

MERGER DAN AKUISISI: ALTERNATIF MENINGKATKAN KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM

Muhamad Syaichu

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRAKSI

Dampak merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham menunjukkan adanya perbedaan hasil. Satu pihak mengakibatkan kenaikan kesejahteraan pemegang saham dan disisi lain menurunkan kesejahteraan pemegang saham. Merger dan akuisisi tepat untuk memenuhi kekurangan sumber daya jika sumber daya yang dibutuhkan memiliki nilai strategik yang tinggi, adanya perbedaan yang kuat dengan sumber daya yang ada, adanya ketidakpastian pasar dan teknologi yang moderat atau rendah. Merger dan akuisisi akan menghasilkan kesejahteraan pemegang saham dengan diperolehnya abnormal return yang positif bagi perusahaan pengakuisisi maupun yang diakuisisi, jika kedua perusahaan tersebut memiliki sumber daya yang bernilai strategik yang terkospesialisasi (cospecialized).

Kata Kunci: Merger dan akuisisi, kesejahteraan pemegang saham, dan cospecialized

PENDAHULUAN

Meningkatnya aktivitas merger dan akuisisi di dunia industri perbankan didorong oleh adanya perubahan kondisi ekonomi. Menurut Berger *et al.* (1998) terdapat lima perubahan pokok dalam perekonomian yang mendorong maraknya aktivitas merger dan akuisisi yaitu kemajuan teknologi, meningkatnya kondisi keuangan, kelebihan kapasitas/kegagalan keuangan, konsolidasi pasar internasional dan deregulasi.

Merger dan akuisisi telah menjadi praktek bisnis kontemporer dalam upaya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Dari praktek bisnis ini mengundang banyak peneliti untuk melakukan penelitian. Telah banyak artikel yang dihasilkan dari hasil penelitian yang terkait dengan merger dan akuisisi. Berbagai aspek yang diteliti misalnya motivasi, dampak terhadap perusahaan yang terlibat dan karakteristiknya.

Sejumlah peneliti telah menguji dampak merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham. Hasil temuan menunjukkan adanya perbedaan hasil tentang dampak merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham. Temuan yang menyatakan bahwa merger dan

akuisisi mengakibatkan kenaikan kesejahteraan pemegang saham dilakukan oleh Benston *et al.* (1995), Damsetz dan Strahan (1995), Akhavein *et al.* (1997), Rhoades (1998), Hughes *et al.* (1999). Adapun penelitian merger dan akuisisi berdampak terhadap penurunan kesejahteraan saham dilakukan oleh Bradley (1980), Asquith (1983), Limmack (1991), dan Gregory (1997).

Temuan terhadap kegagalan kapabilitas merger dan akuisisi dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham menjadi topik yang menarik untuk dikaji lebih mendalam. Karena hal ini bertolak belakang dengan teori *economies of scale*, yang berarti dalam praktek bisnis terjadi *diseconomies of scale*. Dalam teori *economies of scale* dijelaskan bahwa dengan meningkatnya skala operasi akan didapat berbagai keuntungan ekonomis, seperti kenaikan efisiensi, kenaikan penerimaan dan menurunkan risiko (Hunter dan Wall, 1989; Spiegel dan Gart 1996).

Kegagalan kapabilitas merger dan akuisisi dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dijelaskan oleh beberapa peneliti antara lain: Roll (1986) dengan *hubris hypothesis* yang menyatakan bahwa

merger dan akuisisi tidak akan menaikkan kesejahteraan pemegang saham karena motivasi dilakukan merger dan akuisisi atas dasar kesalahan manager dalam mengestimasi nilai akuisisi, yaitu terlalu tinggi. Dengan tingginya nilai akuisisi menyebabkan kesejahteraan pemegang saham mengalami penurunan. Kedua, menurunnya kesejahteraan pemegang saham diakibatkan adanya peluang *agency problem* diantara para partisipan organisasi (Jensen dan Meckling, 1976). Ketidakmampuan dalam mengelola konflik akan mengakibatkan kinerja organisasi menurun, yang selanjutnya akan berdampak pada turunnya kesejahteraan pemegang saham.

Dari uraian tersebut di atas menimbulkan pertanyaan: bagaimana merger dan akuisisi yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham?

