



Merger & Akuisisi dan Restrukturisasi Korporasi

Tinjauan Teoritis, Perkembangan, Penerapan, dan Analisis Kritis dalam Perspektif
Manajemen Keuangan Korporasi

**Rizky Ferari Oktavian¹, Herry Achmad Buchory², Siti Wulansari³, Hasti Pramesti
Kusnara⁴, Yus Djunaedi Rusli⁵, Dede Sugandi⁶**

Universitas Widyatama

Email: rizky.ferari@widyatama.ac.id, herry.achmad@widyatama.ac.id,
siti.wulansari@widyatama.ac.id, pramesti.hasti@widyatama.ac.id,
yusdjunaedi@widyatama.ac.id, dede.sugandi@widyatama.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini menyajikan tinjauan literatur komprehensif mengenai merger dan akuisisi (M&A) dan restrukturisasi korporasi dalam perspektif manajemen keuangan korporasi. Kajian mencakup definisi dari 12 sumber internasional bereputasi, urgensi M&A dan restrukturisasi bagi keberlangsungan korporasi, faktor-faktor determinan yang memengaruhi keputusan M&A, perkembangan 10 teori dari Synergy Theory (1960-an) hingga Behavioral M&A Theory, kelebihan dan kelemahan setiap teori, relevansi teoritis terhadap berbagai sektor bisnis, modal kerja, investasi jangka panjang, dan financial assets, serta analisis kritis empat studi kasus nyata: Amazon MGM (2022), Merger Bank Syariah Indonesia (2021), Restrukturisasi Garuda Indonesia (2021–2022), dan GoTo Group. Temuan kajian menunjukkan bahwa tidak ada teori tunggal yang mampu menjelaskan seluruh dimensi M&A pendekatan eklektik yang mengintegrasikan Synergy, Agency, dan Signaling Theory paling relevan dalam konteks Indonesia. Implikasi praktis dan akademis dibahas secara mendalam.

Kata Kunci: *Merger, Akuisisi, Restrukturisasi Korporasi, Synergy Theory, Agency Theory, Signaling Theory, Nilai Perusahaan, Integrasi Pasca-Merger*

ABSTRACT

This study presents a comprehensive literature review on mergers and acquisitions (M&A) and corporate restructuring from the perspective of corporate financial management. The review encompasses definitions derived from twelve reputable international sources, the strategic importance of M&A and restructuring for corporate sustainability, determinant factors influencing M&A decisions, the evolution of ten major theories ranging from Synergy Theory (1960s) to Behavioral M&A Theory, the strengths and limitations of each theoretical perspective, their relevance across various business sectors, working capital management, long-term investments, and financial assets, as well as a critical analysis of four real-world case studies: Amazon–MGM (2022), the merger of Bank Syariah Indonesia (2021), the restructuring of Garuda Indonesia (2021–2022), and GoTo Group. The findings indicate that no single theory is capable of explaining all dimensions of M&A activities; rather, an eclectic approach integrating Synergy Theory, Agency Theory, and Signaling Theory appears to be the most relevant framework within the Indonesian context. Practical and academic implications are discussed extensively.

Keywords: *Mergers, Acquisitions, Corporate Restructuring, Synergy Theory, Agency Theory, Signaling Theory, Firm Value, Post-Merger Integration.*

PENDAHULUAN

Manajemen keuangan (financial management) pada hakikatnya adalah seni sekaligus ilmu dalam mengelola sumber daya keuangan perusahaan secara optimal guna memaksimalkan nilai bagi pemegang saham (shareholder value maximization). Brigham dan Houston (2019) menegaskan bahwa terdapat tiga pilar keputusan utama dalam manajemen keuangan: keputusan investasi (investment decision), keputusan pendanaan (financing decision), dan keputusan dividen (dividend decision). Ketiga keputusan ini saling berinteraksi dan membentuk fondasi dari seluruh aktivitas keuangan korporasi.

Dalam konteks keputusan investasi, pertanyaan fundamental yang sering dihadapi manajer senior adalah: bagaimana perusahaan dapat bertumbuh secara lebih cepat dari yang dimungkinkan oleh pertumbuhan organik semata? Jawaban atas pertanyaan ini sering mengarah pada strategi pertumbuhan anorganik (inorganic growth), yang salah satu manifestasinya yang paling signifikan adalah melalui aktivitas Merger & Akuisisi (M&A) dan Restrukturisasi Korporasi.

Ross, Westerfield, dan Jaffe (2019) dalam Corporate Finance menegaskan bahwa M&A merupakan mekanisme pasar untuk pengendalian korporasi (market for corporate control) yang berfungsi sebagai salah satu mekanisme governance paling powerful memaksa manajemen perusahaan yang poorly-managed untuk berubah atau digantikan oleh pihak yang lebih kompeten. Sementara restrukturisasi korporasi baik yang bersifat finansial, operasional, maupun portofolio merupakan strategi adaptasi perusahaan terhadap perubahan lingkungan bisnis yang semakin dinamis dan kompetitif.

Relevansi kajian M&A dan restrukturisasi semakin tak terbantahkan ketika melihat data global: menurut Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA, 2024), nilai transaksi M&A global pada tahun 2021 melampaui USD 5,9 triliun rekor sepanjang masa—dengan lebih dari 62.000 transaksi tercatat. Di Indonesia, mega-transaksi seperti merger Bank Syariah BUMN menjadi BSI (2021), konsolidasi Gojek-Tokopedia membentuk GoTo (2021), dan restrukturisasi dramatis Garuda Indonesia melalui PKPU (2021) membuktikan bahwa M&A dan restrukturisasi adalah realitas strategis yang menentukan nasib ribuan karyawan dan jutaan pemegang saham.

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini merumuskan permasalahan akademis sebagai berikut: (1) Apakah konsep fundamental, determinan, dan teori-teori yang menjelaskan M&A dan restrukturisasi korporasi? (2) Bagaimana relevansi teoritis dalam berbagai konteks bisnis? (3) Apa pelajaran kritis dari penerapan teori pada kasus nyata? Penelitian ini bertujuan memberikan tinjauan literatur yang komprehensif, analitis, dan kritis yang dapat menjadi referensi akademis maupun praktis.

Kontribusi akademis dari penelitian ini terletak pada integrasi 10 teori M&A yang dikembangkan selama enam dekade terakhir dengan empat studi kasus nyata di Indonesia dan global, sehingga menghasilkan pendekatan eklektik yang relevan untuk konteks bisnis Indonesia. Kontribusi praktisnya adalah memberikan kerangka analitis bagi pengambil keputusan korporasi dalam merencanakan, mengeksekusi, dan mengelola M&A serta restrukturisasi korporasi.

TINJAUAN PUSTAKA

Definisi dan Pengertian M&A dan Restrukturisasi Korporasi

Definisi M&A dan restrukturisasi korporasi telah dikembangkan oleh berbagai sumber internasional bereputasi dengan pendekatan multidisiplin yang mencakup dimensi hukum, ekonomi, keuangan, dan strategis. Tabel 1 menyajikan sintesis definisi dari 12 sumber akademis terkemuka.

