangan saja, tetapi juga penggabungan dua perusahaan yang berbeda dan dua budaya yang berbeda yang mana akan membawa beberapa hambatan bagi perusahaan-perusahaan yang bergabung tersebut apabila tidak diatasi pada tahapan sebelum melakukan merger dan akuisisi. Oleh karena itu, manajemen dari tiap perusahaan perlu terlibat secara aktif dalam proses penggabungan tersebut sehingga mereka dapat memahami perbedaan, khususnya perbedaan budaya, yang terjadi dan dapat merencanakan perubahan secara perlahan-lahan, sehingga nantinya proses merger dan akuisisi tersebut dapat membawa keberhasilan.

Tabel 12.1 Kajian Penelitian Terdahulu

No	Pengarang	Tahun	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
1	Alzira Salama, Wayne Holland, Gerald Vinten	2003	Challenges and Opportunities in Mergers and Acquisitions: Three International Case Studies-Deutsche Bank-Bankers Trust; British Petroleum-Amoco; Ford-Volvo	Menyelidiki tantangan dan kesempatan dalam proses penggabungan, dan faktor-faktor yang mempengaruhi kesuksesan cross-border acquisitions dalam industri terkait, dengan menggunakan 3 contoh kasus merger yang sukses yaitu Deutsche Bank-Banker Trust; British Petroleum-Amoco; Volvo-Ford.	Kesuksesan merger dari ketiga kasus tersebut terjadi ketika <i>potential benefits</i> diwujudkan melalui <i>effective post-merger integration</i> dan proses akulturasi. Dampak perbedaan budaya dalam merger dan akuisisi dapat diminimalkan ketika perusahaan pengambilalih menyediakan waktu untuk membentuk atmosfer yang positif bagi transfer kapabilitas sebelum proses penggabungan.
2	Daniel Rottig	2007	Successfully Managing International Mergers and Acquisitions: A Descriptive Framework	Mengidentifikasi faktor-faktor kesulitan yang menyebabkan kegagalan dalam <i>cross-border merger</i> dan akuisisi.	Faktor-faktor utama yang menjadi penentu kesuksesan merger dan akuisisi adalah penggabungan budaya selama <i>post-acquisitions integration process</i> , yang mana meliputi <i>cultural due diligence, cross-cultural communication, connection, dan control</i> .

Tabel 12.1 Kajian Penelitian Terdahulu (Lanjutan)

No	Pengarang	Tahun	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
3	Gunter K. Stahl & Andreas Voigt	2008	Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination	Mengidentifikasi peran budaya dalam merger dan akuisisi	Perbedaan budaya mempengaruhi <i>sociocultural integration</i> , realisasi sinergi, dan perbedaan nilai pemegang saham. Dampak perbedaan budaya bervariasi tergantung pada tingkat keterkaitan dan dimensi dari perbedaan budaya yang terpisah dari perusahaan yang bergabung.
4	Agata Stachowicz & Stanusch	2009	Culture Due Diligence based on HP/Compaq Merger Case Study	Menyajikan masalah perusahaan selama merger dan akuisisi dalam kaitannya dengan perbedaan budaya perusahaan yang terlibat dalam penggabungan, menjelaskan metode <i>culture due diligence</i> yang diterapkan selama proses merger HP dan Compaq.	Adanya perbedaan budaya perusahaan antara HP dan Compaq mengakibatkan merger antara kedua perusahaan tersebut gagal.
5	Rajesh Chakrabarti, Swasti Gupta-Mukherjee, Narayanan Jayaraman	2009	Mars-Venus Marriages: Culture and Cross-Border M&A	Menganalisa hubungan budaya dengan <i>cross-border acquisitions</i> .	Adanya hubungan positif antara kinerja perusahaan setelah merger dengan perbedaan budaya.

Tabel 12.1 Kajian Penelitian Terdahulu (Lanjutan)

No	Pengarang	Tahun	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
6	Riika M. Sarala & Eero Vaara	2010	Cultural Differences, Convergence, and Crossvergence as Explanations of Knowledge Transfer in International Acquisitions	Menganalisa perbedaan budaya pada merger dan akuisisi internasional dan bagaimana pengaruh faktor budaya terhadap perpindahan pengetahuan.	<i>National cultural differences</i> memberikan potensi besar bagi perpindahan pengetahuan dalam akuisisi internasional. <i>Organizational cultural convergence</i> dan <i>crossvergence</i> memiliki dampak positif signifikan terhadap perpindahan pengetahuan. <i>Convergence</i> dan <i>crossvergence</i> mempengaruhi <i>national cultural differences</i> secara moderat.
7	Mitchell Lee Marks & Philip H. Mirvis	2011	Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success	Menganalisa penggabungan perusahaan, menjelaskan bagaimana faktor sumber daya manusia berkontribusi terhadap kegagalan atau kesuksesan penggabungan, dan mengidentifikasi beberapa pertanyaan penelitian yang jawabannya dapat membantu meningkatkan kesuksesan merger dan akuisisi dari segi keuangan dan sumber daya manusia.	Sumber daya manusia di tiap perusahaan sangat berkontribusi terhadap kegagalan dan kesuksesan penggabungan. Manajer dan pekerja dari perusahaan yang terlibat penggabungan tersebut harus dapat memahami dan mempelajari budaya perusahaan dari <i>target company</i> .

Tabel 12.1 Kajian Penelitian Terdahulu (Lanjutan)

No	Pengarang	Tahun	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
8	Dr. Sarbapriya Ray	2012	Cultural Dimension Analysis of AOL-Time Warner Merger	Menjelaskan bagaimana kegagalan merger AOL dan Time Warner sebagai akibat perbedaan budaya yang terjadi.	Perbedaan budaya dalam organisasi pada AOL-Time Warner menyebabkan sinergi tidak terbentuk dengan baik, AOL yang memiliki budaya organisasi "cepat dan kolaboratif" sementara Time Warner dengan budaya "lambat dan desentralisasi". AOL dan Time Warner belum berhasil untuk merancang strategi yang dapat memfasilitasi perusahaan yang telah tergabung tersebut.
9	Yaakov Weber & Shlomo Yedidia Tarba	2012	Mergers and Acquisitions process: The Use of Corporate Culture Analysis	Menjelaskan <i>cross-cultural management</i> selama merger dan akuisisi, permasalahan yang masih sulit dipahami oleh banyak penelitian yang telah dilakukan tahun-tahun sebelumnya.	Tingkat kegagalan dan kesuksesan merger dan akuisisi disebabkan oleh kurangnya pemahaman aktivitas pada seluruh tahapan merger. Pertimbangan akan perbedaan budaya merupakan hal yang mendasari pilihan perusahaan untuk melakukan merger dan akuisisi dan harus dinilai dan diukur selama tahapan perencanaan dan negosiasi merger.

Tabel 12.1 *Kajian Penelitian Terdahulu (Lanjutan)*

No	Pengarang	Tahun	Judul Penelitian	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
10	Sugandh Kansal & Arti Chandani	2014	Effective Management of Change During Merger and Acquisition	Menganalisa model yang dapat digunakan dalam pengelolaan perubahan budaya yang sangat mempengaruhi merger dan akuisisi, serta menjelaskan strategi-strategi yang dapat digunakan oleh pemimpin perusahaan dalam mengatasi perbedaan yang ada, dengan menggunakan contoh kasus merger ICICI Bank-Bank of Madura dan AOL-Time Warner.	Pengelolaan perubahan sangatlah penting bagi perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Perusahaan yang terlibat harus dapat memahami budaya masing-masing dan memahami pentingnya perubahan. Pemimpin dari kedua perusahaan harus mengkomunikasikan perubahan yang ada kepada para pekerjanya secara jelas, sehingga proses penggabungan dapat berjalan dengan sukses. Namun pemimpin dari ICICI Bank-Bank of Madura dan AOL-Time Warner telah gagal mengkomunikasikan perbedaan budaya tersebut kepada anggota perusahaannya.

Mini-case 1: AOL & Time Warner

Selama merger dan akuisisi, pemimpin dari kedua perusahaan akan menghadapi banyak tantangan antara lain: *cultural management*, *stress management*, *redundancies*, restrukturisasi sumber daya manusia, keengganan untuk berubah, ketidakamanan dalam bekerja, penurunan talenta, motivasi yang rendah dan lain sebagainya. Semua faktor yang disebutkan tersebut merupakan dampak dari perubahan yang akan terjadi akibat merger dan akuisisi. Berdasarkan survey KPMG disebutkan bahwa sekitar 80% dari merger dan akuisisi gagal karena penanganan yang tidak tepat atas perubahan manajemen tersebut. Berikut ini adalah daftar beberapa perusahaan yang gagal karena kegagalan penanganan perbedaan yang terjadi (Kansal & Chandani, 2014).

Tabel 12.2 Daftar Merger dan Akuisisi yang Gagal

Daftar Merger dan Akuisisi yang Gagal	Tahun
AOL/Time Warner	2000
HP/Compaq	2001
Alcatel/Lucent	2008
Daimler Benz/Chrysler	1998
Novell/Word Perfect	1994
National Semiconductor/Fairchild Semiconductor	1999
JDS Uniphase/SDL	2000
Mattel/The Learning Company	1999
Borland/Ashton Tate	1991
Excite/@Home	1999

Sumber: kansal & chandani, 2014

Perubahan adalah sesuatu yang tidak dapat dihindari dalam merger dan akuisisi. Sebagai seorang manajer, kita harus dapat berkomunikasi dengan para karyawan dan bagaimana cara kita mengatasi berbagai macam masalah yang muncul akan sangat mempengaruhi kesuksesan dan kegagalan merger dan akuisisi. Masalah utama yang seringkali dihadapi adalah ketidakmauan untuk berubah atau mempelajari budaya perusahaan lainnya. Hal ini tentu saja menjadi tugas yang berat bagi manajemen perusahaan.

Dalam pembahasan kali ini, kami akan menjelaskan contoh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi yang berhasil dan gagal dari sisi budaya perusahaan. Perusahaan yang gagal adalah merger antara AOL

dan Time Warner (Ray, 2012), sedangkan perusahaan yang berhasil adalah merger antara Deutsche Bank dan Bankers Trust, British Petroleum dan Amoco, Volvo dan Ford (Salama, Holland, & Vinten, 2003). Namun dalam pembahasan ini penulis berfokus pada satu contoh merger yang berhasil yaitu Volvo dan Ford.

Sejumlah perusahaan di seluruh dunia mencoba memperluas perusahaannya menggunakan merger dan akuisisi. Namun dalam beberapa kasus, kurangnya kesadaran akan budaya perusahaan justru akan memberikan hasil sebaliknya. Salah satu contohnya adalah kegagalan merger AOL dan Time Warner untuk memindahkan aset perfilman dan musik Time Warner ke AOL sebagai akibat perbedaan budaya setelah merger terjadi. Bagi Warner bergabung dengan perusahaan yang sudah ada merupakan cara yang lebih efektif untuk mendistribusikan bisnisnya secara online dalam rangka membangun kapabilitas perusahaannya. Membentuk *internet branch* sendiri akan memakan waktu dan biaya yang besar. Kombinasi dari *broadband system*, *media contents* dan *subscriber base* milik Warner akan menciptakan sinergi dan keuntungan strategis dengan *online brand*, *internet infrastructure* dan *subscriber base* dari 30 juta pelanggan milik AOL.

AOL didirikan pada tahun 1983 dan pada tahun 1985 diberi nama Quantum Computer. Pada tahun 1991, perusahaan berganti nama menjadi America Online (AOL). Di tahun 1992 perusahaan menjadi *go public* di NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*). Harga sahamnya meningkat dalam 2 tahun. Sementara profil Time Warner adalah Time Warner merupakan hasil merger antara Time dan Warner Brothers di tahun 1989 yang bernilai \$14 milyar. Time didirikan tahun 1922, yang mana bisnis utamanya adalah penerbitan majalah dan Warner Brothers didirikan tahun 1923 dengan bisnis utamanya adalah produksi film.

Merger antara AOL dan Time Warner dilakukan pada 11 Januari 2001. *The Federal Communication Commission* di USA menyetujui merger antara AOL (*Internet Service Provider* terbesar di dunia) dengan Time Warner (perusahaan media dan *entertainment* di bidang majalah, studio film, TV kabel, dan produksi musik dan berita). Tujuan dari penggabungan perusahaan tersebut agar Time Warner dapat menambah sekitar 30 juta konsumen baru dari pelanggan AOL dan untuk menyebarkan produknya melalui jaringan internet, sementara AOL akan menggunakan *high speed cable*

lines Time Warner untuk mengirimkan kepada pelanggan AOL mengenai produk Time Warner yaitu majalah, buku, musik dan film. Penggabungan usaha tersebut dapat menciptakan 130 juta pelanggan. Jenis merger yang dilakukan AOL dan Time Warner ini termasuk dalam jenis *vertical merger*, karena telah menggabungkan perusahaan dengan industri yang berbeda, model ekonomi yang berbeda, dan batasan geografis yang berbeda.

Setelah penggabungan usaha dilakukan tidak seperti yang diharapkan, pertumbuhan serta profitabilitas AOL terhenti karena pengaruh iklan dan *subscriber slowdown* karena adanya *dot-com bubble* dan karena resesi ekonomi setelah September 2001. Nilai dari AOL turun secara signifikan dan menyebabkan AOL-Time Warner melaporkan kerugian sebesar 99 miliar dolar Amerika pada tahun 2002. Total nilai saham AOL juga turun dari 226 miliar dolar Amerika menjadi sekitar 20 miliar dolar Amerika.

Pada bulan Mei 2009 Time Warner memutuskan untuk berhenti beroperasi dengan AOL. Salah satu faktor yang menyebabkan AOL tidak lagi menjadi bagian dari Time Warner mulai 9 Desember 2009 adalah karena perbedaan budaya. Perbedaan budaya tersebut membuat AOL-Time Warner tidak dapat menciptakan sinergi untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan tujuan yang semula diharapkan tidak dapat tercapai.

Budaya merupakan sekelompok nilai-nilai yang juga mempengaruhi strategi manajemen serta mempengaruhi hubungan kerja dan layanan terhadap konsumen. Budaya sangat mempengaruhi strategi dari organisasi tersebut, sehingga apabila terdapat konflik budaya akan dua perusahaan yang tergabung, maka akan sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan berdampak pada pelayanan terhadap konsumen. Budaya merupakan faktor yang sangat mempengaruhi kesuksesan dan kegagalan merger dan akuisisi karena budaya dapat membawa konsekuensi yang tidak dapat diprediksi dan tidak diinginkan jika proses pembuatan keputusan tidak mempertimbangkan sisi budaya. Konflik budaya perusahaan bisa terjadi apabila dua perusahaan tersebut memiliki pendapat yang berbeda tentang apa yang terjadi, apa yang harus diukur, bagaimana membuat keputusan yang baik, bagaimana mengelola sumber daya, bagaimana mensupervisi karyawan, bagaimana membagikan informasi dan lain-lain. Konflik budaya dapat mengganggu tidak hanya perusahaan yang terlibat dalam proses merger, tetapi juga dapat menyebabkan konflik di seluruh industri.

Konflik budaya dalam proses merger dan akuisisi terjadi dalam 4 tahap (Ray, 2012):

- Tahap pertama, perbedaan belum muncul dan manajemen mengira semuanya menjadi mudah seperti kehidupan nyata.
- Tahap kedua, perbedaan mulai muncul, seperti gaya kepemimpinan, symbol, ritual, dan mulai kelihatan dengan jelas.
- Tahap ketiga, perbedaan tersebut semakin bertambah dan setiap orang mulai menemukan perbandingan antara “kita” dan “mereka”.
- Tahap keempat, bagian atas dan bawah dapat dilihat.

Perbedaan budaya dalam merger AOL dan Time Warner menyebabkan sinergi tidak terbentuk dengan baik. Untuk mengatasi perbedaan budaya tersebut, maka diperlukanlah analisa strategi budaya perusahaan. AOL memiliki budaya perusahaan yang cepat dan kolaboratif, sedangkan Time Warner memiliki budaya perusahaan yang lambat dan desentralisasi. Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan perbedaan dimensi budaya dari merger yang dilakukan AOL dan Time Warner.

AOL	Time Warner
Perusahaan internet terbesar dengan sistem manajemen terpusat	Time Warner memiliki sistem manajemen desentralisasi yang memberikan otonomi pada tingkat divisi
AOL menggunakan teknologi tingkat tinggi berbasis <i>Internet Service Provider</i> (ISP)	Time Warner merupakan perusahaan yang sebelumnya terpisah dari sektor <i>computing</i> , telekomunikasi, dan media <i>entertainment</i>
AOL relatif masih kecil dan baru sejak berdirinya tahun 1991	Time Warner sudah besar dengan 44 juta majalah dan 12 juta pelanggan TV kabel, dan juga <i>mature</i>
<i>Top-down management style</i>	<i>Improvisational style</i>
<i>Unitary culture</i> dari AOL berkonsentrasi untuk menyediakan layanan internet bagi para pelanggan	<i>Diversified enterprises</i> – bergerak dalam media dan <i>entertainment</i> namun juga menyediakan majalah, studio film, TV kabel dan produksi majalah dan berita
Ketat dalam keuangan atau pengurangan biaya	Pemboros, karena Time Warner menghabiskan banyak uangnya untuk pemasaran

AOL dan Time Warner gagal menerapkan visi mereka dan tidak mampu menciptakan lingkungan perusahaan yang bersinergi seperti yang diinginkan. Analisa struktur budaya AOL dan Time Warner menunjukkan bahwa merger dan akuisisi bukanlah strategi dan hal yang biasa, perhatian yang diberikan terhadap desain percampuran atau penggabungan budaya perusahaan masih sangat sedikit di antara kedua perusahaan yang bergabung ini. Pandangan diri dari manajemen atas dan konsep sinergi yang palsu dapat membawa ke dalam konflik budaya. Diketahui juga bahwa *Divisional Autonomy* pada Time Warner enggan untuk berbagi informasi yang diperlukan untuk menciptakan layanan internet tetap berjalan, adanya komunikasi yang buruk dan perbedaan pendapat mengenai bisnis utama yang tidak kelihatan di awal merger, telah menjadi sumber penyebab terjadinya bentrokan budaya perusahaan dari kedua perusahaan.

Kedua perusahaan ini gagal menggabungkan budaya perusahaannya masing-masing, serta gagal menemukan strategi untuk dapat mengatasi perbedaan tersebut. Pemimpin dari kedua perusahaan tersebut juga telah gagal untuk meyakinkan semua divisinya bahwa merger dan akuisisi tersebut akan membawa keuntungan bagi masing-masing perusahaan. Perbedaan budaya yang terjadi ini sebagai akibat tidak dilakukannya *culture due diligence* oleh kedua perusahaan sebelum melakukan merger dan akuisisi. *Culture due diligence* adalah proses menganalisa *key cultural domains* yang meliputi:

- kepemimpinan dan praktik manajemen, gaya dan hubungan manajemen,
- prinsip pemerintahan,
- prosedur formal,
- praktik informal,
- kepuasan pekerja,
- kepuasan pelanggan,
- *key business drivers*,
- karakteristik perusahaan,
- persepsi dan ekspektasi, dan
- bagaimana pekerjaan diselesaikan di perusahaanmu¹.

1 Bouchard, Pellet, dalam Agata Stachosicz & Stanusch, *Culture Due Diligence Based on HP/Compaq Merger Case Study (Journal of Intercultural Management)*, 2009, Vol. 1, No. 1, h. 66.

Dengan melakukan *culture due diligence*, maka perusahaan yang akan terlibat merger akan mengetahui terlebih dahulu bagaimana budaya perusahaan dari perusahaan target, sehingga perusahaan pengambilalih dapat memperkirakan apakah perusahaannya mampu bergabung dan menyatukan budaya perusahaannya dengan perusahaan target. Bila perusahaan pengambilalih yakin dengan adanya merger dan akuisisi tersebut dapat meningkatkan profitabilitas dan kinerja perusahaan tanpa terhambat oleh perbedaan budaya, maka keputusan untuk melakukan merger dan akuisisi adalah keputusan yang tepat. Namun apabila sejak awal perusahaan pengambilalih tidak yakin akan merger tersebut sebagai akibat adanya perbedaan budaya yang terlalu besar dan sulit diatasi, maka sebaiknya keputusan merger dan akuisisi tersebut dapat dipikirkan kembali. Hal inilah yang terjadi pada merger antara AOL dan Time Warner. Perbedaan yang sangat besar terjadi antara budaya perusahaan keduanya, dan dikarenakan mereka tidak melakukan *culture due diligence* sebelumnya, maka dapat dikatakan merger dan akuisisi yang dilakukan antara AOL dan Time Warner gagal.

Mini-case 2: Volvo & Ford

Berikutnya adalah penjelasan mengenai merger yang dilakukan antara Volvo dan Ford yang merupakan contoh nyata merger yang berhasil. Kedua perusahaan ini berhasil mengembangkan cara mereka sendiri untuk bergabung bersama. Volvo dan Ford juga memiliki perbedaan budaya perusahaan (Salama, Holland, & Vinten, 2003), seperti yang ditampilkan pada tabel berikut.

Volvo	Ford
<i>Decentralized firm</i> dan <i>teamwork oriented</i> . Volvo menerapkan <i>participatory style of management</i> yang membebaskan level bawah untuk membuat keputusan	<i>Structured, hierarchical</i> dan <i>centralized</i>
Manajemen, pekerja, dan serikat pekerja mampu bekerjasama dalam rangka pencapaian hasil bisnis yang baik	Manajemen atas kurang dapat bekerjasama dengan pekerja bagian bawah
Pekerja Volvo mendapat gaji setiap bulan, termasuk juga <i>blue collarworkers</i>	Pekerja Ford bagian <i>blue collar workers</i> tidak mendapat gaji setiap bulan

Melihat beberapa perbedaan budaya perusahaan yang terjadi antara Volvo dan Ford, menjadikan para pekerja dari kedua perusahaan tersebut berada dalam proses pembelajaran akan nilai-nilai dan kepercayaan dari tiap perusahaan, yang mendasari perilaku dan praktik bisnis mereka yang berbeda. Kesadaran akan perbedaan budaya ini dipandang sebagai suatu hal yang penting dalam usaha menggabungkan kedua perusahaan dan memaksimalkan *potential synergies*. Perbedaan yang terjadi tidak dapat diatasi, melainkan harus saling menghargai dan masing-masing perusahaan harus memahami perbedaan tersebut.

Strategi penggabungan dan proses akulturasi Volvo dan Ford merupakan pembelajaran yang menarik bagi kedua pihak. Pekerja Volvo merasakan sekali dampak pergerakan dari penggabungan AB Volvo Groups dengan Ford Motors Group. Sebelumnya Volvo memegang 51% dari seluruh bisnis di grupnya, yang meliputi bis, mesin kapal laut dan produk terkait lainnya. Setelah diambilalih oleh Ford, maka posisi tersebut telah berubah secara drastis. Volvo kini hanya memegang 8% dari total bisnis pada Ford Motor Company. Hal tersebut tentu saja merupakan perubahan yang sangat besar bagi Volvo. Dulunya Volvo memegang mayoritas bisnis namun kini menjadi minoritas. Namun hal ini tidak membuat Volvo menyerah dalam posisinya. Volvo dan Ford berupaya untuk menggabungkan dua *product lines* utama mereka. Ford Motor Company mendirikan 2 divisi utama: Premium Automotive Group (PAG) dan Ford Cars. Divisi Ford berkonsentrasi pada produk-produk yang lebih tradisional seperti Ford Fiesta. Sementara divisi PAG berfokus pada produknya yang premium, seperti Jaguar, Land-Rover, Astin Martin, Lincoln dan Volvo.

Sebelum melakukan merger dan akuisisi, kedua perusahaan ini melakukan *due diligence* untuk memahami dan mengenal lebih dalam perusahaan target. Proses *due diligence* tersebut memakan waktu sekitar 6 bulan dan berfokus terutama pada sinergi faktor keuangan. Kemudian dibentuklah *integration team*. Tim ini melaporkan hasil pemahaman yang mereka dapatkan mengenai perusahaan target kepada para eksekutif Volvo dan Ford. *Integration team* dibentuk untuk menemukan sinergi di beberapa area seperti *power trend*, pembelian, pemasaran, R&D, dan lain-lain. Tim ini terdiri dari sejumlah anggota dari kedua perusahaan dengan jumlah yang

sama dan bekerja bersama-sama dengan dasar yang sama yaitu mengatasi perbedaan budaya dari kedua perusahaan.

Salah satu area yang diperhatikan oleh tim integrasi adalah *technology transfer*. Volvo *engineers* telah mentransfer sistem teknologinya seperti mesin-mesin baru, bahan mentah yang berbeda dan lebih modern kepada Ford. Proses transfer ini dirasakan oleh para pekerja dari kedua perusahaan sebagai hasil yang sangat positif dari proses akuisisi. Para pekerja Volvo sangat menikmari hubungan yang baik dengan dealer mobil. Menjadi *brand* yang kecil, sangat sulit bagi Volvo untuk menemukan dealer yang tepat yang hanya menjual Volvo dalam lingkup yang terbatas. Namun kini Volvo menjadi lebih tertarik dengan pasar dealer setelah bergabung dengan Ford. Penggabungan ini mengakibatkan kinerja keuangan semakin kuat.

Aspek lainnya yang juga menarik dari penggabungan Volvo dan Ford adalah *research and development* dan pengembangan bahan bakar di masa mendatang. Aktivitas ini masih dikembangkan dalam Ford group dan Volvo telah memberikan pekerjaannya untuk bergabung dalam proyek tersebut. Volvo menyerahkan *engineer*-nya yang terbaik dalam proses pengembangan proyek tersebut. Semuanya ini dilakukan demi tercapainya peningkatan kinerja perusahaan setelah merger dilakukan.

Berdasarkan penjelasan kasus merger antara Volvo dan Ford di atas, maka dapat dilihat bahwa proses merger yang dilakukan kedua perusahaan tersebut telah berhasil membawa pada peningkatan kinerja keuangan. Meskipun kedua perusahaan tersebut juga memiliki perbedaan budaya perusahaan, namun karena sebelum proses merger telah dibentuk *integration team* yang bertugas untuk melakukan *culture due diligence*, maka perbedaan budaya tersebut tidak menjadi hambatan bagi merger Volvo dan Ford. Pekerja dari masing-masing perusahaan berusaha memahami dan mempelajari budaya dari perusahaan tersebut. Hal ini tidak lain dilakukan dengan tujuan untuk meminimalkan ketidaknyamanan di tempat kerja dan meningkatkan kesadaran untuk bekerjasama dan menciptakan budaya perusahaan yang baru. Bahkan Volvo rela menyerahkan *engineer* terbaiknya untuk bergabung dalam pengembangan proyek bahan bakar yang sedang diteliti oleh Ford. Ide-ide baru telah diciptakan dan ide yang lama menjadi menantang, sehingga diperlukan budaya perusahaan yang baru yang dapat menciptakan profitabilitas dan kinerja yang lebih baik lagi.

Analisa Mini-case 1 & 2

Dari kedua contoh kasus yang telah dibahas di atas, maka dapat dilihat bahwa budaya perusahaan sangat berpengaruh terhadap kesuksesan dan kegagalan proses merger dan akuisisi. Budaya perusahaan sebenarnya memegang dua peranan, yaitu sistem kepercayaan yang memungkinkan penerjemahan dunia yang kompleks dan ketidakpastian menjadi lebih dikenal, yang kedua adalah menyediakan kesinambungan dan stabilitas ketika ancaman perubahan mengurangi pengetahuan yang ada (Weber & Tarba, 2012). Peranan tersebut menjadikan budaya perusahaan hal yang penting bagi siapa yang membagikannya, namun pada saat yang bersamaan budaya juga dapat menjadi sulit dalam memikul perubahan yang diperlukan, seperti dalam kasus merger dan akuisisi, dan telah menjadi akar penyebab konflik budaya antara dua perusahaan yang bergabung.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Kesimpulan apa yang anda dapat lihat dari penelitian terdahulu terkait dengan budaya dalam M&A? Jelaskan
2. Bagaimana anda menyimpulkan hambatan budaya dalam M&A untuk kasus AOL-Time Warner? Jelaskan
3. Bagaimana anda menyimpulkan keberhasilan/kegagalan M&A untuk kasus AOL-Time Warner? Jelaskan
4. Bagaimana anda menyimpulkan hambatan budaya dalam M&A untuk kasus Volvo-Ford? Jelaskan
5. Bagaimana anda menyimpulkan keberhasilan/kegagalan M&A untuk kasus Volvo-Ford? Jelaskan

B A B 13

ISU M&A 4: TOPIK PENELITIAN MERGER DAN AKUISISI

Dalam bab ini akan disajikan rangkuman enam penelitian pilihan terkait dengan merger dan akuisisi. Pembahasan rangkuman penelitian akan dilakukan dengan sistematika latar belakang, hipotesis termasuk pembahasan, diakhiri dengan kesimpulan dan saran.

13.1 PENGARUH KONDISI MANAJEMEN PUNCAK DALAM KESUKSESAN DAN FREKUENSI M&A

Berikut merupakan data profil ringkasan atas jurnal ini:

Judul	: Good Learners: How Top Management Teams Affect The Success And Frequency Of Acquisitions
Nama Jurnal	: Strategic Management Journal Vol. 35 hal. 1483-1507, 2013
Penulis	: Anna Nadolska dan Harry G. Barkema
Sampel	: Data longitudinal pada lebih dari 2.000 akuisisi oleh 25 perusahaan Belanda atas empat dekade(1966-2006)
Metode	: Regression Model

13.1.1 Latar Belakang

Latar belakang dari penelitian ini adalah terdapat beberapa pendapat dari peneliti sebelumnya, apakah proses akuisisi yang dialami oleh perusahaan sebelumnya akan mempengaruhi proses akuisisi yang akan dijalani. Beberapa peneliti menemukan bahwa perusahaan mengembangkan proses akuisisi dengan cara mentransfer pengalaman akuisisi sebelumnya ke

dalam akuisisi yang mereka lakukan saat ini (Fowler dan Schmidt, 1989). Dan memang ditemukan bahwa perusahaan yang berpengalaman dalam akuisisi akan lebih sukses dalam proses akuisisi berikutnya. Namun beberapa peneliti lain berpendapat bahwa keberhasilan akuisisi sebenarnya tergantung apakah akuisisi baru mirip dengan akuisisi sebelumnya dan apakah rutinitas akuisisi sebelumnya dapat diaplikasikan pada akuisisi baru. Selaras dengan pendapat tersebut, banyak peneliti tidak menemukan hubungan positif yang signifikan antara pengalaman akuisisi masa lalu dengan kinerja perusahaan (Deutsch et al, 2007).

Selain itu banyak penelitian yang menunjukkan bagaimana tim manajemen puncak mempengaruhi perilaku akuisisi dan memiliki pengaruh penting pada keputusan akuisisi. Bahkan ada penelitian yang berfokus pada bagaimana tim manajemen puncak memfasilitasi pembelajaran akuisisi sebelumnya dalam rangka mengembangkan akuisisi baru. Namun tidak ada studi yang membahas apakah para tim manajemen puncak tersebut belajar dari pengalaman akuisisi sebelumnya dan bagaimana pengalaman tersebut ditransfer dari akuisisi sebelumnya ke akuisisi baru.

Oleh karena itu peneliti ini mengembangkan hipotesis tentang bagaimana tim manajemen puncak sebuah perusahaan belajar dari pengalaman akuisisi serta bagaimana komposisi tim sangat penting sehingga mempengaruhi frekuensi dan keberhasilan akuisisi. Peneliti fokus pada keragaman tim manajemen puncak dan berargumen bahwa tim yang heterogen lebih memperoleh manfaat pengalaman akuisisi dan lebih sukses dalam akuisisi mereka dibandingkan dengan yang homogen.

12.1.2 Pembahasan

Penelitian ini membahas lebih jauh tentang hubungan antara pengalaman akuisisi manajemen puncak dengan “keberhasilan” dan “frekuensi akuisisi”. Keberhasilan dan frekuensi akuisisi merupakan dua indikator efektivitas tim manajemen puncak dalam mentransfer keterampilan akuisisi sebelumnya ke akuisisi baru. Peneliti membangun keberagaman literatur yang berpendapat bahwa tim manajemen yang beragam lebih memungkinkan untuk berbagi pengalaman dan memiliki perdebatan yang komprehensif tentang akuisisi terakhir mereka (Phillips et al., 2004). Mereka akan menghabiskan lebih banyak waktu dalam memutuskan keterampilan dan rutinitas mana yang

layak ditransfer dari satu akuisisi ke akuisisi lain. Peneliti menguji hipotesisnya dengan mengambil sampel atas perusahaan yang melakukan akuisisi internasional dan memiliki beragam budaya, hukum serta peraturan yang biasanya dianggap remeh.

Terdapat penelitian merger akuisisi terdahulu yang mengacu pada “teori transfer” yang menunjukkan bahwa mentransfer keterampilan yang dipelajari dari satu situasi untuk diaplikasikan ke masa depan sangat produktif jika situasi tersebut serupa atau berulang (Yelon dan Ford, 1999). Sebaliknya, mentransfer keterampilan yang dipelajari tanpa adaptasi dapat membahayakan dan berakibat buruk. Sehingga hendaknya harus ada pemahaman dan pembelajaran mengenai situasi sebelumnya agar dapat disesuaikan dengan situasi yang baru.

Selain memiliki dampak pada kesuksesan akuisisi, pengalaman akuisisi juga mempengaruhi frekuensi akuisisi yang dilakukan suatu perusahaan. Peneliti memperkirakan bahwa tim manajemen puncak yang berpengalaman tidak hanya belajar kapan dan bagaimana mentransfer pengalaman tersebut namun juga dapat melakukannya dengan lebih efisien. Tim manajemen puncak butuh melakukan upaya kognitif dalam bentuk pengolahan informasi dalam pengambilan keputusan mengenai akuisisi. Haspeslagh dan Jemison (1991) mengamati bahwa kemampuan akuisisi yang hendak dipelajari meliputi keterampilan untuk mengidentifikasi target yang sesuai, menegosiasikan kesepakatan, dan mengelola proses integrasi. *Active acquirers* atau perusahaan yang melakukan akuisisi secara aktif akan lebih mampu menangani akuisisi dalam jumlah besar karena mereka telah belajar dari pengalaman sebelumnya (Laamanen dan Keil, 2008). Contohnya seperti Cisco dan GE di mana keduanya melakukan akuisisi secara reguler dan memiliki *track record* merger akuisisi yang bagus dan telah mengembangkan proses seleksi target dan integrasi bisnis yang mereka akuisisi.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan di atas, penelitian ini menyimpulkan dugaan sementara pertama yaitu:

Hipotesis H1a : Terdapat hubungan positif antara pengalaman akuisisi tim manajemen puncak masa lalu dengan kesuksesan akuisisi.

Hipotesis H1b : Terdapat hubungan positif antara pengalaman akuisisi tim manajemen puncak dengan jumlah akuisisi yang dilakukan tiap tahun.