Aliran Pemikiran: Motif merger dan Akuisisi

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk menjelaskan alasan-alasan melakukan merger dan akuisisi baik dari sisi keunggulannya maupun kelemahannya. Berikut akan diuraikan konsep-konsep penting yang terkait dengan merger dan akuisisi dari berbagai aliran pemikiran, yaitu:

Industrial Organization Economics (IO Economics)

Dalam *IO economics* terdapat dua aliran pemikiran (*schools of thought*) yaitu *the market power school* dan *the efficiency school*. Penelitian dalam *market power school* merupakan penelitian yang menjelaskan bahwa merger dilakukan atas dasar motif monopoly (Stigler, 1950; Scherer, 1970). Namun penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Eckbo (1983), Stillman (1983), dan Jensen (1984) menunjukkan bahwa monopoly tidak lagi menjadi alasan utama untuk melakukan merger.

The efficiency school menjelaskan bahwa alasan utama merger dan akuisisi adalah meningkatnya *economies of scale* (Hopkin, 1983) dan *economies of scope* (Boumol, et al., 1988). Besarnya aktivitas merger dan akuisisi pada industri perbankan mungkin dapat diterangkan melalui efisiensi dengan adanya ekspansi pasar.

Financial Theory

Dalam teori keuangan dijelaskan merger dan akuisisi dilakukan untuk mendiversifikasi risiko (Lewellen, 1971), Namun, pandangan tersebut telah berubah dengan adanya keyakinan bahwa penurunan risiko dengan diversifikasi tidak lagi bernilai bagi investor. Para pemegang ekuitas dan hutang dapat mendiversifikasi risiko pada pasar modal yang efisien pada biaya yang lebih rendah dan lebih fleksibel (Chang dan Thomas, 1989). Sekalipun demikian, jika argumen pada teori keuangan diterima maka seharusnya perusahaan melakukan strategi konglomerat untuk menurunkan varian aliran kas dan risiko kegagalan.

Managerial Economics

Managerial Economics menggunakan teori keagenan (*agency theory*) untuk menjelaskan motif dilakukannya merger dan akuisisi. Manajer memiliki kebebasan sesuai dengan kebijaksanaannya (*discretionary freedom*) pada perusahaan publik, yang mereka dapat menggunakannya untuk kepentingannya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976). Terjadinya merger dan akuisisi diakibatkan para manajer puncak menginginkan bertambahnya pengaruh, kekuasaan, prestise dan status (Mueller, 1969). Merger dan akuisisi tidak didorong untuk meningkatkan nilai saham, tetapi lebih meningkatkan keuntungan manajerial (Roll, 1986). Para manajer sering kali menggunakan sumber daya dengan cara yang tidak efisien. Padahal perusahaan yang tidak efisien adalah menjadi target utama para investor agar menjadi lebih efisien (Jensen, 1984). Motivasi para investor untuk investasi adalah menemukan perusahaan yang nilai sahamnya lebih rendah dari pada nilai aset yang dijual. Rasionalitas investor adalah membeli perusahaan dengan harga murah dan menjualnya dengan harga yang tinggi.

Strategic Management

Pada literatur manajemen stratejik telah berusaha untuk memperluas gagasan yang dikembangkan para ekonom (*economist*) dengan menjelaskan alasan-alasan akuisisi yang bernilai (Chatterjee dan Wernefelt, 1991). Pada kajian ini telah mencakup perspektif *resource base* yang merupakan hasil penelitian Chatterjee (1986), Barney (1986,1988). Pada studi tersebut telah

membahas tentang sinergi, yang menunjukkan bahwa *strategic relatedness* tidak memadai untuk menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi para pemegang sahamnya perusahaan pengakuisisi (Harrison *et al.*, 1991), Hasil penelitian lain menekankan pentingnya merger dan akuisisi sebagai cara untuk meningkatkan kinerja (Bowman dan Singh, 1993). Peneliti lain yang menfokuskan konsekuensi strategi akuisisi yang tidak menguntungkan, seperti adanya penurunan untuk mengembangkan kemampuan inovasi (Hitt, *et al.*, 1996). Terdapat juga bukti yang dapat dipertimbangkan bahwa akuisisi memungkinkan perusahaan saling menukarkan sumber daya yang spesifik yang menjadi penyebab kegagalan pasar (Hennart dan Park, 1993). Sebagian besar penelitian yang mutakhir tentang *resource base* menunjukkan bahwa penggunaan merger dan akuisisi untuk mendapat cara memperbaiki kinerja (Capron dan Pastre, 2002).