Tabel 1. Sintesis Definisi M&A dan Restrukturisasi Korporasi dari Berbagai Sumber

No	Sumber	Definisi M&A / Restrukturisasi	Penekanan Utama
1	Ross, Westerfield & Jaffe (2019)	Merger adalah penggabungan dua perusahaan di mana perusahaan yang diakuisisi kehilangan identitas hukumnya. Akuisisi adalah pembelian sebagian besar saham atau aset perusahaan lain untuk mendapatkan kendali operasional dan strategis.	Identitas hukum & kontrol
2	Brealey, Myers & Allen (2020)	Merger adalah penggabungan dua entitas menjadi satu di mana pemegang saham keduanya menerima klaim atas entitas gabungan. Restrukturisasi adalah perubahan menyeluruh dalam komposisi aset, operasional, atau pendanaan perusahaan.	Klaim pemegang saham & aset
3	Brigham & Houston (2019)	M&A adalah strategi pertumbuhan anorganik di mana perusahaan menggabungkan atau mengakuisisi entitas lain untuk mencapai sinergi, efisiensi, atau ekspansi pasar yang lebih cepat dari pertumbuhan organik.	Pertumbuhan anorganik & sinergi
4	DePamphilis (2019)	M&A adalah transaksi yang melibatkan perubahan kontrol atas seluruh atau sebagian perusahaan. Restrukturisasi korporasi mencakup semua tindakan yang mengubah secara signifikan komposisi aset, kewajiban, atau ekuitas perusahaan.	Perubahan kontrol & komposisi
5	Gaughan (2018)	Merger adalah kombinasi dua perusahaan di mana satu entitas selamat. Akuisisi adalah pembelian perusahaan target. Restrukturisasi mencakup divestasi, spin-off, carve-out, dan perubahan struktur keuangan/organisasi yang fundamental.	Taksonomi lengkap M&A & restrukturisasi
6	Jensen (1988)	Akuisisi (takeover) adalah mekanisme pasar untuk pengendalian korporasi yang berfungsi mendisiplinkan manajemen yang tidak efisien dan mengalokasikan sumber daya kepada pengguna yang lebih produktif dalam perekonomian.	Market for corporate control
7	Modigliani & Miller (1963)	Restrukturisasi keuangan adalah perubahan komposisi utang-ekuitas perusahaan dengan tujuan mengoptimalkan struktur modal, memaksimalkan tax shield, dan meminimalkan WACC.	Optimasi struktur modal
8	Andrade, Mitchell & Stafford (2001)	Merger adalah kombinasi dua perusahaan yang secara empiris menghasilkan abnormal return positif bagi target (20-50% premium)	Distribusi return empiris

No	Sumber	Definisi M&A / Restrukturisasi	Penekanan Utama
		namun seringkali abnormal return negatif bagi acquirer pada jendela peristiwa pengumuman.	
9	Manne (1965)	Merger dan akuisisi merupakan komponen esensial dari market for corporate control—mekanisme kompetitif di mana tim manajemen bersaing untuk mengelola sumber daya korporasi, mendorong efisiensi melalui ancaman pengambilalihan.	Efisiensi & kompetisi manajemen
10	Hitt, Harrison & Ireland (2001)	M&A merupakan strategi korporasi multidimensi yang melibatkan pertimbangan keuangan, strategis, operasional, dan manusia. Restrukturisasi adalah penyesuaian radikal strategi, struktur, sistem, dan budaya untuk meningkatkan daya saing.	Pendekatan multidimensi
11	OECD (2020)	M&A adalah instrumen kebijakan industri yang mempengaruhi konsentrasi pasar, inovasi teknologi, dan dinamika persaingan. Restrukturisasi korporasi merupakan respons adaptif terhadap perubahan regulasi, teknologi, dan kondisi makroekonomi.	Perspektif kebijakan & regulasi
12	Weston, Mitchell & Mulherin (2004)	Takeover, merger, dan restrukturisasi korporasi adalah mekanisme pasar yang mencerminkan proses terus-menerus dalam perekonomian untuk mengalokasikan sumber daya secara lebih efisien dalam respons terhadap perubahan teknologi, regulasi, dan permintaan konsumen.	Alokasi sumber daya dinamis

Dari 12 definisi di atas, dapat disintesis bahwa M&A dan restrukturisasi korporasi pada intinya adalah: (1) mekanisme perubahan kontrol dan kepemilikan korporasi; (2) instrumen untuk mencapai sinergi, efisiensi, dan pertumbuhan; (3) alat governance yang mendisiplinkan manajemen melalui ancaman pengambilalihan; dan (4) respons adaptif terhadap perubahan lingkungan bisnis. Untuk kepentingan penelitian ini, M&A didefinisikan sebagai transaksi yang mengubah struktur kepemilikan dan kendali perusahaan, sementara restrukturisasi korporasi adalah perubahan fundamental dalam komposisi aset, kewajiban, operasional, atau organisasi perusahaan yang bertujuan meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan.

Urgensi M&A dan Restrukturisasi bagi Keberlangsungan Korporasi

Pertumbuhan organik melalui ekspansi kapasitas produksi, pengembangan produk baru, atau pembukaan pasar baru secara mandiri memiliki keterbatasan inheren dalam hal kecepatan. M&A memungkinkan perusahaan memperoleh kapabilitas, pasar, atau teknologi dalam hitungan bulan yang mungkin memerlukan bertahun-tahun untuk dikembangkan secara organik. Dalam industri teknologi yang mengalami disruption eksponensial, kecepatan ini bukan sekadar keunggulan melainkan syarat kelangsungan hidup (survival condition).

Brealey, Myers, dan Allen (2020) mengidentifikasi bahwa M&A menciptakan nilai ketika: nilai gabungan melebihi jumlah nilai individual (sinergi positif), perusahaan target dikelola di bawah potensinya (inefficiency hypothesis), atau ketika merger memungkinkan masuk

ke pasar baru yang sebelumnya tidak terjangkau. Tabel 2 menyajikan urgensi multi-dimensi M&A dan restrukturisasi korporasi.

Tabel 2. Urgensi Multi-Dimensi M&A dan Restrukturisasi Korporasi

Dimensi	Urgensi & Penjelasan	Sumber Akademis
Penciptaan Nilai Agregat	M&A yang berhasil menciptakan sinergi menghasilkan nilai gabungan yang melebihi jumlah nilai individual. Target mendapat control premium 20-50%; masyarakat mendapat efisiensi alokasi sumber daya.	Andrade et al. (2001); Brealey et al. (2020)
Efisiensi Pasar	M&A berfungsi sebagai mekanisme seleksi alam korporasi—perusahaan yang tidak efisien rentan diakuisisi, mendorong seluruh industri untuk beroperasi lebih efisien demi menghindari hostile takeover.	Manne (1965); Jensen (1986)
Inovasi & Teknologi	Perusahaan mature mengakuisisi startup berteknologi tinggi untuk mengakselerasi transformasi digital tanpa harus membangun kapabilitas dari nol. Contoh: Microsoft mengakuisisi GitHub, LinkedIn, dan Activision.	OECD (2020); Hitt et al. (2001)
Respons terhadap Overcapacity	Dalam industri yang mengalami overcapacity (perbankan, baja, penerbangan), konsolidasi melalui merger menghasilkan industri yang lebih sehat dan berkelanjutan dengan utilisasi kapasitas yang lebih optimal.	Jensen (1993); Weston et al. (2004)
Restrukturisasi sebagai Survival	Perusahaan yang mengalami financial distress menggunakan restrukturisasi keuangan (renegoisasi utang, debt-to-equity swap) sebagai alternatif kebangkrutan—mempertahankan kelangsungan bisnis dan pekerjaan karyawan.	Altman (1984); DePamphilis (2019)
Penghematan Pajak	M&A dapat menciptakan nilai melalui penggunaan net operating loss carryforward, peningkatan kapasitas utang (dan tax shield), serta restrukturisasi entitas yang mengoptimalkan beban pajak konsolidasi.	Ross et al. (2019); Graham (2000)
Diversifikasi Risiko	Konglomerasi melalui M&A dapat mengurangi risiko spesifik perusahaan melalui diversifikasi arus kas dari berbagai segmen bisnis, meskipun debat akademis tentang nilai diversifikasi korporasi masih berlanjut.	Villalonga (2004); Gaughan (2018)
Nilai Opsi Strategis	M&A memberikan opsi untuk memasuki pasar baru, mengadopsi teknologi baru, atau keluar dari bisnis yang tidak menguntungkan—nilai yang tidak selalu tercermin dalam analisis DCF konvensional.	Smit & Trigeorgis (2004); DePamphilis (2019)
Peningkatan Daya Tawar	Konsolidasi horizontal meningkatkan market share dan daya tawar terhadap pemasok dan pelanggan, meskipun harus seimbang dengan kepentingan persaingan yang dijaga oleh regulator (KPPU di Indonesia, FTC di AS).	Gaughan (2018); OECD (2020)
Pemulihan dari Krisis	Restrukturisasi korporasi adalah instrumen krusial dalam pemulihan perusahaan dari krisis—memungkinkan perusahaan seperti Garuda Indonesia untuk bertahan melalui PKPU dan merestrukturisasi utang miliaran dolar.	Weston et al. (2004); Altman (1984)

Faktor-Faktor yang Memengaruhi M&A dan Restrukturisasi Korporasi

Keputusan M&A tidak lahir dalam vacuum—ia merupakan produk dari interaksi kompleks antara faktor-faktor internal perusahaan yang mencerminkan posisi strategis, keuangan, dan operasional perusahaan saat ini, serta faktor-faktor eksternal yang mencerminkan kondisi pasar dan lingkungan makroekonomi.