Berdasarkan perspektif pengambilan keputusan, keragaman tim merupakan faktor kunci dalam meningkatkan elaborasi informasi dengan cara bertukar, membahas serta menyatukan ide-ide, pengetahuan dan wawasan yang relevan dengan tugas mereka. Menurut Van Knippenberg (2004) keberadaan perspektif yang beragam dalam kelompok kerja dapat meningkatkan pembelajaran dalam kelompok tersebut. Karena tim yang beragam mengakumulasi pengalaman mereka dari waktu ke waktu, diskusi dan tambahan pengetahuan yang mereka peroleh dari tim lain akan mengantar mereka menuju proses akuisisi yang lebih komprehensif. Oleh karena itu peneliti memperkirakan bahwa seiring dengan peningkatan keberagaman tim manajemen puncak, mereka akan semakin mampu mentransfer pengalaman dan keahlian akuisisi mereka satu sama lain.

Peneliti mengembangkan hipotesis dari dua tipe keragaman yaitu keragaman masa jabatan dan keragaman pengetahuan (latarbelakang pendidikan). Kedua tipe ini dapat meningkatkan pembelajaran dan kemampuan tim dalam mengelaborasi informasi, pandangan, dan keahlian serta memberi dan menerima masukan satu sama lain (Bantel and Jackson, 1989). Manajemen dengan masa jabatan tinggi akan memberi pengalaman bagaimana akuisisi yang baik dan tantangan apa yang telah dihadapi. Sedangkan manajemen dengan masa jabatan rendah akan berbagi pengetahuan yang diperoleh dari koneksi lain maupun organisasi level bawah. Keragaman pengetahuan menimbulkan perbedaan pandangan dan cara mengevaluasi potensi suatu investasi misalnya seorang insinyur fokus pada aspek pembangunan akuisisi sedangkan pengacara fokus pada aspek hukum (Barkema dan Shvyrkov, 2007). Berdasarkan teori tersebut penelitian ini menyimpulkan hipotesis kedua yaitu:

- Hipotesis 2a : Keragaman masa jabatan tim manajemen puncak memoderasi secara positif hubungan antara pengalaman akuisisi manajemen puncak dengan kesuksesan akuisisi
- Hipotesis 2b : Keragaman pendidikan tim manajemen puncak memoderasi secara positif hubungan antara pengalaman akuisisi manajemen puncak dengan kesuksesan akuisisi.

Tim manajemen puncak yang homogen secara masa jabatan maupun pendidikan akan memiliki perspektif yang tidak jauh berbeda dan memiliki interpretasi yang mirip mengenai pengalaman akuisisi masa lalu. Hal terse-

but membuat mereka mudah setuju akan pendapat satu sama lain sehingga meningkatkan frekuensi akuisisi setiap tahun. Sedangkan tim manajemen puncak yang beragam memiliki pemikiran dan pandangan proses akuisisi satu sama lain sehingga mereka akan mendiskusikan pilihan-pilihan mereka secara lebih intensif. Mereka juga akan mencari sumber informasi dari luar tim untuk menyelesaikan perdebatan mereka. Hal ini tentu akan memakan waktu lama dalam menyetujui usulan mengenai proses akuisisi mereka (Wiersema dan Bantel, 1992). Sehingga peneliti menyimpulkan hipotesis ketiga yaitu:

Hipotesis 3a : Keragaman masa jabatan tim manajemen puncak akan memoderasi secara negatif hubungan antara pengalaman akuisisi dengan jumlah akuisisi baru yang dilakukan setiap tahun.

Hipotesis 3b : Keragaman pendidikan tim manajemen puncak akan memoderasi secara negatif hubungan antara pengalaman akuisisi dengan jumlah akuisisi baru yang dilakukan setiap tahun.

Dibawah ini merupakan hasil dari penelitian terkait dengan hipotesis yang telah dirumuskan:

- Terbukti bahwa terdapat hubungan positif antara pengalaman akuisisi tim manajemen puncak masa lalu dengan kesuksesan akuisisi.
- Terbukti bahwa terdapat hubungan positif antara pengalaman akuisisi tim manajemen puncak dengan jumlah akuisisi yang dilakukan tiap tahun.
- Terbukti bahwa keragaman masa jabatan tim manajemen puncak memoderasi secara positif hubungan antara pengalaman akuisisi manajemen puncak dengan kesuksesan akuisisi
- Terbukti bahwa keragaman pendidikan tim manajemen puncak memoderasi secara positif hubungan antara pengalaman akuisisi manajemen puncak dengan kesuksesan akuisisi.
- Tidak terbukti bahwa keragaman masa jabatan tim manajemen puncak akan memoderasi secara negatif hubungan antara pengalaman akuisisi dengan jumlah akuisisi baru yang dilakukan setiap tahun.
- Terbukti bahwa keragaman pendidikan tim manajemen puncak akan memoderasi secara negatif hubungan antara pengalaman akuisisi dengan jumlah akuisisi baru yang dilakukan setiap tahun.

13.1.3 Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa pembelajaran yang dilakukan tim manajemen puncak terhadap akuisisi masa lalu akan menyukseskan akuisisi sekarang. Namun hal tersebut tergantung dari komposisi tim manajemen puncak itu sendiri. Peneliti telah menunjukkan bahwa dibandingkan dengan tim manajemen puncak homogen, tim manajemen puncak yang beragam lebih sukses dalam mentransfer pengalaman akuisisi masa lalu mereka menuju akuisisi mereka yang baru. Selain itu juga ditemukan bahwa keragaman tim manajemen puncak memang turut membantu kesuksesan akuisisi mereka namun membuat proses akuisisi memakan waktu yang lama. Pelajaran penting yang dapat diambil adalah tim yang beragam tidak selalu menjadi yang terbaik. Namun yang lebih menentukan adalah kondisi kompetitif dan strategi perusahaan dalam melakukan akuisisi.

Peneliti yakin bahwa tim yang beragam akan semakin kuat seiring dengan perubahan dan kompleksitas lingkungan sosial dan ekonomi di dunia. Penelitian ini memberikan kontribusi yang menarik bagi penelitian-penelitian mendatang mengenai proses akuisisi dan peran tim manajemen puncak di dalamnya. Keterbatasan dalam penelitian ini membuat peneliti berharap penelitian selanjutnya akan lebih fokus pada seberapa lama waktu yang diperlukan oleh tim dalam mempelajari akuisisi serta bagaimana tingkat pembelajaran yang berbeda dapat merubah proses akuisisi tersebut.

13.2 PENGARUH PROPORSI JENIS KELAMIN MANAJEMEN PUNCAK TERHADAP PROSES M&A

Berikut merupakan data profil ringkasan atas jurnal ini:

Judul	: Performance Effects of Top Management Team Gender Diversity during The Merger and Acquisition Process
Nama Jurnal	: Management Decision, Vol. 53 Iss 1 pp. 57 - 74, 2014
Penulis	: Heather R. Parola, Kimberly M. Ellis dan Peggy Golden
Sampel	: 310 perusahaan dari "Fortune 1000 companies" pada 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2009
Metode	: Regression Model

13.2.1 Latar Belakang

Seiring dengan perkembangan organisasi yang semakin kompleks, peran *Top Management Team* (TMT) semakin penting dan menjadi sorotan banyak pihak. Bahkan pengaruh keragaman TMT terhadap pengambilan keputusan maupun hasil kinerja organisasi semakin mengundang banyak perhatian (Yang dan Wang, 2014). Keberagaman dalam TMT terlihat dari karakteristik-karakteristik yang dimiliki seperti umur, kedudukan, fungsi, dan pengalaman kerja. Menurut beberapa peneliti seperti Hambrick dan Mason (1984), keragaman tersebut dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan sehingga menghasilkan kinerja perusahaan yang baik pula. Selain jenis keragaman yang sudah disebutkan tersebut, masih ada satu lagi keragaman yang semakin menjadi pusat perhatian yaitu jenis kelamin. Meskipun eksekutif wanita yang menduduki posisi TMT masih tergolong fenomena baru dan jarang terjadi, banyak peneliti yang tertarik meneliti bagaimana perbedaan gender tersebut dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Krishnan dan Park, 2005). Namun hasil dari penelitian-penelitian terdahulu tersebut masih tergolong kabur. Ada yang mengatakan bahwa keduanya berhubungan positif (Welbourne et al., 2007), tidak berhubungan (Mohan dan Chen, 2004) dan berhubungan negatif (Dixon-Fowler et al., 2013).

Sebenarnya keragaman tersebut dapat bermanfaat jika ada peningkatan sumber informasi, kemampuan dalam mengamati lingkungan sekitar dan peningkatan evaluasi keputusan (Bantel dan Jackson, 1989). Manfaat yang dimaksud yaitu berupa peningkatan kualitas pengambilan keputusan, sumber daya, serta pengalaman anggota organisasi itu sendiri. Sebaliknya, jika tidak diiringi dengan tindakan yang tepat, keragaman tersebut akan berdampak buruk seperti memperburuk komunikasi, meningkatkan konflik serta memperlambat pengambilan keputusan (Hambrick et al., 1996). Pengaruh buruk maupun negatif ini tentu terjadi di tahap pengambilan keputusan yang berbeda serta pada waktu yang berbeda pula.

Peneliti terdahulu berpendapat bahwa periode waktu dan konteks di mana kinerja tersebut dievaluasi merupakan moderator yang cukup potensial dalam menjembatani hubungan antara keragaman TMT dan kinerja perusahaan. Perbedaan gender tersebut akan berpengaruh secara relevan ketika terjadi perubahan strategik yang cukup besar, salah satunya adalah merger dan akuisisi (Dezso dan Ross, 2012). Dalam merger dan akuisisi tentu

banyak proses pengambilan keputusan serta perubahan yang cukup besar mulai dari menyeleksi target, negosiasi sampai persetujuan antara kedua belah pihak untuk menjadi satu entitas. Selain itu ketidakpastian serta kerumitan merger dan akuisisi menyediakan konteks yang sangat baik untuk menganalisa efek keragaman gender TMT terhadap kinerja perusahaan.

13.2.2 Pembahasan

Terdapat argumen yang mengatakan bahwa seiring dengan peningkatan keragaman TMT, pengambilan keputusan strategi akan semakin baik sebab keragaman tersebut memiliki lebih banyak sumber daya pengetahuan, baik dalam menetapkan masalah maupun menyelesaikan masalah (Hambrick et al., 1996). Selain itu tim yang heterogen atau beragam juga memiliki kemampuan memproses informasi yang lebih baik dibandingkan dengan tim yang homogen sehingga meningkatkan kualitas pengambilan keputusan (Hambrick dan Mason, 1984).

Namun keragaman tersebut juga menimbulkan efek negatif dalam pembuatan keputusan. Keragaman tingkat tinggi dapat menurunkan integrasi tim seperti dalam hal komunikasi (Smith et al., 1994), konsensus strategik (Knight et al., 1999) dan kecepatan pengambilan keputusan (Hambrick et al., 1996). Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan bahwa pemimpin wanita lebih inovatif (Tullett, 1995), proaktif (Bass and Avolio, 1994), dan transformasional (Eagly et al., 2003) serta lebih hati-hati dan menghindari risiko (Huang and Kisgen, 2013) dibandingkan dengan pemimpin pria. Hal ini yang membuat TMT yang terdapat wanita di dalamnya akan menghasilkan kualitas yang lebih baik dalam pengambilan keputusan. Namun, keragaman tersebut juga dapat meningkatkan konflik interpersonal sebab keragaman ini akan menimbulkan kebencian, amarah serta frustrasi di dalam tim (Pelled et al., 1999). Sehingga dapat dikatakan bahwa keragaman gender TMT berpengaruh terhadap pengambilan keputusan secara positif dan secara negatif.

TMT yang beragam lebih mampu melakukan *environmental scanning* dibanding TMT homogen. Selain itu wanita juga lebih mampu dalam kegiatan *networking* karena jaringan wanita lebih bervariasi dibanding pria baik dalam komposisi maupun karakteristik hubungan (Ibarra, 1993). Wanita juga lebih menghindari risiko dan lebih berhati-hati dalam menyeleksi

(Pablo et al., 1996). Sehingga secara keseluruhan keragaman gender dalam TMT dapat meningkatkan kualitas seleksi dan cenderung menyeleksi target yang tidak terlalu berisiko. Atas argumen tersebut peneliti menduga bahwa keragaman gender TMT akan meningkatkan kinerja dalam jangka pendek sebelum mencapai proses integrasi. Oleh karena itu dibentuklah hipotesis pertama:

H1 : Keragaman gender dalam TMT berhubungan positif dengan kinerja pra integrasi pada merger dan akuisisi

Dalam tahap integrasi diperlukan tindakan yang tegas dan bertujuan dari anggota TMT. Pengambilan keputusan yang jelas, pemahaman tujuan dan tindakan yang tepat dapat mengurangi ketidakpastian serta kecemasan anggotanya (Vasilaki dan O'Regan, 2008). Keragaman gender dapat menghalangi proses tindakan yang tegas dan bertujuan tersebut. Halangan pertama adalah diperlukannya waktu yang lebih lama dalam memproses berbagai informasi (Hambrick et al., 1996). Kedua, kekuatan sentralisasi sangat diperlukan dalam pengambilan keputusan yang cepat. Karena wanita cenderung membagi kekuatan mereka, tim yang memiliki gender beragam akan lebih condong ke desentralisasi sehingga akan memperlambat pengambilan keputusan. Ketiga, konflik dan perdebatan dapat mengganggu proses pengambilan keputusan (Mintzberg et al., 1976).

Dengan adanya argumen-argumen yang menyatakan efek negatif keragaman gender TMT dalam proses integrasi tersebut, peneliti berhipotesis:

H2 : Keragaman gender dalam TMT berhubungan negatif dengan kinerja pasca-integrasi pada merger dan akuisisi.

Walaupun keragaman gender dalam TMT memberikan efek negatif bagi kinerja pasca integrasi, pengalaman pengakuisisi diduga mampu mengurangi efek negatif tersebut. Pengalaman akuisisi sebelumnya dapat membentuk pedoman bagi organisasi yang membantu para anggota TMT dalam mengatur proses integrasi baik sekarang maupun masa depan (Zollo dan Singh, 2004). Seiring dengan pengembangan rutinitas dan kemampuan pengakuisisi, efek negatif dari keragaman gender tersebut akan semakin berkurang. Selain itu kemampuan yang semakin bertambah tersebut juga membantu anggota TMT dalam mengambil keputusan selama proses integrasi. Pengalaman akuisisi juga akan mengurangi hambatan kinerja

pasca integrasi dengan cara menyamakan visi, meningkatkan kecepatan pengambilan keputusan dan menghasilkan konsensus strategis yang lebih besar. Sehingga peneliti membuat hipotesis yang ketiga:

H3 : Hubungan negatif antara keragaman gender dalam TMT dengan kinerja pasca integrasi secara positif dimoderasi oleh pengalaman dalam akuisisi.

Hasil dari penelitian ini adalah:

- Terbukti bahwa keragaman gender dalam TMT berhubungan positif dengan kinerja pra integrasi pada merger dan akuisisi
- Terbukti bahwa keragaman gender dalam TMT berhubungan negatif dengan kinerja pasca-integrasi pada merger dan akuisisi.
- Terbukti bahwa hubungan negatif antara keragaman gender dalam TMT dengan kinerja pasca integrasi secara positif dimoderasi oleh pengalaman dalam akuisisi.

13.2.3 Kesimpulan

"Double-edged sword" keragaman gender telah menunjukkan adanya efek positif pada tahap seleksi dan efek negatif pada tahap integrasi merger dan akuisisi jika perusahaan memiliki anggota TMT wanita. Selain itu ditemukan juga bahwa pengalaman pengakuisisi dapat mengurangi efek negatif keragaman dengan adanya rutinitas organisasi dan pedoman yang membantu anggota TMT dalam mengambil keputusan dan mencapai mufakat (konsensus) secara cepat.

Penelitian ini meneliti keragaman jender TMT dalam konteks merger dan akuisisi karena pada konteks ini memerlukan pengambilan keputusan yang tepat di tengah-tengah perubahan yang kompleks sehingga meningkatkan peran TMT itu sendiri. Peneliti menemukan bahwa memiliki anggota TMT wanita dapat memberikan manfaat maupun biaya pada merger dan akuisisi. Namun dengan adanya pengelolaan sumber daya, networking serta pemrosesan informasi yang baik akan mengurangi konflik antarpribadi maupun hambatan dalam tahap integrasi.

Penelitian ini juga memberikan kontribusi menarik bagi penelitian selanjutnya. Pertama, penelitian selanjutnya memperoleh kesempatan dalam memeriksa moderator hubungan antara keragaman jender dan

proses integrasi merger selain pengalaman pengakuisisi. Kedua, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan bagaimana perbedaan kekuatan dalam keragaman jender TMT dapat memberi efek pada hasil merger dan akuisisi di berbagai tahapan proses. Ketiga, penelitian selanjutnya juga dapat mempertimbangkan peran keragaman anggota TMT pada perusahaan target merger dan akuisisi. TMT perusahaan target dapat memberikan sumber daya pada perusahaan pengakuisisi serta memiliki peran penting dalam tahap integrasi karena dapat meningkatkan *value creation* (Graebner, 2004). Keempat, keragaman TMT dapat diteliti lebih mendalam yaitu meliputi ras maupun etnis yang mungkin juga mempengaruhi kinerja perusahaan merger dan akuisisi.

13.3 PENGARUH KEPEMIMPINAN TRANSFORMASIONAL TERHADAP KINERJA M&A

Berikut merupakan data profil ringkasan atas jurnal ini:

Judul : Transformational Leadership and Post-acquisition Performance in Transitional Economies

Jurnal : Journal of Organizational Change Management, Vol. 27 Iss 6 pp. 856 – 876, 2014

Penulis : Verica M. Babic', SlaXjana D. Savovic' and Violeta M. Domanovic

Sampel : 208 karyawan termasuk 91 manajer dari 10 perusahaan di Serbia

Metode : Regression Model

13.3.1 Latar Belakang

Walaupun banyak perusahaan yang telah melakukan merger akuisisi, namun banyak juga di antaranya yang mengalami kegagalan. Untuk meneliti kegagalan tersebut, banyak peneliti yang mengaitkan pentingnya faktor sumber daya manusia dalam aktivitas M&A (Aguilera and Dencker, 2004). Namun hanya sedikit penelitian sebelumnya yang membahas tentang hubungan antara kepemimpinan transformasional dan kinerja pasca akuisisi (Nemanich dan Keller, 2007). Adanya *research gap* tersebut mendorong peneliti untuk meneliti lebih lanjut tentang hubungan antara kepemimpinan transformasional dan kinerja pasca akuisisi dengan menggunakan mediator yaitu perilaku karyawan, pada konteks ekonomi transisi. Penelitian ini juga menyoroti pentingnya kepemimpinan transformasional pada tingkat hirarki

yang lebih rendah terutama selama terjadi perubahan organisasi seperti saat akuisisi berlangsung.

13.3.2 Pembahasan

Pemimpin yang transformasional memberi dukungan pada bawahannya melalui karisma mereka (*an idealized influence*), mengkomunikasikan visi yang menarik dan menginspirasi (*inspirational motivation*), mendorong kreativitas dan inovasi dalam organisasi (*intellectual stimulation*), serta merespon kebutuhan dan masalah yang dihadapi karyawan (*individual considerations*) (Bass, 1999). Pemimpin transformasional menggambarkan masa depan sebagai sesuatu yang berbeda dengan masa sekarang sehingga menginspirasi karyawannya untuk bekerja dalam rangka mewujudkan masa depan tersebut (Nemanich dan Keller, 2007). Visi masa depan yang kuat yang dimiliki oleh pemimpin transformasional mendorong karyawan menghadapi tantangan baru, menambah upaya dan bekerja lebih efisien (Nemanich dan Vera, 2009). Selain itu pemimpin transformasional juga menyadari pentingnya perubahan dan mampu mengarahkan karyawan dalam rangka beradaptasi pada perubahan tersebut serta menginspirasi mereka mencapai tujuan yang menantang (Carter et al., 2012)

Sikap kepemimpinan tersebut tentu dapat meningkatkan kinerja pasca akuisisi. Pengaruh tersebut akan semakin kuat pada tingkat hirarki yang rendah karena mereka lebih dekat dengan karyawan. Hal tersebut memungkinkan mereka dalam mendengar keluhan dan membantu masalah yang dihadapi karyawan dengan cara melakukan percakapan tatap muka. Dengan adanya pertukaran interpersonal tersebut, karyawan akan lebih termotivasi dan berkomitmen dalam mencapai tujuan organisasi yang akan berpengaruh terhadap peningkatan kinerja pasca akuisisi.

Penelitian-penelitian terdahulu telah meneliti dampak dari kepemimpinan transformasional terhadap kinerja perusahaan (Wang et al., 2011). Hasil penelitian tersebut juga dikonfirmasi oleh Garcia Morales et al. (2008) bahwa kepemimpinan transformasional berkontribusi terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Paulsen et al. (2013) juga menemukan bahwa pada masa perubahan, pemimpin transformasional mendorong masing-masing karyawan dalam tim dalam membangun kreativitas dan inovasi.

Pernyataan dan penelitian-penelitian di atas mendorong peneliti merumuskan hipotesis pertama:

H1 : Pada konteks akuisisi, kepemimpinan transformasional yang menginspirasi dan mendorong karyawan serta merespon masalah mereka, memiliki pengaruh positif terhadap kinerja pasca akuisisi

Banyak penelitian sebelumnya yang berfokus pada bagaimana karyawan berperilaku terhadap proses perubahan (Kavanagh and Ashkansasy, 2006). Bahkan ada istilah "*merger syndrome*" di mana karyawan bereaksi secara tertekan karena adanya perubahan yang tidak dapat dihindarkan setelah M&A berlangsung sehingga dapat berpengaruh buruk terhadap hubungan antar pribadi mereka. Kesulitan karyawan dalam menghadapi perubahan akuisisi dapat menimbulkan persepsi negatif mereka terhadap akuisisi yang membuat komitmen mereka berkurang terhadap perusahaan baru tersebut (Schweizer dan Patzelt, 2012). Meskipun banyak penelitian yang menyoroti reaksi negatif karyawan terhadap M&A, masih ada beberapa penelitian lain yang menyoroti reaksi positif mereka seperti Teerikangan (2012). Alasan di balik perilaku positif mereka yaitu mereka mempersepsikan akuisisi sebagai suatu kesempatan dan bukan ancaman serta menyadari bahwa perubahan itu penting. Jadi perilaku positif maupun negatif mereka dipengaruhi oleh bagaimana mereka mempersepsikan masa depan perusahaan itu.

Beberapa penelitian telah meneliti hubungan antara kepemimpinan transformasional dan perilaku karyawan terhadap perubahan (Menges et al., 2011; Wang et al., 2011; Braunet al., 2013). Salah satunya adalah penelitian oleh Judge dan Piccolo (2004) yang menyatakan bahwa pemimpin transformasional berpengaruh positif terhadap motivasi karyawan, kepuasan mereka serta keefektifan mereka dalam bekerja. Nemanich dan Keller (2007) juga menyatakan bahwa pemimpin transformasional berpengaruh terhadap penerimaan akuisisi, kepuasan pekerjaan serta kinerja karyawan. Dari pernyataan dan penelitian terdahulu tersebut peneliti merumuskan hipotesis kedua yaitu:

H2 : Pada konteks akuisisi, kepemimpinan transformasional yang menginspirasi dan mendorong karyawan serta merespon masalah mereka, memiliki pengaruh positif terhadap perilaku karyawan terhadap perubahan

Dalam meneliti hubungan antara kepemimpinan transformasional dengan kinerja perusahaan, banyak penelitian terdahulu yang menggunakan berbagai variabel mediasi. Salah satu variabel yang berperan sebagai mediasi dalam hubungan antara kepemimpinan transformasional dan kinerja paska akuisisi adalah sikap karyawan atas perubahan yang terjadi melalui merger akuisisi. Ketika karyawan merasa bahwa mereka diperlakukan secara adil, mereka kemungkinan besar akan membangun suatu sikap dan perilaku positif dalam mendukung dan mencapai tujuan organisasi. Yang paling penting adalah kepemimpinan yang berkarisma dapat memotivasi karyawan untuk meletakkan tujuan organisasi di atas tujuan pribadinya dimana hal tersebut akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, peneliti menganggap bahwa sikap karyawan terhadap perubahan merupakan mediator dari hubungan antara kepemimpinan transformasional terhadap kinerja paska akuisisi

H3 : Dalam konteks akuisisi, sikap karyawan terhadap perubahan merupakan mediator dari hubungan positif antara kepemimpinan transformasional terhadap kinerja paska akuisisi

Untuk menguji semua hipotesis tersebut, data diambil dari sumber primer selama 3 bulan dari bulan Februari hingga April 2013 yaitu perusahaan-perusahaan Serbia yang menjadi subjek akuisisi selama lebih dari 10 tahun (dari tahun 2002 hingga 2011). Sampel akhir dalam penelitian ini adalah 208 responden. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *multiple linear regression*.

Pengujian H1 dan H2 dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa H1 dapat diterima, sedangkan untuk H2 hanya dapat diterima sebagian. Peneliti kemudian melakukan prosedur milik Baron dan Kenny (1986) untuk menguji efek mediasi dari sikap karyawan terhadap perubahan dalam hubungan antara kepemimpinan transformasional dan kinerja akuisisi. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel sikap karyawan terhadap perubahan memiliki efek signifikan terhadap kinerja paska akuisisi.

13.3.3 Kesimpulan

Literatur ini mengindikasikan bahwa efisiensi reaksi dari karyawan untuk berubah tergantung kepada kepemimpinan yang bagus yang dapat

menciptakan suasana yang kondusif dan karyawan membuat karyawan mampu melihat tujuan besar dari merger akuisisi. Secara keseluruhan, penelitian ini menyimpulkan bahwa dalam kondisi perubahan yang kompleks seperti merger dan akuisisi, pemimpin harus dapat memahami apa yang menjadi kebutuhan dan aspirasi karyawan. Dalam kondisi seperti itu, kepemimpinan transformasional sangat diperlukan untuk peningkatan kinerja setelah akuisisi. Pemimpin harus dapat bertindak dan berperilaku yang menginspirasi dan menstimulasi sehingga dapat menciptakan sikap positif karyawan yang akhirnya berdampak kepada kinerja setelah akuisisi. Selain itu, dengan menyediakan dukungan dan bantuan serta merespon semua masalah karyawan, pemimpin yang transformasional akan membantu karyawan untuk menghadapi tantangan dari suatu perubahan dan bekerja dengan lebih baik sehingga dapat berkontribusi pada peningkatan kinerja paska merger.

13.4 HUBUNGAN *CROSS-BORDER* M&A TERHADAP KINERJA KEUANGAN

- Judul : Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia
- Nama Jurnal : Asian Economic Journal Vol 27 No. 3, pg. 265-284, 2013
- Penulis : Juthathip Jongwanich, Douglas H. Brooks, and Archanun Kohpaiboon
- Sample : Semua aktivitas Merger dan Akuisisi bilateral (*cross-border*) dari 9 negara berkembang di Asia yaitu China, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand selama tahun 2000 hingga 2009. Data didapatkan dari Thomson One Reuter.
- Metode : Regression Model

13.4.1 Latar Belakang

Merger dan Akuisisi (M&A) dapat dilakukan oleh perusahaan-perusahaan dalam satu negara atau yang biasa disebut dengan merger akuisisi domestik dan yang dapat dilakukan oleh perusahaan-perusahaan antar negara atau yang biasa disebut dengan M&A *Cross-Border*. Sebenarnya, secara konseptual, M&A *Cross-Border* terjadi karena adanya alasan yang sama

dengan merger akuisisi domestik yaitu karena ketika kombinasi dari kedua perusahaan tersebut dapat meningkatkan kinerja bisnis kedua perusahaan. Perbedaan antara M&A *Cross-Border* dan domestik terletak pada perbedaan geografi, budaya, pemerintahan tiap negara, serta efek pajak internasional (Erel *et al*, 2012).

Belakangan ini, M&A *Cross-Border* menjadi salah satu pilihan yang banyak dipraktekkan perusahaan-perusahaan di seluruh dunia. Hal ini dapat dibuktikan dengan meningkatnya saham *outward foreign direct investment* (OFDI) secara global dari US\$549 milyar di tahun 1980 hingga menjadi US\$ 19 triliun di tahun 2009. OFDI tahunan negara-negara berkembang di dunia mengalami perkembangan yang pesat yang bahkan turut memberikan kontribusi cukup signifikan selama kesulitan ekonomi yang baru saja terjadi. Dari semua negara berkembang, Negara-negara berkembang di Asia memberikan kontribusi OFDI yang paling besar yaitu mencapai lebih dari US\$2 triliun atau 10,5% dari total semua di dunia pada tahun 2009.

FDI (*Foreign Direct Investment*) akhir-akhir ini sebagian besar dilakukan dalam bentuk M&A *cross-border* dibandingkan dengan investasi *greenfield* (Brakmetn *et al*, 2008). Hal ini dapat dibuktikan dengan meningkatnya jumlah M&A *cross-border* dari tahun 1998 yang sebesar 23% menjadi 45% di tahun 2007. Di tahun 2008, jumlah M&A mencapai US\$707 milyar yang meningkat hampir sepuluh kali lipat dari tahun 1991-1996 yang hanya sebesar US\$77 milyar. Walaupun sebagian besar pembelian M&A berasal dari negara maju namun pertumbuhan pembelian M&A dari negara berkembang sudah meningkat sangat signifikan dalam beberapa dekade terakhir.

Tetapi, perkembangan merger dan akuisisi yang semakin pesat dan semakin terlibatnya banyak perusahaan dari berbagai negara tidak diimbangi dengan perkembangan literatur mengenai merger dan akuisisi. Penelitian-penelitian terdahulu banyak yang berfokus pada kegiatan merger akuisisi domestik yang hanya berpusat pada transaksi antar perusahaan publik yang ada di Amerika Serikat. (Erel *et al*, 2012).

Oleh karena itu, Jongwanich (2013) meneliti kegiatan M&A selama 2000-2010 dalam 9 negara Asia berkembang yaitu China, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand. Hal ini disebabkan karena negara-negara tersebut merupakan pemain-pemain utama aktivitas M&A di Asia.

13.4.2 Pembahasan

Foreign Direct Investment (FDI) sendiri biasanya terjadi karena keputusan dari perusahaan multinasional (MNE) untuk masuk ke dalam produksi internasional dan memindahkan sebagian aktivitasnya ke negara lain dalam bentuk M&A *cross-border* atau bentuk lainnya. Namun, belum ada kerangka berpikir analitis yang menjelaskan mengenai semua motivasi dari seluruh kegiatan investasi yang ada di suatu negara. Dunning (1986) mencoba membuat model yang menunjukkan hubungan positif antara pendapatan suatu negara (GDP) dengan tingkat investasi negara tersebut. Namun, model yang dihasilkan oleh Dunning (1986) tersebut kurang dapat menjelaskan karena lingkungan FDI dan M&A yang semakin kompleks. Hal ini mengindikasikan bahwa ada beberapa faktor krusial lainnya yang menentukan level investasi. Perusahaan-perusahaan memiliki motivasi-motivasi tertentu untuk berinvestasi di negara lain. Motivasi ini dapat dibagi menjadi 5 kelompok besar berdasarkan teori dan literatur empiris, yaitu:

- Motivasi untuk mendapatkan sumber daya alam tertentu dari negara-negara yang kaya dengan sumber daya alam terutama sumber daya alam yang langka akan menarik minat para pemain M&A *cross-border*.
- Kesempatan untuk ekspansi atau akses ke pangsa pasar baru yang bertujuan untuk memperkuat pasar yang sudah ada atau untuk membangun dan membuat pasar baru (*market development*).
- Meningkatkan efisiensi sehingga biasanya para investor akan mencari wilayah berbiaya rendah dan memiliki kesempatan skala ekonomi untuk kegiatan produksi dan operasi.
- Kesempatan untuk mendapatkan aset sehingga perusahaan yang mengakuisisi dapat menciptakan, menjaga dan memelihara posisi bersaing mereka. Biasanya motivasi ini mengarah pada investasi dari negara berkembang kepada negara yang lebih maju dibandingkan dengan investasi antar negara berkembang
- *Financial development*, dimana perekonomian suatu negara memegang peranan penting dalam mempengaruhi keputusan investor untuk investasi di luar negeri.

Model empiris dari penelitian ini adalah M&A *cross-border* bilateral antara negara yang ditetapkan sebagai fungsi dari ukuran pasar antara perekonomian negara yang mengakuisisi dengan negara yang diakuisisi

dengan proxy GDP per kapita yang sesungguhnya dan jarak negara. Sampel yang digunakan adalah semua aktivitas M&A *cross-border* dari 9 negara berkembang di Asia yaitu China, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand selama tahun 2000 hingga 2009. Data didapatkan dari Thomson One Reuter yang meliputi tanggal pengumuman, tanggal kesepakatan efektif, negara asal pengakuisisi dan target akuisisi, nilai transaksi dan cara pembayaran.

Peneliti mengharapkan adanya hubungan yang positif antara ukuran pasar negara tuan rumah dengan M&A *cross-border* dan hubungan negatif antara jarak dengan M&A *cross border*. Hipotesis utama dari penelitian ini adalah implikasi *financial development* terhadap M&A *cross-border*. *Financial development* diukur dengan jumlah kredit relatif yang disediakan oleh bank atau institusi keuangan terhadap GDP, kapitalisasi pasar saham relatif terhadap GDP (*equity*) dan jumlah total mata uang lokal obligasi relatif terhadap GDP (*bond*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terbukti adanya hubungan positif yang signifikan antara proxy dari *financial development* dengan M&A *cross-border*. Selain itu, terbukti bahwa sektor perbankan masih memegang peranan penting dalam memfasilitasi kegiatan M&A *cross-border* karena hasil menunjukkan bahwa nilai sektor perbankan (*credit*) lebih tinggi daripada *equity* dan *bonds* yang juga memiliki hubungan yang positif signifikan terhadap M&A *cross-border*. Hal ini bisa saja terjadi apabila di wilayah tersebut metode pembayaran M&A *cross-border* masih banyak didominasi oleh kas sehingga pinjaman dari bank memegang peranan penting dalam memfasilitasi suatu transaksi. Hanya saja, banyak negara yang tidak menganjurkan untuk menggunakan *bonds* sebagai sumber pendanaan untuk melakukan investasi terutama di luar negeri. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory of corporate capital structure* yang menyatakan bahwa suatu perusahaan akan memprioritaskan dan mengurutkan sumber pendanaan mereka berdasarkan biaya pendanaan yang harus dikeluarkan (Myers and Majluf, 1984).

Ukuran pasar merupakan faktor lain yang berkontribusi dalam meningkatnya M&A *cross-border*. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara keduanya relatif rendah dan lemah sehingga ditemukan bahwa ada faktor-faktor lain yang lebih dapat menjelaskan

pergerakan dari aktivitas M&A *cross-border*. Hal yang serupa juga terjadi dengan variabel jarak yang memiliki hubungan negatif signifikan terhadap M&A *cross-border* karena biaya informasi meningkat dengan jarak terutama apabila dalam informasi yang asimetris.

Selain hal-hal tersebut, tujuan/destinasi M&A *cross-border* juga memegang peranan penting dalam menentukan peran pembangunan keuangan di negara asal. Negara maju dan negara berkembang memiliki hasil penelitian yang berbeda. Hasil menunjukkan bahwa kebanyakan investasi di negara yang berpenghasilan tinggi dilakukan dengan tukar menukar saham sedangkan sebaliknya, di negara yang berpenghasilan sedang dan rendah, sektor perbankan masih memegang peran krusial dalam mendorong aktivitas M&A *cross-border*.