Berbagai Cara Memenuhi Sumber daya dan Kapabilitas

Perusahaan yang telah mengidentifikasi kesenjangan sumber daya dan kapabilitasnya, maka perusahaan tersebut akan memutuskan bagaimana memenuhinya untuk mendapatkan sumber daya yang baru. Menurut Capron *et al.* (1998) untuk memenuhi kesenjangan sumber daya dan kapabilitas perusahaan dapat memilih (1) pasar faktor (*factor market*), (2) pengembangan internal (*internal developments*), (3) kerja sama (*cooperation*), (4) merger dan akuisisi. Terdapat tiga kondisi yang sangat krusial dalam memenuhi kesenjangan sumber daya (Eschen dan Bresser, 2003) yaitu: nilai sumber daya strategik (*strategic value of resources*), perbedaan antara sumber daya (*distance between resources*) dan ketidakpastian lingkungan (*environmental uncertainty*). Sumber daya dan kapabilitas yang strategik memungkinkan untuk pengembangan keunggulan bersaing berkelanjutan, sumber daya dan kapabilitas ini bersifat langka, sulit ditiru, tidak berkelanjutan dan tidak bebas bergerak sempurna (Barney, 1991). Jarak antara sumber daya menunjukkan perbedaan pokok antar sumber daya dan kapabilitas dan akan diikuti perbedaan jalur berikutnya (Teece,

1986). Ketidakpastian lingkungan menunjukkan ketidakpastian pasar dan teknologi yang apabila tidak ditangani dengan baik, sumber daya dan kapabilitas akan menjadi tanda tanya (Lieberman dan Montgomery, 1988).

Pasar Factor (Factor Markets)

Perusahaan yang berusaha memperbaiki sumber daya dan kapabilitasnya pada lingkungan bisnis yang dinamis, Maka akan menfokuskan pada sumber daya dan kapabilitas yang bernilai strategik yang mempermudah pengembangan keunggulan bersaing yang baru (Eisenhard dan Martin, 2000; Helfat dan Pateraf: 2003). Sumber daya dan kapabilitas yang bernilai strategik bersifat samar, spesifik, dan kompleks (McEvily dan Chakravarthy, 2000). Sumber daya dan kapabilitas akan menghadapi ketidakpastian pasar faktor karena berada dalam proses yang tidak dapat diraih secara terpisah (Teece, 1986a). Dan untuk mentransfer pengetahuan yang samar, penerima harus memiliki pengetahuan kode komunikasi (Dietrich, 1994) dengan cara komunikasi tatap muka.

Ketidaksempurnaan pasar untuk sumber daya yang bernilai strategik juga memungkinkan berasal dari biaya transaksi yang logis dan istimewa. Sumber daya spesifik yang bernilai tinggi ditandai dengan tingginya pemantauan dan biaya transaksi lain, sehingga sulit untuk diperdagangkan (Chi, 1994). Menurut Amit dan Schoemaker (1993) sumber daya yang bernilai strategik sulit untuk dibeli dan dijual dipasar faktor. Bahkan pasar faktor bisa tidak ada, seperti pasar reputasi (Dierikx dan Cool, 1989). Oleh karena itu pasar faktor tidak dapat memenuhi kebutuhan sumber daya yang bernilai strategik (McEvelly dan Chakravathy, 2000). Hanya sumber daya yang bernilai strategik rendah yang dapat dipenuhi dari pasar faktor.

Pengembangan Internal

Pemenuhan sumber daya dan kapabilitas dengan pengembangan internal akan dihadapkan permasalahan. Hal ini karena: *pertama*, pengembangan internal mungkin tidak cocok karena batasan waktu pada lingkungan bisnis yang dinamis (D'Aveni, 1994). Untuk memanfaatkan peluang bisnis baru, biasanya hanya ada strategi spesifik yang tersedia yang

periodenya terbatas (Abell, 1978). Dan juga sumber daya yang samar, spesifik dan kompleks dari sumber daya yang ada mungkin menunjukkan pengembangan yang berasal dari inovasi (Teece, 1986b). Isolasi mekanisme, terutama pada alur ketergantungan, mungkin memproteksi perusahaan dari tiruan untuk beberapa waktu yang memungkinkan posisi sumber dayanya akan menghasilkan rente ekonomi. Namun proteksi ini berimplikasi pada perusahaan yang ingin menciptakan inovasi sumberdaya yang sebenarnya akan dibatasi oleh adanya isolasi mekanisme.