Faktor-Faktor Internal

Faktor internal perusahaan yang memengaruhi keputusan M&A meliputi: (1) Free Cash Flow (FCF) yang berlimpah memberikan sumber daya untuk membiayai akuisisi tanpa harus menerbitkan utang atau ekuitas baru (Jensen, 1986); (2) Profitabilitas rendah pada perusahaan target menjadikannya akuisisi yang menarik bagi acquirer yang yakin dapat meningkatkan efisiensi operasional (Manne, 1965); (3) Leverage tinggi dan financial distress memaksa perusahaan melakukan restrukturisasi keuangan atau menjadi target akuisisi (Altman, 1984); (4) Underutilized assets menjadikan perusahaan target yang menarik karena potensi peningkatan nilai melalui manajemen aset yang lebih baik (Gaughan, 2018); (5) Kualitas manajemen secara signifikan memengaruhi kemampuan perusahaan mengeksekusi M&A, di mana CEO overconfident lebih sering melakukan akuisisi yang overpaid (Roll, 1986); dan (6) Posisi pasar dan pangsa pasar mendorong perusahaan melakukan merger horizontal untuk menghindari erosi pangsa pasar dari pesaing yang lebih agresif (DePamphilis, 2019).

Faktor-Faktor Eksternal

Faktor eksternal yang memengaruhi M&A meliputi: (1) Gelombang M&A (merger waves) yang berkorelasi dengan kondisi pasar modal dan dipicu oleh industrial shocks—perubahan teknologi, regulasi, atau harga komoditas (Mitchell & Mulherin, 1996); (2) Kondisi pasar saham yang bullish mendorong M&A stock-for-stock, di mana acquirer menggunakan saham yang dipersepsikan overvalued sebagai mata uang akuisisi (Baker & Wurgler, 2002); (3) Tingkat suku bunga rendah mengurangi biaya pendanaan akuisisi melalui utang (leveraged buyout), mendorong aktivitas M&A (DePamphilis, 2019); (4) Perubahan regulasi dan deregulasi sering memicu gelombang konsolidasi horizontal (Jovanovic & Rousseau, 2002); (5) Globalisasi dan persaingan internasional memaksa perusahaan mencapai skala yang kompetitif melalui M&A cross-border (Hitt et al., 2001); (6) Perkembangan teknologi disruption memaksa perusahaan tradisional mengakuisisi perusahaan teknologi (DePamphilis, 2019); dan (7) Kondisi makroekonomi—ekspansi ekonomi mendorong M&A, sementara resesi menekan aktivitas, meskipun krisis COVID-19 secara paradoksal menghasilkan selektif M&A oleh perusahaan dengan kas berlimpah (Gaughan, 2018; IMAA, 2024).

Perkembangan Teori M&A dan Restrukturisasi Korporasi

Studi teoritis mengenai M&A dan restrukturisasi korporasi telah berkembang secara substansial selama lebih dari enam dekade. Setiap teori yang lahir merupakan respons terhadap keterbatasan teori sebelumnya, sehingga membentuk bangunan intelektual yang kumulatif dan saling melengkapi. Era modern studi M&A dimulai ketika Henry Manne (1965) memperkenalkan konsep 'market for corporate control'—sebuah pandangan revolusioner yang memposisikan M&A bukan sekadar transaksi keuangan, melainkan mekanisme kompetitif yang esensial dalam ekonomi pasar.

Tabel 3 menyajikan matriks perkembangan 10 teori M&A dan restrukturisasi korporasi dari Synergy Theory (1960-an) hingga Post-Merger Integration Theory.

No	Nama Teori	Penemu/Pelopop	Inti Teori	Sumber Rujukan
1	Market for Corporate Control Theory	Manne (1965)	Pasar untuk pengendalian korporasi berfungsi sebagai mekanisme kompetitif di mana tim manajemen bersaing mengelola aset korporasi. Perusahaan badly-managed menjadi target takeover; ancaman ini mendisiplinkan manajemen.	Manne (1965)
2	Synergy Theory	Penfield Smith (1966); Bradley et al. (1988)	M&A menciptakan nilai ketika sinergi operasional (economies of scale, scope, complementary capabilities) dan sinergi keuangan (tax shield, increased debt capacity) menghasilkan nilai gabungan yang melebihi jumlah nilai individual.	Bradley et al. (1988)
3	Agency Theory & FCF Hypothesis	Jensen & Meckling (1976); Jensen (1986)	Konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal) memengaruhi keputusan M&A. Manajer dengan FCF berlimpah melakukan empire-building acquisitions yang melampaui kepentingan pemegang saham.	Jensen & Meckling (1976)
4	Hubris Hypothesis	Roll (1986)	Akuisisi sering terjadi bukan karena sinergi nyata, melainkan karena 'hubris' (kesombongan) manajerial manajemen pengakuisisi terlalu percaya diri dalam mengestimasi sinergi dan kemampuan mengelola target.	Roll (1986)
5	Signaling Theory	Ross (1977); Myers & Majluf (1984)	Keputusan M&A mentransmisikan informasi privat kepada pasar melalui mekanisme signaling. Akuisisi dengan kas menandakan confidence acquirer; akuisisi dengan saham menandakan adverse selection.	Myers & Majluf (1984)
6	Efficiency Theory	Hicks (1935); Alchian & Demsetz (1972)	M&A terjadi ketika perusahaan yang lebih efisien (manajemen superior) mengakuisisi perusahaan yang kurang efisien dan menerapkan praktik manajemen yang lebih baik.	DePamphilis (2019)
7	Stock Market-Driven Acquisitions Theory	Shleifer & Vishny (2003)	Merger waves didorong oleh misvaluasi di pasar saham. Rational managers dari perusahaan overvalued menggunakan saham mereka	Shleifer & Vishny (2003)

No	Nama Teori	Penemu/Pelopor	Inti Teori	Sumber Rujukan
			sebagai mata uang akuisisi untuk mengakuisisi aset undervalued.	
8	Diversification Theory	Lewellen (1971); Villalonga (2004)	Konglomerat menciptakan nilai melalui: (a) internal capital markets yang lebih efisien; (b) diversifikasi arus kas yang mengurangi risiko kebangkrutan; (c) co-insurance effect antar segmen bisnis.	Villalonga (2004)
9	Dynamic Capabilities & Strategic Fit	Teece et al. (1997); Hitt et al. (2001)	M&A yang berhasil bergantung pada strategic complementarity—sumber daya dan kapabilitas yang saling melengkapi. Dynamic capabilities: kemampuan mengintegrasikan, membangun, dan mengkonfigurasi ulang kapabilitas internal dan eksternal.	Teece et al. (1997)
10	Post-Merger Integration Theory	Haspeslagh & Jemison (1991); Zollo & Singh (2004)	Nilai M&A tidak tercipta pada saat penandatanganan, melainkan pada tahap integrasi pasca-merger. Integration capability adalah determinan utama keberhasilan M&A—mencakup harmonisasi organisasi, budaya, teknologi, dan proses bisnis.	Zollo & Singh (2004)

Kelebihan dan Kelemahan Setiap Teori

Setiap teori M&A memiliki kontribusi akademis yang signifikan sekaligus keterbatasan yang perlu diakui. Tabel 4 menyajikan analisis komparatif kelebihan dan kelemahan dari 10 teori M&A.