13.4.3 Kesimpulan

Seiring dengan meningkatnya integrasi ekonomi di dunia, M&A *cross-border* menjadi hal yang semakin penting di masa mendatang baik bagi negara berkembang maupun negara maju. Hal ini terbukti karena hingga tahun 2007, sepertiga merger yang telah dilakukan di dunia berasal dari dua negara yang berbeda. Alasan-alasan untuk melakukan OFDI dan M&A *cross-border* bagi perusahaan-perusahaan di negara berkembang juga tidak jauh berbeda dengan yang ada di negara maju termasuk memperluas kesempatan untuk bertumbuh atau membangun pangsa pasar baru, dekat dengan pelanggan, dan akses terhadap teknologi dan pengetahuan.

Adanya hubungan yang negatif signifikan antara jarak dan M&A *cross-border* merupakan suatu hal yang sudah diperkirakan, namun hubungan yang rendah antara variabel ukuran pasar menunjukkan bahwa faktor-faktor lain yang menjadi faktor pemicu M&A *cross-border* yang lebih penting. Selain itu, pembangunan sektor keuangan di suatu negara menjadi salah satu yang dapat memicu terjadinya merger dan akuisisi *cross-border*. Negara yang lebih maju cenderung memiliki persyaratan pendanaan dan modal untuk M&A yang lebih kompleks terutama apabila perusahaan target berada di negara yang jauh lebih maju daripada negara asalnya. Dalam hal pendanaan, kredit di bank masih menjadi faktor dominan dalam pendanaan eksternal walaupun pendanaan melalui *equity* juga cukup signifikan.

13.5 HUBUNGAN PERBEDAAN BUDAYA TERHADAP KINERJA M&A

Judul	: Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination
Jurnal	: Organizations Science Vol. 19 No. 1 hal. 160-176, 2008
Penulis	: Gunter K. Stahl dan Andreas Voigt
Sampel	: Meta analisis dari 46 penelitian dengan mengambil sampel sebanyak 10.710 perusahaan merger dan akuisisi
Metode	: regression model

13.5.1 Latar Belakang

Selama beberapa dekade terakhir, banyak penelitian yang membahas mengenai pengaruh perbedaan budaya terhadap kinerja perusahaan merger akuisisi (M&A). Beberapa di antaranya mengatakan bahwa perbedaan budaya dapat menjadi hambatan besar dalam mencapai integrasi. Hal tersebut konsisten dengan hipotesis *cultural distance* yaitu kesulitan, biaya dan risiko akan semakin meningkat seiring dengan meningkatnya perbedaan budaya di antara dua individu, grup, atau organisasi (Hofstede, 1980). Sementara beberapa penelitian menemukan adanya hubungan negatif antara perbedaan budaya dengan kinerja perusahaan merger dan akuisisi. Namun ada juga penelitian lain yang memiliki pandangan berbeda yang mengatakan bahwa perbedaan budaya antara perusahaan-perusahaan tersebut dapat menghasilkan *value creation* dan pembelajaran antar satu sama lain (Morosini et al, 1998).

Dalam penelitian ini peneliti berpendapat bahwa perbedaan budaya dalam merger dan akuisisi jauh lebih kompleks dibanding yang dijelaskan dalam hipotesis *cultural distance*. Peneliti mengemukakan bahwa hasil penelitian yang berlawanan tersebut disebabkan karena mereka membandingkan perusahaan yang memiliki level berbeda dalam hal: budaya (nasional atau organisasi) dan organisasi yang diteliti (pengakuisisi atau target). Selain itu penelitian-penelitian terdahulu tidak terlalu fokus meneliti perbedaan budaya mana yang mempengaruhi kinerja perusahaan merger dan akuisisi. Maka dengan menghubungkan perspektif sumber daya manusia dan organisasi dalam perusahaan merger dan akuisisi, peneliti ingin

mengembangkan dan meneliti lebih lanjut mengenai pengaruh perbedaan budaya terhadap kinerja merger dan akuisisi.

13.5.2 Pembahasan

Penelitian ini lebih fokus pada aspek-aspek integrasi sosiokultural yang bersangkutan dengan realisasi sinergi. Sinergi yang dimaksud adalah pembentukan perilaku positif terhadap organisasi baru dan penyatuan identitas serta kepercayaan antar anggota organisasi. Terdapat bukti yang lebih mendalam pada penelitian sosial-psikologi yang menyatakan bahwa seseorang akan lebih tertarik pada orang lain yang memiliki perilaku serta nilai yang mirip dengannya (Darr dan Kurtzberg, 2000). Penelitian lain menyebutkan bahwa konflik akan semakin meningkat ketika anggota-anggota organisasi tidak saling menghormati nilai-nilai dan tidak ada kepercayaan satu sama lain (Lewicki dan Bunker, 1995).

Di sisi lain, manajer yang mengakuisisi biasanya berperilaku superior dan memperlakukan anggota perusahaan target sebagai inferior. Dalam merger dan akuisisi lintas budaya biasanya muncul perasaan permusuhan, kebencian dan ketidakpercayaan yang mungkin disebabkan oleh pandangan stereotip antar satu sama lain. Argumen-argumen tersebut mendorong peneliti membuat hipotesis pertama:

Hipotesis 1 (H_1) : Perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan hasil integrasi sosial budaya.

Peneliti terdahulu menyatakan bahwa akan sulit memprediksi apakah manfaat perbedaan budaya dalam hal peningkatan transfer kemampuan, berbagi sumber daya serta pembelajaran satu sama lain akan mengimbangi atau melebihi hambatan yang disebabkan oleh perbedaan itu sendiri. Dengan kata lain integrasi sosial budaya yang buruk tidak akan mencapai realisasi sinergi yang baik. Selain itu seiring dengan meningkatkan *cultural distance*, akan semakin besar kemungkinan meningkatnya praktek perusahaan yang tidak kompatibel sehingga justru merusak kesuksesan transfer kemampuan, pembagian sumber daya serta pembelajaran satu sama lain (Bjorkman et al., 2007). Oleh karena itu peneliti menyimpulkan hipotesis kedua yaitu:

Hipotesis 2 (H_2) : Perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan realisasi sinergi

Chatterjee et al. (1992) menyatakan bahwa persepsi perbedaan budaya mempengaruhi harapan investor mengenai kinerja masa depan perusahaan. Hal tersebut didasarkan pada prinsip utama ekonomi yaitu pasar saham menggabungkan semua informasi yang tersedia ke dalam harga saham saat ini. Pasar saham juga tidak hanya mempertimbangkan kinerja keuangan perusahaan namun juga faktor lain seperti sumber daya manusia dan situasi organisasi tersebut. Sehingga dapat dikatakan bahwa investor juga mempertimbangkan kesesuaian budaya dalam penggabungan perusahaan tersebut. Dari penelitian terdahulu tersebut peneliti menyimpulkan hipotesis berikutnya yaitu:

Hipotesis 3 (H_3) : Perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan *return* pemegang saham pengakuisisi/*acquirers*.

Peneliti menggunakan moderat dalam menghubungkan antara perbedaan budaya dengan realisasi sinergi dan *return* pemegang saham. Dua moderat yang digunakan antara lain dimensi perbedaan budaya dan tingkat keterkaitan antar perusahaan. Telah dikemukakan bahwa budaya organisasi dan budaya nasional merupakan dimensi yang berbeda dengan berbagai macam sikap dan perilaku. Schneider dan Barsoux (2003) menyatakan bahwa budaya nasional lebih memiliki kesadaran dan lebih menerima perubahan dibanding budaya organisasi. Selain itu ditemukan bahwa perbedaan budaya tingkat organisasi berhubungan negative dengan komitmen serta kerja sama karyawan perusahaan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa beberapa masalah terkait integrasi sosial budaya justru semakin kuat dalam tingkat domestik dibanding tingkat *cross-border*. Hal tersebut dikarenakan level nasional cenderung lebih memperhatikan isu-isu budaya yang penting namun kurang terlihat, dibanding level organisasi yang cenderung mengabaikannya. Pernyataan ini mendorong peneliti menyimpulkan hipotesis keempat yaitu:

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, perbedaan budaya dapat meningkatkan keunggulan bersaing suatu perusahaan karena adanya sumber daya dan kemampuan yang unik dan potensial. Namun nyatanya

tidak semua perbedaan budaya memiliki nilai yang berpotensi. Berkema dan Vermeulen (1998) berargumen bahwa akuisisi antar negara yang berbeda dapat meningkatkan pengembangan keahlian teknologi, memicu solusi baru dan mendorong inovasi karena perbedaan level nasional tersebut lebih memiliki beragam ide, praktik dan rutinitas yang melengkapi satu sama lain. Pernyataan tersebut didukung oleh peneliti-peneliti lain seperti Morosini et al. (1998), Larsson dan Finkelstein (1999), Olie dan Verwaal (2004).

M&A *cross-border* yang merupakan bagian dari *culture distance* juga dapat menghasilkan berbagai macam manfaat dalam hal skala ekonomi, ketersediaan sumber daya yang langka dan masih banyak lagi (Datta dan Puia, 1995). Sehingga dapat disimpulkan bahwa strategi M&A *cross-border* akan lebih mampu mengeksplorasi peluang pasar asing dibanding strategi lain. Argumen-argumen tersebut mendorong peneliti menyimpulkan hipotesis keempat yaitu:

- Hipotesis 4A : Perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan integrasi sosial budaya dibanding perbedaan budaya level negara (*cross-border*)
- Hipotesis 4B : Perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan realisasi sinergi dibanding perbedaan budaya level negara (*cross-border*)
- Hipotesis 4C : Perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan return pemegang saham dibanding perbedaan budaya level Negara (*cross-border*)

Tingkat keterkaitan antar perusahaan dapat menjadi moderator yang cukup potensial antara perbedaan budaya dan hasil dari merger dan akuisisi karena sangat berpengaruh pada level integrasi (Schweiger, 2002). Peneliti terdahulu menyatakan bahwa merger dan akuisisi yang memiliki hubungan kuat umumnya memerlukan level integrasi yang lebih tinggi yang dapat mengantar perusahaannya menuju organisasi yang lebih besar serta memiliki karyawan yang berinteraksi secara intensif. Shenkar (2001) juga berargumen bahwa perbedaan antara satu budaya dengan yang lainnya tidak terlalu memiliki arti sampai budaya tersebut harus berinteraksi satu

sama lain. Sejalan dengan pendapat tersebut, merger dan akuisisi yang memerlukan level integrasi yang rendah akan memerlukan lebih sedikit interaksi antar anggota dalam masing-masing perusahaannya sehingga mengurangi tekanan paska akuisisi dan kemungkinan terjadinya masalah antara budaya tersebut.

Selain itu perusahaan merger yang keterkaitannya kuat akan memakan biaya lebih besar dan meningkatkan masalah dalam hal budaya maupun sumber daya di dalamnya (Slangen, 2006). Integrasi dengan level tinggi juga dapat menyebabkan karyawan lebih menolak perubahan sehingga justru mengagalkan realisasi sinergi. Situasi tersebut akan semakin parah jika perbedaan budaya semakin besar.

Chatterje et al. (1992) mengemukakan bahwa ketika tim *top management* lebih menoleransi perbedaan budaya, maka ekspektasi earning pasar akan semakin tinggi. Ketika merger dan akuisisi dalam integrasi yang kuat, pengakuisisi akan cenderung kurang menoleransi budaya dan justru memaksakan budaya dan prakteknya terhadap perusahaan target. Hal tersebut dapat menimbulkan konflik dan menurunkan kinerja karyawan seperti penurunan produktivitas, tingginya tingkat absensi bahkan perpindahan karyawan (Hambrick dan Cannella, 1993). Penelitian-penelitian tersebut mendorong peneliti menyimpulkan hipotesis kelima:

- Hipotesis 5A : Perbedaan budaya berhubungan negatif dengan hasil integrasi sosial budaya ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi
- Hipotesis 5B : Perbedaan budaya berhubungan negatif dengan realisasi sinergi ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi
- Hipotesis 5C : Perbedaan budaya berhubungan negatif dengan *return* pemegang saham ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi

Hasil penelitian dari penelitian ini menunjukkan seperti di bawah ini:

- Terbukti bahwa perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan hasil integrasi sosial budaya.
- Terbukti bahwa perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan realisasi sinergi.

- Terbukti bahwa perbedaan budaya antara perusahaan merger berhubungan negatif dengan return pemegang saham pengakuisisi / *acquirers*.
- Terbukti bahwa perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan integrasi sosial budaya dibanding perbedaan budaya level negara (*cross-border*)
- Terbukti bahwa perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan realisasi sinergi dibanding perbedaan budaya level negara (*cross-border*)
- Tidak terbukti bahwa perbedaan budaya level organisasi antara perusahaan merger lebih berhubungan negatif dengan return pemegang saham dibanding perbedaan budaya level Negara (*cross-border*)
- Terbukti bahwa perbedaan budaya berhubungan negatif dengan hasil integrasi sosial budaya ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi
- Terbukti bahwa perbedaan budaya berhubungan negatif dengan realisasi sinergi ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi
- Tidak terbukti bahwa perbedaan budaya berhubungan negatif dengan return pemegang saham ketika level keterkaitan antar perusahaan tinggi

13.5.3 Kesimpulan

Hasil dari meta-analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perbedaan budaya memiliki dampak terhadap integrasi sosial budaya, realisasi sinergi dan return pemegang saham. Penelitian ini menggunakan meta analisis yang memisahkan hasil penelitian-penelitian dan mendeteksi efek moderasi yang tidak diuji dalam penelitian-penelitian terdahulu sehingga menghasilkan hasil menarik dalam meta analisis penelitian ini. Dengan meta analisis, peneliti dapat mencapai konklusi bahwa perbedaan budaya dapat menjadi harta maupun kewajiban dalam merger dan akuisisi, tergantung dari dimensi budaya dan tingkat keterkaitan antar perusahaan. Hasil dari analisa moderator menunjukkan bahwa merger dan akuisisi yang memerlukan level integrasi yang tinggi justru menciptakan hambatan menuai manfaat integrasi berupa masalah sosial budaya. Bahkan semakin kuat level intergrasinya, akan semakin tinggi risiko kegagalan implementasi dan realisasi sinergi dalam perusahaan tersebut. Sedangkan merger dan akuisisi yang memerlukan level integrasi yang lebih rendah, khususnya yang memiliki perbedaan budaya dalam level nasional (*cross-border*) lebih mampu

menciptakan manfaat dari integrasi itu sendiri tanpa harus menghadapi masalah sosial budaya.

Penelitian ini memberikan wawasan baru mengenai dampak perbedaan budaya terhadap merger dan akuisisi. Namun seperti penelitian-penelitian lainnya, penelitian ini juga memiliki batasan dan kekurangan yang mungkin dapat dikembangkan bagi penelitian selanjutnya. Hambatan pertama yaitu penelitian ini meneliti dampak perbedaan budaya pada perusahaan pra merger terhadap kinerja perusahaan pasca merger. Sehingga ada beberapa isu yang berhubungan dengan proses integrasi yang butuh dieksplorasi lebih lanjut, termasuk proses integrasi yang bersifat sementara; bagaimana sosial-budaya dan proses integrasi tugas berinteraksi dalam menghasilkan sinergi realisasi; dan bagaimana perbedaan-perbedaan budaya tersebut mampu mengembangkan pemindahan kemampuan dan pembelajaran satu sama lain. Hal-hal tersebut tidak dapat dengan mudah diteliti dengan penelitian *cross-sectional* maupun dengan survei. Penelitian langsung di lapangan atau studi kasus longitudinal dapat menghasilkan pemahaman yang lebih kaya mengenai pengaruh perbedaan budaya terhadap kesuksesan merger dan akuisisi.

Hambatan kedua adalah moderator yang digunakan dalam penelitian ini hanya menangkap aspek statis dalam hubungan antara pengakuisisi dan target. Padahal sebenarnya dampak perbedaan budaya terhadap merger dan akuisisi tersebut juga sangat tergantung dari bagaimana perbedaan tersebut dikelola seperti adanya toleransi budaya dari pengakuisisi, tingkat otonomi atau keefektifan kepemimpinan. Sehingga isu selanjutnya yang perlu dipertanyakan dan diteliti lebih lanjut bukan lagi mengenai apakah perbedaan budaya menjadi persoalan dalam merger dan akuisisi, namun lebih kepada bagaimana perbedaan tersebut mempengaruhi proses integrasi dan apa yang dapat dilakukan untuk mengelola perbedaan tersebut secara lebih efektif.

13.6 VALUE CREATION, STRATEGIC EMPHASIS DAN KINERJA M&A

- Judul : Value Creation following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment
Jurnal : Journal of Marketing Research vol.45 no.1 pp. 33-47, 2008
Penulis : Vanitha Swaminathan, Feisal Murshed dan John Hulland

- Sample : 206 perusahaan publik dengan tiga industri yang berbeda yaitu industri elektronik, industri kimia dan industri makanan
- Metode : regression model

13.6.1 Latar Belakang

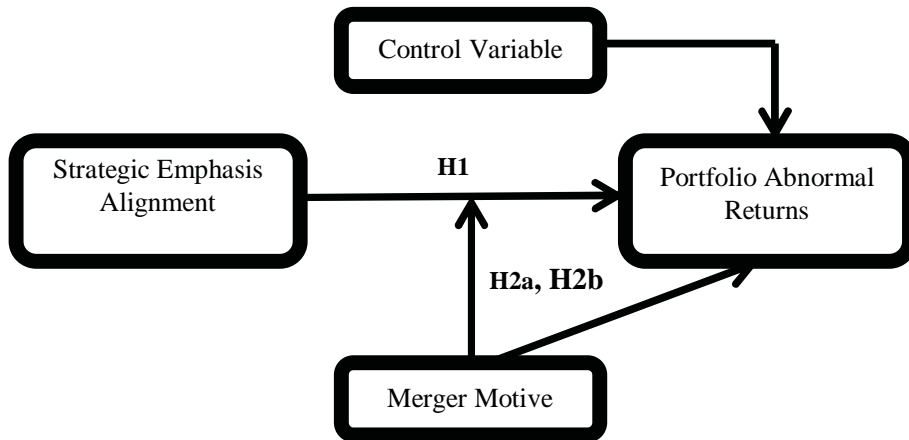
Dalam persaingan pasar global yang semakin ketat, perusahaan akan mengalami kemunduran apabila tidak melakukan perkembangan terus menerus untuk memenuhi strategi yang diperlukan untuk menghadapi lingkungan yang semakin kompetitif. Untuk memenuhi kebutuhan tersebut, merger dan akuisisi menjadi pilihan strategi yang sering digunakan oleh perusahaan supaya mendapatkan sumber daya yang baru. Walaupun strategi ini sering digunakan oleh perusahaan-perusahaan di seluruh dunia, namun Dyer, Kale dan Singh (2004) mencatat bahwa sebanyak 60% hingga 80% dari semua kegiatan M&A tidak berhasil untuk meningkatkan nilai/*value* organisasi. Penelitian ini didasari oleh penelitian-penelitian terdahulu yang mencoba untuk menjelaskan kesuksesan dan kegagalan merger dengan strategi yang dimiliki.

Kegiatan M&A menurut perspektif *resources-based* dapat dilihat sebagai suatu tindakan strategik yang dapat membantu perusahaan untuk mendapatkan sumber daya yang ada untuk tetap mengikuti perubahan lingkungan yang ada (Capron and Hulland, 1999). Lebih jauh Mizik and Jacobson (2003) menyatakan bahwa penekanan strategi terutama strategi prioritas perusahaan akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan hal-hal tersebut, peneliti berpendapat bahwa persamaan atau perbedaan strategi menjadi kunci penting perusahaan merger dan dengan adanya penekanan terhadap strategi dapat diketahui apakah konfigurasi sumber daya perusahaan merger dapat meningkatkan nilai (*value*). Dengan memeriksa reaksi investor terhadap berbagai tipe motif merger, perusahaan dapat memposisikan merger untuk memberi sinyal nilai kepada investor.

Secara ringkas, ada tiga tujuan utama dalam penelitian ini, yaitu:

- Menekankan pentingnya penyelarasan strategi sebagai salah satu hal yang berpengaruh terhadap peningkatan nilai (*value*) organisasi pasca-merger yang dapat menyamakan orientasi strategi perusahaan hasil merger.

- Melihat dampak motif merger dalam peningkatan nilai organisasi atas proses M&A yang terjadi.
- Mendemonstrasikan bagaimana aspek marketing terutama iklan (yang berhubungan dengan R&D) dapat mempengaruhi peningkatan nilai dalam aktivitas merger dan akuisisi di industri yang berbeda.



Sumber: Vanitha dkk (2008)

Gambar 13.1 model penelitian.

13.6.2 Pembahasan

Dalam penelitian ini, *portfolio abnormal return* menjadi variabel dependent yang menangkap adanya peningkatan nilai dalam konteks merger. Konsisten dengan penelitian terdahulu (Bradley, Desai and Kim 1988; Fee and Thomas 2004), peneliti fokus kepada dampak merger akuisisi kepada perusahaan gabungan dan menilai keseluruhan *portfolio abnormal return* yang timbul di perusahaan gabungan. Pengukurannya didasarkan pada reaksi pasar saham terhadap perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target atas dilakukannya merger. Apabila hal ini dilakukan maka dapat menangkap keyakinan investor sehingga dapat mengetahui selisih antara nilai perusahaan gabungan dibandingkan dengan nilai kedua perusahaan sebelum bergabung yang dimana ekspektasinya dapat tercermin pada arus kas perusahaan gabungan di masa depan. (Bradley, Desai and Kim 1988; Seth 1990; Singh and Montgomery 1987)

Mensinergikan strategi (*strategic alignment*) berarti melihat seberapa banyak kesamaan konfigurasi sumber daya pemasaran dan R&D yang dimiliki oleh perusahaan gabungan. Penekanan keselarasan strategi yang tinggi berarti perusahaan gabungan memiliki kesamaan pola yang tinggi atas alokasi sumber dayanya sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan tiga cara. Pertama, apabila perusahaan gabungan dapat mengelompokkan sumber daya maka dapat meningkatkan *economies of scale* baik dari sisi produksi dan distribusi yang berdampak pada pengurangan biaya dan meningkatnya kinerja perusahaan pasca merger (Chatterjee 1986; Lubatkin 1983). Kedua, merger antar perusahaan dengan strategi sejenis dapat memfasilitasi pemasaran dan integrasi organisasi dan memperkuat hubungan dengan pelanggan (Homburg and Bucerius 2005). Dan yang terakhir, perusahaan gabungan akan memiliki norma dan nilai yang sama yang menjadi salah satu alasan kuat keberhasilan merger (Birkinshaw, Bresman and Hakanson 2000). Banyak penelitian terdahulu yang menemukan bahwa kesamaan antar perusahaan gabungan meningkatkan nilai dan berdampak besar bagi kinerja perusahaan (Datta, Pinches and Narayanan 1992; Ramaswamy 1997; Shelton 1988; Singh and Montgomery 1987). Dengan banyaknya diskusi mengenai peran penting baik tinggi atau rendahnya penekanan strategi dalam mempengaruhi kinerja pasca merger secara positif maka terbentuklah hipotesis:

- H_1 : Tingginya penekanan keselarasan strategi berdampak pada lebih besarnya nilai perusahaan setelah merger diumumkan dibandingkan dengan rendahnya penekanan keselarasan strategi
- H_{1Alt} : Rendahnya penekanan keselarasan strategi berdampak pada lebih besarnya nilai perusahaan setelah merger diumumkan dibandingkan dengan tingginya penekanan keselarasan strategi

Namun peneliti sadar bahwa motivasi dari merger itu sendiri harus dipertimbangkan sehingga motivasi-motivasi yang menyebabkan terjadinya merger harus dijelaskan terlebih dahulu. Basis dari merger dibagi menjadi dua yaitu konsolidasi dan diversifikasi (Anand and Singh 1997). Dengan menggunakan konsolidasi, perusahaan dapat memperkuat posisinya di pasar produk yang sudah ada, meningkatkan efisiensi, mampu menawarkan banyak produk. Dengan peningkatan yang dialami, perusahaan dapat mencapai efisiensi dalam hal produksi, pemasaran bahkan distribusi yang

dapat membawa perusahaan pada sinergi operasional yang lebih tinggi dan biaya yang lebih rendah (Chatterjee 1986).

Sedangkan dengan diversifikasi, perusahaan mampu memperluas bisnisnya baik di bidang/industri bisnis yang sama maupun berbeda. Tujuan utama dari diversifikasi adalah mencapai *economies of scope* diantara tahap-tahap produksi yang sukses (Wernerfelt 2005). dengan industri terkait, perusahaan dapat meningkatkan teknologi atau produk (Singh and Montgomery 1987) sedangkan dengan bisnis yang tidak terkait perusahaan dapat meningkatkan pangsa pasar dengan produk-produk terbaru. Peneliti berpendapat bahwa baik merger konsolidasi maupun diversifikasi dapat menciptakan atau menurunkan nilai tergantung dari penekanan keselarasan strategi diantara perusahaan-perusahaan yang terlibat merger. Dengan mempertimbangkan motif merger dalam penelitian ini maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H_{2a} : Merger berbasis konsolidasi dibawah penekanan keselarasan strategi yang tinggi berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan setelah pengumuman merger dikeluarkan dibandingkan dengan merger berbasis konsolidasi dibawah penekanan keselarasan strategi yang rendah
- H_{2b} : Merger berbasis diversifikasi dibawah penekanan keselarasan strategi yang rendah berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan setelah pengumuman merger dikeluarkan dibandingkan dengan merger berbasis diversifikasi dibawah penekanan keselarasan strategi yang tinggi

13.6.3 Kesimpulan

Pengujian terhadap model menunjukkan bahwa dampak dari selisih/perbedaan penekanan strategi adalah negatif dan signifikan yang artinya penekanan strategi yang semakin mirip/sama semakin baik bagi perusahaan gabungan. Hasil ini lebih mendukung hipotesis 1 (H_1) daripada hipotesis 1 alternatif (H_{1Alt}). Selain itu, model juga menunjukkan bahwa perbedaan penekanan strategi dalam konsolidasi adalah negatif dan signifikan. Hal ini berarti bahwa merger dalam motivasi konsolidasi dengan penekanan keselarasan strategi yang tinggi mengarahkan perusahaan pada peningkatan nilai yang lebih tinggi sehingga membuktikan hipotesis 2a (H_{2a}). Di lain

pihak, dampak perbedaan penekanan strategi diantara pihak pengakuisisi dan target dalam motivasi diversifikasi menghasilkan hasil yang positif dan signifikan. Hasil ini berarti bahwa rendahnya penekanan keselarasan strategi dalam motivasi diversifikasi membawa pada *return* yang tinggi sehingga hipotesis 2b (H_{2b}) terbukti.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Good Learners: How Top Management Teams Affect The Success And Frequency Of Acquisitions”?
2. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Performance Effects of Top Management Team Gender Diversity during The Merger and Acquisition Process”?
3. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Pengaruh kepemimpinan Transformasional terhadap kinerja M&A”?
4. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia”?
5. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination”?
6. Jelaskan pembelajaran yang bisa anda dapatkan dari penelitian M&A “Value Creation following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment”?

-oo0oo-

B A B 14

MERGER AKUISISI DALAM KONTEKS INDONESIA

14.1 PROSEDUR M&A DI INDONESIA

Dalam melakukan merger atau akuisisi antara dua perusahaan dibutuhkan proses atau tahapan yang harus dilewati sebelum perusahaan melakukan merger atau akuisisi tersebut. Hal ini agar semua dapat berjalan sesuai rencana. Tahap melakukan merger dan akuisisi di Indonesia berdasarkan UU no. 40 tahun 2007 meliputi:

1. Memenuhi Syarat-syarat Penggabungan

Syarat-syarat penggabungan sudah diatur dalam Undang-Undang Perseroan dan Peraturan Pemerintah. Melakukan merger & akuisisi berarti juga harus mendapat persetujuan dan memperhatikan kepentingan instansi yang terkait, mulai dari perusahaan, para pemegang saham, karyawan, kreditor dan mitra usaha, hingga masyarakat. Hal itu agar nantinya tidak ada hal-hal yang terjadi yang dapat menghalangi proses merger & akuisisi.

2. Menyusun Rancangan Penggabungan

Semua direktur perusahaan yang berniat untuk mengkonsolidasikan atau menggabungkan perusahaan harus mempersiapkan rancangan merger & akuisisi, yang harus disetujui oleh Dewan Komisaris dan Direksi perusahaan masing-masing. Minimal, rancangan yang dibuat terdapat hal-hal berikut:

- Nama perusahaan yang berniat untuk melakukan merger atau akuisisi.
 - Alasan dan penjelasan tentang diusulkan merger atau akuisisi oleh masing-masing direktur perusahaan yang berniat untuk melakukan merger atau akuisisi dan syarat-syarat dalam melakukan merger atau akuisisi.
 - Prosedur untuk mengkonversi saham masing-masing perusahaan kedalam saham perusahaan hasil merger atau akuisisi.
 - Perubahan-perubahan yang terjadi antara kedua perusahaan setelah dilakukan merger akuisisi. Dalam berbagai kasus merger akuisisi, perubahan yang terjadi misalnya mengenai anggaran dasar.
 - Neraca dan laporan laba rugi terbaru selama tiga tahun terakhir dari perusahaan yang berniat untuk mengkonsolidasikan atau menggabungkan.
 - Rincian ketetapan status karyawan.
 - Pengaturan mengenai adanya perselisihan yang terjadi antar pemegang saham dan kreditur.
 - Analisis manajemen pada masalah-masalah keuangan dan operasional terkait dengan semua perusahaan yang bersangkutan.
 - Konfirmasi perusahaan konsolidasi mengenai pemindahan hak dan asumsi seluruh kewajiban perusahaan yang berpartisipasi dalam merger.
 - Adanya kewajiban untuk memberitahukan rencana kepada pemegang saham masing-masing perusahaan mengenai hal-hal penting yang perlu diketahui.
3. Penggabungan Disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)
Penggabungan yang sudah disetujui oleh Dewan Komisaris perusahaan masing-masing kemudian diajukan kepada RUPS untuk mendapat persetujuan. Untuk menyetujui penggabungan tersebut, RUPS yang diadakan paling sedikit tiga perempat dari jumlah seluruh saham dengan hak suara hadir atau diwakili dan keputusan adalah sah apabila disetujui paling sedikit tiga perempat bagian dari jumlah suara yang dikeluarkan. Jika RUPS pertama gagal dapat diadakan RUPS kedua dengan kuorum kehadiran paling sedikit dua pertiga, dan apabila gagal lagi bisa mengajukan permohonan kepada Ketua Pengadilan Negeri agar ditetapkan kuorum RUPS yang baru.

4. Pembuatan Akta Penggabungan

Setelah masing-masing RUPS menyetujui rancangan penggabungan yang diajukan, maka rancangan tersebut dibuat kedalam Akta Penggabungan yang dibuat didepan notaris yang kemudian diberitahukan kepada Menteri Hukum dan HAM untuk dicatat. Kalau ada perubahan pada anggaran dasar maka perlu adanya persetujuan dari menteri.

5. Pengumuman Hasil Penggabungan

Setelah semua tahapan sebelumnya sudah selesai dilakukan maka hasil dari tahapan-tahapan atau proses sebelumnya harus diumumkan oleh Direksi perusahaan pada 2 surat kabar juga pada karyawan secara tertulis. Pengumuman ini dilakukan paling lambat 30 hari sejak tanggal berlakunya penggabungan. Hal ini agar pihak ketiga mengetahui adanya penggabungan yang dilakukan. Dalam hal ini pengumuman tersebut terhitung sejak tanggal persetujuan Menteri atas perubahan anggaran dasar.

14.2 ASPEK HUKUM M&A DI INDONESIA

Secara umum merger dan akuisisi di Indonesia diatur berdasarkan undang-undang dan peraturan berikut:

- UU No.40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UU PT) serta peraturan pelaksanaannya. UU ini tidak hanya membahas ketentuan mengenai merger tetapi juga mengatur ketentuan mengenai pemisahan perseroan. Selain itu, UU No. 40 Tahun 2007 juga turut memperhatikan kepentingan karyawan serta memuat prosedur dan tata cara melakukan merger dan akuisisi.
- Peraturan Pemerintah RI No 27 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas. Peraturan ini juga menekankan perlindungan secara khusus pada kepentingan perusahaan, perlindungan terhadap kepentingan para kreditor, pemegang saham minoritas, dan karyawan perusahaan, serta kepentingan masyarakat dan persaingan usaha yang sehat.
- Peraturan Pemerintah RI No 28 Tahun 1999 tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank. Peraturan ini dibuat untuk mengatur aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan pada sektor Perbankan serta diatur juga dalam Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia Nomor 32/51/

KEP/DIR tanggal 14 Mei 1999 tentang Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi, dan Akuisisi Bank Umum. Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank dapat dilakukan atas:

- o inisiatif Bank yang bersangkutan; atau
- o permintaan Bank Indonesia; atau
- o inisiatif badan khusus yang bersifat sementara dalam rangka penyehatan perbankan.

Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank dilakukan dengan memperhatikan kepentingan Bank, kreditor, pemegang saham minoritas dan karyawan Bank; dan kepentingan rakyat banyak dan persaingan yang sehat dalam melakukan usaha Bank. Pada PP RI No. 28/1999 menjelaskan pula mengenai prosedur yang dilakukan dan syarat-syarat dalam merger, konsolidasi dan akuisisi dalam sektor perbankan.

- UU No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal, Peraturan Presiden RI no 39 tahun 2014 tentang bidang usaha yang tertutup dan bidang usaha yang terbuka dengan persyaratan di bidang penanaman modal, Peraturan Kepala Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) No.5 tahun 2013 tentang Pedoman dan Tata Cara Perizinan dan non-Perizinan Penanaman Modal sebagaimana telah diamandemen oleh Peraturan Nomor 12 tahun 2013. Undang-undang dan peraturan tersebut hanya berlaku untuk merger dan akuisisi yang melibatkan investasi asing.
- PP RI No. 57 Tahun 2010 tentang Peleburan Badan Usaha dan Pengambilalihan Saham Perusahaan yang dapat Mengakibatkan terjadinya Praktik Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat. Secara garis besar PP RI No. 57 Tahun 2010 menyangkut 4 (empat) hal yaitu cara penilaian merger dan akuisisi yang menyebabkan praktik monopoli dan persaingan usaha tidak sehat, batas nilai notifikasi atau pemberitahuan, tata cara penyampaian pemberitahuan, serta konsultasi. Pada Pasal 2 disebutkan pelaku usaha dilarang melakukan Penggabungan Badan Usaha, Peleburan Badan Usaha, atau Pengambilan saham perusahaan lain yang dapat mengakibatkan terjadinya Praktik Monopoli dan/atau Persaingan Usaha Tidak Sehat. Hal ini dapat terjadi jika pelaku usaha diduga melakukan:
 - a. perjanjian yang dilarang;
 - b. kegiatan yang dilarang; dan/atau
 - c. penyalahgunaan posisi dominan.