Pengembangan internal dari sumber daya dan kapabilitas yang baru dibatasi oleh sumberdaya dan kapabilitas yang ada. Untuk mengembangkan sumber daya dan kapabilitas yang baru dengan cepat, perbedaan sumber daya yang ada dengan yang baru harus relatif kecil (Tripass dan Gavetti, 2000). Sehingga sumber daya dan kapabilitasnya baru dapat dikembangkan secara internal. Sebagai konsekuensi untuk menambah sumber daya dan kapabilitas yang baru diperlukan akses melalui sumber lain selain dari pasar faktor dan pengembangan internal. Alternatif lain adalah kejasama antar perusahaan (Capron dan Mitchel, 2004).

KERJA sama (Cooperation)

Joint venture dan bentuk lain kerja sama dapat mempermudah pertukaran sumber daya antar dua atau lebih perusahaan dan memberikan keunggulan tambahan (Hogedoom, 1993). Namun dari perspektif *resource base*, *joint venture* mempunyai dua keterbatasan dalam memenuhi kekurangan sumber daya, *pertama*, masuk ke dalam *joint venture* memiliki risiko tersebarnya keterampilan (*know how*) (Bresser, 1988). Ide untuk melakukan kerja sama karena adanya keunggulan khusus yang dimiliki partner ke dalam kombinasi baru. Hasil interaksi dari sumber daya dan kapabilitas pada *joint venture* memberikan partner untuk mengakses sumber daya orisinal dan yang telah ditransformasikan. *Kedua*, *joint venture* memungkinkan bertambahnya konflik antar partner. Perbedaan pengetahuan menjadi dasar terjadinya kolaborasi individu dalam *joint venture* yang memungkinkan akan menghasilkan penilaian dan ekspektasi yang berbeda.

Sekalipun adanya kekurangan *joint venture* memungkinkan memberikan alternatif yang bermanfaat untuk melakukan integrasi penuh karena adanya fleksibilitas. Jika *joint venture* dianggap sebagai pilihan yang riil, maka dapat diinterpretasikan sebagai strategi untuk mengembangkan sumber daya yang baru pada situasi ketidakpastian yang tinggi. *Joint venture* dapat membantu menghasilkan informasi tentang kemungkinan nilai di masa yang akan datang dari kombinasi sumber daya yang baru (Folta dan Miller, 2002). Sepanjang ketidakpastian pasar dan teknologi tentang sumber daya tinggi, *joint venture* akan memberikan nilai. Kerja sama akan tepat untuk memenuhi kesenjangan sumber daya tatkala ketidakpastian pasar dan teknologi tinggi.

Merger dan Akuisisi

Untuk mendapatkan sumber daya dan kapabilitas yang baru melalui pasar faktor, pengembangan internal dan kerja sama terdapat kesulitan akibat keadaan yang membatasinya. Merger dan akuisisi memberikan kemungkinan untuk mendapatkan sistem pengetahuan secara menyeluruh (Tsoukas, 1996) yang berakibat pada kesatuan kontrol (Nelson dan Winter, 1982). Akuisisi sumber daya dan kapabilitas memberikan kepada pengakuisisi pengendalian penuh dalam kesatuan institusi yang penyebaran informasinya memberikan keunggulan. Pertukaran informasi dan keterampilan dalam satu perusahaan lebih mudah untuk mengorganisasikan dan akan lebih efektif dari pada *joint venture* (Teece, 1986b) Dibandingkan dengan alternatif lain, sumber daya dan kapabilitas yang bernilai strategis relatif lebih mudah ditransfer melalui merger dan akuisisi.

Sumber daya yang diperoleh dari merger dan akuisisi memiliki keunggulan karena tidak dibatasi sumber daya dan kapabilitas yang ada (Krishnan, *et al.*, 2004). Dan tidak ada batasan untuk memperluas sekalipun sumber daya baru yang diperoleh berbeda dengan yang dimiliki saat ini.