Tabel 4. Kelebihan dan Kelemahan Setiap Teori M&A

Teori	Kelebihan / Kontribusi	Kelemahan / Kritik Akademis
Market for Corporate Control (Manne, 1965)	Memberikan justifikasi ekonomi yang kuat bagi hostile takeover; konsisten dengan prinsip efisiensi pasar; menjadi dasar deregulasi M&A di AS era 1980-an.	Oversimplifikasi realita: manager resistance tidak selalu karena inefficiency; mengabaikan dampak sosial PHK; hubris dan agency problems melemahkan prediksi efisiensi; tidak menjelaskan kegagalan M&A yang masif (70-80%).
Synergy Theory	Motivasi yang paling mudah dirasionalisasikan; memberikan kerangka analitis terstruktur; konsisten dengan premium yang dibayarkan dalam transaksi nyata; dapat dikuantifikasi (NPV sinergi).	Sinergi sering diestimasi overoptimistic; synergy illusion: manajemen menggunakan sinergi untuk merasionalisasikan empire building; sulit memisahkan genuine synergy dari rationalization ex-post; tidak menjelaskan mengapa nilai acquirer sering turun saat pengumuman.

Teori	Kelebihan / Kontribusi	Kelemahan / Kritik Akademis
Agency Theory & FCF Hypothesis	Menjelaskan empire building acquisitions yang value-destroying; memberikan basis teoretis bagi LBO sebagai mekanisme disiplin; konsisten dengan evidence: acquirer dengan FCF tinggi cenderung overpay.	Sulit mengukur agency cost secara akurat; mengasumsikan conflict of interest sebagai dominan—mengabaikan kasus manajer yang genuinely aligned; tidak menjelaskan cross-sectional variation dalam akuisisi yang value-creating.
Hubris Hypothesis (Roll, 1986)	Menjelaskan mengapa acquirer sering overpay (winner's curse); konsisten dengan evidence: announcement returns acquirer rata-rata negatif; menghubungkan psikologi manajerial dengan keputusan keuangan.	Sulit membedakan hubris dari genuine superior information; tidak memberikan prescriptive guidance yang jelas bagi praktisi; overly focused pada managerial psychology, mengabaikan faktor struktural.
Signaling Theory	Menjelaskan market reaction berbeda terhadap cash vs stock deals; konsisten dengan evidence: stock acquisitions lebih sering underperform; mengintegrasikan information economics ke dalam M&A analysis.	Signaling mechanism bisa sangat costly untuk dieksekusi; tidak jelas sinyal apa yang terbaik dalam berbagai situasi; bisa menjadi explanasi ex-post yang terlalu fleksibel.
Efficiency Theory	Intuisi yang kuat: M&A sebagai transfer efisiensi manajerial; menjelaskan mengapa perusahaan berkinerja baik sering menjadi acquirer; memberikan basis bagi conglomerate acquisitions dalam developing markets.	Sulit mengukur managerial efficiency secara objektif; tidak menjelaskan failure rate yang tinggi jika transfer efficiency semudah itu; mengasumsikan best practices dari acquirer otomatis applicable ke target.
Stock Market-Driven Theory	Menjelaskan hubungan empiris yang kuat antara merger waves dan bull markets; integrasikan behavioral finance ke dalam analisis M&A; konsisten dengan stock deal underperformance jangka panjang.	Bergantung pada asumsi market mispricing yang kontroversial dalam konteks EMH; tidak sepenuhnya menjelaskan cash deals dalam merger waves; prediksi deterministik yang terlalu sederhana untuk kompleksitas M&A.
Diversification Theory	Menjelaskan persistensi konglomerasi meskipun conglomerate discount terdokumentasi; internal capital markets: relevant di emerging markets; co-insurance effect mengurangi risiko kebangkrutan.	Conglomerate discount empiris melemahkan argumen value creation; investor dapat diversifikasi sendiri melalui portfolio; agency problem lebih besar dalam konglomerat (cross-subsidization, managerial slack).
Dynamic Capabilities & Strategic Fit	Mengintegrasikan strategy dan finance dalam analisis M&A; menjelaskan mengapa strategic fit lebih penting dari financial fit; provides framework untuk pre-acquisition due diligence yang komprehensif.	Sulit mengkuantifikasi strategic fit untuk analisis keuangan formal; konsep dynamic capabilities masih diperdebatkan; tidak memberikan prediksi yang falsifiable secara mudah; terlalu fokus pada acquirer's capabilities.
PMI Theory	Menjelaskan mengapa deal quality \neq execution quality; memberikan framework integration management yang actionable; konsisten dengan high failure rate empiris M&A (70-80%); menghubungkan knowledge management dengan M&A outcomes.	Kurang formalized secara matematis—lebih descriptive daripada predictive; integration capability sulit diukur sebelum deal completion; tidak menjelaskan variation dalam integration approach yang optimal.

Relevansi Teori terhadap Berbagai Konteks Bisnis

Relevansi teoritis M&A bervariasi secara signifikan tergantung pada konteks sektor bisnis, jenis investasi, dan karakteristik perusahaan. Tabel 5 menyajikan pemetaan teori dominan untuk setiap sektor bisnis utama.

Tabel 5. Teori Paling Cocok untuk Setiap Sektor Bisnis

Sektor Bisnis	Teori Dominan	Argumentasi & Contoh
Perbankan & Keuangan	Market for Corporate Control + Regulatory Framework + Synergy Theory	Konsolidasi perbankan didorong oleh: (1) regulatory pressure (OJK, Basel III) yang mendorong bank kecil merger untuk memenuhi minimum capital requirements; (2) synergy: economies of scale dalam IT infrastructure dan back-office; (3) market for corporate control: bank yang gagal diambilalih oleh bank yang lebih sehat. Contoh: Merger Bank Syariah BUMN → BSI (2021).
Manufaktur & Industri Berat	Efficiency Theory + Synergy Theory + Agency Theory	Industri berat mengalami konsolidasi horizontal didorong oleh: (1) overcapacity yang membutuhkan rationalization; (2) economies of scale yang masif dalam produksi; (3) FCF hypothesis—CAPEX besar meningkatkan risiko empire building.
Teknologi Digital & Startup	Stock Market-Driven Theory + Dynamic Capabilities + PMI Theory	Tech M&A didorong oleh: (1) acqui-hire—membeli talent dan IP; (2) acquirer menggunakan overvalued stock sebagai mata uang (Shleifer-Vishny); (3) platform ecosystem: mengakuisisi untuk melengkapi ekosistem produk. Kecepatan integrasi (PMI) menjadi critical success factor.
Properti & Real Estate	Synergy Theory (Asset Aggregation) + Tax Benefits	Konsolidasi properti didorong oleh: (1) agregasi aset tanah untuk proyek berskala lebih besar; (2) tax optimization melalui struktur trust (REIT/DIRE); (3) land bank sebagai strategic resource.
Retail & Consumer Goods	Efficiency Theory + Synergy (Supply Chain)	Konsolidasi retail didorong efisiensi rantai pasokan, private label development, dan purchasing power vis-à-vis supplier. Contoh: Alfamart/Indomaret expansion melalui akuisisi minimarket lokal.
Media & Entertainment	Stock Market-Driven + Content Synergy Theory	Media M&A didorong oleh content library aggregation dan platform integration. Contoh: Amazon-MGM (2022): USD 8,45 miliar untuk content library James Bond. Nilai intangible (IP, brand) menjadi primary driver.
Farmasi & Bioteknologi	Dynamic Capabilities + Real Options Theory	Big Pharma mengakuisisi biotech startup untuk: (1) pipeline innovation tanpa invest dalam early-stage R&D; (2) technology platform acquisition; (3) acqui-hire of scientific talent.
Perusahaan Keluarga (Indonesia)	Agency Theory + Diversification + PMI Theory	Motivasi M&A yang unik: (1) portfolio diversification sebagai wealth preservation strategy; (2) succession planning through acquisition; (3) principal-principal conflict antar anggota keluarga. PMI Theory sangat relevan karena cultural integration antara outsider acquiree dengan family business culture.