KPPU memberikan penilaian yang telah berlaku efektif secara yuridis dan diduga dapat mengakibatkan terjadinya Praktik Monopoli dan/ atau Persaingan Usaha Tidak Sehat, penilaian dilakukan dengan menggunakan analisis:

- a. konsentrasi pasar;
 - b. hambatan masuk pasar;
 - c. potensi perilaku anti persaingan;
 - d. efisiensi; dan/atau
 - e. kepailitan.
- Untuk M & A di sektor lain, perusahaan diwajibkan untuk mematuhi hukum tertentu dan peraturan (misalnya, sektor perbankan, sektor asuransi, sektor Broadcasting dan sektor telekomunikasi). Hal ini disebabkan, karena pada sektor industri tertentu memiliki badan tertentu yang mengatur M&A, seperti perusahaan keuangan dan asuransi diatur oleh Departemen keuangan, perbankan diatur oleh Bank Indonesia.

14.3 BADAN REGULASI TERKAIT M&A DI INDONESIA

- **BKPM**
Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) adalah sebuah badan layanan penanaman modal Pemerintah Indonesia yang dibentuk dengan maksud untuk menerapkan secara efektif penegakan hukum terhadap penanaman modal asing maupun dalam negeri (Website BKPM, 2016). BKPM bertugas untuk membuat kebijakan terkait dengan penanaman modal sesuai dengan peraturan perundang-undangan di Indonesia. Setiap ada investor asing maupun dalam negeri yang hendak menanamkan modalnya harus melalui syarat dan ketentuan yang ditetapkan oleh BKPM. Dalam M&A, BKPM diperlukan untuk memberikan persetujuan regridasi saat adanya perubahan dalam rencana investasi
- **Bapepam-LK**
Bapepam-LK adalah sebuah lembaga di bawah Kementerian Keuangan Indonesia yang bertugas membina, mengatur dan mengawasi sehari-hari kegiatan pasar modal serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standardisasi teknis di bidang lembaga keuangan (Wikipedia Bapepam-LK, 2016).

- **Otoritas Jasa Keuangan**

Sektor jasa keuangan adalah sektor industri yang kompleks dan selalu berubah sehingga para pelaku usaha harus mampu bertahan dan regulator harus mampu mengikuti perubahan yang terjadi. Untuk mengurangi risiko yang ada pada sektor ini, pemerintah menyadari pentingnya lembaga yang mengawasi kegiatan sektor jasa keuangan. Oleh karena itu, pemerintah membentuk lembaga independen OJK. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah lembaga Negara yang dibentuk berdasarkan Undang-undang Nomor 21 Tahun 2011 yang berfungsi menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan baik di sektor perbankan, pasar modal, dan sektor jasa keuangan non-bank seperti Asuransi, Dana Pensiun, Lembaga Pembiayaan, dan Lembaga Jasa Keuangan lainnya (Website OJK, 2016). Tugas Kementerian Keuangan dan Bapepam-LK ke OJK pada 31 Desember 2012, sedangkan pengawasan di sektor perbankan beralih ke OJK pada 31 Desember 2013. Pembentukan OJK ini ditujukan untuk mewujudkan sistem keuangan yang stabil, meningkatkan transparansi, melindungi kepentingan konsumen, serta mengurangi praktik kecurangan. Hal ini diharapkan kegiatan sektor jasa keuangan berjalan efektif dan efisien.

- **KPPU**

Pemerintah Indonesia berusaha untuk menjaga persaingan yang sehat antar pelaku usaha di Indonesia. Pemerintah Indonesia mendirikan Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU), yaitu institusi pemerintah independen yang didirikan untuk memenuhi larangan praktik monopoli dan persaingan usaha tidak sehat. Komisi ini berhak mengambil tindakan sesuai dengan kewenangannya terhadap merger dan akuisisi yang diduga mengakibatkan praktek monopoli dan persaingan usaha tidak sehat dan juga berhak membatalkan merger dan akuisisi apabila terbukti dapat mengakibatkan praktek monopoli dan persaingan usaha tidak sehat.

- **Kementerian Hukum dan Hak Asasi Manusia**

Entitas yang melakukan merger dan ingin mengubah anggaran dasar harus memberitahu atau mendapatkan persetujuan dari Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia.

14.4 ISU PERPAJAKAN M&A DI INDONESIA

Salah satu tujuan kegiatan merger dan akuisisi adalah untuk melakukan penghematan pajak secara legal. Peraturan perpajakan terkait merger dan akuisisi diperbarui pada tahun 2008 karena pada tahun-tahun sebelumnya banyak perusahaan yang melakukan merger dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan pajak. Peraturan-peraturan perpajakan yang berlaku yang berkaitan dengan penggabungan usaha, dalam bentuk merger dan akuisisi, meliputi (Karyadi and Irawati, 2015):

- Peraturan No. 36 Tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan (Hasil amandemen dari Peraturan No. 7 Tahun 1983)
- Peraturan No. 42 Tahun 2009 tentang *Value Added Tax* (Hasil amandemen dari Peraturan No. 8 Tahun 1983)
- Peraturan No. 20 Tahun 2000 tentang akuisisi tanah atau bangunan (Hasil amandemen dari Peraturan No. 21 Tahun 1997).

Aspek perpajakan juga memiliki pengaruh dalam menentukan metode apa yang akan digunakan untuk melakukan transaksi penggabungan usaha. Dalam Undang-Undang Perpajakan No.10 Tahun 1994 dinyatakan bahwa (Hendrian dan Muktiyanto, 2011):

- Pasal 4 Ayat 1 Huruf d Angka 1: menyebutkan bahwa keuntungan karena penjualan atau pengalihan harta termasuk keuntungan karena likuidasi, penggabungan, peleburan, pemekaran, pemecahan, atau pengambilan usaha adalah salah satu objek pajak.
- Pasal 10 Ayat 3: mengatur tentang dasar pengenaan pajak atas penggabungan usaha. Dalam pasal ini diatur bahwa "Nilai perolehan atau pengalihan harta yang dialihkan dalam rangka likuidasi, penggabungan, peleburan, pemekaran, pemecahan, atau pengambilan usaha adalah jumlah yang seharusnya dikeluarkan atau diterima berdasarkan harga pasar, kecuali ditetapkan lain oleh Menteri Keuangan"

Oleh karena itu secara garis besar, dalam penggabungan usaha ada 2 metode kemungkinan yang digunakan, yaitu metode *By Purchase* dan *By Pooling of Interest*.

- *By Purchase*: Dalam metode ini, harta kekayaan yang diperoleh oleh perusahaan yang melakukan penggabungan usaha harus dicatat dan

diakui sebesar nilai pasarnya. Maka dari itu dalam metode ini ada pengenaan pajak atas aktiva tidak berwujud atau goodwill.

- *By Pooling of Interest*: Dalam metode ini, semua harta, hutang, dan hak pemegang saham dicatat dan diakui sebesar nilai buku. Maka dalam metode ini tidak ada pengenaan pajak karena tidak ada penambahan nilai asset.

Metode yang diperbolehkan dalam pemindahan atau transfer aset dalam praktek merger atau akuisisi, yaitu metode *By Purchase* yang didasarkan pada nilai pasar. Keuntungan yang muncul akibat dari transaksi penggabungan usaha, dalam bentuk merger dan akuisisi, dapat dinilai, sedangkan kerugian yang muncul akibat dari transaksi ini diklaim sebagai pengurang dari pendapatan perusahaan. Pemindahan atau transfer aset antar perusahaan yang didasarkan pada nilai buku (metode *By Pooling of Interest*) diperbolehkan tetapi di bawah persetujuan yang dinyatakan oleh Direktur Jendral Pajak, dimana rencana merger yang dimiliki perusahaan harus lulus tes tujuan bisnis oleh Direktur Jendral Pajak. Kerugian pajak yang dimiliki oleh perusahaan yang bergabung atau merger tidak dapat secara otomatis ditransferkan ke perusahaan yang masih bertahan. Umumnya, merger dan konsolidasi dapat dilakukan dengan dasar bebas pajak (kecuali PPN) tersedia kondisi tertentu yang harus dipenuhi yaitu:

- Pengalihan aset harus dicatat pada nilai buku dan kesatuan saat mentransfer
- Persetujuan untuk merger atau konsolidasi harus diperoleh dari Direktur Jenderal Pajak (dalam praktek ini mungkin menjadi persetujuan pasca-transaksi bahkan jika persetujuan prinsip diperoleh sebelum transaksi terjadi)
- Akuntan publik wajib menyampaikan laporan tentang hal-hal yang ditentukan. Pengajuan tersebut dianggap telah selesai disetujui jika tidak ada penolakan dalam satu bulan.

14.5 ISU KARYAWAN ATAS AKTIVITAS M&A DI INDONESIA

Pada saat perusahaan akan melakukan merger dan akuisisi, karyawan merupakan salah satu aspek yang penting yang perlu dipertimbangkan karena karyawan bisa mempengaruhi kelancaran proses merger dan akuisisi. Hampir semua karyawan menganggap tindakan merger dan akuisisi adalah

hal yang negatif sehingga mereka akan langsung resah ketika perusahaan tempat mereka bekerja mengumumkan akan melakukan merger dan akuisisi.

Dalam UU No. 40 Tahun 2007, karyawan termasuk salah satu pihak yang harus diperhatikan kepentingannya dalam M&A. Menurut Pasal 127 UU-PT, setiap rencana perubahan kepemilikan harus diumumkan kepada seluruh karyawan paling lambat 30 hari sebelum pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dalam rangka perubahan kepemilikan di perusahaan.

Undang-undang mengenai ketenagakerjaan diatur dalam Undang-Undang No 13 Tahun 2003. Dalam UU ini dijelaskan tentang pemutusan hubungan kerja (PHK) terkait merger dan akuisisi pada Pasal 163 (Republik Indonesia, 2003):

- (1) Pengusaha dapat melakukan pemutusan hubungan kerja terhadap pekerja/buruh dalam hal terjadi perubahan status, penggabungan, peleburan, atau perubahan kepemilikan perusahaan dan pekerja/buruh tidak bersedia melanjutkan hubungan kerja, maka pekerja/buruh berhak atas uang pesangon sebesar 1 (satu) kali sesuai ketentuan Pasal 156 ayat (2), uang penghargaan masa kerja 1 (satu) kali ketentuan Pasal 156 ayat (3) dan uang penggantian hak sesuai ketentuan dalam Pasal 156 ayat (4).
- (2) Pengusaha dapat melakukan pemutusan hubungan kerja terhadap pekerja/buruh karena perubahan status, penggabungan, atau peleburan perusahaan, dan pengusaha tidak bersedia menerima pekerja/buruh di perusahaannya, maka pekerja/buruh berhak atas uang pesangon sebesar 2 (dua) kali ketentuan Pasal 156 ayat (2), uang penghargaan masa kerja 1 (satu) kali ketentuan dalam Pasal 156 ayat (3), dan uang penggantian hak sesuai ketentuan dalam Pasal 156 ayat (4).

14.6 PERBANDINGAN M&A DI INDONESIA DAN ASEAN

Kegiatan merger dan akuisisi telah dilakukan tidak hanya di negara maju tetapi juga di Asia Tenggara. Di negara ASEAN kegiatan investasi yang dilakukan antar negara mencapai US\$ 4,4 miliar pada tahun 2009, dimana banyak dilakukan di Singapura (46%), Indonesia (31%), dan Thailand (13%) (KPPU, 2010). Ketiga negara ini memiliki berbagai aturan investasi terutama yang berkaitan dengan merger dan akuisisi. Hal ini penting untuk menjaga

kegiatan pasar yang kompetitif dan efisien. Untuk peraturan yang berkaitan dengan merger dan akuisisi, baru 5 (lima) negara ASEAN yang memiliki hukum persaingan yaitu Indonesia, Singapura, Thailand, Vietnam dan Laos. Aturan merger dan akuisisi yang dimiliki tiap negara berbeda-beda dari berbagai aspek, baik itu cakupan, sifat notifikasi, pembiayaan, dan sanksi yang terkait. Tabel dibawah ini menunjukkan perbedaan aturan merger di ASEAN.

Tabel 14.1 perbandingan aturan M&A di beberapa negara asean. sumber: majalah KPPU (2010)

No.	Negara	Aturan Merger	Cakupan	Notifikasi	Sanksi Tidak Notifikasi	Fung Fee
1.	Brunei Darussalam	Tidak ada	-	-		
2.	Kamboja	Tidak ada	-	-		
3.	Indonesia	Ada	Penggabungan usaha Peleburan usaha Akuisisi saham	Wajib		Tidak ada
4.	Laos	Ada	Peleburan usaha	Tidak wajib	Tidak wajib	Tidak wajib
5.	Malaysia	Tidak ada	-	-	-	-
6.	Myanmar	Tidak ada	-	-	-	-
7.	Filipina	Ada (sektoral)	Penggabungan usaha Peleburan usaha	Wajib	Ada	Ada
8.	Singapura	Ada	Penggabungan usaha Peleburan usaha Akuisisi aset Joint venture	Tidak wajib	Tidak ada	Ada
9.	Thailand	Ada	Penggabungan usaha Peleburan usaha Akuisisi aset Akuisisi saham	Wajib	Tidak ada	Tidak ada
10.	Vietnam	Ada	Penggabungan usaha Peleburan usaha Akuisisi (sebagian/ total) Joint venture Bentuk lainnya	Wajib	Ada	Tidak ada

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan bagaimana prosedur M&A di Indonesia?
2. Jelaskan bagaimana aspek hukum M&A di Indonesia?
3. Jelaskan badan regulasi M&A di Indonesia?
4. Jelaskan mengenai isu perpajakan M&A di Indonesia
5. Jelaskan mengenai isu karyawan M&A di Indonesia
6. Kesimpulan apa yang anda bisa lihat dari perbandingan M&A di Indonesia dan negara ASEAN lainnya

-oo0oo-

DAFTAR PUSTAKA

- A.M. Best Company. (2014, November 24). *Asia-Pacific M&A Seen as More Balanced, Driven by Value Creation*. Retrieved from ASSOCIATION OF INSURERS AND REINSURERS OF DEVELOPING COUNTRIES: <http://www.airdc.org/articles/AM%20Best/A.M.%20Best%20Asia%20Pacific%20M&A%20Trend%20Review%20-%20Dec%204%202014.pdf>
- Akyuwen, R. (2011). The Impact Of Restructuring On The Airline Performance: The Case of Garuda Indonesia.
- Agbejule, A. (2011). Organizational Culture and Performance: the Role of Management Accounting System. *Journal of Applied Accounting Research*, 74-89.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 103-120.
- Anheuser-Busch InBev. (n.d.). *About Anheuser-Busch InBev*. Retrieved October 20, 2014, from Anheuser-Busch: <http://anheuser-busch.com/index.php/our-company/about-anheuser-busch/information-about-ab-inbev/>
- Anne, B., "An Empirical Analysis of The Corporate Control, Tax and Incentive Motivations for Adopting Leveraged Employee Ownership Plans" (Managerial and Decisions Economic) 1994, Vol 15

- Arens, A., Elder, R., & Beasley, M. (2012). *Auditing and Assurance Services*. New Jersey: Prentice Hall.
- Arlsan A. and Zhaohua P., (2009), Corporate Culture in an International Joint Venture – A Case Study of Sony Ericsson
Associated Press. (2008, Juli 14). *Anheuser-Busch Agrees to InBev Sale*. Retrieved November 25, 2014, from Fox News: <http://www.foxnews.com/story/2008/07/14/anheuser-busch-agrees-to-inbev-sale/>
- Babic, V., Savovic, S., & Domanovic, V. (2014). Transformational Leadership and Post-Acquisition Performance in transitional Economies. *Journal of Organizational Change Management*, 856-876.
- Badan Koordinasi Penanaman Modal. (t.thn.). Dipetik Maret 26, 2016, dari Portal Nasional Republik Indonesia: <http://www.indonesia.go.id/in/lpnk/badan-koordinasi-penanaman-modal/2472-profile/365-badan-koordinasi-penanaman-modal>
- Bank Mandiri. (2013, Juli 27). *Corporate info*. Retrieved from PT. Bank Mandiri: http://www.bankmandiri.co.id/corporate01/about_profile.asp
- Barkery, N. (2015). *Berkery Noyes Releases Software Industry M&A Report For First Quarter 2015*. Barkery Noyes. Retrieved from Barkery Noyes: <http://www.berkerynoyes.com/publication/pr/2015q1/software.aspx>
- BBC. (2005, April 28). *Smart Car Dents Daimler Chrysler*. Retrieved from BBC News: <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/4494873.stm>
- Brand Finance. (2010). *Brand Finance® Global 500 2010*. Brand Finance.
- Brun, A., & Castelli, C. (2013). The Nature of Luxury: a Consumer Perspective. *International Journal of Retail & Distribution Management*.
- Bunjamin, H., & Tandjung. (2012, Maret 1). Retrieved from Merger and Acquisitions 2008/09: <http://www.practicallaw.com/7-381-2795>
- Caldbeck, R. (2014, April 9). *Why Acquisitions Make Sense In Consumer And Retail*. Retrieved from Forbes: <http://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2014/04/09/why-acquisitions-make-sense-in-consumer-and-retail/>

- Carson, J. (2014, Maret 8). *Patients Revive Healthcare Investments as Demand for High-quality Care Grows*. Retrieved from Frost & Sullivan: <http://www.frost.com/prod/servlet/press-release.pag?docid=290204712>
- Cassia, L., Paleari, S., & Redondi, R. (2005). Management Accounting Systems and Organisational Structure. *Small Business Economics*, 373-391.
- Chakrabarti, R., Mukherjee, S. G., & Jayaraman, N. (2009). Mars-Venus Marriages: Culture and Cross-Border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40, 216-236.
- Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1994). The Role of ESOPs in Takeover Contests. *Journal of Finance*(49), 1451-1470.
- CIMB Niaga. (2009). Merger process and achievement report. Retrieved March 12, 2016, from <https://www.cimb.com/content/dam/cimbgroup/pdf-files/reports/merger-process-and-achievement-report-jan2009.pdf>
- Collins, J. (2011). *How the Mighty Fall: And Why Some Companies Never Give In*. CLBusiness.
- Cogman, D. (2014). Global M&A: fewer deals, better quality. McKinsey Report Juny 2014
- Cogman, D., Jaslowitzer, P., & Rapp, M.S. (2015). Why emerging-market companies acquire abroad. McKinsey Report July 2015
- Cunningham, G., & Harris, J. (2006). Enron and Arthur Anderson: The Case of The Crooked E and The Fallen A. *Global Perspective of Accounting Education*, 27-48.
- Danamon. (2008). *Profil Perusahaan*. PT. Bank Danamon Indonesia Tbk.
- Davis, W. (2009). The Importance of Due Diligence Investigations: Failed Mergers and Acquisitions of the United States' Company. *Ankara Bar Reveiw*.
- DealBook. (2008, Juni 12). *A Chill Descends on the LBO'd*. Retrieved from DealB%k: dealbook.nytimes.com/2008/06/12/a-chill-descends-on-the-lbod/?_r=1

- Delaware State Courts. (2012). *Martin Marietta Materials, Inc. v Vulcan Materials Company*. Retrieved August 18, 2014, from <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=175220>.
- Dun & Bradstreet, Global Business Report, June 2012
- Dow Jones News Service. (1999, Desember 29). Dow Jones News Service. 99 *M&A Vol Hits Record*.
- Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2008). Corporate Restructuring: Breakups and LBOs. *Hanbook of Emperical Corporate Finance*
- Encyclopedia Britannica. (2013, April 22). *InBev*. Retrieved November 25, 2014, from Encyclopedia Britannica: <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/1012555/InBev>
- Enseval. (2013). *Profil Enseval*. Retrieved from Enseval: <http://www.enseval.com>
- Farrell, J., & Shapiro, C. (1990). Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. *American Economic Review*, 107.
- Figura, A., & Wascher, W. (2008). The Causes and Consequences of Economic Restructuring: Evidence From The Early 21st Century
- Forddanta, D. H. (2012, September 28). *Krisis Global Meredam Aksi Merger dan Akuisisi*. Retrieved from Kontan: <http://internasional.kontan.co.id/news/krisis-global-meredam-aksi-merger-dan-akuisisi>
- Fortune Magazine. (1999, Januari 11). Fortune Magazine. *The Year of the Mega Merger*.
- Freudenheim, M. (1991, Juli 11). *Market Place; Hospital Concerns Are Selling Stock*. Retrieved from The New York Times: <http://www.nytimes.com/1991/07/11/business/market-place-hospital-concerns-are-selling-stock.html>
- Fridolfsson, S., & Stennek, J. (2005). Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices: A Theory of Preemptive Mergers. *Journal of European Economic Association*, 1083-1104.
- Frisch, R. (1985). *The Magic of ESOPs and LBOs*. New York: Farnsworth Publishing.

- Fortune Magazine. (1999). The Year of the mega Merger. In *Fortune Magazine* 11 January.
- Futrelle, D. (2012, November 7). *Corporate Raiders Beware: A Short History of the "Poison Pill" Takeover Defence*. Retrieved from TIME: <http://business.time.com/2012/11/07/corporate-raiders-beware-a-short-history-of-the-poison-pill-takeover-defense/>
- Garcia, J. (2013, Juni 13). *Global Airline Industry Shifts Focus from Market Share to Profitability, finds Frost & Sullivan*. Retrieved from Frost & Sullivan: <http://www.frost.com/prod/servlet/press-release.pag?docid=279818559>
- Gaughan, P. A. (2011). Employee Stock Ownership Plan. In *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring* (5th ed., pp. 366-386). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gaughan, P. A. (2011). *Merger Acquisitions and Corporate Restructurings Fifth Edition*. John Wiley & Sons.
- Gentry Lane. (2015, April 8). *Jaguar X-Type Sportwagon AWD*. Retrieved from Gentry Lane: <http://www.gentrylane.com/s/sold/2004-jaguar-x-type-sportwagon-awd-2>
- Global Legal Group Ltd. (2012). *The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions 2012*. Retrieved from <http://www.ICLG.co.uk>
- Goldman, D. (2012, Agustus 8). *Netflix adopts poison pill to fend off Icahn*. Retrieved Agustus 8, 2013, from CNN: <http://money.cnn.com/2012/11/05/technology/netflix-poison-pill/index.html>
- Grandlund, M. (2003). Management Accounting System Integration in Corporate Mergers. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 208-243.
- Hendrian dan Muktiyanto, Ali (2011). "Akuntansi Perpajakan Dalam Penggabungan Usaha." *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Volume 7.
- Hermawan, S. (2009). Perilaku Informasi Akuntansi manajemen untuk Pengambilan Keputusan dan Kinerja Manajerial. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*.

- Hickey, B. (2001, January 15). GM May Bid for Mercedes-Report. *Financial Times Market Watch*.
- Hirshleifer, D. (1995). Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues. In R. Jarrow, V. Marsimovic, & W. Ziemba, *Handbooks in Operations Research and Management Science* (pp. 839-885).
- Hofstede, G. (1993). Cultural Constraint in Management Theories. *Academy of Management Executive*, 7(1), 81-94.
- Hoskisson, R. E., & Turk, T. A. (1990). Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of The Internal Capital Market. *The Academy of Management Review*. 15
- Holiday, K. (2012, February 8). *The 10 Largest M&A Deals of All Times*. Retrieved 7 26, 2013, from Investment Week: <http://www.investmentweek.co.uk/investment-week/news/2144492/the10-largest-deals>
- Honest, John. (2015, April 8). *Honest John*. Retrieved from Honest John: <http://www.honestjohn.co.uk/carbycar/jaguar/x-type-2001/>
- Howard A. Freiman, "Understanding the Economics of Leveraged ESOPS", *Financial Analysts Journal*, 1990, Vol. 46, No. 2
- Hughes, A., Mueller, D., & Singh, A. (1980). Hypotheses about Mergers. In D. Mueller, O. Gunn, & Hain, *The Determinants and Effects of Mergers*. Cambridge.
- Indra, H. (December, 2014). Privatisasi PT. Garuda Indonesia. Retrieved from <http://habilzuliindra.blogspot.co.id/2014/12/privatisasi-pt.html>
- Indosat. (2003). *Annual Report 2003*.
- International Financial Law Review. (2014, Maret 1). *2014 Mergers and Acquisitions Report Indonesia*. Retrieved from International Financial Law Review: <http://www.iflr.com/Article/3322329/2014-Mergers-and-Acquisitions-Report-Indonesia.html>
- IPO Cars. (2015, April 8). *Jaguar E-Type Roadster Series I 3.8 Triple C Cabrio / roadster*. Retrieved from IPO Cars: http://ipocars.com/vinfo/jaguar/e_type_roadster_series_i_3_8_triple_c-1989.html

- Ireland, R., Hoskisson, R., & Hitt, M. (2008). *Understanding Business Strategy: Concepts and Cases*. Cengage Learning.
- J.D. Power Consumer Center. (2005). *Performed Database Inquiries*. Retrieved from J.D. Power: www.jdpower.com/cc/index.jsp
- Jaguar. (2015, April 8). *The Jaguar Business*. Retrieved from Jaguar: <http://www.jaguar.co.uk/about-jaguar/jaguar-business/index.html>
- Jaguar Daimler. (2015, April 8). *The Jaguar Daimler Heritage*. Retrieved from Jaguar Heritage: http://www.jaguarheritage.com/t/othercars_040
- Jenkinson, T., & Mayer, C. (1994). *Hostile Takeovers: Defence, Attack and Corporate Governance*. London: McGraw-Hill.
- Jongwanich, J., Brooks, D., & Archanun, A. (2013). Cross-Border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia. *Asian Economic Journal*, 265-284.
- Kalbe Farma. (2005). *Kalbe Annual Report*. Annual Report, PT Kalbe Farma, Tbk.
- Kansal, S., & Chandani, A. (2014). Effective Management of Change During Merger and Acquisition. *Procedia Economics and Finance*, 11, 208-217.
- Kapferer, J., & Bastien, V. (2009). The Specificity of Luxury Management: Turning Marketing Upside Down. *Journal of Brand Management*.
- Karyadi, F., & Irawati, A. (2015). Mergers and Acquisition in Indonesia. Dalam *Lexisnexis Mergers & Acquisitions Law Guide 2015*, Ali Budiardjo, Nugroho, Reksodiputro
- Keller, K. (2009). Manageing the Growth Tradeoff: Challenges and Opportunities in Luxury Branding. *Journal of Brand Management*.
- Kelly, K. (2003, Maret 1). Quality: Priority Ein. *Primedia Business Magazines and Media*.
- Keuangan, O. J. (t.thn.). Dipetik Maret 27, 2016, dari Otoritas Jasa Keuangan: <http://www.ojk.go.id/id/Pages/FAQ-Otoritas-Jasa-Keuangan.aspx>
- Kiley, D. (2008, Juli 10). *Anheuser Busch Fight for Tlmes*. Retrieved from Business week: <http://www.businessweek.com/stories/2008-07-10/>

anheuser-busch-fights-for timebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice

- KPMG. (2015). *The Boom is Back: M&A Reemerges as Leading Growth Strategy*. KPMG.
- KPPU. (2010). PP Merger & Akuisisi Disambut Positif, available at www.kppu.go.id/docs/Majalah%20Kompetisi/kompetisi_2010_edisi24.pdf
- Latham & Watkins. (2012, May). *Delaware Court of Chancery Enjoins Exchange Offer and Proxy Contest Based Upon Breaches of Confidentiality Agreement*. Retrieved from Latham & Watkins: <http://www.lw.com/thoughtLeadership/martin-marietta-bid-for-vulcan>.
- Lathifah, I. (2012). Peran Karakteristik Sistem Akuntansi Manajemen Sebagai Mediator Hubungan Antara Ketidakpastian Lingkungan Dengan Kinerja Manajerial. *Jurnal Review Akuntansi dan Keuangan*, 313-322.
- Lemieux, O. P., & Banks, J. C. (2007). High-tech M&A-Strategic Valuation. *Management Decision*.
- MacIntosh, J. (2011). *Dethroning the King: The Hostile Takeover of Anheuser Busch, an American Icon*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Mallikarjunappa, T., & Nayak, P. (2007). Why Do Mergers and Acquisitions Quite Often Fail? *Journal of AIMS International*.
- Marimuthu, M. (2009). Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure: an Academic View. *International Journal of Business and Management*. 4.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success. *Journal of Business and Psychology*, 26(2), 161-168.
- Martin, M. (n.d.). *Corporate Profile: Martin Marietta*. Retrieved August 12, 2014, from <http://www.martinmarietta.com/Corporate/profile.asp>
- Merced, M. (2011, December 12). Martin Marietta Materials Makes \$4.8 Billion Hostile Bid for Vulcan.
- Merced, M. (2011). *Vulcan Prepares Fight Against Martin Marietta Bid*. Retrieved August 19, 2014, from <http://dealbook.nytimes.com/2011/12/17/vulcan-prepares-fight-against-martin-marietta-bid/>

- Merced, M. (2012). *Martin Marietta Feels the Einhorn Effect*. Retrieved August 2014, 19, from <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/16/martin-marietta-feels-the-einhorn-effect/>
- Michael, J., & Ray, C. (2008). Management Decisions in the Forest Products Industry: Where Good Companies Go Astray. *Forest Products Journal*, 6-14.
- Mitchell, M., & Mulherin, H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Finance*, 193-229.
- Mody, A., & Negishi, S. (2001, Maret). *Cross-Border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications*. Retrieved from Finance & Development: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/mody.htm>
- Moeller, S. (2012, January 9). *Case Study: Kraft's Takeover of Cadbury*. Retrieved from Financial Times: <http://www.ft.com/cms/s/0/1cb06d30-332f-11e1-a51e-00144feabdc0.html>
- Mohd, Y., Nasser, N., & Mohamad, O. (2007). Does Image of Country-of-Origin Matter to Brand Equity? *Journal of Product & Brand Management*, 38-48.
- Motta, M. (2004). *Competition Policy Theory and Practice*.
- Mueller, D. (1969). A Theory of Conglomerate Mergers. *Quarterly Journal of Economics*, 643-659.
- Murray, A. (2013). Leadership Style. *The Wall Street Journal Guide to Management*.
- Nadolska, A., & Barkema, H. (2013). Godd Learners: How Top Management Teams Affect The Success And Frequency Of Acquisition. *Strategic Management Journal*, 1483-1507.
- Pakpahan, S. (2005, September 25). *RUPS Setujui Merger Kalbe Farma*. Retrieved from Tempo: <http://bisnis.tempo.co/read/news/2005/11/29/05669868/rups-setujui-merger-kalbe-farma>
- Pappu, R., Quester, P., & Cooksey, R. (2006). Consumer-Based Brand Equity and Country-of-Origin Relationships: Some Empirical Evidence. *European Journal of Marketing*, 696-717.

- Parola, H., & Ellis, K. (2014). Performance effects of top management team gender diversity during the merger and acquisition process. *Management Decision*, 57-74.
- Paul, D. (2015, April 8). Retrieved from Flickr: <https://www.flickr.com/photos/jedi58/6134401914/>
- Pirama, G., & Ghoshal, L. (2015, April 3). *The Extraordinary Story of Mittal Steel*. Retrieved from Rediff: <http://www.rediff.com/money/2005/mar/17mittal.htm>
- PT Kalbe Farma. (2013). *Profil Kalbe Farma*. Retrieved from PT Kalbe Farma: <http://www.kalbe.co.id>
- PT Kalbe Farma. (2014). *Vision and Mission*. Retrieved Oktober 1, 2014, from PT Kalbe Farma: <http://www.kalbe.co.id/AboutKalbe/CorporateValues/VisionandMission.aspx>
- Purnomo, H. (2012, Januari 17). *Dahlan Iskan Kurangi Jumlah BUMN jadi 120*. Retrieved from DetikFinance: <http://finance.detik.com/read/2012/01/17/135846/1817698/4/dahlan-iskan-kurangi-jumlah-bumn-jadi-120>
- Ray, S. (2012). Cultural Dimension Analysis of AOL-Time Warner Merger. *Journal of Applied Library and Information Science*, 1(2), 39-41.
- Rehm, W., & West, A. (2015). M&A 2015: New highs, and a new tone. McKinsey Report December 2015
- Reus, T. H., & Lamont, B. T. (2009). The Double-Edged Sword of Cultural Distance in International Acquisitions. *Journal of International Business Studies* 40, 1298-1316.
- Republik Indonesia, (2003) *Undang-undang No. 13 Tahun 2003 tentang Ketenagakerjaan*.
- Ricadela, A. (2013, November 25). *Dell Completes \$24.9 Billion Leveraged Buyout*. Retrieved November 25, 2013, from Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/2013-10-29/dell-completes-24-9-billion-leveraged-buyout.html>
- Rinaudo, E. K & Uhlener, R. (2014). Joint ventures on the rise. McKinsey Report November 2014

- Robins, S. (2000). *Organizational Behavior*. New Jersey: Prentice Hall.
- Roller, L., Stennek, J., & Verboven, F. (2006). *Efficiency Gains from Mergers, in European Merger Control: Do We Need and Efficiency Defence*. Edward Elgar.
- Romain, G. (2013). *Get the Most Out of Employee Stock Options*. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/investopedia/2013/11/26/get-the-most-out-of-employee-stock-options/>
- Rottig, D. (2007). Successfully Managing International Mergers and Acquisitions: A Descriptive Framework. *International Business: Research Teaching and Practice*, 1(1), 97-118.
- Salama, A., Holland, W., & Vinten, G. (2003). Challenges and Opportunities in Mergers and Acquisitions: Three International Case Studies-Deutsche Bank-Bankers Trust; British Petroleum-Amoco; Ford-Volvo. *Journal of European Industrial Training*, 27(6), 313-321.
- Sarala, R. M., & Vaara, E. (2010). Cultural Differences, Convergence, and Crossvergence as Explanation of Knowledge Transfer in International Acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 41, 1365-1390.
- Schein. (2010). Cultural Differences, Convergence, and Crossvergence as Explanations of Knowledge Transfer in International Acquisitions. In M. Riika, Sarala, & V. Eero, *Journal of International Business Studies* (p. 1369).
- Schweiger, D., Csiszar, E., & Napier, N. (1993). Implementing International mergers and Acquisition. *Human Resource Planning*, 53-67.
- Simon, B., & Mackintosh, J. (2005, Maret 7). Hyundai Wins "Most Reliable" Ranking in US. *Financial Times*.
- Smith, G. (2000, februari 10). Daimler reveals collapse in Mercedes Profits. *Financial Times*.
- Soberman, D., & Soman, D. (2012). *Flux: What Marketing Managers Need to Navigate the New environment*. University of Toronto Press.
- Solomon, S. D. (2012). *Lesson from the Vulcan Materials Ruling*. Retrieved August 20, 2014, from <http://dealbook.nytimes.com/2012/05/07/the-lessons-from-the-vulcan-materials-ruling/>

- Sorkin, A. R. (2008, June 26). *Anheuser-Busch to reject InBev takeover offer*. Retrieved November 28, 2014, from The New York Times: http://www.nytimes.com/2008/06/26/business/worldbusiness/26iht-busch.1.14006288.html?_r=1&
- Stachowicz, & Stanusch. (2009). Culture Due Diligence Basen on HP/Compaq Merger Case Study. *Journal of Intercultural Management*.
- Stanford, D. D. (2008, July 13). *InBev to Buy Anheuser for \$49.9 Billion, WSJ Says (Update 1)*. Retrieved December 2, 2014, from Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aFeprSPTUVFk>
- Strach, P., & Everett, A. (2006). Brand Corrosion: mass-marketing's Threat to Luxury Automobile Brands After Merger and Acquisition. *Journal of Product & Brand Management*.
- Strategic Direction, Volume 20, Number 2, 2004. Strategic alliance helps Rolls Royce fly even higher: BMW partnership boosts aerospace giant
- Street Insider. (2013). *H.J. Heinz (HNZ) Acquired by Buffett's Berkshire Hathaway for \$28B*. Retrieved July 11, 2013, from <http://www.streetinsider.com/Hot+M+and+A/H.J.+Heinz+%28HNZ%29+Acquired+by+Buffetts+Berkshire+Hathaway+for+%2428B/8095326.html>
- Sumarno, J. (2005). Pengaruh Komitmen Organisasi dan gaya kepemimpinan Terhadap Hubungan Antara Partisipasi Anggaran dan Kinerja Manajerial (Studi Empiris pada Kantor Cabang Perbankan Indonesia di Jakarta). *SNA VIII Solo*.
- Susilowati, M. E. (2010). Persepsi manajer tentang Pengaruh Informasi Akuntansi terhadap kinerja: Budaya, Ketidak pastian Lingkungan Sebagai Variabel Moderating. *ASET*, 37-55.
- Susan, C., & Greg, N. "The Tax and Distributional Effects of Leveraged ESOPs", *Financial Management Journal*, 1990, Vol. 19, No. 1
- Sutapa, Y., & Erviana, R. (2010). Ketidakpastian Lingkungan dan Sistem Akuntansi Manajemen. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Srivastava, V., & Mushtaq, G. (2011). Corporate Restructuring: A Financial Strategy. *Asian Journal of Technology & Managament Research*

- SWA. (2006). *Masa Depan Kalbe Farma*. Retrieved from SWA: <http://swa.co.id/listed-articles/masa-depan-kalbe-pascamerger>
- Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value Creation following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment. *Journal of Marketing Research*, 33-47.
- The National Center for Employee Ownership. (2015). *How an Employee Stock Ownership Plans (ESOP) Works?* Retrieved from The national Center for Employee Ownership: <http://www.nceo.org/articles/esop-employee-stock-ownership-plan>
- Tim Studi Penerapan ESOP Emiten atau Perusahaan Publik di Pasar Modal Indonesia, "Studi Tentang Penerapan Esop (Employee Stock Ownership Plan) Emiten Atau Perusahaan Publik Di Pasar Modal Indonesia", 2002
- Tower Watson. (2012). Human Capital Risk in Mergers and Acquisitions Study Report. Available on <https://www.towerwatson.com>
- Thomson Reuters. (2014). *Company History: Historical Highlights from across Thomson Reuters*. Retrieved July 11, 2014, from <http://thomsonreuters.com/about-us/company-history/>
- Thomas, L., & Linda, V. "An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR". *Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 39
- Verit Advisors. (2010). *ESOP Case Study-Clif Bar & Company*. Retrieved from Verit Advisors: <http://www.verit.com/case-studies/esop-case-study-clif-bar-company>
- Vulcan Material Company. (n.d.). *About Vulcan*. Retrieved August 12, 2014, from <http://www.vulcanmaterials.com/about-vulcan>
- Wall Street journal. (2001, Januari 2). The Wall Street Journal. *Year-End Review of Markets & Finance 2000*.
- Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2012). Mergers and Acquisitions Process: The Use of Corporate Culture Analysis . *Cross Cultural Management: an International Journal*, 19(3), 288-303.
- What Car. (2005, April 14). J.D. Power Survey 2005. *What Car*.