PEROLEHAN NILAI DARI MERGER DAN AKUISISI

Penggunaan merger dan akuisisi untuk memenuhi kekurangan sumber daya tidak menghasilkan *abnormal return* yang positif

pada pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Penelitian empiris yang menunjukkan hasil demikian adalah Bradley (1980), Asquith (1983), dan Limmack (1991). Sebelum menjelaskan kondisi pemegang saham yang mendapatkan abnormal return yang positif akibat merger dan akuisisi, akan dijelaskan bagaimana hubungan sumber daya dan nilai.

Sumber daya, sinergi, komplementer dan Nilai.

Ketika merger dan akuisisi digunakan untuk mendapatkan sumber daya yang dimaksudkan untuk mewujudkan sinergi dari kombinasi perusahaan yang memiliki sumber daya strategis yang terkait. Sinergi dapat diciptakan jika sumberdaya dan kapabilitas dari perusahaan yang bergabung dapat ditransfer dan disebarkan antarentitas (Capron dan Mitchell, 2000). Sinergi dapat diraih jika kombinasi sumber daya dan kapabilitas komplementer. Kombinasi komplementer dari sumber daya yang baru dan lama mungkin menghasilkan seperangkap sumber daya yang sesuai dengan kebutuhan eksternal. Hal ini lebih baik dari pada sebelum merger. Oleh karena itu, perusahaan yang melakukan kombinasi komplementer akan dapat memenuhi kekurangan sumber daya (Barney, 1988). Jika kombinasi sumber daya dan kapabilitas tidak komplementer, transaksi tersebut tidak dapat diharapkan untuk menciptakan nilai. Sehingga kombinasi sumber daya komplementer akan meningkatkan nilai ekonomi. Namun, tidak semua tipe komplementer bernilai strategis.

Teece (1996b) menjelaskan tentang inovasi dan aliansi. Dalam penjelasan tersebut tipe sumber daya komplementer terbagi menjadi tiga yaitu: generik, spesialis dan kospesialisasi. Sumber daya komplementer generik adalah tidak spesifik untuk menyesuaikan dengan sumber daya yang lain. Sumber daya ini komoditas yang mudah digantikan karena tersedia melimpah dan kombinasi tipe ini tidak menciptakan nilai yang unik. Sumber daya yang terspesialisasi bergantung kepada sumber daya lain. Ketika sumberdaya terspesialisasi ini dipasangkan dengan sumber daya yang independen akan menciptakan nilai, dan ketika dipisah akan hilang nilainya. Sumber daya yang kospesialisasi ditandai dengan

ketergantungan bilateral yang akan menghasilkan nilai ekonomi jika digabung dan akan menurun nilainya jika dipisah. Sehingga nilai strategis dapat dihasilkan hanya dari kombinasi sumberdaya yang terspesialisasi dan terkospesialisasi.

Nilai Ekonomis Perusahaan Pengakuisisi dan Yang diakuisisi

Berbagai penelitian menunjukkan bahwa pemegang perusahaan pengakuisisi tidak mendapatkan nilai ekonomis seperti yang diperoleh perusahaan yang diakuisisi (Sirower, 1997). Ketidaksamaan distribusi keuntungan ini dapat dijelaskan untuk situasi yang melibatkan beberapa perusahaan penawar yang homogen. Homogenitas penawar akan menyebabkan homogenitas dalam menilai perusahaan yang akan diakuisisi, yang selanjutnya akan menyebabkan abnormal return nol untuk perusahaan yang mengakuisisi (Barney, 1988). Homogenitas penawar memungkinkan masuk dalam lelang penawaran, yang pada akhirnya menjadi problem bagi pemenang karena membayar dengan harga yang sangat mahal (Oster, 1994)

Untuk meraih nilai ekonomis, perusahaan pengakuisisi harus mencari pasar yang tidak sempurna. Pada pasar yang tidak sempurna posisi perusahaan pengakuisisi akan berbeda dengan perusahaan lainnya (*idiosyncratic*). Sehingga heterogenitas yang menjadi asumsi dasar teori *resource base*, akan memberikan dasar argumentasi yang logis untuk keberhasilan atau kegagalan merger dan akuisisi. Hanya heterogenitas antar perusahaan yang ada, yang dapat membedakan perusahaan meraih sinergi yang berbeda. Hal dikarenakan perusahaan yang diakuisisi akan menunjukkan nilai yang berbeda dengan perusahaan pengakuisisi yang berbeda. Jika perusahaan pengakuisisi dapat meraih sinergi yang tidak tersedia bagi perusahaan penawar lainnya, keunggulan ini mungkin tidak akan hilang dengan kompetisi dan pemegang saham perusahaan pengakuisisi dapat mengharapkan menerima nilai ekonomis dari merger dan akuisisi (Baghat *et al.*, 1990).