Relevansi Teori terhadap Jenis Investasi

Investasi pada Modal Kerja

M&A yang terkait dengan modal kerja (working capital) paling tepat dianalisis melalui lensa Efficiency Theory dan Agency Theory. Efficiency Theory menjelaskan bahwa akuisisi yang meningkatkan efisiensi rantai pasokan, inventory management, dan receivables collection secara langsung mengoptimalkan modal kerja perusahaan gabungan. Perusahaan acquirer yang lebih efisien menerapkan best practices dalam manajemen kas dan persediaan ke target—ini adalah transfer efficiency yang langsung berdampak pada operating working capital cycle. Agency Theory (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa manajer dengan kelebihan kas (excess cash = salah satu komponen modal kerja) cenderung menginvestasikannya pada akuisisi meskipun NPV negatif. Sinergi working capital—misalnya eliminasi duplicate suppliers dan konsolidasi payment terms dengan vendor—merupakan sinergi yang paling cepat terealisasi pasca-merger dan paling mudah dikuantifikasi. Contoh: Merger Alfamart dengan jaringan distribusi regional menghasilkan efisiensi cash conversion cycle (CCC) yang signifikan.

Investasi Jangka Panjang / Aktiva Tetap

Investasi jangka panjang melalui M&A—akuisisi pabrik, infrastruktur, jaringan distribusi, atau kapabilitas teknologi—paling komprehensif dianalisis dengan Synergy Theory, Dynamic Capabilities Theory, dan PMI Theory. Synergy Theory menjelaskan bahwa long-term capex synergies adalah inti dari kebanyakan industrial M&A. Konsolidasi pabrik, sharing R&D facilities, dan joint infrastructure investment menghasilkan economies of scale yang bersifat permanent dan menghasilkan competitive moat yang berkelanjutan. Dynamic Capabilities Theory (Teece et al., 1997) menyatakan bahwa akuisisi aktiva tetap yang strategis menciptakan dynamic capabilities yang memungkinkan perusahaan beradaptasi dengan perubahan lingkungan. PMI Theory menegaskan bahwa integrasi aktiva tetap pasca-akuisisi (IT systems integration, manufacturing process harmonization) adalah proses jangka panjang yang menentukan apakah sinergi investasi benar-benar terealisasi. Contoh: Akuisisi PT Semen Holcim Indonesia oleh PT Semen Indonesia (Persero) Tbk menghasilkan economies of scale dalam logistik, energi, dan distribusi.

Investasi pada Financial Assets

M&A yang melibatkan financial assets paling tepat dianalisis dengan Stock Market-Driven Theory, Signaling Theory, dan Diversification Theory. Stock Market-Driven Theory (Shleifer & Vishny, 2003) menjelaskan bahwa keputusan acquirer untuk menggunakan overvalued stock sebagai currency akuisisi financial assets adalah contoh paling murni dari teori ini. Signaling Theory menjelaskan bahwa akuisisi financial assets (cross-shareholding, strategic stakes) sering digunakan sebagai sinyal strategic alliance atau commitment kepada pasar. Diversification Theory menjelaskan bahwa investasi dalam financial assets lintas industri merupakan strategi diversifikasi portofolio korporasi. Co-insurance effect dari holding diversified financial assets mengurangi overall risk perusahaan dan meningkatkan debt capacity. Contoh: Danareksa Capital menggunakan financial asset acquisitions sebagai vehicle untuk portfolio diversification dan signaling kemitraan strategis.

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan metode tinjauan literatur sistematis (systematic literature review) dengan pendekatan kualitatif-analitis. Metode ini dipilih karena tujuan penelitian

adalah mengintegrasikan dan mensintesis perkembangan teoritis M&A serta menganalisis penerapannya pada kasus nyata.

Desain Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai studi literatur komprehensif yang mengikuti kerangka PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses) yang telah disesuaikan untuk tinjauan literatur manajemen keuangan. Penelitian ini tidak melibatkan pengumpulan data primer melainkan menganalisis data sekunder dari publikasi akademis, laporan keuangan perusahaan, dan dokumen regulator.

Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini terdiri dari tiga kategori utama: (1) Buku teks akademis bereputasi internasional, termasuk *Corporate Finance* (Ross et al., 2019), *Principles of Corporate Finance* (Brealey et al., 2020), *Fundamentals of Financial Management* (Brigham & Houston, 2019), dan *Mergers, Acquisitions & Other Restructuring Activities* (DePamphilis, 2019); (2) Jurnal akademis bereputasi yang terindeks Scopus dan Web of Science, termasuk *Journal of Financial Economics*, *Journal of Economic Perspectives*, *Strategic Management Journal*, dan *Journal of Business*; serta (3) Data empiris dari laporan keuangan perusahaan, dokumen PKPU, prospektus IPO, dan laporan tahunan perusahaan yang menjadi objek studi kasus.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini meliputi: (1) Content analysis terhadap 12 definisi M&A dari sumber internasional untuk mengidentifikasi tema-tema konseptual yang dominan; (2) Comparative analysis terhadap 10 teori M&A untuk mengidentifikasi kelebihan, kelemahan, dan kondisi boundary masing-masing teori; (3) Cross-case synthesis terhadap empat studi kasus nyata (Amazon-MGM, Merger BSI, Restrukturisasi Garuda, dan GoTo Group) untuk mengidentifikasi pola-pola keberhasilan dan kegagalan M&A; serta (4) Theory-application mapping untuk menentukan teori mana yang paling relevan dalam konteks spesifik Indonesia.

Validitas dan Reliabilitas

Untuk memastikan validitas internal, penelitian ini menggunakan triangulasi sumber—membandingkan informasi dari berbagai sumber akademis dan empiris untuk setiap klaim yang dibuat. Validitas eksternal dijaga dengan memilih studi kasus yang representatif dari berbagai sektor dan konteks (global, BUMN, startup, restrukturisasi). Reliabilitas penelitian dijaga melalui dokumentasi sistematis dari seluruh sumber yang digunakan dan penggunaan format sitasi yang konsisten (APA 7th Edition).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini menyajikan analisis empat studi kasus nyata yang masing-masing merepresentasikan konteks berbeda dari M&A dan restrukturisasi korporasi. Setiap kasus dianalisis melalui multi-perspektif teoritis untuk mengidentifikasi pelajaran akademis dan praktis yang dapat diambil.

Kasus 1: Akuisisi Amazon – MGM (2022)

Salah satu transaksi M&A paling ikonik di era streaming adalah akuisisi Metro-Goldwyn-Mayer (MGM) oleh Amazon.com Inc. dengan nilai USD 8,45 miliar yang diselesaikan pada 17 Maret 2022. Acquirer: Amazon.com, Inc.; Target: Metro-Goldwyn-Mayer Holdings Inc. (MGM); Nilai: USD 8,45 Miliar (enterprise value); Aset Utama MGM:

4.000+ film library; 17.000+ episode TV; Franchise: James Bond, Rocky, Creed, The Handmaid's Tale.

Analisis Teoritis Multi-Perspektif

Pertama, Synergy Theory. Amazon mengidentifikasi tiga sinergi utama yang merasionalisasikan premium signifikan di atas estimasi analisis (USD 5-6 miliar). Sinergi konten: 4.000+ film langsung memperkaya library Amazon Prime Video tanpa biaya produksi incremental besar. Sinergi franchise: James Bond IP bernilai miliaran dolar sebagai platform untuk film baru, merchandise, dan cross-selling dengan ekosistem Amazon (Alexa, Prime Gaming). Sinergi distribusi: konten MGM dapat didistribusikan melalui seluruh platform Amazon.