- Wikipedia*. (t.thn.). Dipetik Maret 26, 2016, dari Wikipedia: https://id.wikipedia.org/wiki/Badan_Pengawas_Pasar_Modal_dan_Lembaga_Keuangan
- William N. Pugh, Sharon L. Oswald, dan John S. Jahera Jr., "The Effect of ESOP Adoptions on Corporate Performance: Are There Really Performance Change?" (*Managerial Decisions Economics*), 2000, vol. 21, no. 5
- Witze, M. (2010). *Case Study: Tata*. Retrieved from Financial Times: <http://www.ft.com/cms/s/0/8e553742-136c-11e0-a367-00144jeabdc0.html>
- Yeshin, T. (2006). *Advertising*. London: Thomson Learning.
- Zoni, L., Dossi, A., & Morelli, M. (2012). Management Accounting System (MAS) change: Field Evidence. *Asia-Pasific Journal of Accounting & Economincs*, 119-138.

-oo0oo-

STUDI KASUS

KASUS 1: JAGUAR DAN *BRAND CORROSION*

K1.1 Latar Belakang

Jaguar merupakan salah satu produsen mobil mewah dalam industri otomotif yang berasal dari Inggris. Jaguar didirikan oleh Sir William Lyons sebagai bagian dari Swallow Sidecar Company, yang menegaskan visinya bahwa setiap mobil yang diproduksi oleh perusahaannya akan menggabungkan keunggulan kinerja dan keindahan. Asal-usul Jaguar dimulai dengan memproduksi sepeda motor *sidecars* pada tahun 1922. Swallow *sidecar* Company kemudian mulai memproduksi mobil dan berpindah ke Whitley, Coventry, Inggris. Swallow Sidecar (SS) berganti nama menjadi Jaguar setelah Perang Dunia Kedua. Jaguar kemudian menghasilkan *saloons* premium dan mobil *sport*, termasuk XK120 yang legendaris.



Sumber: Paul (2010)

Gambar K1.1 *Jaguar Tipe XK120 tahun 1920.*

Sejak didirikan di tahun 1920-an, Jaguar erat dikaitkan dengan kinerjanya yang tinggi, hal ini terbukti dalam kejuaraan di *Le Mans* (7 kali), *Monte Carlo Rally* (2 kali), dan lainnya. Kemewahan dan kinerja merupakan ciri khas dari produk yang dihasilkan oleh Jaguar. Jaguar telah mencapai status “*brand as personality*” berdasarkan klasifikasi Goodyear di Amerika Serikat sejak diakuisisi oleh Ford pada tahun 1989. Menurut Stones (2004), seperti yang dikutip oleh Štrach dan Everett (2006), merek dagang dari Jaguar secara pribadi telah diidentifikasi untuk kelompok pengemudi tua kelas atas. Jaguar sekarang merupakan salah satu merek dari Jaguar Land Rover, setelah diakuisisi oleh Tata Motors pada tahun 2008.

K2.2 Kondisi Jaguar: Sebelum dan Sesudah Diakuisisi Ford

Sebelum diakuisisi oleh Ford di tahun 1989, Jaguar diambil alih oleh British Leyland dan mengalami restrukturisasi besar-besaran. Pada saat itu, Jaguar mengalami berbagai macam keadaan diantaranya adalah penghentian produksi Jaguar Tipe-E yang paling terkenal, pameran mobil-mobil Jaguar di *auto show*, dan pemogokan kerja yang berat dan panjang di tahun 1980. Setelah memisahkan diri dari Leyland, keuntungan penjualan Jaguar mencapai 49,500 unit (tahun 1988, setahun sebelum diakuisisi oleh Ford) dengan tenaga kerja berjumlah 12,000 orang.



Sumber: IPO Cars.com

Gambar K1.2 Gambar Jaguar E-Type Roadster Series I 3.8 Triple C Cabrio / roadster.

Menurut Feast (1998), masalah utama yang tersebar secara luas adalah kualitas yang tidak terjamin dan praktek kerja yang ketinggalan zaman. Isu tentang kualitas produk Jaguar diketahui oleh masyarakat luas sehingga Jaguar mengalami kesulitan dalam penjualan. Oleh karena itu, Jaguar mempertimbangkan kerja sama dengan produsen mobil yang lebih besar. General Motors mengadakan kerja sama dengan Jaguar di bidang produksi dan pemasaran dengan mengakuisisi sebagian kecil saham dari Jaguar. Pada saat itu, Ford dikenal sebagai label *second-hand sport car*. Di tahun 1970, Ford mengambil alih Ghia yang merupakan sebuah studio desain terkenal di Torino, Italy dan menurunkan level merek dagang tersebut semata-mata untuk kepentingan *top lines* dari Ford. Selain itu, di tahun 1987, Ford membeli 75% saham dari perusahaan mobil *sport* Aston Martin dan menyelesaikan sisanya sepenuhnya pada tahun 1993. Pada September 1989, Ford kembali bernegosiasi dengan Jaguar dan berulang kali menunjukkan keinginannya untuk mengakuisisi Jaguar secara utuh. Ford memberikan penawaran sebesar 2,55 milyar dolar dimana angka tersebut sulit ditolak dan Jaguar segera menolak penawaran akuisisi dari GM.



Sumber: website Jaguar Heritage.com

Gambar K1.3 Jaguar S-TYPE 3 Litre V6 SE (1999).

Jaguar hanya menjual setengah dari jumlah omset sebelum diambil alih oleh Ford yaitu 22.478 unit pada tahun 1992. Di tahun 1993, Ford memasang jalur perakitan baru di pabrik Browns Lane, Coventry sehingga Jaguar mulai meningkatkan kualitas dan reliabilitas. Meskipun demikian,

jumlah produksi tidak bisa mencapai level di tahun 1988 (49,500 unit). Hal ini berlangsung hingga tahun 1998 dan pada tahun 2003, Jaguar mampu meningkatkan penjualan hingga 120,570 unit. Pengembangan model S-Type dan X-Type sebesar 1.3 milyar dolar oleh Ford berhasil membuat nama Jaguar memimpin merek dagang pada abad 21.

S-Type yang diluncurkan tahun 1998 merupakan model pertama yang dikembangkan dibawah kepengurusan Ford. Sebelum diakuisisi oleh Ford, 65% komponen-komponen Jaguar berasal dari Inggris. Sedangkan setelah diakuisisi oleh Ford, 45% komponennya berasal dari Ford, hal ini menunjukkan saham yang dimiliki oleh Ford lebih besar (DTI/SMMT, 1999). S-Type juga melakukan *platform sharing* dengan *sisters products* yaitu Lincoln LS, Ford Thunderbird, dan Ford Mustang baru (untuk tahun 2005). Jaguar berhasil menjual 50,000 unit dalam setahun dan diprediksi akan meningkat hingga 85.000 (tahun 1999) dan 90.000 unit (tahun 2000). Mengantisipasi peluncuran X-Type, penjualan pada tahun 2002 diperkirakan akan meningkat pesat hingga 200.000 unit.



Sumber: website Honest John.co.uk

Gambar K1.4 Gambar Jaguar X-Type (2001) “baby Jag”.

Pabrik Halewood milik Ford didirikan di Inggris tahun 1962 dan merakit unit terakhir dari Ford Escort pada Juni 2000. Pabrik tersebut mengalami perubahan secara besar-besaran agar mampu mendukung proses produksi dari X-Type. X-Type dijuluki “baby Jag” pada saat peluncurannya di Geneva Motor Show (tahun 2001). X-Type merupakan produk pertama yang

menggunakan teknologi *four wheel drive*. X-Type juga melakukan *platform sharing* dengan Ford Mondeo yang dikenal lebih murah. Sejak diluncurkan, X-Type mengalami kesulitan dalam membangun *quality issues* (Richard-Carpenter, 2003). X-Type seharusnya mampu menarik perhatian pembeli dari kelas pengemudi muda dan mencapai omzet penjualan (Burt, 2001a). Namun, pelanggan dengan kelompok umur tua menurunkan preferensinya ke mobil yang lebih murah sehingga persepsi Jaguar mobil untuk orang tua tidak dapat dihilangkan (Stones, 2004). Sebagai akibatnya, spesifikasi bagus yang ditawarkan oleh X-Type tak mampu menarik perhatian pasar dikarenakan persepsi dari masyarakat terhadap Jaguar.

Beberapa bulan kemudian, pusat pengembangan dan desain seluas 40 hektar dibuka di Whitley, di mana tempat ini mampu menampung tambahan teknsi sebanyak 2,500 orang. Pada tahun 2002, perusahaan mengakui telah salah dalam mengestimasi jumlah penjualan dari X-Type (Grant, 2002). Oleh karena itu, produksi untuk X-Type diperlambat selama September dan Oktober untuk menghabiskan stok yang belum terjual. X-Type keluaran tahun 2002 memiliki fitur yang baru untuk *product range* seperti body sedan yang baru. Komponen tipe XJ yang baru dibuat dari bahan aluminium sehingga memiliki sasis yang ringan dan kuat. S-Type R merupakan salah satu sedan yang produksi masal paling hebat di dunia dimana dilengkapi dengan spesifikasi mesin 4.2 liter *eight-cylinder turbocharged* yang mampu berakselerasi dari 0-60 mph dalam 5.3 detik.

Pada tahun 2001, setelah diakuisisi oleh Ford penjualan Jaguar naik 50.000 unit menjadi 130.000 unit. Perubahan utama dalam penjualan tercapai saat pengenalan S-Type dan X-Type dimana terjadi ketertarikan publik terhadap Jaguar. Akan tetapi, jika dilihat secara logika, penjualan yang naik tiga kali lipat mampu mengurangi keistimewaan dan eksklusivitas dari merek itu sendiri.

Jaguar memiliki fasilitas yang terletak di Castle Bromwich di Birmingham (produksi S-Type), Whitley di Coventry (teknisi), Halewood di Merseyside (produksi X-Type), dan Brown Lane di Coventry (produksi *limousine XJ* dan *XK sport coupe*). Beberapa mesin diproduksi di Bridgend – South Wales. Produk Jaguar dipasarkan dilebih dari 70 negara dengan pasar yang paling penting adalah Amerika Serikat dan penjualan local di Inggris.

Tahun 2004 menjadi tahun yang berwarna dan kristis bagi Jaguar. Dua mesin diesel dari Peugeot digunakan dalam X-Type (4-silinder) dan S-Type (6-silinder). Ford menyerahkan pengembangan mesinnya ke tempat lain dikarenakan tren mesin diesel menjadi terkenal sehingga jenis mesin ini mampu menarik perhatian banyak pembeli.

Dalam rangka memperluas penjualan X-Type, Jaguar memperkenalkan satu-satunya Station Wagon tahun 2004. Pada dasarnya, kendaraan ini tidak ditargetkan untuk pasar Amerikat Serikat namun penjualan X-Type lebih rendah dari perkiraan. X-Type *sports wagon* diluncurkan pada Oktober 2004. S-Type mendapatkan peningkatan interior dengan kap mesin yang terbuat dari aluminium, interior yang mewah dan sistem suspensi yang baru (Hammonds, 2004).



Sumber: website Gentry Lane.com

Gambar K1.5 *Gambar Jaguar X-Type Sportwagon AWD*

Pada kuartal kedua, Ford mengalami kerugian sebesar 362 juta dolar untuk Premier Automotive Group (Jaguar, Land Rover, Volvo, dan Aston Martin) dimana Jaguar mengalami kerugian sebesar 178 juta dolar. Pada September, Ford mengumumkan rencana restrukturisasi sebesar 450 juta dolar untuk Jaguar, serta penutupan pabrik Coventry. Sebanyak 400 pekerja diberhentikan akibat penurunan produksi di Castle Bromwich. Sebanyak 750 pekerja kantoran juga akan kehilangan pekerjaannya di Coventry ato

bagian perusahaan lainnya. Sebanyak 300 pekerjaan akan dipindah ke pabrik Aston Martin di Gaydon. Kantor pusat Jaguar dan pemroduksi lapisan kayu (310 karyawan) akan tetap di Browns Lane. Derek Simpson (*general secretary* dari perkumpulan buruh Amicus) menyatakan bahwa keputusan Ford mampu membunuh Jaguar (BBC, 2004). Ford juga mempertimbangkan untuk penutupan pabrik Land Rover di Solihull. Selain itu, beberapa ahli menyarankan Jaguar untuk membuat satu pabrik yang berpotensi di luar Inggris (BBC, 2004).

Stadium Coventry sedang dalam proses pembangunan akan diberi anam Jaguar Arena karena perusahaan memberikan dana sponsor sebesar 7 juta poundsterling. Akan tetapi, setelah mengumumkan penutupan pabrik di sana, Jaguar menarik diri dari perjanjian dan meninggalkan kesan yang jelek terhadap masyarakat. Restrukturisasi Ford termasuk keluarnya Jaguar dari kejuaran Formula One setelah balapan terakhir pada tahun 2004 yang menempati urutan ketujuh. Meskipun demikian, keikutsertaan Jaguar dalam Formula One dilihat oleh beberapa pembeli sebagai faktor utama dalam menciptakan merek Jaguar sebagai simbol performa dan keunggulan teknologi.

Menurut Feast (1998), Jaguar menghabiskan dana Ford lebih dari 6 miliar dolar untuk pembelian, investasi, pinjaman dan total kerugian. Peningkatan penjualan menunjukkan penurunan pasar dari X-Type dimana hal ini dipercaya sebagai unsur perusak *brand value* tanpa memperhatikan peningkatan penjualan potensial jangka panjang (Stones, 2004). S-Type dan X-Type menjadi kendaraan yang tidak dapat diandalkan di pasar (Garsten, 2002) tapi mampu menampilkan performa yang bagus di beberapa kualitas. Sejak 2001, temuan dari J.D. Power (2004) menyatakan bahwa berdasarkan *initial quality*, Jaguar mampu masuk dalam tiga besar merek yang dijual di Amerika Serikat selain Lexus dan Cadillac.

Pada awal April, Ford mengalami kerugian sebesar 362 juta dolar untuk Premier Automotive Group (Jaguar, Land Rover, Volvo, dan Aston Martin) dimana Jaguar sendiri mengalami kerugian setengah dari total kerugian yaitu 178 juta dolar. Ford mengumumkan rencana restrukturisasi sebesar 450 juta dolar untuk Jaguar, serta menampilkan penutupan pabrik Coventry. Beberapa pekerja akan dipindahkan dan juga akan ada yang dipecat, sedangkan kantor pusat Jaguar tetap berada di Browns Lane.

Menurut BBC (2004), yang dikutip oleh Strach et al. (2006), keputusan Ford ini akan menghancurkan Jaguar, Ford juga dianggap menutup pabrik Land Rover dan beberapa pakar industri menyarankan bahwa Jaguar harus dilakukan pada satu tempat yang berpotensi di luar UK. Restrukturisasi Ford termasuk keluarnya Jaguar dari kejuaraan Formula One setelah balapan terakhir pada tahun 2004 yang menempati urutan ketujuh. Meskipun demikian, keikutsertaan Jaguar dalam Formula One dilihat oleh beberapa pembeli sebagai faktor utama dalam menciptakan merek Jaguar sebagai simbol performa dan keunggulan teknologi.

Pada tanggal 26 Maret 2008, merek mewah Jaguar bersama dengan merek Land Rover telah dijual oleh Ford kepada Tata, sebuah perusahaan konglomerat India yang beberapa bulan sebelumnya baru meluncurkan mobil termurah di dunia. Tata membayar sebesar \$2.3 miliar untuk kedua merek tersebut, dimana harga ini hanya setengah dari harga yang dibayar oleh Ford pada November 1989, yaitu \$2.5 miliar, padahal Ford juga telah menginvestasi beberapa miliar dolar untuk Jaguar selama masa kepemilikannya. Jaguar, yang merupakan merek terkenal di dunia dan merupakan komponen utama dalam Ford's Premiere Auto Group, telah gagal untuk menghasilkan keuntungan bagi Ford. Pada saat perjanjian serikat buruh Ford bermasalah dan semakin sengitnya persaingan asing pada pasar utamanya, yaitu AS, Ford terpaksa harus terus berinvestasi untuk Jaguar yang terus merugi. Pada tahun 2006, Ford telah mengeluarkan uang sebesar \$12.6 miliar dan membutuhkan uang untuk mendanai rencananya dalam melakukan strategi *turn around*. Oleh karena itu, Ford menjual Jaguar dengan harga diskon.

K2.3 Analisa Kasus

Meskipun Ford telah mengakuisisi Jaguar dan menghasilkan X-Type dan S-Type, pasar kendaraan di Inggris tetap menyambut baik kehadiran dua produk tersebut. Hal ini berkaitan dengan temuan ilmiah dari Botschen dan Hemettsberger (1998), seperti dikutip dalam Fetscherin dan Toncar (2010). *Country of origin* memiliki makna simbolis dan emosional bagi konsumen dan dapat menghubungkan kepada perasaan akan identitas nasional. Selain itu, Yasin et al. (2007) berpendapat bahwa *brands* dari negara dengan citra yang baik lebih mudah diterima dibandingkan dengan *brands* dari negara

dengan citra yang kurang baik. Mungkin tidak semua pasar kendaraan di dunia mengetahui produk S-Type yang merupakan hasil akuisisi antara Ford dan Jaguar, namun angka penjualan dari produk tersebut mencapai angka yang fantastis. Hal ini disebabkan, pasar mobil di dunia yang masih belum mengenal Jaguar akan melihat Inggris sebagai *country of origin* dimana Inggris dikenal sebagai negara dengan citra yang baik.

Inggris sebagai negara yang memiliki citra yang baik menghasilkan *brand* Jaguar yang memiliki kemewahan dan performa yang baik sehingga popularitas dari Jaguar mampu membuat *brand loyalty*. Persepsi konsumen akan kualitas dan keputusan pembelian cenderung tidak hanya dipengaruhi oleh nama *brand* tetapi juga oleh dimana produk-produk diproduksi atau dirakit. *Country of manufacturing* juga digunakan untuk menunjukkan bahwa lokasi produksi mempengaruhi persepsi konsumen akan kualitas produk. Dalam kasus ini, manajemen Ford dapat dikatakan cerdas, karena setelah mengakuisisi Jaguar Ford tetap membangun pabrik-pabrik di tanah Inggris. Hal ini dikarenakan, Jaguar sebelum diakuisisi telah dikenal merupakan produk dari negara Inggris yang memiliki *brand image* sebagai merek dengan kemewahan dan performa yang bagus. Menurut Aaker (1996); Aaker (1997); Batra *et al.* (1993); Biel (1993), seperti dikutip dalam Fetscherin dan Toncar (2010), teori menyatakan bahwa *brands* merupakan obyek yang tidak bernyawa namun konsumen seringkali memandang *brands*, pada dasarnya, seperti memiliki karakteristik manusia sehingga menciptakan *brand personality*. Temuan ilmiah ini diperkuat dengan fakta bahwa Jaguar merupakan *brand* ikonik di tanah Inggris dan meraih status sebagai *brand as personality* di Amerika Serikat sejak akuisisinya dengan Ford.

Menurut Stones (2004), seperti yang dikutip oleh Štrach dan Everett (2006), orang yang menggunakan mobil Jaguar cenderung merupakan pria kelas atas yang sudah berumur. Štrach dan Everett (2006) juga mengutip bahwa konsumen yang lebih tua cenderung kurang mencari informasi sebelum mereka melakukan pembelian (Srinivasan and Ratchford, 1991) dan hanya mempertimbangkan sedikit merek (Lambert-Pandraud *et al.*, 2005), sehingga hal ini membuat mereka lebih terpengaruh pada pertimbangan *brand heritage* tradisional (Ewing *et al.*, 1995). Pada akhirnya, konsumen yang tergolong tua tersebut akan lebih mudah dipengaruhi oleh *brand repositioning* strategik suatu merek. Karena profil konsumen mobil Jaguar menurut

Stones (2004) termasuk dalam golongan konsumen yang dimaksud dalam penelitian diatas, maka manajemen Jaguar harus lebih memperhatikan pentingnya *brand heritage* Jaguar pada kesuksesan mereknya. Namun, kelihatannya manajemen Jaguar kurang menyadari bahwa tindakan yang dilakukannya telah mengabaikan *brand heritage* yang telah dibangunnya selama beberapa dekade. Dengan adanya *platform* dan *parts sharing* antara mobil Jaguar dengan Ford, hal ini menyebabkan *brand heritage* Jaguar menjadi kurang diperhatikan. Kepercayaan konsumen atau pembeli kepada Jaguar menjadi menurun karena mereka melihat bahwa komponen mobil Jaguar sudah bercampur dengan komponen mobil Ford. Apalagi, sejak didirikan nama Jaguar sudah terkenal dengan performa yang tinggi karena sering memenangkan pertandingan mulai tahun 1930-an, yaitu di Le Mans tujuh kali, di Monte Carlo Rally dua kali, dan di acara-acara lainnya yang tak terhitung. Oleh karena itu, *platform* dan *parts sharing* ini akan mengakibatkan merek Jaguar dipandang tidak eksklusif dan tidak autentik lagi, padahal eksklusif dan autentik merupakan salah satu atribut atau dimensi dari merek mewah menurut beberapa peneliti. Jaguar dikatakan menjadi tidak eksklusif lagi karena komponen mobil jaguar juga digunakan pada mobil Ford, serta tidak autentik lagi karena komponen mobil Jaguar sudah bukan murni dari Jaguar.

Platform dan *parts sharing* yang dilakukan secara ekonomis tersebut akan berdampak pada menurunnya biaya produksi dan harga jual, sehingga keterjangkauan konsumen untuk mobil Jaguar pun menjadi meningkat. Hal ini dapat dilihat dari peningkatan penjualan mobil Jaguar dari 50,000 mobil pada tahun 1998 menjadi 120,570 mobil pada tahun 2003. Namun, meningkatnya kemampuan konsumen dalam membeli mobil Jaguar ini memiliki dampak negatif pada keunikan dan sifat mencolok dari mobil Jaguar, sehingga menurunkan kesan mewah yang dimiliki. Perlu diingat bahwa keunikan dan sifat mencolok merupakan dimensi produk merek mewah menurut Vigneron dan Johnson (2004). Akibatnya, strategi *platform* dan *parts sharing* ini menyebabkan terjadinya *brand corrosion* pada merek Jaguar.

Berdasarkan *Theory of Conspicuous Consumption*, menurunnya sifat mencolok yang dimiliki Jaguar akan berakibat orang-orang kaya kurang dapat menunjukkan status sosial mereka. Apabila makna sosial yang

tercermin dalam merek Jaguar menurun, maka hal ini akan menurunkan status merek Jaguar sebagai merek mewah. Menurunnya makna sosial yang tercermin dalam suatu merek juga akan berakibat pada melemahnya hubungan emosional antara konsumen dengan merek Jaguar. Hubungan emosional merupakan hal yang penting dalam mendefinisikan merek mewah, dimana hal ini termasuk dalam dimensi “*Affect*” menurut Walley et al. (2013). Hubungan emosional yang kuat dapat dibangun dengan meningkatkan *brand image* suatu merek, namun apabila terjadi *brand corrosion* seperti yang terjadi pada Jaguar, maka hubungan emosional antara Jaguar dengan konsumennya pun akan melemah.

Peningkatan kualitas yang dilakukan oleh Ford terhadap Jaguar memang dapat menjadi salah satu faktor kesuksesan dalam industri produk mewah seperti yang diungkapkan oleh Antoni et al. (2004) serta Brun dan Castelli (2013). Namun satu faktor itu saja tidak cukup untuk mempertahankan posisi suatu merek mewah. Karena konsumen produk mewah ada yang berfokus pada aspek *tangible* dan ada yang berfokus pada aspek *intangibile* suatu produk. Peningkatan kualitas pada produk mewah harus dilakukan secara penuh, dimana kualitas material yang digunakan harus superior dibandingkan produk yang biasa. Namun, Ford justru melakukan strategi *platform* dan *parts sharing*, yang menyebabkan eksklusivitas merek Jaguar menjadi menurun, begitu pula dengan daya tarik emosionalnya. Oleh karena itu, di satu sisi Jaguar meningkatkan aspek *tangible* (kualitas) produknya, namun di sisi lain justru menurunkan aspek *intangibile* (eksklusivitas dan daya tarik emosional) produknya.

Restrukturisasi yang dilakukan Ford dengan menarik Jaguar keluar dari kejuaraan Formula One membuat *brand aura* (CSF menurut Antoni et al. (2004)) mobil Jaguar yang memiliki keunggulan performa dan teknologi menjadi menurun. Padahal, dengan mengikuti kejuaraan Formula One ini, Jaguar sekaligus dapat melakukan *experiential marketing* terhadap mereknya. Karena dalam *experiential marketing*, konsumen dipandang sebagai makhluk emosional yang ingin distimulasi, dihibur, diedukasi, dan ditantang oleh barang atau jasa yang mereka beli.

Peningkatan kemampuan konsumen dalam membeli mobil Jaguar karena harga Jaguar yang lebih dapat dijangkau dibandingkan mobil mewah lainnya membuat mobil Jaguar menjadi banyak dimiliki

orang (tidak eksklusif) dan sudah tidak bisa menunjukkan status sosial konsumen dengan kuat lagi. Usaha manajemen yang ingin meningkatkan aksesibilitas produknya, namun berakibat pada penurunan eksklusivitas atau nilai kemewahan produk ini termasuk dalam "*luxury paradox*". Hal ini menyebabkan keinginan (*desirability*) orang kaya untuk memiliki mobil Jaguar pun menjadi menurun karena salah satu motivasi konsumen melakukan konsumsi produk mewah adalah untuk menunjukkan status sosialnya dan menerima perilaku yang berbeda dari orang lain. Hal ini dapat dijelaskan berdasarkan dimensi sosial dari konsumsi produk mewah yang sesuai dengan konsep "*luxury for others*".

Pengelolaan maupun pemasaran merek mewah tentunya berbeda dengan yang dilakukan oleh merek biasa lainnya. Oleh karena itu, Jaguar juga seharusnya harus meninggalkan praktik pemasaran tradisional seperti yang digunakan oleh merek lainnya. Berdasarkan uraian mengenai kondisi Jaguar setelah diakuisisi oleh Ford, dapat dilihat bahwa Jaguar masih menggunakan praktik pemasaran tradisional. Jaguar berusaha untuk meningkatkan penjualan mobilnya dengan meluncurkan mobil baru S-Type dan X-Type yang menarget masyarakat yang lebih luas. Sedangkan berdasarkan Kapferer dan Bastien (2009), merek mewah seharusnya bisa menahan permintaan konsumen. Usaha Jaguar untuk menarik masyarakat yang lebih luas tersebut justru membuat nilai merek Jaguar menjadi menurun. Jaguar E-type mengalami penurunan kinerja dan estetikanya setelah menambahkan dua kursi berukuran penuh untuk penumpang belakang. Hal ini disebabkan karena Jaguar memenuhi permintaan konsumennya yang justru membuat kemurnian desain mobil Jaguar menjadi hilang. Sebagai merek mewah, Jaguar seharusnya lebih mementingkan konsep asli produknya, dibandingkan berusaha untuk memenuhi permintaan konsumennya.

Banyak merek mewah yang memasarkan produk yang sebenarnya bukan merupakan barang mewah. *Trading-down extensions* ini dilakukan untuk memanfaatkan nama merek mewah yang digunakan dalam meningkatkan keuntungan perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan melakukan *classical marketing* dengan menekankan efisiensi melalui metode yang diterapkan oleh *mass products*, yaitu segmentasi, memposisikan diri, pra-pengujian, survei keinginan dan ekspektasi konsumen, *benchmarking*,

dan sebagainya. *Extensions* menggunakan teknik *classical marketing* yang dilakukan terhadap bisnis utama dari merek mewah terus bertumbuh, namun pendekatan ini tidak selalu berhasil. Jaguar merupakan salah satu diantaranya. Jaguar tidak pernah mengalami untung, meskipun kualitas yang diberikan telah ditingkatkan oleh Ford, seperti yang dinyatakan oleh survei konsumen J.D. Power di Amerika Serikat. Untuk memasuki pasar produk mewah, untuk membangun suatu merek mewah yang sukses, dan untuk membuatnya tetap merupakan merek mewah, suatu merek mewah harus meninggalkan pedoman *classical marketing*. Pemasar produk mewah yang sukses akan membalikkan praktik pemasaran tradisional untuk memperoleh keuntungan.

Brand extensions tidak menjamin akan selalu sukses, bahkan untuk kasus tertentu *brand extensions* justru dapat merusak citra merek induk. *Category brand extensions* yang tidak sesuai dengan nilai merek induknya dapat membingungkan konsumen yang paling setia, sehingga menyebabkan mereka untuk beralih ke merek yang memenuhi harapan mereka. *Line brand extensions* pun juga dapat membingungkan konsumen jika tidak sesuai dengan nilai-nilai merek induk. Hal inilah yang dialami oleh Jaguar ketika meluncurkan mobil Jaguar X-Type dan S-Type yang tidak mahal. Peluncuran ini dilakukan pada tahun 2002 untuk mendongkrak penjualan Jaguar menjadi 200,000 mobil per tahunnya, atau dengan kata lain Ford telah membuat merek Jaguar masuk ke dalam pasar *mass-luxury*. Penjualan Jaguar yang naik hampir tiga kali lipat dari 50,000 unit pada tahun 1998 menjadi 130,000 unit pada tahun 2001 membuat merek Jaguar mengalami penurunan kekhasan (*distinctiveness*) dan eksklusivitas (*exclusivity*). Hal ini menyebabkan konsumen memandang Jaguar yang murah ini tidak ada bedanya dengan Ford yang murah dengan ornamen kap mobil Jaguar, sehingga merusak reputasi merek dalam persepsi konsumen. Strategi *mass-luxury* yang timbul sebagai akibat bergabungnya dua merek dengan *brand heritage* yang berbeda ini, telah memberikan dampak negatif bagi *brand heritage* merek mewah, dimana dalam hal ini adalah Jaguar, yang pada akhirnya akan menimbulkan terjadinya *brand corrosion*. Penggabungan antara produk massal dengan produk eksklusif akan menghilangkan sifat eksklusif dari produk tersebut. Pada tahun 1960, merek Mark II (sedan terkecil yang diproduksi oleh Jaguar) dapat dijual dengan harga sepertiga

dari harga sebuah Ferrari (*sole model*), sedangkan pada 2004, X-Type mampu dijual dengan harga kurang dari seperlima dari harga produk Ferrari yang paling mahal (Modena). Menurut Greyser (1999), seperti yang dikutip oleh Štrach dan Everett (2006), penurunan nilai sebuah merek melalui strategi penetapan harga yang lebih rendah akan berdampak pada terjadinya erosi citra merek tersebut dan akan menurunkan potensi dari merek itu sendiri.

Menurut Aaker dan Keller (1990), seperti yang dikutip oleh Yeshin (2006), persepsi kesesuaian (*fit*) antara produk baru dengan merek induk akan mempengaruhi tingkat *acceptance* konsumen terhadap produk baru tersebut. Ketidakesesuaian produk hasil *extensions* dengan merek mewah Jaguar ini menyebabkan tingkat penerimaan (*acceptance*) konsumen terhadap produk tersebut tidak dapat bertahan lama, meskipun sebenarnya Jaguar telah mengalami peningkatan kualitas yang banyak sejak diakuisisi Ford. Namun, persepsi konsumen akan harga Jaguar S-Type dan X-Type yang rendah menunjukkan mobil tersebut tidak sesuai dengan *image* mewah atau *brand personality* Jaguar, menyebabkan penurunan nilai dan status mewah dari merek Jaguar.