Barney mengidentifikasi tiga situasi pada pasar yang tidak sempurna yang memberikan posisi yang unik bagi perusahaan pengakuisisi. Situasi tersebut

adalah: (1) sinergi aliran kas yang memberikan nilai individual dan unik, (2) sinergi aliran kas yang memberikan nilai yang tidak dapat ditiru dan unik dan (3) sinergi aliran kas yang memberikan nilai yang tidak diperkirakan (Barney, 1988)

SUMBER-SUMBER KEUNTUNGAN POTENSIAL DARI MERGER DAN AKUISISI

Strategi merger dan akuisisi dimaksudkan untuk memperoleh manfaat dengan meningkatnya nilai kesejahteraan pemegang saham atau untuk meningkatkan nilai bagi manajer yang diterangkan dengan *management self-interest hypothesis*. Namun, pertanyaan seputar apakah merger dan akuisisi memiliki nilai dalam meraih keuntungan operasional dan finansial masih menjadi topik yang menjadi bahasan dalam literatur merger dan akuisisi. Berikut akan diuraikan sumber-sumber keuntungan potensial yang berasal dari merger dan akuisisi.

Keuntungan Sinergik

Dalam *synergy hypothesis* dijelaskan bahwa dua perusahaan akan memperoleh keuntungan lebih besar ketika keduanya melakukan penggabungan dibandingkan kalau beroperasi sendiri-sendiri. Kombinasi aset dari dua perusahaan akan meningkatkan nilai pasar agregat (Dodd & Ruback, 1977). Efek sinergi berasal dari meningkatnya efisiensi akibat adanya *economies of scope* atau *economies of scale* (Mueller, 1980).

Pengujian terhadap *synergy hypothesis* dilakukan oleh Seagall (1968) yang menunjukkan bahwa adanya penurunan biaya akibat merger. Adapun Mueller (1980) dalam penelitiannya menunjukkan tidak adanya dukungan terhadap *synergy hypothesis*. Peneliti lainnya, Bedingfield, Rockers dan Stagliano (1984) juga gagal menunjukkan adanya sinergi yang berasal dari merger bank. Dekade sebelumnya juga diadakan pengujian terhadap *synergy hypothesis* yang juga gagal menunjukkan adanya sinergi yang berasal dari merger dan akuisisi (Hogarty, 1970).

Keuntungan Monopolistik

The monopoly hypothesis menjelaskan bahwa *market power* dan keuntungan pasar yang terkait akan mengalami peningkatan

akibat penggabungan dua atau lebih perusahaan dalam satu industri. Eckbo's (1983) melakukan studi untuk menguji hipotesis ini dan temuannya menunjukkan tidak adanya dukungan terhadap *the monopoly hypothesis*.

Efisiensi Manajerial

The Inefficiency Hypothesis menjelaskan bahwa dengan merger dan akuisisi akan dapat memperbaiki buruknya kinerja manajemen akibat bergabungnya perusahaan yang manajemennya jelek (Hannan *et al.*, 1992). Dari berbagai penelitian (Dodd dan Ruback, 1977; Manne, 1965; dan Mualler, 1969), konsep efisiensi manajerial menjadi dasar mekanisme penggantian manajer yang tidak kompeten. Berger, Hunter dan Timme (1993) mengatakan bahwa keuntungan potensial yang berasal dari *scale and scope economies* didominasi oleh keuntungan yang berasal dari eliminasi manajemen yang tidak kompeten.

Diversifikasi

Salah satu alasan melakukan merger dan akuisisi adalah untuk mendiversifikasi baik secara geografis atau finansial. Hannan dan Wolken (1989) menjelaskan bahwa hilangnya batas-batas geografis memungkinkan bank untuk merealisasikan keuntungan yang berasal dari diversifikasi geografis yang sebelumnya tidak didapat. Cornett dan Tehranian (1992) menemukan bahwa terdapat kenaikan yang signifikan pada *cash flow return* untuk pemegang saham yang direalisasikan melalui merger. Liang dan Rhodes (1988) dalam penelitiannya menemukan bahwa risiko mengalami penurunan dengan melakukan diversifikasi geografis. Benston, Hunter dan Wall (1995) menjelaskan *the earning diversification hypothesis* yang menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi mencari keuntungan diversifikasi dalam usaha untuk menghasilkan aliran kas pada level yang lebih tinggi untuk tingkat risiko tertentu.