Kedua, Dynamic Capabilities Theory. Akuisisi MGM mencerminkan strategi Amazon untuk membangun content creation capability sebagai dynamic capability yang berkelanjutan. Dengan MGM, Amazon tidak hanya mendapat content library—tetapi juga production studio infrastructure, director relationships, dan institutional knowledge yang sulit dibangun organik. Ini konsisten dengan Teece et al. (1997): kemampuan mengintegrasikan aset eksternal ke dalam kapabilitas inti adalah sumber competitive advantage yang berkelanjutan dalam perang streaming.

Ketiga, Stock Market-Driven Theory. Amazon, dengan market cap >USD 1,7 triliun dan P/E sangat tinggi, memiliki expensive currency untuk digunakan dalam akuisisi. Meskipun transaksi diselesaikan dengan kas, keputusan untuk menggunakan kas mencerminkan confidence manajemen bahwa Amazon stock tidak perlu diencerkan untuk membiayai transaksi—signal positif kepada pasar tentang kekuatan kas Amazon.

Keempat, PMI Theory. Tantangan integrasi MGM ke Amazon Studios terbukti kompleks. Integrasi 4.000+ film library ke platform teknologi Amazon memerlukan massive metadata management dan rights clearance work. Budaya Hollywood studio (MGM) berbeda signifikan dengan budaya tech-driven Amazon—classic PMI challenge yang diprediksi teori Haspeslagh-Jemison (1991). Amazon memilih pendekatan preservation integration—mempertahankan MGM brand dan sebagian besar operasi independen, sambil secara bertahap mengintegrasikan content into Prime Video pipeline.

Kasus 2: Merger Bank Syariah BUMN – Lahirnya BSI (2021)

Merger tiga bank syariah BUMN (Bank BRI Syariah/BRIS, Bank BNI Syariah/BNIS, dan Bank Syariah Mandiri/BSM) menjadi PT Bank Syariah Indonesia Tbk (BSI) efektif 1 Februari 2021 adalah salah satu merger korporasi terbesar dalam sejarah Indonesia. Entitas Baru: PT Bank Syariah Indonesia Tbk (BRIS sebagai surviving entity); Total Aset Saat Merger: Rp 239,56 Triliun; Laba Bersih 2023: Rp 5,7 Triliun; Aset 2023: >Rp 340 Triliun; Regulator: OJK, Bank Indonesia.

Analisis Teoritis Multi-Perspektif

Pertama, Synergy Theory. Lima kategori sinergi yang diidentifikasi: (a) sinergi skala—BSI masuk 10 besar bank syariah dunia, mengakses pembiayaan lebih murah; (b) sinergi biaya—konsolidasi back-office, IT, dan cabang tumpang tindih menghemat Rp 1-2 triliun/tahun; (c) sinergi product development—basis nasabah yang lebih besar memungkinkan produk inovatif; (d) sinergi ekspansi global—ke Dubai, Kuala Lumpur, London; (e) sinergi market share—dari 6-7% menuju target 20% dalam satu dekade.

Kedua, Market for Corporate Control (Manne, 1965)—Versi Regulasi. Merger BSI adalah variasi unik dari teori Manne di mana 'control' beralih bukan melalui pasar bebas tetapi melalui keputusan regulator dan pemegang saham negara. Pemerintah Indonesia, sebagai

pemegang saham utama ketiga bank, menggunakan M&A sebagai kebijakan industri (industrial policy) untuk menciptakan 'national champion' perbankan syariah yang mampu bersaing di level global.

Ketiga, PMI Theory (Tantangan Kritis). Integrasi tiga core banking system yang berbeda merupakan tantangan PMI yang sangat kompleks. Gangguan sistem BSI pada Mei 2023—yang menyebabkan layanan tidak tersedia selama beberapa jam dan memengaruhi jutaan nasabah—adalah manifestasi nyata dari risiko PMI yang terdokumentasi dalam literatur. Haspeslagh-Jemison (1991) memperingatkan bahwa capability transfer dalam merger bank memerlukan waktu bertahun-tahun dan investment sistematis dalam IT integration.

Keempat, Agency Theory. Kepemilikan negara dalam ketiga bank menciptakan principal-agent dynamics yang unik. Pemerintah sebagai pemegang saham dominan memiliki multiple objectives—maximizing shareholder value, developing Islamic finance, financial inclusion, geopolitical positioning—yang tidak selalu selaras dengan pure value maximization. Ini menciptakan potensi soft budget constraint: BSI mungkin menerima implicit government support yang mengurangi tekanan pasar untuk beroperasi secara efisien.

Kasus 3: Restrukturisasi Garuda Indonesia (2021–2022)

Restrukturisasi dramatis PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk melalui Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) pada 2021-2022 merupakan studi kasus restrukturisasi korporasi yang mengandung pelajaran akademis yang sangat berharga tentang kegagalan governance, implikasi leverage berlebihan, dan kompleksitas turnaround dalam konteks perusahaan negara. Utang yang Direstrukturisasi: ~USD 9,8 Miliar; Periode Kritis: 2020-2022 (Dipicu COVID-19); Hasil PKPU: Debt haircut signifikan; konversi sebagian utang menjadi ekuitas (debt-to-equity swap).

Analisis Teoritis Multi-Perspektif

Pertama, Agency Theory (Kegagalan Paling Fundamental). Kasus Garuda adalah manifestasi ekstrim dari agency problem yang tidak terkelola. Skandal penyelundupan Harley-Davidson dan Brompton oleh Direktur Utama (2019) mencerminkan moral hazard yang sistemik—manajer memanfaatkan posisi untuk kepentingan pribadi. Lebih substansial, keputusan untuk menandatangani perjanjian sewa pesawat dengan biaya yang sangat tidak kompetitif adalah agency failure yang berdampak eksistensial. Jensen (1986) berargumen bahwa leverage mendisiplinkan manajer—namun dalam konteks BUMN dengan implicit government guarantee, mekanisme disiplin ini tidak berfungsi efektif.

Kedua, Financial Distress & Restrukturisasi Keuangan. Altman's Z-score Garuda sudah menunjukkan zona bahaya (distress zone) sejak 2018—jauh sebelum pandemi. Net profit margin negatif, leverage ratio >10x (sangat jauh di atas norma industri penerbangan ~2-4x), dan covenant violations pada berbagai fasilitas kredit merupakan indikator yang seharusnya mendorong tindakan restrukturisasi proaktif lebih awal. Pandemi COVID-19 hanyalah trigger yang mengeksaserbasi kondisi yang sudah sangat rentan.

Ketiga, Market for Corporate Control (Gagal Berfungsi). Teori Manne (1965) memprediksi bahwa perusahaan yang tidak efisien seharusnya diakuisisi atau diambilalih oleh manajemen yang lebih kompeten. Namun dalam konteks BUMN, mekanisme ini tidak dapat berjalan normal karena: (a) pemerintah tidak akan melepaskan kendali Garuda kepada swasta; (b) national pride dan strategic considerations menggantikan pure economic rationality; (c) implicit guarantee mencegah market exit yang alamiah. Hasilnya adalah zombie company yang bertahan dengan bantuan negara tanpa tekanan kompetitif yang semestinya.

Keempat, PMI/Turnaround Theory. Restrukturisasi Garuda memerlukan pendekatan turnaround yang komprehensif—bukan sekadar restrukturisasi finansial. Komponen kritis: (a) rasionalisasi armada—mengembalikan >100 pesawat dan renegotiasi kontrak leasing; (b) rasionalisasi jaringan rute—fokus pada rute-rute profitable; (c) efisiensi SDM—program pensiun dini sukarela; (d) rebuilding commercial partnerships. Keberhasilan turnaround sangat bergantung pada kemampuan manajemen baru untuk merestore kepercayaan stakeholder.