Tindakan Jaguar dalam melakukan *extensions* untuk mencapai konsumen yang lebih luas dengan memasang harga rendah ini tidak sesuai dengan praktik pemasaran yang seharusnya dilakukan oleh merek mewah. Merek mewah justru seharusnya berusaha untuk meningkatkan harga secara berkelanjutan untuk meningkatkan permintaan konsumen. Harga yang lebih mudah dijangkau oleh orang banyak juga membahayakan bagi *image* merek mewah Jaguar. Merek mewah seharusnya menjaga distribusinya agar tetap eksklusif, sehingga keinginan konsumen untuk memiliki merek tersebut menjadi meningkat. Semakin sulit perjuangan konsumen memiliki suatu produk dari merek tertentu, maka tingkat keinginan dan apresiasi konsumen terhadap produk merek tersebut pun akan semakin meningkat.

Dari sudut pandang Tata, mungkin akuisisinya atas Jaguar dapat dikatakan merupakan akuisisi yang sukses karena dengan akuisisi ini Tata dapat meningkatkan penjualannya sekaligus memiliki akses ke pasar internasional, khususnya pasar Amerika Serikat. Namun, dari sudut pandang Jaguar, akuisisi ini dapat dikatakan gagal karena Ford mengalami kerugian yang besar saat menjual Jaguar kepada Tata. Kegagalan Ford dalam membangun kembali dan meningkatkan keuntungan Jaguar merupakan hal

yang menarik karena semua teknik manajemen industri yang modern telah diterapkan pada Jaguar, seperti *re-engineering* dan berfokus pada kualitas. Metode pemasaran yang modern juga telah diterapkan dalam pengelolaan merek Jaguar agar lebih kompetitif dan menarik lebih banyak konsumen. Dalam industri otomotif, ukuran mobil merupakan faktor penentu dari profitabilitas, dan Jaguar telah melakukan *brand extensions* untuk mencapai ukuran yang tepat. Penjualan Jaguar menurun dari 130,000 unit menjadi 60,000 unit dalam lima tahun, meskipun telah melakukan metode pemasaran yang sudah dianggap baik atau mungkin juga justru karena metode pemasaran yang diterapkan kurang tepat.

Kegagalan akuisisi Jaguar oleh Ford ini mungkin dapat menjadi penjas penelitian yang dilakukan oleh Cakici, Hessel, dan Tandon (1996), seperti yang dikutip dalam Gaughan (2010), dimana perusahaan AS yang mengakuisisi perusahaan yang bukan dari AS mengalami *return* yang negatif dibandingkan akuisisi perusahaan AS oleh perusahaan yang bukan dari AS yang memperoleh *return* positif yang signifikan. Moeller dan Schlingemann (2005) juga menemukan bahwa perusahaan-perusahaan AS yang mengakuisisi target *cross-border* mengalami *return* saham yang secara signifikan lebih rendah dan perubahan kinerja operasi yang secara signifikan lebih rendah dibandingkan perusahaan AS yang mengakuisisi target domestik.

K2.4 Kesimpulan

Merger dan akuisisi yang dilakukan diharapkan dapat mendorong munculnya inovasi-inovasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, tidak semua merger dan akuisisi akan memiliki pengaruh positif bagi perusahaan, bahkan aktivitas tersebut dapat menyebabkan terjadinya penurunan nilai merek perusahaan, salah satu contohnya adalah akuisisi Jaguar oleh Ford. Jaguar merupakan suatu merek mewah dalam industri otomotif yang pada tahun 1989 diakuisisi oleh Ford, yang termasuk dalam *Detroit's Big Three* dan terkenal sebagai produsen otomotif besar untuk masal. Kombinasi antara dua *brand heritage* yang berbeda ini menyebabkan timbulnya strategi Ford dalam mengubah Jaguar menjadi "*accessible luxury*" atau "*mass-luxury*", dimana Ford berusaha untuk meningkatkan penjualan Jaguar dengan memperluas target konsumen. Strategi ini menyebabkan

Jaguar tidak lagi memiliki *brand heritage* dan *brand personality* yang sama seperti sebelumnya, sehingga pada akhirnya menyebabkan terjadinya *brand corrosion* pada merek mewah Jaguar. Secara umum, faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya *brand corrosion* pada merek Jaguar ini adalah sebagai berikut.

- Ford melakukan strategi *platform sharing* untuk Jaguar dan mobil Ford. Strategi ini memang dapat meningkatkan kualitas Jaguar, namun pada akhirnya tetap menyebabkan citra merek Jaguar menjadi menurun. Hal ini disebabkan karena konsumen menjadi memiliki persepsi bahwa mobil Jaguar sudah tidak sama seperti dulu lagi atau sudah tidak autentik lagi.
- Meluncurkan mobil Jaguar dengan harga yang rendah dibandingkan dengan mobil mewah lainnya untuk menarik minat konsumen yang lebih luas, sehingga dapat meningkatkan penjualan Jaguar. Meningkatnya kemampuan konsumen dalam menjangkau merek mewah akan menurunkan keunikan dan sifat mencolok dari merek mewah tersebut. Dampak sosial yang dirasakan konsumen kelas atas untuk mempertahankan status sosialnya pun melemah karena mobil Jaguar sudah banyak dimiliki oleh orang, sehingga menurunkan nilai eksklusifnya. Hal ini menyebabkan ketertarikan emosional konsumen terhadap merek tersebut menjadi menurun. Dalam hal ini, Jaguar melakukan *line brand extensions*, yaitu Jaguar S-Type dan X-Type, dengan memasang harga yang lebih rendah.

Untuk meningkatkan kembali merek Jaguar dari *brand corrosion* yang dialami akibat diakuisisi oleh Ford, manajemen untuk merek Jaguar dapat mengatasinya dengan memperhatikan beberapa hal berikut ini (dalam konteks sebelum diakuisisi oleh Tata Motors).

- Untuk mempertahankan atau meningkatkan status mewah suatu merek, Jaguar harus memperhatikan *brand heritage* yang telah terbangun dalam mereknya. Jaguar harus berfokus untuk mempertahankan faktor autentisitas produknya, misalnya latar belakang sejarah, citra merek, dan kualitas, untuk meningkatkan makna mereknya di mata konsumen, yang pada akhirnya akan menguntungkan Jaguar. Peningkatan kualitas dan efisiensi biaya melalui *platform* dan *part sharing* dengan mobil Ford

memang bagus, namun manajemen juga harus mempertimbangkan dampak jangka panjangnya apabila strategi ini dinilai konsumen tidak sesuai dengan *brand heritage* Jaguar yang telah ada.

- Jaguar perlu mengembalikan orientasinya pada pasar industri mewah yang membatasi keterjangkauan konsumen dalam memperoleh produk Jaguar. Hal ini dilakukan untuk menciptakan kembali sifat mencolok merek Jaguar, sehingga merek Jaguar dapat mempertegas status sosial konsumen yang memilikinya sesuai *Theory of Conspicuous Consumption*.
- Mengelola atau memasarkan merek mewah harus berbeda dengan *traditional marketing* yang dilakukan oleh merek-merek lainnya, seperti yang disarankan oleh Kapferer dan Bastien (2009) sebagai berikut.
 - Menegaskan *brand identity* dari Jaguar dengan tidak bergantung hal lainnya.
 - Berusaha menjadi yang terbaik dalam keunggulan kompetitifnya sendiri, namun tidak perlu selalu berusaha menyamai merek lain.
 - Memunculkan keunikan tertentu yang tidak dimiliki oleh merek lainnya, sehingga orang dapat mengenali mobil Jaguar tanpa harus melihat lambang Jaguar dahulu.
 - Menahan permintaan konsumen dan membatasi distribusi mobil Jaguar. Pembatasan distribusi akan membuat merek Jaguar menjadi lebih eksklusif sehingga dapat meningkatkan keinginan konsumen untuk memiliki mobil Jaguar.
 - Meningkatkan harga mobil Jaguar secara bertahap dengan diikuti peningkatan kualitas.
 - Mengenalkan atau mengiklankan produk tidak hanya pada target pasar saja, namun kepada masyarakat yang lebih luas. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan *brand awareness* masyarakat terhadap mobil, sehingga tidak hanya orang yang memiliki Jaguar yang mengetahui nilai mobil Jaguar.
 - Kegiatan pemasaran yang dilakukan harus bisa menciptakan impian atau keinginan bagi seseorang untuk memiliki mobil Jaguar.
- Jaguar harus berusaha membangun ikatan emosional antara konsumen dengan mereknya melalui penggunaan dan pengembangan metode *branding* yang tepat serta dengan menggunakan metode *experiential marketing*.

- Jaguar dapat melakukan kolaborasi dengan produk merek mewah lainnya yang memiliki status yang sama untuk meningkatkan ketertarikan konsumen terhadap merek Jaguar. Hal ini telah dilakukan oleh Vertu Ti dengan Ferrari dalam mengeluarkan *smartphone* edisi terbatas dan Aston Martin dengan Jaeger-LeCoultre dalam meluncurkan koleksi jam tangan.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan hubungan korosi merk dagang dengan M&A dalam kasus Jaguar?
2. Bagaimana sebuah organisasi dapat mengantisipasi resiko tersebut?
3. Hal apa yang seharusnya dilakukan oleh Jaguar agar dapat mencapai penjualan yang diinginkan tanpa terjadi erosi merk?Jelaskan
4. Pembelajaran apa yang penting anda lihat dalam proses M&A diatas?

-oo0oo-

KASUS 2

DAIMLERCHRYSLER: KEGAGALAN BUDAYA

K2.1 Sekilas Tentang Daimler

Daimler merupakan perusahaan multinasional yang bergerak di bidang otomotif yang cukup sukses di dunia dengan divisi *Mercedes-Benz*, *Daimler Truck*, *Mercedes-Benz Vans*, *Daimler Bus* dan *Daimler Financial Services*. Perusahaan ini berkantor pusat di Stuttgart, Baden-Württemberg, Jerman. *Daimler Group* merupakan salah satu produsen terbesar mobil *premium* dan produsen kendaraan komersial terbesar di dunia dengan jangkauan global. *Daimler Financial Services* menyediakan pembiayaan, sewa guna usaha, manajemen armada, asuransi, investasi keuangan, kartu kredit, dan layanan mobilitas yang inovatif. Gottlieb Daimler dan Carl Benz adalah penemu mobil merek ini pada tahun 1886. Fokus perusahaan ini adalah pada teknologi yang inovatif seperti pada mobil yang aman dan superior yang menarik bagi dan mempesona pelanggan. Daimler menjual kendaraan dan jasa di hampir semua negara di dunia dan memiliki fasilitas produksi di Eropa, Amerika Utara dan Selatan, Asia, dan Afrika hingga saat ini.

Pada tahun 1998 sebagian besar perusahaan otomotif yang memproduksi mobil mewah telah melakukan merger ataupun akuisisi. Jumlah merk yang bersaing di segmen mobil mewah semakin meningkat sejak tahun 1980 yakni dari 9 perusahaan menjadi 19 perusahaan. Mercedes-Benz ingin memperluas pangsa pasar di luar dari pangsa pasarnya saat itu. Produksi mobil mewah mengalami *overcapacity* (pasar jenuh karena permintaan lebih kecil). Biaya R&D Mercedes-Benz sangat besar, bahkan diatas rata-rata industri.

K2.2 Sekilas Tentang Chrysler

Chrysler merupakan merek klasik Amerika. Chrysler adalah perusahaan mobil Amerika Serikat yang didirikan pada tahun 1925 dan bermarkas di Auburn Hills, Michigan. Perusahaan ini secara umum menghasilkan berbagai kendaraan seperti sport maupun yang mewah. Perusahaan ini dimiliki

sepenuhnya oleh Cerberus Capital Management setelah Daimler AG sempat menjadi pemegang saham hingga April 2007. Pada 10 Juni 2009 Chrysler mengumumkan kebangkrutan dan kerjasama dengan Fiat. Chrysler merupakan sebuah merek yang mencerminkan kecerdasan Amerika yang ambisius. Pada intinya Chrysler adalah keunggulan kualitas, desain, keahlian, kinerja, efisiensi, inovasi dan teknologi yang semua pada harga yang sangat terjangkau.

Pada saat itu, tahun 1990-an Chrysler mempunyai obsesi untuk mewujudkan *cost effectiveness* karena pada saat itu kondisi permintaan di Asia menurun sehingga berdampak pada semua industri otomotif. Di samping itu kondisi perekonomian Amerika mengalami penurunan. Persaingan pada segment *minivans* dan *sport utility vehicles* (SUV) yang merupakan segmen yang dikuasai oleh Chrysler menjadi semakin ketat sehingga posisi Chrysler saat itu melemah. Chrysler merupakan perusahaan yang cepat mengadopsi perkembangan teknologi dan memiliki *design* mobil yang *trendy* serta *fashionable* sehingga Chrysler berpeluang untuk sukses di pasar. Hal ini juga menjadi salah satu pertimbangan Daimler dalam melakukan merger.

K2.3 Tindakan Merger Daimler-Chrysler

Melihat kondisi industri otomotif secara global serta situasi yang dihadapi oleh Daimler dan Chrysler, CEO Daimler (Juergen Schrempp) bertemu CEO Chrysler (Bob Eaton) pada bulan Januari 1998 dan membahas kemungkinan dilakukannya merger. Sebelumnya pada tahun 1996, Schrempp memiliki gagasan untuk memiliki mitra dalam rangka menyesuaikan dengan kondisi pasar yang semakin mengglobal. Bob Eaton sangat responsif dengan proposal Daimler karena ada dua faktor dalam pemikirannya yaitu untuk meningkatkan kapasitas produksi mobil dan adanya krisis ekonomi di Asia yang mengurangi permintaan. Pertemuan ini berlangsung cepat dan dalam waktu 4 bulan, tepatnya tanggal 7 Mei 1998 perjanjian ini ditandatangani di London, kedua perusahaan mengumumkan merger yang melibatkan 20-30 manajemen dari masing-masing perusahaan. Chrysler dan Daimler bernegosiasi dengan harga perusahaan sebesar \$75 miliar.

Daimler dan Chrysler memunculkan nama baru hasil merger tersebut yaitu Daimler-Chrysler. CEO dari kedua perusahaan ini mengumumkan kepada seluruh dewan, investor, pelanggan dan publik bahwa merger

yang mereka lakukan adalah *Merger of Equal*. Tujuan daripada merger ini adalah untuk pertumbuhan dari kedua perusahaan ini mengingat mereka adalah perusahaan yang saling melengkapi. Daimler menguasai pasar Eropa dan Chrysler pasar Amerika Utara. Setelah merger tidak akan ada pemberhentian pegawai ataupun penjualan aset. Masing-masing merek akan terpisah. Tujuan dari tindakan merger yang dicapai kedua perusahaan ini adalah sebagai berikut:

1. Menghemat biaya operasi dan meningkatkan keuntungan dari hasil sinergi. Daimler-Chrysler berharap dengan dilakukannya merger, perusahaan mampu menghemat biaya operasional hingga 1,4 milyar US dollar pada tahun pertama operasinya.
2. Meraih pangsa pasar yang lebih luas. Daimler ingin melakukan ekspansi pasarnya hingga ke Amerika saat itu.
3. Mengurangi ancaman kompetitor. Dengan bergabungnya Daimler dan Chrysler maka diprediksikan kekuatan kedua perusahaan tersebut akan semakin tak tergoyahkan dan ancaman dari kompetitor lebih bisa diatasi.

Motivasi dari tindakan merger ini diuraikan dalam tabel sebagai berikut:

No	Faktor	Alasan
1	Kelebihan kapasitas	Daimler-Chrysler merupakan penggabungan dari industri yang sama, otomotif. Pasar Daimler telah matang dan melakukan merger dengan Chrysler adalah solusi untuk ekspansi. Kedua perusahaan tersebut dianggap sangat cocok secara bersama-sama dan merger memberikan kesempatan untuk memanfaatkan kekuatan masing-masing perusahaan dengan cara mengeksploitasi pasar baru sekaligus mengoptimalkan kapasitas produksi.
2	Kekuatan pasar	Chrysler membuat mobil dengan harga yang dapat dijangkau dan truk ringan. Daimler membuat mobil mewah dengan merek Mercedes dan truk berat. Chrysler memiliki posisi di Amerika Utara dan lemah di Eropa Barat; sedangkan Daimler sebaliknya. Chrysler sangat mampu dalam hal desain dan pengembangan produk; Daimler memegang tangan dalam teknologi. Hal ini mampu menjadikan perpaduan yang sangat cocok.

No	Faktor	Alasan
3	Biaya sinergi	Para manajer puncak dari dua perusahaan yang memperhatikan biaya substansial sinergi dalam merger (dalam pembelian, riset dan teknologi, infrastruktur, distribusi dan jasa keuangan). Berkat kekuatan dari tiap perusahaan di divisi yang berbeda (desain dan pengembangan produk dengan teknik dan teknologi), mereka dapat saling melengkapi dan menghemat biaya.
4	Penyusunan kembali lingkup kompetitif perusahaan	Penyatuan antara keduanya membantu Daimler mengurangi ketergantungannya pada pasar Amerika Utara dan dapat memperluas ke Eropa Barat dan juga membantu pendekatan Chrysler untuk pasar luar negeri.
5	Pembelajaran dan pengembangan kemampuan baru	Kedua perusahaan mempelajari teknologi maupun ketrampilan yang dimiliki masing-masing perusahaan (desain produk dan pengembangan, rekayasa dan teknologi).

Kedua perusahaan memiliki kelebihan dan kekurangan serta karakteristik perusahaan masing-masing antara lain sebagai berikut:

Daimler	Chrysler
Memiliki proses manajemen yang terdiri dari: <i>planning, organizing, controlling</i>	Proses manajemen dengan cara: <i>setting goals, directing, monitoring implementation</i> . Dikenal sebagai pengambil resiko (<i>risk-taking</i>)
Memiliki produk dengan persepsi di pasar teratas karena kualitas	Persepsi di pasar memiliki desain yang menarik (<i>eye-catching</i>) dengan harga kompetitif
Fokus terhadap mesin, desain, kualitas, dan layanan konsumen	Memproduksi secara masal dan memiliki harga produksi yang rendah

Dari kelebihan dan kelemahan serta karakteristik tabel di atas dapat dikatakan bahwa Daimler dan Chrysler saling melengkapi, namun juga dapat dikatakan tidak cocok mengingat proses manajemen yang berbeda. Proses manajemen yang berbeda ini merupakan hasil dari budaya (*culture*) dan gaya kepemimpinan (*leadership style*) dalam masing-masing perusahaan. Seperti yang diketahui bahwa gaya kepemimpinan antara CEO

Daimler (Jurgen Schrempp) dan Chrysler (Robert Eaton) sungguh berbeda, dimana Jurgen Schrempp memiliki gaya kepemimpinan *transactional* yaitu memiliki pemikiran yang kaku dan mempertahankan aturan yang sama. Sangat bertolak belakang dengan gaya kepemimpinan Bob Eaton yang transformasional yaitu meningkatkan motivasi, semangat, dan kinerja pekerja melalui berbagai mekanisme serta menginginkan perubahan yang secara positif. Gaya kepemimpinan kedua CEO ini memiliki korelasi dengan budaya dalam perusahaan tersebut di mana Amerika memiliki budaya yang berani mengambil resiko, sedangkan Eropa lebih untuk konservatif atau *risk averse*. Alhasil sering terjadi gesekan diantara kedua manajemen perusahaan ini ketika merger.

K2.4 Dampak Merger Daimler-Chrysler

Sebuah keputusan dari *top level management* sangat menentukan bagaimana sebuah organisasi dapat tetap melanjutkan kegiatan operasinya atau sebaliknya, harus gulung tikar (Michael & Ray, 2008). *Merger of Equal* yang dijalani Daimler dan Chrysler memiliki tujuan yang baik dan dipandang oleh dunia otomotif sebagai perpaduan yang sangat tepat. Namun, seringkali kedua manajemen dari perusahaan kurang jeli dalam melihat lebih dalam apakah tindakan merger ini dapat berlangsung dengan baik atau justru membawa pada kehancuran. Mercedes *Car Group* menjadi sebuah divisi khusus Daimler-Chrysler dan bertanggung jawab untuk produksi dan pemasaran Mercedes-Benz, Maybach, dan merek Smart. Sedangkan Chrysler *Group* menangani Chrysler, Dodge, Plymouth, dan Jeep (Plymouth dihentikan pada akhir tahun 2000). Daimler-Chrysler melaporkan kerugian pertama kalinya karena buruknya kinerja divisi Chrysler pada tahun 2001. Dalam akhir cerita merger yang terjadi, Daimler-Chrysler mengumumkan salah satu rencana terbesarnya yaitu restrukturisasi yang pernah dilakukan oleh setiap perusahaan. Sebanyak 26.000 karyawan “dirampingkan” dan enam pabrik ditutup di Amerika. Ada desas-desus bahwa perusahaan mungkin dipecah menjadi bagian-bagian kecil dan kemudian dijual (Hickey, 2001).

Daimler dan Chrysler memiliki segmentasi pasar yang berbeda, dimana Daimler memiliki segmen kelas atas di pasar internasional dan Chrysler memiliki target pada kelas menengah di pasar Amerika Serikat tepatnya

di Amerika Utara. Fakta yang terjadi adalah terjadi pertukaran *part* mobil yang justru membuat kualitas Mercedes-Benz tidak sesuai harapan pasar. Akibatnya dari tahun ke tahun ekspektasi pasar turun yang menyebabkan nilai merek Mercedes turun (*brand corrosion*). Tabel berikut membuktikan turunnya nilai merek Mercedes dari tahun sejak merger, 1998 sampai 2005.

Tabel K2.1 perkembangan nilai merek mercedes setiap jenis.

Model	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
C-Class	****	****	****	***	***	****	***	***
E-Class	*****	****	*****	*****	*****	**	***	****
S-Class	*****	*****	*****	*****	****	***	**	***
M-Class	****	****	****	***	**	***	****	**
Total *s	18	17	18	16	15	12	12	12
*s above minium possible ^a	10	9	10	8	7	4	4	4

sumber: J.D. Power Consumer Center, 2005

K2.5 Kesimpulan

Industri *luxury automobile brands* (mobil mewah) memiliki posisi khusus didalam persepsi masyarakat secara umum karena kualitas dan harga. Tidak heran banyak orang berusaha untuk mendapatkan mobil mewah dan hal ini menjadi sebuah gaya hidup (*life style*). Produsen mobil mewah yang sangat beragam berusaha untuk dapat memenuhi ekspektasi permintaan pasar. Oleh karena itu banyak strategi yang diimplementasikan oleh perusahaan untuk dapat bersaing, salah satunya yaitu merger maupun akuisisi. Mercedes Benz merupakan salah satu produsen mobil mewah yang berdomisili di Eropa melakukan strategi merger dengan salah satu produsen mobil di Amerika yaitu Chrysler dan kemudian membentuk Daimler-Chrysler. Proses integrasi yang memakan waktu lama ternyata hanya bertahan 4 tahun. Pada tahun 2007, 98% pemegang saham Daimler-Chrysler setuju untuk menjual Chrysler Group ke Cerberus Capital Management L.P sebesar 80.1% dan hanya menyisakan kepemilikan 19.9%. Chrysler Group sekarang berganti nama menjadi Chrysler LLC, Daimler-Chrysler berganti nama menjadi Daimler AG. Strategi ini kurang berhasil karena kedua perusahaan ini tidak mampu memenuhi ekspektasi pasar. Hal ini terjadi karena beberapa faktor, antara lain:

1. **Perbedaan segmen pasar.** Daimler Chrysler merupakan produsen mobil dengan segmen menengah, sedangkan Mercedes Benz memiliki target segmen kelas atas. Hal ini menyebabkan terjadinya *brand corrosion*, dimana nilai (*value*) merek Mercedes Benz (*intangible asset*) sebagai produsen mobil mewah menjadi turun di mata masyarakat dunia.
2. **Cost-saving yang tidak tercapai.** Produk mobil yang dihasilkan dari penggabungan dua usaha ini tidak dapat memenuhi ekspektasi pasar dikarenakan mesin pada mobil Chrysler yang memiliki kualitas tidak sebagus milik Daimler dan spare-part merek Mercedes Benz (Daimler) digunakan pada bagian mobil Chrysler untuk meningkatkan penjualan. Akhirnya, pasar kecewa dengan kualitas mobil yang diproduksi dan untuk mobil buatan Chrysler menjadi lebih mahal akibat part dari Daimler.
3. **Terjadinya perbedaan budaya** antara Amerika (Chrysler) dan Eropa (Daimler). Budaya Eropa dikenal lebih konservatif. Perusahaan Eropa lebih *risk averse*, struktur organisasinya hirarki dan lebih enggan menerima perubahan. Berbeda dengan gaya Amerika yang lebih liberal, *risk taker*, suka menerima perubahan serta agresif. Latar belakang budaya yang berbeda membuat proses integrasi merger lebih sukar dan Daimler-Chrysler membutuhkan waktu yang lama hingga proses integrasinya tercapai namun dengan hasil yang tidak memuaskan. Mereka telah beradaptasi dengan budaya baru hasil dari *culture blending* yang kelihatan lebih *American* dari luar, namun pegawai di dalam perusahaan meyakini bahwa perusahaan Daimler-Chrysler sebenarnya lebih seperti sebuah perusahaan Jerman.
4. **Perbedaan gaya kepemimpinan.** Kedua CEO memiliki gaya kepemimpinan yang berbeda dimana CEO Daimler dengan *transactional leadership style* yaitu memiliki pemikiran yang kaku dan mempertahankan aturan yang sama. Sedangkan CEO Chrysler dengan *transformational leadership style* yang meningkatkan motivasi, semangat, dan kinerja pekerja melalui berbagai mekanisme serta menginginkan perubahan yang secara positif. Sehingga elaborasi di antara kedua manajemen ini kurang kuat. Hal ini semakin diperburuk dengan kepemimpinan di dalam Daimler-Chrysler yang ternyata tidak melebur, artinya tidak ada pemimpin puncak di dalam organisasi ini. Chrysler tetap memiliki CEO sendiri, begitu juga dengan Daimler.

Kesimpulan secara keseluruhan adalah Perusahaan Daimler-Chrysler tidak dapat mengatasi kendala saat proses integrasi. Segmentasi pasar yang berbeda juga membuat proses integrasi tidak dapat berjalan dengan baik, dimana Daimler lebih berfokus ke segmen pasar kelas atas dan Chrysler lebih ke segmen pasar ke kelas menengah. Dampak dari lamanya mereka melakukan proses integrasi juga membuat perusahaan Daimler-Chrysler memerlukan biaya yang besar. Selain itu kurangnya kesepakatan antara kedua belah pihak tentang komitmen perusahaan yang mereka jalankan kedepan dan menentukan arah kepemimpinan perusahaan.

Strategi perusahaan dalam melakukan tindakan merger atau akuisisi tidaklah salah apabila dalam perencanaannya sudah dipikirkan secara matang. Integrasi sesungguhnya telah ditentukan pada saat penentuan strategi perusahaan. Dimana dalam strategi tersebut, telah dinyatakan bahwa merger atau akuisisi merupakan sarana untuk mencapai kesuksesan bagi perusahaan. Perusahaan yang telah menentukan starategi dengan baik, akan menyatakan bahwa akuisisi atau merger merupakan suatu cara yang bisa diambil untuk menjalankan strategi yang telah direncanakan. Proses selanjutnya yang perlu dilakukan oleh pengambil keputusan adalah melihat secara mendalam (*due diligence*) baik faktor keuangan maupun non-keuangan (budaya) agar dikemudian hari tidak terjadi gesekan yang justru menyebabkan mimpi buruk dari strategi yang sudah terlanjur diterapkan ini.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Mengapa Daimler-Chrysler memilih untuk melakukan M&A? Jelaskan
2. Bagaimana proses M&A yang dilakukan kedua perusahaan tersebut
3. Mengapa Daimler-Chrysler gagal dalam implementasi M&A yang ada?
4. Bagaimana sebuah organisasi dapat mengantisipasi resiko tersebut?

STUDI KASUS 3: PHILIP MORRIS INDONESIA

K3.1. Sejarah PT Hanjaya Mandala Sampoerna

Sejarah PT HM Sampoerna dimulai pada tahun 1913, ketika seorang imigran asal Tiongkok yang bernama Liem Seeng Tee memulai usahanya dengan memproduksi dan menjual rokok kretek dengan merek Dji Sam Soe di rumahnya yang berada di Kota Surabaya. Usaha kecilnya tersebut merupakan salah satu usaha pertama di Indonesia dalam bidang produksi rokok. Kemudian pada tahun 1930, Liem Seeng Tee mendirikan perusahaan dengan nama Sampoerna dan memindahkan tempat tinggal keluarganya serta pabriknya ke sebuah kompleks bangunan di Surabaya yang diberi nama "Taman Sampoerna". Pada tahun 1959 bisnis ini dilanjutkan oleh generasi kedua dari keluarga Sampoerna yaitu Aga Sampoerna, yang memfokuskan usaha pada produksi Sigaret Kretek Tangan. Kemudian pada tahun 1978 kepemimpinan Sampoerna diambil alih oleh generasi ketiga dari keluarga Sampoerna yaitu Putera Sampoerna. Di bawah kepemimpinannya ini, perusahaan Sampoerna mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Di tahun 1989 Sampoerna meluncurkan produk barunya yang merupakan produk Sigaret Kretek Mesin yang diberi merek Sampoerna A. Pada tahun 1990, PT HM Sampoerna Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham HMSP (IPO) kepada masyarakat.

Di tahun 2001, kepemimpinan Putera Sampoerna digantikan oleh generasi keempat dari keluarga Sampoerna, yaitu Michael Sampoerna. Michael Sampoerna berhasil melanjutkan kesuksesan perusahaan tersebut. Di tahun 2005, karena keberhasilan usahanya ini, Sampoerna berhasil menarik perhatian Philip Morris International. Melalui anak perusahaan Philip Morris International yaitu PT Philip Morris Indonesia, mereka mengakuisisi mayoritas saham Sampoerna pada bulan Mei 2005. Transaksi akuisisi ini mencapai senilai US\$5,2 miliar atau Rp 48 triliun. Di tahun 2006, Sampoerna berhasil menduduki posisi nomor 1 dalam pangsa pasar rokok di

Indonesia. Sampoerna juga memutuskan untuk melakukan ekspansi dengan meresmikan pengoperasian pabrik Sigaret Kretek Mesin di Karawang dengan nilai investasi sebesar US\$250 juta pada tahun 2008. Di tahun 2012 Sampoerna berhasil untuk melewati volume penjualan rokok sebesar 100 miliar batang rokok.

K3.2. Sejarah Phillip Morris International

Philip Morris International Inc adalah sebuah perusahaan publik asal Amerika Serikat yang bergerak dibidang rokok dan tembakau. Awal mula didirikannya PMI berasal dari tahun 1847, Philip Morris membuka usaha toko tembakau dan rokok di London. Pada tahun 1881 usaha yang dibangun oleh Philip Morris menjadi perusahaan publik. Salah satu tujuan utama dari PMI adalah menjadi perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial. Pada tahun 1954, Philip Morris International membangun hubungan afiliasi pertamanya dengan Philip Morris Australia.

Seiring berjalannya waktu, PMI menjadi sebuah perusahaan *incorporated* pada tahun 1987 dan menjadi perusahaan tembakau terkemuka didunia. Produk dari PMI telah tersebar di lebih dari 180 pasar di dunia. Portfolio brand lokal dan internasional PMI dipegang oleh *Marlboro* yang merupakan produk penjualan rokok terbaik di dunia. Setelah mengakuisisi PT HM Sampoerna, kini PMI memiliki lokal brand yang terkenal yang tersebar di beberapa negara, yaitu *Dji Sam Soe*, *Sampoerna* dan *U Mild* di Indonesia, *Champion*, *Fortune* dan *Hope* di Filipina, *Apollo-Soyuz* dan *Optima* di Russia, *Morven Gold* di Pakistan serta *Boston* di Colombia.

K3.3 Jenis Merger & Akuisisi yang dilakukan

Jenis merger yang dilakukan oleh Philip Morris International adalah secara horizontal yaitu dimana Philip Morris mengambil alih HM Sampoerna yang juga memiliki produk dan wilayah pemasaran yang sama. Kondisi ini juga termasuk salah satu motivasi merger yaitu *operating synergy* yang akan saling menguntungkan bagi PMI maupun HM Sampoerna. Pengetahuan, pengalaman, dan sumber daya yang dibawa oleh PMI, digabung dengan pemahaman Sampoerna yang mendalam tentang bisnis rokok kretek di Indonesia serta memberikan keunggulan kompetitif yang tak tertandingi

bagi perusahaan. Perusahaan juga berhasil menyatukan sumber daya dan perspektif global dari PMI, dengan pengetahuan lokal, kekayaan tradisi, dan cara berpikir yang inovatif dari Sampoerna.

K3.4 Proses M&A

Dibawah ini merupakan proses tahapan merger yang terjadi antara PMI dengan PT HM Sampoerna:

- Untuk transaksi ini, Philip Morris menunjuk Credit Suisse First Boston dan penasehat hukum Clifford Chance LLP dan Mohtar Karuwin Komar.
- Proses akuisisi HM Sampoerna oleh Philip Morris dimulai dengan adanya pembelian saham 40% dari Putera Sampoerna dan pemegang saham utama lainnya pada 18 Maret 2005. Kemudian dibarengi dengan penawaran tender umum untuk membeli saham yang tersisa
- Setelah penawaran tender ditutup, Kustodian Sentral Efek Indonesia mengesahkan bahwa PMI telah menambah kepemilikannya atas HM Sampoerna sebesar 58%. Dan digabung dengan kepemilikan sebelumnya sehingga menjadi sebesar 98%.
- Kemudian setelah akuisisi tersebut, dilakukannya Rapat Umum Luar Biasa Pemegang Saham untuk menentukan pucuk pimpinan PT HM Sampoerna yang baru.
- Jajaran Komisaris dan Direksi yang baru terbentuk merupakan perpaduan dari para eksekutif PMI yang memiliki pengalaman bertaraf internasional dari seluruh dunia dengan pimpinan HM Sampoerna yang telah teruji.
- Kombinasi yang kuat ini menghasilkan tim manajemen yang mampu menjadikan HM Sampoerna sebagai pemain kuat dan tangguh di industri rokok Indonesia.

K3.5 Mempertahankan Yang Sudah Baik

Mempertahankan yang sudah baik merupakan cara tepat PMI dalam berinvestasi di Indonesia atas PT HM Sampoerna. Hal ini dilakukan dengan tetap menjaga perasaan dan kebanggaan lokal, melibatkan masyarakat sekitar dalam pengembangan industrinya, dan padat karya.