KESIMPULAN

Merger dan akuisisi tepat untuk memenuhi kekurangan sumber daya jika sumber daya yang dibutuhkan memiliki nilai strategik yang tinggi. Disamping hal tersebut juga disyaratkan adanya perbedaan yang kuat

dengan sumber daya yang ada, serta adanya ketidakpastian pasar dan teknologi yang moderat atau rendah. Merger dan akuisisi akan menghasilkan kesejahteraan pemegang saham dengan diperolehnya *abnormal return* yang positif bagi perusahaan pengakuisisi maupun yang diakuisisi, jika kedua perusahaan tersebut memiliki sumber daya yang bernilai strategik yang terkospesialisasi (*cospecialized*).

REFERENSI

- Akhavain, J. D., Berger, A.N. dan Humpherey, D.B. (1997), *The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function*, *Federal Reserve Working Paper*, p. 97-99.
- Abell, D. (1978). Strategic windows. *Journal of Marketing*, 42(3): p. 21626.
- Amit, R. and Schoemaker, P. (1993). Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, 14: p. 336-46.
- Asquith, P. (1983), *Merger bias, uncertainty, and stockholder return*, *Journal of Financial Economics*, Vol.11, p. 121-139.
- Barney, J. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck and business strategy. *Management Science*, 32: p. 123161241.
- Barney, J. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, 9(Winter Special Issue): p. 71678.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17: p. 996120.
- Baumol, W., Panzar, J. and Willig, R. (1988). Contestable markets and the theory of industry structure. San Diego: Harcourt.
- Benston, G. J., Hunter, W. C. dan Wall, L.D. (1995), *Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 27, p. 777-788.
- Berger, A., Demsetz, R., & Strahan, P. (1998). The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future. *Federal Reserve Bank of New York*, 23 (55), p.1-45.
- Bhagat, S., Shleifer, A. and Vishny, R. (1990). Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization. In M. Bailey and C. Winston (eds.) *Brookings papers on economic activity. Microeconomics*. Washington: Brookings Institution, p. 1684.
- Bowman, E. and Singh, H. (1993). Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special Issue): p. 5614.
- Bradly, Michael. (1980), *Interfirm tender offers and the market for corporate control*. *Journal of Business*. Vol. 53, p. 345-376
- Bresser, R. (1988). Matching collective and competitive strategies. *Strategic Management Journal*, 9: 3756385.
- Capron, L., Dussauge, P. and Mitchell, W. (1998). Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America. *Strategic Management Journal*, 19: p. 6316661.
- Capron, L. and Mitchell, W. (2000). Internal versus external knowledge sourcing: Evidence from telecom operators in Europe. *Working Paper, University of Michigan*.
- Capron, L. and Mitchell, W. (2004). Where firms change: Internal development versus external capability sourcing in the global telecommunications industry. *European Management Review*, 1: p. 1576174.
- Capron, L. and Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23: p. 7816794.
- Chang, Y. and Thomas, H. (1989). The impact of diversification strategy on risk-return performance. *Strategic Management Journal*, 10: p. 2716284.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of