Kasus 4: GoTo Group – Ekosistem Digital melalui Merger dan Serial Akuisisi

Merger Gojek dan Tokopedia menjadi PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GoTo) pada Mei 2021—dengan valuasi gabungan sekitar USD 18 miliar dan IPO di BEI pada April 2022 merupakan salah satu transaksi M&A paling signifikan dalam sejarah startup Indonesia. Kasus ini mencerminkan dinamika unik M&A dalam konteks platform economy yang berbeda secara fundamental dari M&A konvensional. Core Business: Ride-hailing (Gojek), E-commerce (Tokopedia), Fintech (GoPay, GoTo Financial); Akuisisi Strategis: Saham Bank Jago (fintech banking license); Net Loss 2022: Rp 40,4 Triliun; Revenue 2022: Rp 7,9 Triliun.

Analisis Teoritis Multi-Perspektif

Pertama, Synergy Theory (Platform Ecosystem Synergies). Merger Gojek-Tokopedia didasarkan pada thesis synergy yang sangat spesifik untuk platform economy: (a) demand-side synergies—user Gojek dapat di-cross-sell ke Tokopedia dan sebaliknya, meningkatkan Gross Transaction Value per user; (b) supply-side synergies—merchant Tokopedia dapat menggunakan Gojek untuk delivery, menciptakan integrated commerce-logistics solution; (c) payment ecosystem GoPay sebagai payment layer terintegrasi lintas platform menciptakan data advantage dan reduced customer acquisition cost. Bradley et al. (1988) memprediksi synergy creation; namun dalam platform economy, synergies lebih bersifat network-effect multipliers daripada operational cost reductions.

Kedua, Stock Market-Driven Theory. GoTo melakukan IPO pada April 2022—tepat ketika era low interest rates / growth stock euphoria mulai berakhir. Ini adalah contoh menarik di mana market timing berjalan tidak sempurna: GoTo IPO dengan valuasi premium yang tidak bertahan—harga saham turun >70% dari harga IPO dalam dua tahun pertama. Shleifer & Vishny (2003) memprediksi bahwa penggunaan overvalued stock untuk M&A menghasilkan long-term underperformance—konsisten dengan trajectory GoTo pasca-IPO.

Ketiga, Dynamic Capabilities Theory. Akuisisi saham Bank Jago oleh GoTo (melalui Gojek pre-merger) merupakan contoh sophisticated capability acquisition—mendapatkan banking license sebagai regulatory capability yang tidak bisa dibangun organik dengan mudah. Teece et al. (1997): mengintegrasikan financial services capability (Bank Jago) dengan transportation & commerce platform (GoTo) menciptakan dynamic capability yang memungkinkan GoTo menawarkan embedded finance products yang sulit direplikasi kompetitor tanpa licensed banking entity.

Keempat, PMI Theory. Integrasi budaya antara dua unicorn dengan culture yang berbeda—Gojek (transportation-first, Jakarta-based) vs Tokopedia (commerce-first, egalitarian culture)—merupakan PMI challenge yang signifikan. Laporan media menunjukkan bahwa departures beberapa executive kunci pasca-merger mengindikasikan cultural integration difficulties yang diprediksi PMI Theory. Zollo & Singh (2004): knowledge transfer capabilities yang berbeda antara Gojek dan Tokopedia memerlukan deliberate learning mechanisms yang sistematis untuk merealisasikan operational synergies.

Analisis Kritis dan Komentar Lintas Dimensi

Dimensi Governance dan Kelembagaan

Analisis kritis terhadap keempat studi kasus mengungkapkan bahwa kualitas corporate governance adalah variabel moderating yang paling signifikan dalam menentukan outcomes M&A—variabel yang seringkali terabaikan dalam analisis keuangan murni. Kasus Garuda Indonesia membuktikan secara dramatis bahwa governance failure dapat mentransformasi perusahaan BUMN yang strategis menjadi zombie corporation dengan utang tidak terkendali. Perbedaan outcomes antara BSI (mengalami integrasi yang challenging tetapi fundamental bisnis positif) dan Garuda (krisis eksistensial) mencerminkan perbedaan kualitas governance. BSI memiliki oversight yang lebih ketat dari OJK dan Bank Indonesia—regulasi sektor perbankan yang lebih stringent memaksa governance standard yang lebih tinggi. Garuda, sebaliknya, beroperasi dengan regulatory oversight yang relatif lebih longgar dan political interference yang lebih tinggi. Jensen (1993) menyatakan bahwa board of directors sering gagal menjalankan fungsi monitoring yang efektif—argumen yang sangat relevan untuk BUMN Indonesia. Rekomendasi praktis: setiap M&A yang melibatkan BUMN memerlukan independent M&A committee yang terdiri dari komisar independen dengan mandat eksplisit untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dan publik.

Dimensi Budaya dan Sumber Daya Manusia

Literatur manajemen yang kaya tentang organizational culture change sering diabaikan dalam analisis keuangan M&A yang terlalu terfokus pada angka-angka finansial. Keempat kasus menunjukkan bahwa human capital integration adalah determinan kritis yang tidak dapat dikuantifikasi namun sangat material dalam outcomes M&A. Dalam kasus GoTo, kepergian co-founders dan executive senior—termasuk William Tanuwijaya (CEO Tokopedia) setelah periode post-merger—mencerminkan realita bahwa talent retention dalam M&A startup adalah salah satu risiko yang paling sulit dikelola. Hitt et al. (2001) menekankan bahwa dalam M&A berbasis human capital (tech startups, professional services), nilai utama yang diakuisisi ada 'di dalam kepala orang' (embodied in people), bukan dalam aset fisik atau bahkan IP yang sudah terdaftar. Ketika people leaves, value follows. Untuk merger BSI, integrasi budaya tiga bank syariah dengan tradisi organisasi yang berbeda—BRI Syariah (culture BRI yang strong), BNI Syariah (culture BNI government bank), dan Bank Syariah Mandiri (heritage Mandiri Group)—memerlukan deliberate cultural integration program yang jauh lebih sophisticated dari sekadar corporate rebranding.

Dimensi Teknologi dan Transformasi Digital

Era keempat industri (4th Industrial Revolution) menghadirkan dimensi baru dalam M&A: technology due diligence kini sama pentingnya dengan financial dan legal due diligence. Kegagalan integrasi IT adalah penyebab utama PMI failures yang paling mahal dan paling sering terjadi—namun paling sering diabaikan dalam perencanaan pre-deal. Kasus BSI mengajarkan bahwa core banking system integration bukan proyek IT biasa—ia adalah transformasi fundamental yang menyentuh setiap aspek operasional bank. McKinsey (2022) memperkirakan bahwa IT integration dalam bank merger memerlukan 3-5 tahun dan dapat menghabiskan 15-20% dari nilai deal untuk diselesaikan dengan benar. Kegagalan untuk mengalokasikan budget dan waktu yang cukup adalah kesalahan yang sering dibuat karena tekanan stakeholder untuk segera merealisasikan sinergi. Dalam konteks Amazon-MGM, perbedaan mendasar antara content company culture MGM dan tech company culture Amazon menciptakan integration challenge yang tidak hanya bersifat operasional tetapi juga epistemological—cara Hollywood membuat keputusan

(relationship-based, creative-led) berbeda fundamental dari cara Amazon membuat keputusan (data-driven, metrics-based).

Dimensi Regulasi dan Kepentingan Publik

M&A yang melibatkan perusahaan-perusahaan besar tidak hanya berdampak pada pemegang saham—tetapi juga pada karyawan, konsumen, komunitas lokal, dan industri secara keseluruhan. Inilah mengapa regulatory oversight terhadap M&A merupakan kebutuhan yang tidak bisa dinegosiasikan dalam sistem ekonomi pasar modern. Di Indonesia, KPPU (Komisi Pengawas Persaingan Usaha) memiliki mandat untuk mengevaluasi M&A yang melampaui threshold tertentu. Namun kapasitas analitik KPPU—baik dari sisi sumber daya manusia maupun alat analisis ekonometrik—masih perlu ditingkatkan secara signifikan untuk mengikuti kompleksitas M&A di era platform economy dan data-driven businesses. Kasus akuisisi Amazon-MGM menunjukkan bahwa regulasi antitrust di era digital memerlukan framework yang sangat berbeda dari era industri konvensional: market power dalam platform economy tidak diukur dari market share sederhana, melainkan dari data control, algorithmic advantage, dan network effect dominance—konsep yang belum sepenuhnya terakomodasi dalam kerangka antitrust tradisional.