- Citra dan nama besar Sampoerna. Hal yang biasanya terjadi adalah perusahaan multinasional praktis langsung meleburkan nama atau

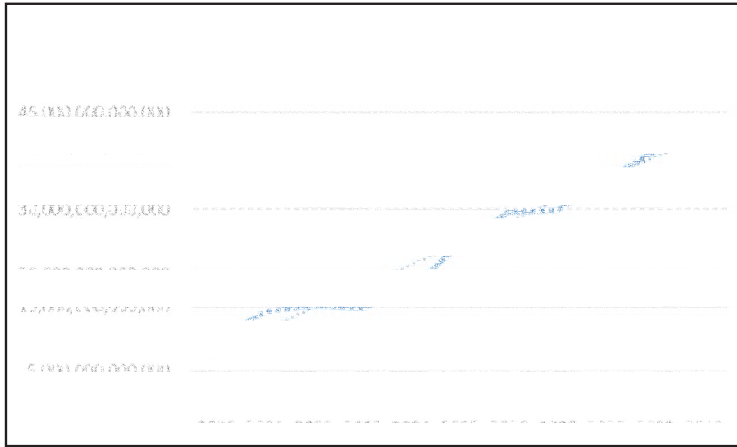
mencantumkan nama besar mereka pada logo atau produk perusahaan yang diakuisisinya. Dalam dalam kondisi ini PMI malah melakukan malah sebaliknya. Martin King, presiden direktur PMI Asia menegaskan bahwa logo Sampoerna tetap dipertahankan, karena citra dan nama Sampoerna sudah besar. Hal ini tidaklah mengherankan. Karena saat PMI mengakuisisi 98% saham HMS, PMI membayar Rp 48T, padahal aset HMS hanya Rp 12T. Hal ini menunjukkan bahwa PMI sebenarnya membeli Brand Equity Sampoerna yang *well known brand*. Selain itu, nama besar Sampoerna tetap dipertahankan, karena citra rokok kretek adalah milik Sampoerna, bukan milik PMI.

- Padat Karya. Citra rokok kretek identik dengan padat karya. Lazimnya, bagi perusahaan multinasional, mesin merupakan pilihan cepat, efektif dan efisien ketimbang sebuah industri padat karya. Tapi PMI tidak berpikir untuk menggantikan tangan pelinting kretek dengan mesin. Apalagi diakui PMI bahwa sistem padat karya dan pola kemitraan memberikan banyak benefit, salah satunya adalah pertumbuhan penjualan hingga 44 persen pada tahun 2005 beberapa saat setelah akuisisi. Selain itu, Martin King juga tetap mempertahankan manajemen yang sudah ada di HMS. Martin King hanya membawa 14 anggota staf, termasuk dirinya. Semua anggota staf PMI melebur, larut ke dalam pola kerja dan sistem yang sudah tercipta di Sampoerna.

“Yang terpenting bagi PMI, adalah mengintegrasikan kelebihan sehingga mampu menghasilkan sinergi yang meningkatkan kinerja secara keseluruhan. Citra dan kebanggaan akan merek dari satu cita rasa lokal tidak perlu diganggu, karena justru itulah yang dibeli. Kami datang untuk membeli harta karun ini. Jadi, jangan sampai kami merusaknya. Sebisa mungkin kami justru meningkatkan nilainya.” (King, 2005-Website Philip Morris).

K3.6 Kinerja Keuangan dari sisi tren profitabilitas

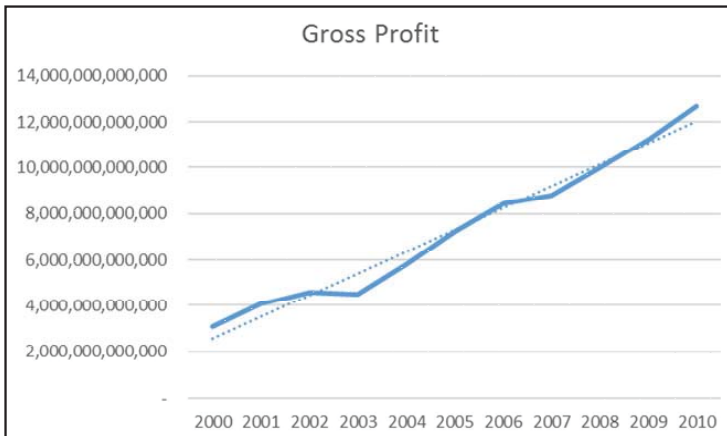
Berikut ini adalah analisa komponen rasio profitabilitas sesudah akuisisi tahun 2000-2010.



Sumber: laporan keuangan tahunan perusahaan

Gambar K3.1 tren penjualan PT HM SAMPOERNA:

Trend penjualan dari Sampoerna setelah akuisisi (2005) mengalami peningkatan setelah akuisisi, Hal ini terjadi karena perusahaan semakin gencar dalam melakukan promosi produknya melalui iklan di media. Selain itu jumlah masyarakat yang mengkonsumsi rokok semakin lama semakin meningkat.

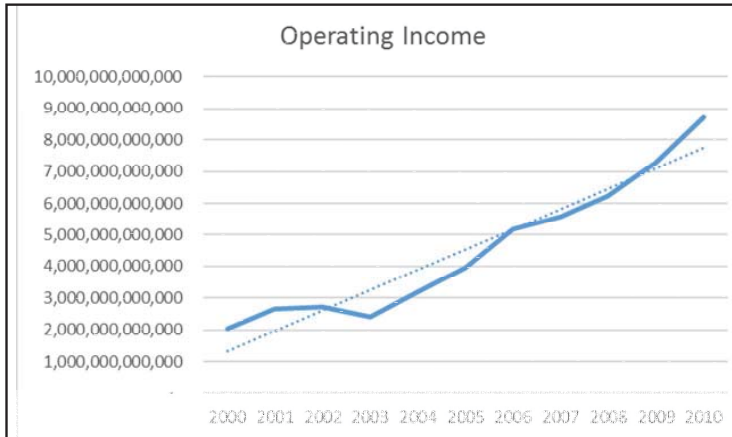


Sumber: laporan keuangan tahunan perusahaan

Gambar K3.2 tren laba kotor PT HM SAMPOERNA.

Selain itu trend *gross profit* dari Sampoerna juga mengalami peningkatan. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah dikurangi dengan harga pokok penjualan lebih

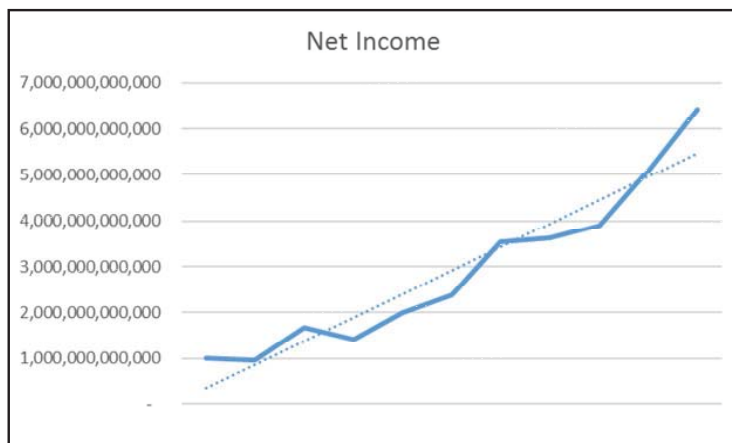
tinggi dibandingkan dengan sebelum dilakukan akuisisi. Hal ini disebabkan oleh kegiatan produksi perusahaan yang dilakukan dengan cukup efisien.



Sumber: laporan keuangan tahunan perusahaan

Gambar K3.3 *tren laba operasi PT HM Sampoerna.*

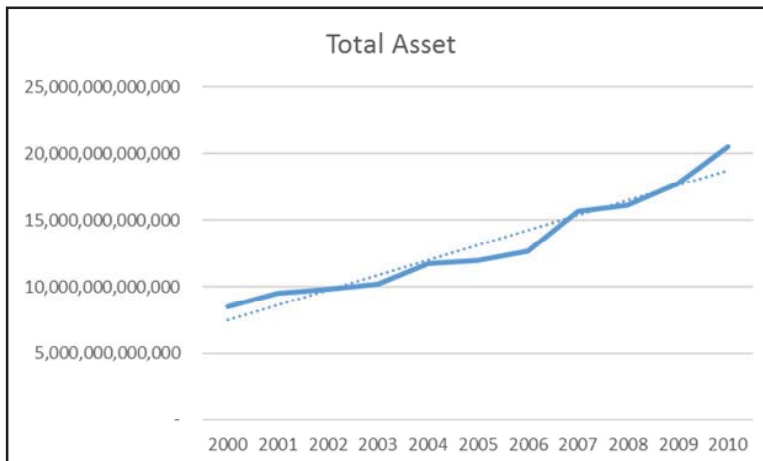
Trend *operating income* Sampoerna juga mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan karena kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba lebih baik setelah akuisisi. Selain itu, perusahaan juga semakin gencar mempromosikan produknya melalui iklan-iklan yang unik. Promosi yang dilakukan perusahaan ini cukup berhasil, dapat dilihat dari laba perusahaan yang terus meningkat.



Sumber: Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan

Gambar K3.4 *Tren Laba Bersih PT HM Sampoerna.*

Sama halnya dengan trend lainnya, *net income* Sampoerna juga mengalami kenaikan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan setelah akuisisi semakin baik. Kinerja perusahaan yang baik tampak dari penjualan yang dihasilkan oleh Sampoerna yang mampu mengimbangi peningkatan biaya-biaya yang dikeluarkan untuk berbagai macam kegiatan bisnisnya.

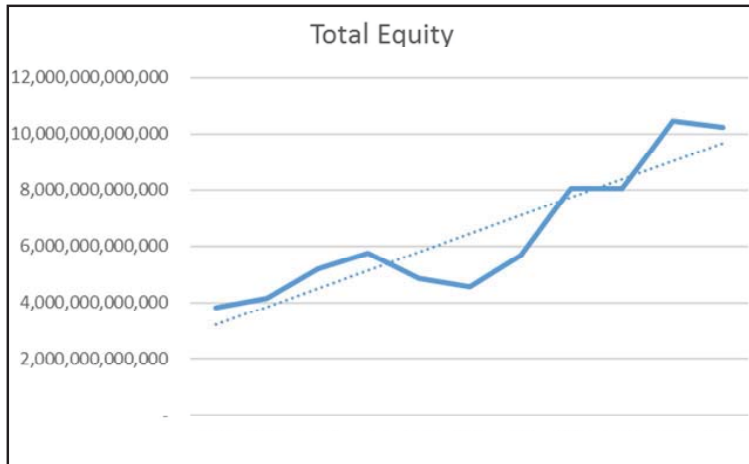


Sumber: Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan

Gambar K3.5 Tren Aset PT HM Sampoerna.

Total asset Sampoerna juga terus mengalami peningkatan setelah akuisisi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan investasi untuk menambah asetnya. Salah satu alasan perusahaan melakukan penambahan aset adalah untuk menambah kapasitas produksi, contohnya adalah pembangunan pabrik baru di Karawang International Industrial City pada tahun 2006 yang mulai dioperasikan pada tahun 2008. Pabrik ini dibangun untuk mengolah cengkeh dan tembakau serta untuk menyimpan bahan baku dan produk jadi.

Trend *total equity* Sampoerna setelah akuisisi juga mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan oleh peningkatan selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan dan peningkatan trend *retained earning* perusahaan. Peningkatan trend *equity* perusahaan dapat dilihat pada grafik K3.6.



Sumber: Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan

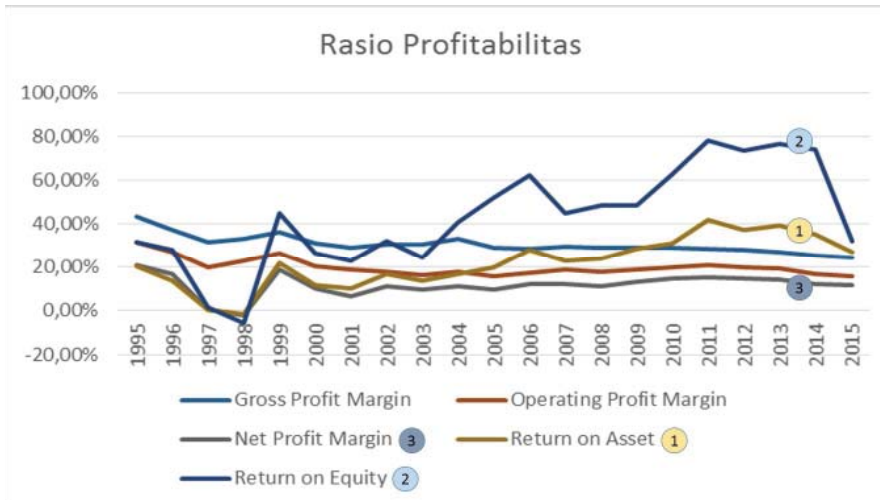
Gambar K3.6 *Tren Equity PT HM Sampoerna.*

K3.7 Kinerja Keuangan dari sisi rasio profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu alat ukur yang paling sering digunakan untuk menentukan tingkat kesuksesan sebuah bisnis, yakni kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Ukuran ini merupakan salah satu ukuran yang paling tradisional dan mendasar untuk mengukur kinerja sebuah organisasi bisnis. Berikut ini merupakan kinerja rasio profitabilitas yang tercatat dalam PT HM Sampoerna sebelum ($t-10$) dan sesudah ($t+10$) diakuisisi. Rasio profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio Gross Profit Margin, Operating Profit margin, Net Profit Margin, Return on Equity dan Return on Asset. Hasilnya dapat dilihat secara bersama-sama dalam gambar K3.7.

Dari grafik K3.7 dapat dilihat bahwa *Return on Asset (ROA)*, *Return on Equity (ROE)* dan *Net Profit Margin (NPM)* mengalami perbedaan yang cukup signifikan sebelum dan sesudah akuisisi. Trend ROA yang mengalami kenaikan menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola asetnya dengan efisien untuk menghasilkan laba. Trend ROE juga mengalami kenaikan menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk menghasilkan laba dari modal yang ditanamkan oleh pemegang saham. Sama halnya dengan trend NPM yang mengalami kenaikan menunjukkan bahwa perusahaan

mampu untuk menghasilkan laba yang sesungguhnya atas penjualan yang dilakukan.



Sumber: Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan

Gambar K3.7 Tren kelima rasio profitabilitas PT HM Sampoerna.

Tabel K3.1 Hasil pengujian Signed Rank Test Wilcoxon.

No.	Rasio Profitabilitas	Asymp. Sign	Alpha	>/<	Keterangan
1	Gross Profit Margin	0.080	0.05	>	Tidak Signifikan
2	Operating Profit Margin	0.893	0.05	>	Tidak Signifikan
3	Net Profit Margin	0.043	0.05	<	Signifikan
4	Return on Asset	0.043	0.05	<	Signifikan
5	Return on Equity	0.043	0.05	<	Signifikan

sumber: data olahan laporan keuangan

Untuk memastikan apakah benar-benar terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah akuisisi, dilakukan analisa dengan menggunakan *Signed Rank Test Wilcoxon*. Uji ini dilakukan menggunakan software SPSS versi 20.00. Hasil dari pengujian ini dikatakan signifikan apabila nilai Asymp. Sig. lebih kecil dari nilai Alpha (0.05).

K3.8 Kesimpulan

Pilihan untuk menjadi perusahaan yang besar, kuat dan bertumbuh dapat berupa organic growth ataupun M&A. PT HM Sampoerna memilih keduanya, dengan melakukan organic growth terlebih dahulu dan akhirnya di tahun 2005 hal yang paling bersejarah dalam PT HM Sampoerna menjadi bagian dari perusahaan internasional dengan melakukan strategi M&A. Proses M&A Sampoerna dan Philip Morris merupakan bentuk strategi perusahaan yang bertujuan untuk mempertahankan pertumbuhan yang berkelanjutan. Dengan adanya strategi ini memberikan keuntungan baik bagi Sampoerna maupun Philip Morris seperti memadukan kedua perusahaan yang sama-sama kuat. Dapat dikatakan salah satu tujuan utama dari akuisisi yang dilakukan PMI terhadap Sampoerna ini adalah PMI ingin melakukan ekspansi dan menjadi salah satu pemain tembakau terbesar serta perusahaan paling kompetitif di Indonesia.

Dari hasil pengamatan yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa akuisisi yang dilakukan oleh Phillip Morris terhadap PT. Hanjaya Mandala Sampoerna memang membawa dampak positif terhadap kinerja keuangan organisasi, secara khusus yang dikaji secara mendalam dalam kasus ini adalah kinerja profitabilitas.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa PMI tertarik untuk mengakuisisi Sampoerna?
2. Bagaimana proses akuisisi yang dilakukan PMI? Jelaskan
3. Jelaskan bagaimana trend kinerja keuangan PT Sampoerna setelah diakuisisi oleh PMI?
4. Faktor apakah yang mempengaruhi keberhasilan M&A diatas?
5. Pembelajaran apa yang penting anda lihat dalam proses M&A di PMI?

KASUS 4: **AB-INBEV: KEBERHASILAN *HOSTILE TAKE-OVER***

K4.1 Mengenai Anheuser – Busch

Anheuser – Busch merupakan perusahaan pembuat bir terkemuka dan menjadi leader dalam industri pembuatan bir yang berpusat di St. Louis, Amerika. Anheuser – Busch memegang pangsa pasar sebesar 48% dari penjualan bir di Amerika. Anheuser-Busch menghasilkan berbagai macam merk bir, ketiga di antaranya yaitu Budweiser, Stella Artois dan Beck's. Selain itu, perusahaan ini memiliki 50% saham dari salah satu anak perusahaan dari Grupo Modelo, perusahaan bir terkemuka dari Mexico dan pemilik merk bir Corona.

Anheuser – Busch memiliki 12 pabrik yang tersebar di seluruh Amerika, sebagian besar merupakan produsen utama dari kaleng aluminium dan pendaur ulang dari kaleng aluminium serta pabrik yang khusus untuk memproduksi bir. Selain itu Anheuser – Busch juga memiliki 15 pabrik di China, 1 pabrik di UK dan 1 pabrik di India. Anheuser – Busch memiliki kewajiban yang berfokus pada tiga hal utama: mempromosikan tanggung jawab penggunaan alkohol kepada peminum bir, melestarikan dan melindungi lingkungan serta mendukung komunitas lokal.

Meskipun Anheuser-Busch merupakan perusahaan bir, mereka tidak melupakan tugas untuk menjalankan *corporate social responsibility*. Mereka memfokuskan pada 3 area kunci yaitu: mempromosikan *alcohol responsibility*, melindungi lingkungan dan mendukung komunitas lokal. Hal ini dibuktikan dengan:

1. Bersama dengan wholesalers, perusahaan telah melakukan kampanye berupa iklan masyarakat sebesar USD 930 juta untuk minum bir secara bertanggungjawab dan mencegah anak di bawah umur untuk minum bir.
2. Perusahaan telah mengurangi penggunaan air dalam operasional pabrik sebanyak 37% dalam empat tahun terakhir (sebelum di takeover oleh InBev) dan menjadi leader dalam daur ulang aluminium.

3. Dari tahun 1997, Anheuser – Busch telah berinvestasi melalui organisasi amal sebesar USD 490 juta kepada komunitas lokal. Perusahaan juga menyediakan 71 juta air minum kepada masyarakat yang terkena bencana alam sejak tahun 1988

Fokus perusahaan yang memperhatikan keseimbangan dengan lingkungan itulah yang membuat perusahaan ini menjadi perusahaan yang maju.

K4.2 Mengenai InBEV

InBev merupakan pembuat bir internasional yang didirikan pada tahun 2004 dan merupakan bentuk merger dari Brazilian Companhia de Bebidas das Américas (AmBev) atau biasa disebut *Brazil – based AmBev* dan Belgium's Interbrew. Sejarah Interbrew berawal dari abad ke-14 dimana Den Hoorn Brewery dibentuk di Leuven. Pada tahun 1717, Den Hoorn Brewery diakuisi oleh Sebastiaan Artois yang mengganti nama perusahaan tersebut menjadi Artois. Lalu di tahun 1987, Artois melakukan merger dengan perusahaan bir asal Belgia, Piedboeuf, dan berubah nama menjadi Interbrew. Perusahaan baru ini terus melakukan akuisisi perusahaan bir lainnya di abad 18 termasuk mengakuisisi perusahaan bir Kanada Labatt di tahun 1995 dan menjadi perusahaan bir terbesar ketiga di dunia pada awal abad ke 21.

Sedangkan AmBev, perusahaan bir yang berpusat di São Paulo, Brazil, lahir di tahun 2000 melalui merger antara Companhia Cervejaria Brahma dan Companhia Antarctica Paulista Indústria Brasileira de Bebidas e Conexos. Kedua perusahaan ini merupakan perusahaan dengan fokus pasar di Amerika Latin. AmBev sendiri menghasilkan produk-produk populer seperti Skol, Brahma, dan Antarctica.

Pada tahun 2004, Interbrew dan AmBev melakukan merger menjadi InBev. Merger ini menjadikan perusahaan bir terbesar di dunia. Perusahaan baru ini memproduksi lebih dari 200 merek bir. Di antaranya adalah Stella Artois, Bass, Hoegaarden, dan Jupiler.

K4.3 Latar Belakang Akuisisi

Pada tahun 2008, Amerika dikejutkan dengan penawaran fantastis yang dilakukan oleh InBev terhadap Anheuser – Busch senilai 46.3 juta dollar. Sebelumnya, Anheuser – Busch telah menjelma sebagai ikon bir Amerika tiba-tiba mendapatkan tawaran yang tidak pernah disangka dari sebuah

perusahaan bir yang tidak pernah didengar namanya di Amerika. Merk bir dari Anheuser – Busch yaitu Budweiser merupakan salah satu alasan yang menyebabkan Amerika mencintai bir lewat iklan-iklannya yang luar biasa. Bahkan pada tahun 2010, Budweiser menduduki peringkat ke 16 sebagai *brand* yang memiliki nilai jual tertinggi menurut BrandFinance. Pencapaian luar biasa ini akhirnya membuat InBev berani memberikan penawaran pertama sebesar 46,3 juta dollar. Merk yang kuat tersebut menjadikan Anheuser – Busch sebagai penguasa pasar bir di Amerika Utara.

K4.4 Hambatan dalam Proses Merger

Anheuser – Busch merupakan perusahaan yang sangat besar dan menjadi ikon Amerika. Jika Anheuser – Busch diambil alih, hal itu sama dengan mengambil identitas Amerika itu sendiri. Banyak politisi seperti Matthew R. Blunt, (gubernur Missouri dari Partai Republik), Senator Claire McCaskill dari Missouri, dan Senator Barack Obama dari Illinois, menyatakan dukungannya agar AB tetap independen. Selain itu, Anheuser – Busch juga menyerap banyak pekerja. Akusisi terhadap AB ditakutkan akan mengakibatkan 6000 pegawai AB di-PHK.

Di sisi lain, CEO Anheuser – Busch saat itu, August IV tidak dapat melepaskan pengaruh ayahnya yang mendominasi perusahaan tersebut. Bagi ayahnya, pilihan untuk melakukan merger dengan perusahaan lain merupakan sebuah langkah yang menghancurkan perusahaan.

K4.5 Kinerja Perusahaan Sebelum Akusisi

Harga saham Anheuser-Busch dalam lima tahun sebelum InBev mengumumkan keinginannya untuk membeli AB cenderung stagnan. Hal ini disebabkan karena masyarakat mulai beralih dari minuman bir ke *wine* dan jenis-jenis minuman keras lainnya yang berbeda dengan bir *mainstream* yang dibawa oleh AB. Hal ini menunjukkan bahwa produk AB mulai mengalami fase *declining* jika tidak ada inovasi yang dilakukan.

Selain itu, perusahaan pesaing juga mulai mengambil langkah agresif dengan melakukan merger dengan perusahaan bir lainnya. Hal ini semakin diperparah dengan terjadinya *joint venture* antara SAB Miller dan Molson Coors yang merupakan perusahaan terbesar kedua dan ketiga setelah AB. *Joint venture* ini mengakibatkan posisi AB menjadi tidak aman.

Faktor lainnya adalah efisiensi biaya. Kebijakan alokasi tanpa batas terhadap *advertising* menghambat keuntungan yang diperoleh. Hal ini ditunjukkan dalam kebijakan *cost-cutting plans* yang diajukan oleh CEO.

K4.6 Proses Merger

Proses akuisisi ini diawali dengan penawaran yang diberikan (*tender offer*) oleh InBev terhadap Anheuser-Busch pada tahun 2008 dengan nilai tawaran US\$46 miliar tersebut beserta detail dari pembiayaan yang akan dilakukan untuk mendanai akuisisi tersebut. Namun tawaran tersebut ditolak oleh *board of directors* karena tawaran tersebut dinilai terlalu kecil untuk perusahaan sebesar AB. Selain itu, perusahaan tersebut merupakan perusahaan keluarga yang sudah diwariskan turun menurun.

Penolakan akan tawaran tersebut tidaklah menyurutkan semangat InBev untuk mengakuisisi AB namun sebaliknya InBev justru semakin gencar dengan melakukan *hostile takeover*. InBev lalu memberikan penawaran yang mencerminkan 30% premium dari harga saham AB. Namun, penawaran tersebut dimantahkan dengan keputusan untuk melakukan *reactive takeover defense* dengan menggugat InBev pada tanggal 8 Juli 2008 di pengadilan Missouri. AB menuduh InBev telah mengelabui investor AB dengan skema ilegal mengenai *securities* dari rencana pendanaan InBev untuk membeli AB. Pada tanggal 9 Juli 2008, AB mendesak pemegang sahamnya melalui surat dan press release untuk tidak memberikan persetujuan atas penawaran dari InBev. AB mengungkapkan bahwa InBev telah berbohong mengenai komitmen finansial yang sudah dilakukan.

Hanya saja, tekanan dari pihak *board of directors* akhirnya memaksa CEO saat itu, August IV untuk menyetujui penawaran dari InBev. Pada tanggal 14 Juli 2008, InBev setuju untuk mengakuisisi AB dengan harga \$49.9 juta atau \$70 per lembar saham. InBev juga setuju untuk memberikan dua kursi dewan kepada petinggi AB.

K4.7 Kinerja Perusahaan Sesudah Akuisisi

Menurut *annual report* perusahaan tahun 2009, Anheuser-Busch InBev mengalami kenaikan margin EBITDA dari 30,8% di tahun 2008 menjadi 35,5%, EBITDA meningkat sebesar 16,6%, pendapatan meningkat sebesar

2,5%, dan pendapatan per hectoliter meningkat sebesar 4,5%. *Cost of sales* menurun sebesar 3,4% secara keseluruhan dan *operating expense* turun sebesar 2,5%. Peningkatan kinerja ini disebabkan karena rencana efisiensi yang direncanakan oleh Anheuser-Busch sebelum diakuisi akhirnya dilaksanakan. Perusahaan juga melakukan sedikit perombakan pada internal perusahaan, antara lain pengurangan *working capital* sebesar USD 787 juta, pengurangan *capital expenditure* hingga lebih dari USD 1 miliar dan mencapai *effective tax rate* sebesar 25%. Bulan September 2009, perusahaan secara resmi terdaftar dalam bursa saham Amerika dan Eropa dengan kode "BUD" pada NYSE dan "ABI" pada Euronext. Langkah tersebut merupakan pijakan awal Budweiser berkembang menjadi perusahaan bir yang mendunia.

Pada tahun 2010, Budweiser mengajukan diri sebagai salah satu sponsor Piala Dunia 2010. Perusahaan juga mulai menciptakan dan mengembangkan merek bir Budweiser sebagai merek bir dunia: merencanakan strategi, meluncurkan Budweiser yang merupakan "bir Amerika" di Rusia, dan meningkatkan volume penjualan serta *market share* Budweiser di zona-zona AB InBev. Langkah - langkah ini menghasilkan buah yang manis dimana Budweiser menjadi salah satu merk dengan nilai jual tertinggi ke-11 versi Brand Finance.

K4.8 Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Akuisisi

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keberhasilan InBev dalam mengakuisi Anheuser-Busch:

1. Kondisi perusahaan Anheuser-Busch cenderung stagnan. Penawaran InBev yang besar menggairahkan harga saham Anheuser-Busch. Hal ini menunjukkan bahwa investor melihat ada peluang yang baik jika kedua perusahaan tersebut bergabung menjadi satu perusahaan.
2. Pesaing dari Anheuser-Busch yaitu SAB Miller telah melakukan akuisisi terhadap perusahaan bir lainnya dan mulai mengancam posisi AB sebagai perusahaan penghasil bir terbesar di Amerika
3. *Cross cutting plan* yang diajukan oleh CEO AB yaitu August IV dilihat kurang menarik oleh para pemegang saham daripada tawaran InBev yang besar.

4. InBev mampu memberikan kompensasi yang dapat diterima oleh pihak AB ketika AB diakuisi yaitu mempertahankan merk AB dan memberikan 2 kursi dewan terhadap petinggi AB.

K4.9 Kesimpulan

Perusahaan dengan sejarah yang kuat seperti Anheuser-Busch mampu diakuisi oleh perusahaan seperti In-Bev. Hal ini menarik karena meskipun di awal terjadi resistensi dari pihak AB, namun tawaran yang besar akhirnya meluluhkan pihak *stockholder* untuk menyetujui penawaran tersebut. Meskipun akuisi ini merupakan salah satu bentuk *hostile takeover*, pihak manajemen dan pihak pemegang saham tidak memiliki pendapat yang sama sehingga tujuan *hostile takeover* tercapai. Walaupun begitu, dampak yang diperoleh dari *hostile takeover* terhadap kedua perusahaan positif yang dibuktikan dari membaiknya kinerja finansial perusahaan tersebut.

Melalui transaksi akuisi ini, kita dapat belajar bahwa untuk memperoleh tujuan yang diinginkan, ada banyak pihak yang harus diperhatikan. Bukan hanya pihak manajemen namun juga *stakeholder* yang terkait. Termasuk juga dalam kasus ini adalah karyawan yang terancam di-PHK oleh AB. Melihat permasalahan tersebut, InBev memutuskan untuk tidak menutup pabrik atau cabang AB di Amerika dan membiarkan mereka berdiri sendiri membuat pihak - pihak yang awalnya memberikan resistensi akhirnya mau membuka peluang tawaran tersebut.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa InBev dan Anheuser - Busch tertarik untuk melakukan M&A?
2. Bagaimana hambatan yang mereka hadapi dalam melakukan rencana tersebut?
3. Bagaimana kinerja perusahaan tersebut setelah M&A?
4. Faktor apakah yang mempengaruhi keberhasilan M&A diatas?
5. Pembelajaran apa yang penting anda lihat dalam proses M&A diatas?

KASUS 5

INDOSAT: THE VERTICAL MERGER

K5.1 Mengenai PT Indosat, Tbk

PT Indosat Tbk bernama PT Indonesian Satellite Corporation Tbk . Indosat berdiri pada tahun 1967 sebagai perusahaan investasi luar negeri yang menyelenggarakan jasa telekomunikasi internasional di Indonesia. Indosat didirikan berdasarkan Akta Pendirian tanggal 10 November 1967 No 55. Perusahaan mulai beroperasi pada tahun 1969 bersamaan dengan diresmikannya Stasiun Bumi Jatiluhur. Kehadiran Indosat bersamaan dengan masuknya teknologi satelit di Indonesia. Indosat merupakan perusahaan penanaman modal asing (PMA) yang dimiliki International Telephone dan Telegraph Corporation (ITT).

Bisnis utama Indosat dari tahun 1969–1990 adalah menyediakan jasa *switched* dan *non-switched* telekomunikasi internasional. Indosat ditunjuk oleh pemerintah untuk membangun, mengalihkan, dan mengoperasikan stasiun bumi Intelsat selama jangka waktu 20 tahun. Indosat mulai mengoperasikan antena pertama Stasiun Bumi Jatiluhur tanggal 29 September 1969. Proses pengembangan infrastruktur terus dilakukan, tahun 1979 dibangun antena yang kedua sehingga cakupan Intelsat lebih luas.

Pada tahun 1980, Pemerintah mengambil alih penuh kepemilikan Indosat, dan sejak saat itu, Indosat beroperasi sebagai perusahaan milik negara. Perusahaan memutuskan untuk *go public* pada tahun 1994, dengan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (JSX: ISAT), Bursa Efek Surabaya dan American Depositary Receipts di Bursa Efek New York (NYSE: IIT).

K5.2 PT Satelit Palapa Indonesia (Satelindo)

PT Satelit Palapa Indonesia (Satelindo) didirikan pada tanggal 29 Januari 1993, berkedudukan di Jakarta Barat. Perusahaan ini pada mulanya adalah gabungan dua perusahaan telekomunikasi dalam negeri, yaitu PT Indosat dan PT Telekomunikasi (Telkom) serta perusahaan swasta

nasional, yaitu PT Bimagraha Satelindo mulai beroperasi pada tahun 1994 sebagai operator GSM. Tanggal 3 April 1995 Satelindo menjadi perusahaan PMA karena Deutsche Telekom Mobilfunk GmbH (DeTeMobil) menjadi pemegang saham baru Satelindo dengan membeli 25% sahamnya, akibatnya kepemilikan saham Indosat atas Satelindo turun dari 10% menjadi 7.5%. Struktur kepemilikan saham Satelindo menjadi 7.5% milik Indosat, 25% milik DeTeMobil, 22.5% milik PT Telkom, dan 45% milik PT Bimagraha. Pada tahun 1999, DeTeMobil memindahkannya atas saham Satelindo ke cabang Asia DeTeAsia. Pada 16 Mei 2001, Indosat mengakuisisi 22.5% kepemilikan Telkom di Satelindo.

Satelindo merupakan perusahaan penyedia jasa jaringan telekomunikasi termasuk telekomunikasi bergerak dan multimedia. Satelindo berperan sebagai operator GSM pertama di Indonesia yang menyediakan layanan komunikasi bergerak melalui kartu prabayar Mentari dan pascabayar Matrix. Satelindo menyediakan jaringan telekomunikasi internasional, telekomunikasi selular dan komunikasi satelit.

K5.3 PT Indosat Multimedia Mobile (IM3)

PT IM3 merupakan anak perusahaan Indosat dan sahamnya sebesar 99.94% dimiliki oleh Indosat. Indosat mendirikan PT Indosat Multi Media Mobile (IM3) pada bulan Juli 2001, berkedudukan di Jakarta. IM3 bergerak dalam penyediaan jasa telekomunikasi selular dan memiliki license GSM/DCS 1800. Perusahaan ini menjadi pelopor GPRS dan multimedia di Indonesia.

K5.4 PT Bimagraha Telekomindo (Bimagraha)

PT Bimagraha merupakan salah satu pemegang saham Satelindo dan merupakan perusahaan yang sahamnya 100% dimiliki oleh Indosat. Tepatnya pada tanggal 31 Mei 2001, Indosat mengakuisisi Bimagraha dari pemegang sahamnya. Perusahaan yang berkedudukan di Jakarta ini memiliki kegiatan utama perdagangan besar, ekspor dan impor yang menyediakan peralatan dan fasilitas telekomunikasi. Bimagraha memiliki penyertaan modal di Satelindo.

K5.5 Latar Belakang Akuisisi

Pada 1995 pemerintah memberikan izin pengelolaan secara nasional bagi tiga operator GSM 900 tanpa melalui tender yaitu Satelindo (yang kemudian merger kedalam Indosat), Telkomsel dan XL Axiata (sebelumnya PT. ExcelcomindoPratama).

Lalu, pada tanggal 8 September 2000 PT Indosat Tbk siap berubah menjadi penyelenggara telekomunikasi lengkap dan terintegrasi 9 jaringan, akses lokal, seluler, dan multimedia atau internet. Memasuki abad ke 21 pemerintah Indonesia memutuskan untuk mengatur sektor telekomunikasi nasional, hal tersebut dilakukan dalam rangka mengikuti tren global dan untuk menyambut kompetisi pasar bebas.