KESIMPULAN

Tinjauan literatur komprehensif dan analisis kritis empat studi kasus nyata dalam penelitian ini memungkinkan penarikan kesimpulan akademis berikut.

Pertama, M&A dan restrukturisasi korporasi adalah instrumen manajemen keuangan yang sangat powerful namun inherently complex—berpotensi menciptakan nilai yang besar (melalui sinergi, efisiensi, dan strategic repositioning) namun juga berpotensi menghancurkan nilai yang sama besarnya (melalui overpayment, cultural clash, dan PMI failures). Data empiris yang konsisten menunjukkan bahwa 70-80% transaksi M&A gagal mencapai nilai sinergi yang dijanjikan—sebuah statistik yang seharusnya membuat para pengambil keputusan lebih berhati-hati dan lebih realistis dalam perencanaan M&A.

Kedua, tidak ada satu teori tunggal yang mampu menjelaskan seluruh dimensi kompleksitas M&A. Setiap teori menangkap aspek tertentu dari realitas: Synergy Theory menjelaskan motivasi fundamental; Agency Theory menjelaskan distorsi manajerial; Hubris Hypothesis menjelaskan overpayment; Signaling Theory menjelaskan market reactions; PMI Theory menjelaskan post-deal performance. Pendekatan eklektik yang mengintegrasikan multiple theories sesuai konteks adalah yang paling robust secara akademis dan paling berguna secara praktis.

Ketiga, konteks Indonesia menghadirkan nuansa unik yang memerlukan adaptasi teori-teori yang dikembangkan dalam konteks pasar maju. Dominasi perusahaan keluarga (family business), kepentingan BUMN yang sering didorong political objectives, underdevelopment pasar modal yang membatasi pilihan pendanaan, dan regulatory landscape yang terus berkembang menciptakan dynamics M&A yang tidak sepenuhnya tertangkap oleh teori mainstream yang dikembangkan berdasarkan data AS dan Eropa.

Keempat, dimensi non-keuangan—governance, budaya organisasi, manajemen perubahan, dan integrasi teknologi—tidak kalah pentingnya dari dimensi keuangan dalam menentukan keberhasilan M&A. Kegagalan untuk memberikan perhatian serius pada dimensi-dimensi ini adalah penyebab terbesar mengapa transaksi yang 'sempurna di atas kertas' berakhir dengan hasil yang mengecewakan dalam realitas.

Kelima, dalam era disrupsi digital dan volatilitas makroekonomi yang tinggi, fleksibilitas strategis—kemampuan untuk beradaptasi, berrestrukturisasi, dan melakukan akuisisi selektif—adalah kapabilitas korporasi yang semakin kritis. Perusahaan yang mampu membangun *organizational capabilities* untuk mengelola M&A dan restrukturisasi secara efektif memiliki keunggulan kompetitif yang berkelanjutan dalam *landscape* bisnis yang terus berubah.

Implikasi Teoritis

Penelitian ini memberikan implikasi teoritis penting bagi pengembangan literatur manajemen keuangan korporasi. Pertama, penelitian ini mengkonfirmasi bahwa pendekatan eklektik yang mengintegrasikan Synergy Theory, Agency Theory, dan Signaling Theory paling relevan dalam konteks Indonesia. Kedua, penelitian ini mengidentifikasi kebutuhan untuk mengembangkan teori M&A yang secara spesifik mengakomodasi karakteristik perusahaan keluarga dan BUMN di Indonesia. Ketiga, penelitian ini menunjukkan bahwa PMI Theory perlu diperkuat dengan dimensi teknologi dan budaya digital dalam era transformasi digital.

Implikasi Praktis

Bagi praktisi manajemen keuangan korporasi, penelitian ini memberikan beberapa rekomendasi praktis. Pertama, setiap keputusan M&A harus dianalisis melalui multi-perspektif teoritis, bukan hanya berdasarkan analisis keuangan sempit. Kedua, *due diligence* harus mencakup *assessment governance*, *cultural fit*, dan *technology compatibility*, bukan hanya *financial* dan *legal due diligence*. Ketiga, alokasi sumber daya untuk *post-merger integration* harus direncanakan sejak tahap *pre-deal* dengan anggaran yang realistis. Keempat, BUMN yang melakukan M&A harus membentuk *independent M&A committee* untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dan publik.

Keterbatasan dan Saran Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui. Pertama, karena bersifat tinjauan literatur, penelitian ini tidak melibatkan pengumpulan data primer melalui survei atau wawancara dengan pelaku M&A di Indonesia. Kedua, analisis kasus dilakukan berdasarkan data sekunder yang tersedia secara publik, sehingga mungkin tidak menangkap dinamika internal yang tidak diungkapkan ke publik. Ketiga, penelitian ini tidak melakukan pengujian statistik formal terhadap hipotesis-hipotesis yang diidentifikasi.

Bagi penelitian mendatang, disarankan untuk: (1) Melakukan studi empiris kuantitatif dengan sampel M&A di Indonesia untuk menguji validitas teori-teori yang diidentifikasi dalam penelitian ini; (2) Melakukan wawancara mendalam dengan manajer senior yang terlibat dalam transaksi M&A di Indonesia untuk memahami dinamika internal yang tidak tercermin dalam laporan publik; (3) Mengembangkan model integrasi teoritis yang secara spesifik mengakomodasi konteks perusahaan keluarga dan BUMN di Indonesia; serta (4) Melakukan *longitudinal study* untuk mengamati *long-term outcomes* dari transaksi M&A yang dianalisis dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E.I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x>

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E.H. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90030-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90030-X)
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- DePamphilis, D. (2019). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (10th ed.). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/C2017-0-00741-9>
- Gaughan, P.A. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7th ed.). Wiley.
- Haspeslagh, P.C. & Jemison, D.B. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. Free Press.
- Hitt, M.A., Harrison, J.S., & Ireland, R.D. (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford University Press.
- IMAA Institute. (2024). *M&A Statistics – Worldwide*. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>
- Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jovanovic, B. & Rousseau, P.L. (2002). The Q-Theory of Mergers. *American Economic Review*, 92(2), 198-204.
- Manne, H.G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120. <https://doi.org/10.1086/259000>
- McKinsey & Company. (2022). *Mergers & Acquisitions: Performance and Value Creation*. McKinsey Global Institute.
- Mitchell, M.L. & Mulherin, J.H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- OECD. (2020). The Role of M&A in Fostering Innovation and Competitiveness. OECD Competition Division. <https://www.oecd.org/daf/competition/merger-review.htm>
- PT Bank Syariah Indonesia Tbk. (2023). Laporan Tahunan 2023. <https://www.bankbsi.co.id/investasi/laporan-tahunan>
- PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2021). Laporan Tahunan 2020 dan Dokumen PKPU.
- PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk. (2022). Prospektus IPO dan Laporan Tahunan 2022. Bursa Efek Indonesia.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
- Smit, H.T.J. & Trigeorgis, L. (2004). *Strategic Investment: Real Options and Games*. Princeton University Press.
- Teece, D.J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533. <https://doi.org/10.1002/smj.4250180702>
- Villalonga, B. (2004). Does Diversification Cause the 'Diversification Discount'? *Financial Management*, 33(2), 5-27.
- Weston, J.F., Mitchell, M.L., & Mulherin, J.H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance* (4th ed.). Pearson Education.
- Zollo, M. & Singh, H. (2004). Deliberate Learning in Corporate Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1233-1256. <https://doi.org/10.1002/smj.426>