Pada tahun 1999, pemerintah menetapkan Undang-Undang Telekomunikasi No. 36 Tahun 1999 yang mengubah sistem penyelenggaraan jaringan dan jasa telekomunikasi nasional dari monopoli ke persaingan sempurna

Untuk menghadapi persaingan yang semakin ketat maka Indosat mengambil langkah untuk memperkuat pasarnya dengan cara mengakuisisi anak perusahaannya. Menurut Direktur Pengembangan Perusahaan Indosat Wityasmoro Sih Handayanto, Penguasaan Satelindo merupakan sebuah upaya Indosat untuk meningkatkan nilai fundamental perusahaan, terbentuknya struktur finansial yang kuat, peningkatan daya saing di bisnis seluler, dan efisiensi dalam belanja modal (CAPEX/capital expenditure)

K5.6 Hambatan dalam Proses Merger

Tantangan yang semakin tinggi dalam persaingan usaha telekomunikasi Indonesia membuat Indosat berencana untuk melakukan *vertical merger* dengan anak perusahaannya yang lain yaitu IM3 dan Satelindo. Namun, untuk merealisasikan merger tersebut, Indosat perlu mengakuisisi PT Bimagraha yang memiliki saham Satelindo. Akuisisi penuh PT Bimagraha membuat kepemilikan Indosat pada Satelindo naik hingga 75%

Walaupun begitu, tantangan terbesar justru muncul ketika merger sudah dilakukan dimana pihak manajemen dari ketiga perusahaan tersebut harus beradaptasi dengan kultur organisasi yang berbeda termasuk resiko perampangan yang mungkin terjadi.

K5.7 Kinerja Perusahaan Sebelum Akuisisi

Berdasarkan kinerja keuangan PT Indosat sebelum merger (3 tahun terakhir sebelum merger), pendapatan bersih Indosat terus mengalami penurunan. Penurunan dari pendapatan bersih tersebut menyebabkan pengembalian atas aset (ROA) dan pengembalian atas modal (ROE) juga terus mengalami penurunan.

Persaingan yang ketat ditambah dengan menurunnya profit Indosat membuat Indosat berpikir untuk memperbaiki kinerja melalui akuisisi *vertical* dengan harapan mengoptimalkan efisiensi dan efektivitas biaya

Hasil perhitungan atas *profitability ratio* adalah sebagai berikut.

Tabel K5.1 kinerja indosat. sumber: laporan keuangan perusahaan

	2000	2001	2002
Net Income	1,624,500	1,543,100	883,500
Total Asset	7,314,500	22,348,700	22,002,500
Total Equity	3,451,300	10,978,700	10,740,900
<i>(angka dalam jutaan rupiah)</i>			
Return On Assets (ROA)	22.21 %	6.90 %	4.02 %
Return On Equity (ROE)	47.07 %	14.06 %	8.23 %

K5.8 Proses Merger

Pada bulan Agustus 2002, Indosat sudah mulai membuat perencanaan proses merger vertikal dengan anak-anak perusahaannya. Menurut rencana yang telah dibuat, proses merger akan memasuki tahap legal merger di tahun 2003. Ada beberapa tahapan dalam proses merger vertikal tersebut. Yaitu transformasi pada triwulan I 2003, implementasi pada triwulan II 2003, closing legal merger pada triwulan III 2003, terakhir penerapan operasional dan merger pada triwulan IV 2003.

Pada akhir bulan Oktober 2003, rencana merger Indosat dengan PT Satelit Palapa Indonesia, PT Indosat Multimedia Mobile, dan PT Bimagraha Telekomindo ini sudah mendapatkan persetujuan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam). Proses merger harus dilaporkan kepada Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) sebagai pemberitahuan sesuai

dengan Pasal 29 Ayat 1 Undang-Undang Antimonopoli. Badan regulator dalam proses merger ini adalah Dirjen Postel. Dirjen Postel juga sudah memberikan izin atas permintaan perusahaan untuk melakukan merger. Proses merger antara perusahaan telekomunikasi dapat dilakukan bila mendapatkan izin dari Menteri Perhubungan juga.

Pada 11 November 2003, para pemegang saham Indosat melalui rapat umum pemegang saham luar biasa (RUPSLB), memberikan persetujuan untuk dilaksanakannya proses merger tersebut. Persetujuan tersebut merupakan hasil dari RUPSLB Indosat yang berlangsung di Plaza Bappindo, Jakarta. Jumlah pemegang saham yang hadir sebanyak 82.96% dari total pemegang saham, sehingga dinyatakan sudah melebihi kuorum (75%). Dari para pemegang saham yang hadir, 98.69% menyetujui usulan merger tersebut.

Sedangkan penyelesaian aspek hukum yang diperlukan dalam proses merger dilakukan pada November 2003. Proses merger resmi dilakukan pada tanggal 20 November 2003. Proses merger direncanakan akan sepenuhnya tuntas pada tahun 2005. Proses operasional terintegrasi akan dapat dilakukan setelah 2005. Hal tersebut dilakukan untuk menghindari kemungkinan gangguan pelayanan bagi pelanggan.

Diharapkan dalam waktu lima tahun proses merger dapat menghemat biaya perusahaan, biaya vertikal sebesar 20% dan biaya operasional 15%-20%.

K5.9 Kinerja Perusahaan Sesudah Akuisisi

Pada tahun 2003, Indosat melakukan upaya untuk memperoleh pendanaan yang digunakan untuk melancarkan upaya merger vertical Indosat IM3 dan Satelindo serta untuk membayar utang anak perusahaan. Upaya pendanaan ini dilakukan melalui penerbitan obligasi rupiah sebesar Rp 2,5 triliun, obligasi valuta asing US\$ 300 juta dan pinjaman sindikasi Rp 2,5 triliun, semuanya berjangka waktu lima tahun. Nichols Tang yang merupakan Direktur dari Indosat mengatakan bahwa utang Indosat yang berjangka waktu sampai 2010 optimis bisa dibayar tanpa perlu berutang lagi. Hal tersebut dapat dilakukan dengan memperhatikan risiko utang-utang perseroan misalnya, dalam dolar diharapkan interest rate-nya tidak

terlalu tinggi, hingga tidak menjadi beban bagi perseroan. Modal perseroan dapat diperkuat dengan pendapatan operasional apabila merger vertical terlaksana dengan baik. Dengan demikian maka perseroan dapat membayar utang tanpa perlu berutang lagi.

Selain itu, Indosat juga mengalami kenaikan ROA dan ROE setelah merger, yaitu tahun 2003 mengalami peningkatan, namun pada tahun 2004-2006 terus mengalami penurunan. Hal tersebut disebabkan karena adanya penurunan laba bersih. Penurunan laba bersih disebabkan karena adanya fluktuasi yang besar dari perkiraan-perkiraan non-kas seperti fluktuasi pajak penghasilan yang ditanggihkan disebabkan oleh pendapatan sebelum pajak yang lebih rendah terkait dengan selisih kurs dan beban pendanaan yang lebih tinggi

Tabel K5.2 kinerja keuangan indosat. sumber: laporan keuangan perusahaan

(angka dalam jutaan rupiah)	2003 (As restated)	2004	2005	2006	2007
Operating revenues	8,235,267	10,549,070	11,589,791	12,239,407	16,488,495
Net Income	6,081,971	1,633,208	1,623,481	1,410,093	2,042,043
Total Asset	26,059,192	27,872,467	32,787,133	34,228,658	45,305,086
Total Equity	12,039,882	13,184,592	14,315,328	15,201,745	16,544,730
Return On Assets (ROA)	23.34 %	5.86 %	4.95 %	4.12 %	4.51 %
Return On Equity (ROE)	50.52 %	12.39 %	11.34 %	9.28 %	12.34 %

K5.10 Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Merger

PT Indosat Tbk akhirnya mendapatkan banyak manfaat positif dari proses merger tersebut. Namun, untuk mendapatkan manfaat tersebut tidaklah instan. Jika kita analisa lebih dalam, ada beberapa faktor yang mempengaruhi keberhasilan akuisisi tersebut:

1. Keberhasilan mengakuisisi PT Bimagraha sebelum melakukan *vertical merger* karena jika Indosat tidak mengambil alih Bimagraha secara total maka akan ada kemungkinan resistensi dari perusahaan tersebut ketika terjadi usaha untuk pengambil alihan Satelindo
2. PT Indosat tidak membubarkan anak perusahaan yang ada termasuk produk-produk andalan mereka

3. Indosat melakukan *re-branding* produknya melalui iklan yang inovatif dan sesuai dengan perkembangan life style anak muda saat ini seperti menggunakan selebritis / artis terkenal untuk dijadikan *icon* dalam setiap produknya.

K5.11 Kesimpulan

Sebuah *vertical merger* merupakan pilihan yang tepat di tengah kerasnya persaingan dalam dunia usaha. Hanya saja, proses merger tidak berhenti hingga kesepakatan transaksi namun yang terpenting adalah proses selanjutnya yaitu adaptasi kultur, budaya organisasi termasuk aspek keuangan. Maka tidak salah jika Benjamin Franklin mengatakan bahwa "*By failing to prepare, you are preparing to fail*".

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa Indosat melakukan M&A dengan ketiga perusahaan yang ada? (Satelindo, IM3 & Bimagraha)
2. Hambatan apa yang dialami perusahaan tersebut dalam melakukan M&A?
3. Bagaimana kinerja perusahaan tersebut setelah M&A?
4. Pembelajaran apa yang penting anda lihat dalam proses M&A diatas?

KASUS 6: **MARTIN VULCAN: KEGAGALAN *HOSTILE TAKE-OVER***

K6.1 Martin Marietta Materials Company

Merupakan sebuah perusahaan produsen bahan konstruksi terbesar kedua di Amerika yang berdiri sejak tahun 1939 dengan nama Superior Stone sebelum melakukan merger dengan American-Marietta. Perusahaan tersebut melakukan proses merger kedua dengan perusahaan Glenn L. Martin di tahun 1961.

Perusahaan ini menjual bahan produksi yang banyak digunakan untuk proyek membangun jalan raya, proyek infrastruktur lainnya, dan konstruksi perumahan. Perusahaan ini memiliki jaringan bisnis pada 300 pertambangan, jangkauan distribusi pada 28 negara bagian, Kanada, the Bahamas, dan Kepulauan Caribbean. Martin Marietta juga memiliki produk khusus yaitu magnesia based chemicals dan dolomitic lime.

Kekuatan dari perusahaan adalah lokasi yang strategis, yaitu jaringan bisnis pada 300 pertambangan dan 28 negara bagian, dan juga harga yang kompetitif dan karyawan yang berkomitmen untuk menciptakan produk yang berkualitas dan memberikan pelayanan terbaik pada konsumen.

K6.2 Vulcan Materials Company

Vulcan merupakan perusahaan yang bergerak sebagai produsen kumpulan bahan konstruksi (*construction aggregates*) terutama batu yang dihancurkan, pasir, dan kerikil dan juga produsen utama aspal dan beton yang dicampur (*ready-mixed concrete*). Vulcan memiliki jaringan jalur distribusi yang strategis dan berpusat di Birmingham, Alabama. Perusahaan ini didirikan di tahun 1909 dengan nama Birmingham Slag. Birmingham Slag ini akhirnya dibeli oleh seorang banker dari Ohio bernama Charles Lincoln Ireland. Pada tahun 1956, perusahaan ini melakukan merger dengan Vulcan Detinning Company of Sewaren lalu dilanjutkan dengan melakukan merger dengan 9 perusahaan pada tahun 1957.

Perusahaan ini memiliki 342 tempat untuk memproduksi bahan konstruksi (batu yang dihancurkan, pasir, dan kerikil) dan memiliki 100 fasilitas yang memproduksi aspal dan beton. Semuanya berlokasi di Amerika. Dalam skala yang besar, bahan-bahan konstruksi digunakan untuk membangun dan memperbaiki infrastruktur seperti jalan, jembatan, pengairan dan pelabuhan, dan untuk membangun bangunan perumahan dan non perumahan seperti fasilitas pabrik, gedung kantor, sekolah, rumah sakit, dan gereja.

K6.3 Latar Belakang Akuisisi

Pada awalnya, perusahaan Martin Marietta melakukan pendekatan pada perusahaan Vulcan pada bulan Mei 2010 untuk melakukan merger bahkan kedua kubu sudah melakukan pertemuan di New York, Atlanta, San Diego untuk melakukan diskusi lebih lanjut. Saat pengajuan rencana merger, posisi nilai saham Martin Marietta lebih tinggi daripada Vulcan. Pada pertemuan ini Vulcan mengharapkan akan terjadi kerja sama namun ternyata Martin Marietta mengharapkan sebaliknya yaitu keinginan untuk mengakuisisi Vulcan melalui *hostile takeover*.

Martin Marietta dan Vulcan adalah dua perusahaan produsen konstruksi terbesar di Amerika Serikat. Vulcan memiliki *market capitalization* (harga saham x jumlah saham yang beredar) sebesar \$6 miliar sedangkan Martin Marietta memiliki *market capitalization* sebesar \$4 miliar

K6.4 Hambatan dalam Proses Merger

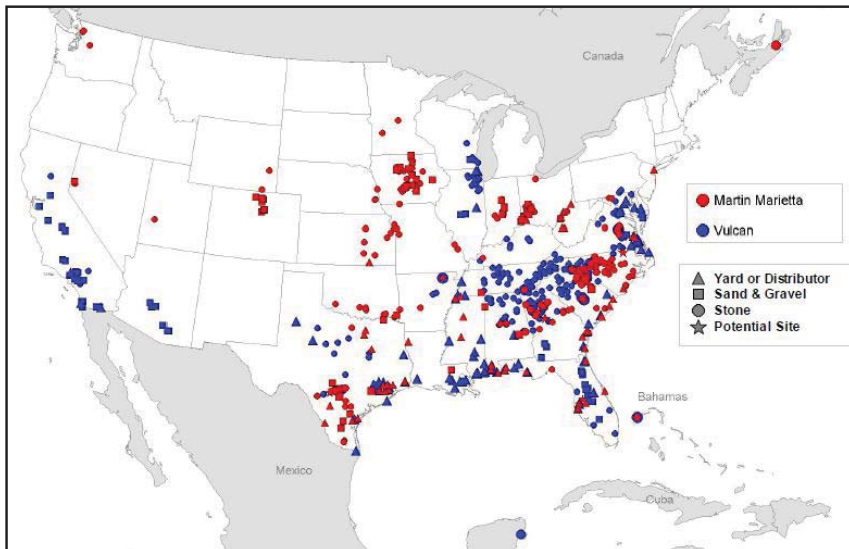
Diskusi mengenai merger yang dimulai pada April 2010 ternyata tidak menghasilkan sebuah kesepakatan sehingga pada tanggal 12 Desember 2011, Martin Marietta Materials membuat tawaran *hostile takeover* kepada pesaingnya yaitu Vulcan Materials dengan nominal sebesar \$4,8 miliar. Martin Marietta Material akan membayar satu saham dari Vulcan dengan setengah dari sahamnya. Berdasarkan pada closing price tanggal 12 Desember 2011, penawaran itu bernilai \$37,38 atau premium 11% dari closing price Vulcan

Namun Vulcan menolak *hostile takeover* Martin Marietta dikarenakan tawaran yang terlalu rendah. Hal itu ditenggarai bahwa Vulcan merasa manfaat dari merger tersebut tidak terlalu menguntungkan khususnya

bagi Vulcan dimana Martin Marietta menjaminkan bahwa Vulcan akan mendapat penghematan hanya sebesar \$50 juta berdasarkan peraturan yang dibuat Martin Marietta (bandingkan dengan Martin Marietta yang dapat menghemat sebesar \$200 juta)

K6.5 Kinerja Perusahaan Sebelum Akuisisi

Sebelum mengakuisisi, posisi keuangan Martin Marietta lebih baik daripada Vulcan Material dimana pangsa terbesar Vulcan sedang dilanda krisis (daerah Florida dan California). Bagi Ward Nye, CEO dari Martin Marietta yang baru saja dilantik, kondisi tersebut merupakan kondisi ideal untuk melakukan merger dengan Vulcan apalagi CEO dari Vulcan yaitu Don James mendekati masa pensiun dan belum menemukan seorang suksesor. Tidak mengherankan jika Martin optimis dapat melakukan merger dengan Vulcan. Posisi nilai saham Martin juga melampaui Vulcan walaupun Vulcan merupakan perusahaan yang lebih besar daripada Martin.



Sumber: Website VULCAN

Gambar K6.1 *Posisi Pasar Vulcan dan Martin Materials.*

K6.6 Proses Merger

Setelah berbagai diskusi pada tahun 2010 mengenai merger, kedua perusahaan setuju untuk melanjutkannya ke tahap selanjutnya. Kemudian

kedua belah pihak bernegosiasi dan masuk ke dalam tahap *non-disclosure agreement* (NDA) dan *joint defense agreement* (JDA) sebagai bentuk untuk mendiskusikan merger lebih jauh lagi diantara kedua perusahaan. Melalui NDA, kedua perusahaan setuju untuk melakukan *due diligence* tetapi dengan syarat bahwa informasi dan hasil diskusi diantara mereka yang didapatkan selama proses *due diligence* tidak disebarluaskan ke publik. Tetapi diantara kedua perjanjian (NDA dan JDA) tersebut tidak mengandung istilah "*standstill provision*". *Standstill provision* adalah sebuah kontrak yang dapat menghentikan *hostile takeover* dengan cara membatasi kepemilikan perusahaan *bidder*.

Tetapi pada akhirnya, Vulcan membatalkan perjanjian merger dengan Martin Marietta secara sepihak. Sehingga Martin Marietta merumuskan rencana untuk melakukan akuisisi Vulcan dengan cara *hostile takeover* dan mengirimkan *bear hug letter* kepada Vulcan yang berisi penawaran untuk membeli saham dari perusahaan Vulcan dengan harga per lembar saham yang lebih tinggi dari harga pasar. Selain itu Martin Marietta Material akan membayar satu saham dari Vulcan dengan setengah dari sahamnya

Pada saat pengajuan *hostile takeover* diumumkan, harga saham Vulcan naik sebesar 15,6% yaitu \$38,78 (diatas penawaran yaitu sebesar \$37,22) yang mana investor berpikir bahwa penawaran masih bisa dinaikkan. Selain itu, harga saham dari Martin Marietta juga meningkat sebesar 1,7% menjadi \$74,61

K6.7 Kinerja Perusahaan Sesudah Akuisisi

Proses merger yang dilakukan ternyata tidak menghasilkan keputusan yang berarti dimana Vulcan akhirnya menolak tawaran dari Martin Marietta karena dianggap tidak memberikan keuntungan bagi Vulcan meskipun sudah mencapai tahap NDA dan JDA. Kondisi tersebut akhirnya membawa Martin Marietta untuk melakukan tindakan *hostile takeover* kepada Vulcan dengan menggunakan data yang didapat selama melakukan proses *due diligence*.

Perkara ini dibawa kepada pengadilan dan pengadilan memutuskan bahwa Martin Marietta tidak diperbolehkan untuk melakukan *takeover* terhadap Vulcan selama 4 bulan sehingga kasus ini berakhir dengan Martin

tidak lagi berusaha untuk mengakuisisi Vulcan. Lalu bagaimana dengan kinerja Vulcan setelah keberhasilannya menolak *takeover* yang dilakukan Martin Marietta?

Berdasarkan analisa terhadap laporan keuangan Vulcan, ditemukan bahwa kinerja keuangan Vulcan semakin membaik meskipun EPS, ROI, ROE, *Market to book value* ratio masih bernilai negatif. Nilai ini ditenggarai karena Vulcan sebelumnya terlalu agresif dalam melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain. Mulai tahun 2011, Vulcan mulai melakukan divestasi asset sehingga total asset nya semakin menurun. Didukung dengan *operating earning* yang terus meningkat sehingga *ratio operating* ROI nya terus meningkat hingga tahun 2012.

Hostile Takeover yang dilakukan Martin Marietta juga membantu menaikkan nilai saham dari Vulcan Material. Hal itu terjadi karena investor melihat bahwa nilai Vulcan bisa lebih tinggi lagi daripada tawaran yang dilakukan oleh Martin Marietta. Bila melihat dari segi harga saham Vulcan, ketika Martin Marietta dan Vulcan menandatangani NDA dan JDA pada musim semi 2011 (musim semi tahun 2011 adalah sekitar pada 20 Maret 2011), harga saham Vulcan pada saat itu berada pada kisaran 43,63 kemudian 5 hari setelah penandatanganan tersebut, harga saham Vulcan naik banyak hingga mencapai 45,29 hal ini disebabkan oleh semakin banyak investor yang tertarik pada kedua perusahaan tersebut karena asumsi mereka, bahwa kedua perusahaan produsen konstruksi terbesar di Amerika Serikat itu bergabung menjadi satu, maka kedua perusahaan tersebut akan menguasai sebagian besar pasar yang ada. Berdasarkan The New York Times, Kemudian saham di Vulcan Materials telah meningkat 15,6 persen sejak tawaran itu diumumkan pada 12 Desember, saham Vulcan berada pada tingkat \$ 38,78 dimana tingkat ini berada di atas \$ 37,22 harga yang ditetapkan oleh tawaran Martin Marietta, dan hal menunjukkan bahwa investor berpikir dan berharap bahwa Martin Marietta akan meningkatkan tawaran mereka lebih lagi.

Sedangkan Martin Marietta sendiri justru mengalami guncangan akibat komentar dari David Einhorn, pendiri dari Greenlight Capital yaitu tuduhan bahwa CEO Martin Marietta, Howard Nye merupakan seorang megalomaniak. Komentar tersebut keluar setelah usaha untuk mengakuisisi

Vulcan gagal dan Martin Marietta tidak diperbolehkan untuk melakukan tindakan akuisisi terhadap perusahaan Vulcan dalam jangka waktu 4 bulan. Hal ini mempengaruhi penurunan saham Martin Marietta sebesar 8,2%.

K6.8 Faktor yang Mempengaruhi Kegagalan Akuisisi

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kegagalan Martin Marietta dalam mengakuisisi Vulcan:

1. Keengganan CEO Vulcan untuk kehilangan posisi sebagai CEO ketika merger dilakukan
2. Nilai tawaran awal yang dijanjikan oleh Martin Marietta dianggap terlalu kecil bagi Vulcan
3. Pelanggaran etika yang dilakukan Martin Marietta yaitu menggunakan informasi yang didapat selama *due diligence* terhadap Vulcan

Berdasarkan faktor-faktor tersebut terlihat bahwa masalah sesungguhnya bukanlah pada keuntungan yang didapat dari kedua pihak karena public dapat melihat bahwa jika kedua perusahaan tersebut merger maka perusahaan hasil merger tersebut secara otomatis menjadi perusahaan terbesar di Amerika, namun isu kedudukan CEO menjadi penghalang bagi mimpi tersebut.

K6.9 Kesimpulan

Melalui kasus ini kita dapat belajar bahwa sekalipun transaksi merger terlihat begitu menjanjikan namun transaksi tersebut dapat menjadi bumerang bagi perusahaan jikalau terjadi adanya pemaksaan kepentingan. Seharusnya hal yang berbeda terjadi jika Nye selaku CEO dari Martin Marietta tidak berusaha untuk me-Martinkan Vulcan dan tetap menjalankan *friendly merger* seperti rencana sebelumnya. Selain itu, isu terbesar yang dilakukan oleh Martin Marietta adalah melanggar etika bisnis dimana seharusnya sebuah perusahaan tidak menggunakan informasi tersebut untuk keuntungan pribadinya sehingga memaksa perusahaan yang akan diakuisi merasa terancam. Di sisi lain kita juga dapat melihat bahwa setiap motivasi merger maupun akuisisi dari dua perusahaan dapat menaikkan nilai perusahaan itu sendiri.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa Martin tertarik untuk melakukan M&A dengan Vulcan?
2. Jelaskan hambatan Martin- Vulcan dalam melakukan M&A?
3. Bagaimana kinerja perusahaan tersebut setelah M&A?
4. Jelaskan mengapa M&A Martin- Vulcan mengalami kegagalan?

-oo0oo-

KASUS 7: **KALBE FARMA: SHAREHOLDER VALUE CREATION**

K7.1 Sekilas tentang PT KALBE FARMA

Kalbe Farma merupakan sebuah perusahaan besar di Indonesia yang bergerak dalam bidang Farmasi dan produk-produk yang berkaitan dengan perusahaan, yang dalam jangka panjang mempunyai visi menjadi perusahaan farmasi dan produsen produk-produk kesehatan yang bertaraf internasional

PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) didirikan pada tanggal 10 September 1966 dengan tujuan ikut berpartisipasi dalam meningkatkan kesehatan masyarakat Indonesia secara luas. Seiring berjalannya waktu Kalbe Farma mengakuisisi perusahaan - perusahaan yang dianggapnya dapat memberikan nilai pada perusahaan Kalbe Farma, seperti mengakuisisi PT. Bintang Toedjoe, PT. Hexpharm Jaya, PT Sanghiang Perkarsa, dan masih banyak lagi perusahaan - perusahaan lainnya yang diakuisisi. Pada tahun 1991, Kalbe Farma melakukan penawaran umum perdana. Kalbe Farma terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai perusahaan publik.

Kalbe Farma merupakan perusahaan yang terkemuka di Indonesia di bidang produsen farmasi dengan sekitar 400 merek produk farmasi, yang terdiri dari lebih dari 50 produk OTC, 20 makanan kesehatan dan 300 produk ethical yang ada di 26 provinsi. Kalbe Farma telah merambah 28 pasar internasional, memberikan kontribusi 10% dari omset tahunan

K7.2 PT DANKOS LABORATORIES

PT. Dankos Laboratories didirikan pada tanggal 25 Maret 1974 di Pulomas, Jakarta Timur dan memulai kegiatan operasinya dibidang obat-obatan pada tahun 1978. Pada tahun 1986 Dankos mendapatkan lisensi produk dari Fujisawa (Jepang). Sejalan dengan perkembangan perekonomian Indonesia, pada tanggal 13 November 1989 Dankos memutuskan untuk *go public* dengan mencatatkan sahamnya pada Bursa Efek Jakarta dan Surabaya. Pada

tahun 1990 Dankos melakukan ekspor obat bebas (OTC) ke 10 negara (Asia dan Afrika).

K7.3 PT ENSEVAL

PT Enseval didirikan pada Oktober 1973, dimana bergerak dalam bidang distribusi dan memasok produk obat-obatan, bahan baku, peralatan medis serta produk konsumen dalam perkembangannya

Enseval tumbuh menjadi distributor umum, tidak hanya dalam produk farmasi, tetapi juga dengan berbagai macam produk konsumen dan peralatan medis, bahkan melayani sebagai agen dan distributor untuk bahan baku kimia untuk industri farmasi, kosmetik dan makanan industri. Sejalan dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia, Enseval juga melakukan diversifikasi ke sejumlah jenis usaha diluar bidang perdagangan dan distribusi.

Ketika manajemen membuat keputusan untuk kembali ke bisnis inti pada tahun 1993, semua kegiatan usaha perdagangan dan distribusi dipindahkan ke PT Arya Gupta Cempaka, sebuah perusahaan yang didirikan pada tahun 1988, yang kemudian, pada tanggal 6 Agustus 1993, berubah nama menjadi PT Enseval. Pada tanggal 1 Agustus 1994, Perusahaan ini terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebagai PT Enseval Tbk.

Kegiatan Perusahaan difokuskan pada jasa distribusi dan perdagangan, dan terdiri dari empat divisi:

- i) Produk farmasi penjualan dan divisi distribusi
- ii) Produk konsumen, di balik produk dan penjualan nutrisi dan divisi distribusi
- iii) Pemasaran perangkat medis dan divisi distribusi
- iv) Divisi pemasaran dan penjualan produk kimia bahan baku untuk industri farmasi, kosmetik dan makanan dan kesehatan hewan

Pada akhir tahun 2008, Perseroan memiliki 5 anak:

- i) PT Tri Sapta Jaya
- ii) PT Millenia Dharma Insani
- iii) PT Enseval Medika Prima
- iv) PT Global Chemindo Megatrading
- v) PT Renalmed Tiara Utama

K7.4 Latar Belakang Merger

PT Kalbe Farma pernah mengalami krisis pada tahun 1998 namun berhasil kembali dari keterpurukan yang ada melalui restrukturisasi hutang. Hasil penaatan ulang segmen usaha tersebut telah menimbulkan pertumbuhan penjualan konsolidasi Kalbe Farma dan Dankos diatas pertumbuhan farmasi nasional secara terus menerus sejak tahun 1998. Setelah kondisi perusahaan dinilai cukup stabil, direksi Kalbe Farma dan Dankos mempertimbangkan penggabungan usaha sebagai langkah strategis untuk meningkatkan daya saing dalam industri Farmasi dan produk-produk yang berkaitan. Pada 16 Desember 2005, manajemen Kalbe Farma resmi mengumumkan penggabungan Dankos dan Enseval dengan melakukan *merger*. Proses merger yang dilakukan Kalbe Farma dalam kasus ini hampir tidak mengalami tantangan dari luar perusahaan karena Kalbe Farma melakukan merger internal. Hanya saja, hal yang perlu diperhatikan justru tantangan internal setelah merger tersebut berlangsung karena karyawan yang ada harus kembali beradaptasi dengan lingkungan kerja yang berbeda (termasuk adanya perubahan struktur dalam perusahaan)

K7.5 Kinerja Perusahaan Sebelum Akuisisi

Sebelum merger tersebut terjadi, ketiga perusahaan tersebut sedang berusaha memulihkan diri dari krisis moneter yang melanda di Indonesia. Walaupun akhirnya terjadi perbaikan akan kinerja keuangan namun rasio hutang pada ekuitas (*debt to equity ratio*) milik Kalbe Farma masih sangat tinggi (lebih dari 100%). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sekalipun memiliki laba terhadap ekuitas yang baik namun masih berada dalam posisi beresiko dimana modal perusahaan lebih banyak dibiayai oleh hutang. Selain itu, PT Enseval juga masih memiliki hutang dalam bentuk mata uang asing. Diharapkan melalui merger ini mampu meningkatkan efisiensi dan efektivitas kinerja perusahaan.

K7.6 Proses Merger

Proses merger Kalbe Farma dimulai dengan Rencana Penjajakan Merger yang diumumkan di media massa pada 13 Juni 2005, dimana Bursa Efek Jakarta (BEJ) mulai sesi I perdagangan melakukan suspensi atau menghentikan sementara perdagangan saham tiga emiten, yakni PT Dankos Laboratories

Tbk, PT Enseval Tbk, dan PT Kalbe Farma Tbk. Suspensi itu terkait dengan rencana peninjauan penggabungan Dankos dan Enseval ke dalam Kalbe Farma

Proses merger selanjutnya yaitu pengumuman Rancangan Penggabungan pada 30 September 2005. Dengan adanya rancangan penggabungan, para karyawan, pemegang saham, manajemen dan pemangku kepentingan dapat mengetahui informasi - informasi yang dibutuhkan dan bertujuan untuk menghindari insider trading.

Pada tanggal 29 November 2005, Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) menyetujui penggabungan (merger) Kalbe Farma, Dankos, dan Enseval, menjadi perusahaan yang eksis. Dengan penggabungan ini, seluruh kegiatan usaha, aset, tagihan, dan karyawan beralih kepada Kalbe Farma. Rapat dihadiri lebih dari 80 persen pemegang saham dan disetujui sedikitnya 60 persen pemegang saham independen

K7.7 Kinerja Perusahaan Sesudah Akuisisi

Penggabungan usaha atau merger di antara ketiga perusahaan yaitu Kalbe Farma, Dankos, dan Enseval telah memberikan Kalbe Farma suatu pondasi yang kokoh untuk memperkuat posisi kepemimpinan Kalbe Farma di pasar domestik serta bertumbuh secara global. Hal itu dapat dilihat perkembangan pasar yang dijangkau oleh Kalbe dimana pada tahun 2005, Kalbe berhasil memasuki pasar Nigeria melalui Orange Drugs Co. Ltd

Sedangkan untuk biaya produksi, Kalbe mampu melakukan efisiensi pembelian bahan baku dimana Kalbe menyatukan pembelian bahan baku keseluruhan perusahaan (sebelumnya dilakukan sendiri-sendiri) agar mendapatkan harga yang lebih murah serta relasi dengan pemasok akan jauh lebih baik dan luas.

Ditinjau dari sisi keuangannya, Kalbe Farma mampu meningkatkan kinerja rasio pinjaman terhadap hutang. Hal itu terlihat dari penurunan total pinjaman hutang yang cukup signifikan pada tahun 2006. Maka dapat disimpulkan bahwa merger ini juga berdampak pada kemampuan permodalan Kalbe Farma.

K7.8 Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Merger

Merger yang dilakukan Kalbe Farma memang sesuai dengan apa yang diharapkan oleh perusahaan. Namun, tidak ada sebuah rencana merger yang terjadi karena keberuntungan. Tetap ada faktor-faktor penentu yang mempengaruhi keberhasilan kebijakan Kalbe Farma ini:

1. Kejelian dalam melihat peluang. Kalbe Farma melihat bahwa kondisi perusahaannya sudah mulai stabil sehingga perusahaan akhirnya berani memutuskan untuk menggabungkan semua usahanya sekaligus untuk meningkatkan efektivitas dan efisiensi
2. Merger ini merupakan batu loncatan dari Kalbe untuk meluaskan pangsa ke luar negeri. Kalbe melihat bahwa jika internal kurang baik maka Kalbe akan terancam kebangkrutan oleh karena nilai hutang dalam mata uang asing (untuk meluaskan jaringan, Kalbe tentu menggunakan mata uang asing sedangkan kondisi mata uang Rupiah belum benar-benar stabil)
3. Keuntungan dalam kekayaan *Research and Development*, daripada saling berkompetisi yang saling menjatuhkan, maka tindakan merger dengan anak perusahaan yang sekaligus competitor akan menguatkan posisi Kalbe Farma di pasar obat-obatan

K7.9 Kesimpulan

Sekilas merger yang terjadi pada Kalbe Farma bukanlah sebuah peristiwa yang besar. Bahkan secara nilai tidaklah setinggi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan lainnya. Namun disini, kita dapat belajar bahwa merger tidak harus bernilai besar namun kembali pada tujuan semula yaitu meningkatkan *shareholder value* maupun *corporate profitability*. Bukan berarti juga, merger semacam ini tidaklah mengalami hambatan karena setiap perusahaan yang melakukan merger tentu harus beradaptasi khususnya dari kedua perusahaan yang memiliki budaya yang berbeda termasuk ancaman perampangan karyawan sehingga perusahaan harus menyiapkan biaya lebih untuk pesangon jika memang hal itu terjadi.

PERTANYAAN PENGUASAAN MATERI

1. Jelaskan mengapa Kalbe Farma tertarik untuk melakukan M&A dengan Dankos & Enseval?

2. Jelaskan bagaimana proses M&A Kalbe Farma dengan Dankos & Enseval?
3. Bagaimana kinerja perusahaan tersebut setelah M&A?
4. Pembelajaran apa yang penting anda lihat dalam proses M&A diatas?

-oo0oo-