- acquisitions merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7: p. 1196139.
- Chatterjee, S. and Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12: p. 33648.
- Chi, T. (1994). Trading in strategic resources: Necessary conditions, transaction cost problems, and choice of exchange structure. *Strategic Management Journal*, 15: p. 2716290.
- Cornett, M., dan Tehranian, H. (1992), *Change in corporate performance associated with bank acquisition*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32 (2), p. 211-234.
- D'Aveni, R. (1994). *Hypercompetition: Managing the dynamics of strategic maneuvering*. New York: Free Press.
- Demsetz, R. S. dan Strahan, P. E. (1995), *Diversification, size and risk at bank holding companies*, *Federal Reserve Bank of New York Paper 9506*.
- Dierickx, I. and Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35: p.150461511.
- Dietrich, M. (1994). *Transaction cost economics and beyond. Towards a new economics of the firm*. London and New York: Routledge.
- Diven, D.L. (1984), *Organizational planning: the neglected factor in merger and acquisitions strategy*, *Managerial Planning*, Vol. 33 No.1, p. 4-12.
- Dodd, P., dan Rubback, R. (1977), *Tender offer and stockholder returns: An empirical analysis*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 (3), p. 351-374.
- Eckbo, B. (1983), *Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, p. 241-273.
- Eckbo, E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11: p. 2416273
- Eisenhardt, K. and Martin, J. (2000). Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, 21(Winter Special Issue): p.110561121.
- Folta, T. and Miller, K. (2002). Real options in equity partnerships. *Strategic Management Journal*, 23: p. 77688.
- Gregory, Alan (1997), *An examination of the long run performance of UK acquiring firms*, *Journal of business Finance and Accounting*, Vol 24, p. 971-1002.
- Hannan, T. dan Palepu, K., dan Ruback, R. (1992), *Acquisition targets and motives: The case of the banking industry*, *The Review of Economics and statistics*, Vol. 69(1), P. 67-74.
- Hickson, DJ., Butle, RJ., Cray, D., Mallory, G.R. dan Wilson, D.C. (1996), *Top decisions: strategic decision-making in organizations*, *Jossey-Bass*, San Francisco, CA.
- Hogarty, T. (1970), *The profitability of corporate mergers*, *Journal of Business*, Vol. 43(1), p. 317-327.
- Hughes, J. P., Lang, W., Mester, L. J., dan Moon, C-G.(1999), *The dollars and sense of bank consolidation*, *Journal of Banking and finance*, Vol. 23, p. 291-324.
- Hagedoorn, J. (1993). Understanding the rationale of strategic technology partnering: Interorganizational modes of cooperation and sectoral differences. *Strategic Management Journal*, 14: p. 3716385.
- Harrison, J., Hitt, M., Hoskisson, R. and Ireland, R. (1991). Synergies and postacquisition performance: Differences versus similarities in resource allocations. *Journal of Management*, 17: p. 1736190.
- Helfat, C. and Peteraf, M. (2003). The dynamic resource-based view:

- Capability lifecycles. *Strategic Management Journal*, 24(Special Issue): p. 99761010.
- Hennart, J.-F. and Park, Y.-R. (1993). Greenfield vs acquisitions: The strategy of Japanese investors in the United States. *Management Science*, 39: p. 105461070.
- Hitt, M., Hoskisson, R., Johnson, R. and Moesel, D. (1996). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of Management Journal*, 39: p. 108461119.
- Hogerty, T.F. (1970). The probability of corporate mergers. *Journal of Business*, 43(3), 317-327
- Hopkins, T. (1983). Mergers, acquisitions, and divestitures. A guide to their impact for investors and directors. *Homewood, IL: Dow Jones-Irwin*.
- Hunter, W.C., & Wall, L.D. (1989). Bank merger motivations: A review of the evidence and an examination of key target bank characteristics. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 2-19.
- Jensen, M. (1984). Takeovers: Folklore and science. *Harvard Business Review*, 62(6): p. 1096121.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: p.
- Krishnan, R., Satish, J. and Krishnan, H. (2004). The influence of mergers on firms' product-mix strategies. *Strategic Management Journal*, 25: p. 5876611.
- Khandwalla, P.N. (1997), The design of organizations, *Harcourt Brace Javanovich*, New York, NY.
- Lewellen, W. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26: 5216537.
- Lieberman, M. and Montgomery, D. (1988). First-mover advantages. *Strategic Management Journal*, 9: p. 41658.
- Limmack, R.J. (1991), Corporate merger and shareholder wealth effect: 1977-1986, *Accounting and Business Research*, Vol. 21, p. 239-251.
- Manne, H. (1965), Merger and market for corporate control, *The journal of political economy*, Vol. 73(2), p. 110-120.
- McEvily, S. and Chakravarthy, B. (2000). Knowledge characteristics and competitive advantage: An empirical investigation. In R. Bresser, M. Hitt, R. Nixon and D. Heuskel (eds.) *Winning strategies in a deconstructing world*. Strategic management series. *Chichester: John Wiley & Sons*, p: 2236244.
- Mueller, D. (1980), The determinant and effects of merger: an international comparison, *Gun and Hain Publishers, Inc*.
- Mueller, D. (1969). A theory of conglomerate mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83: p. 6436659.
- Nelson, R. and Winter, S. (1982). An evolutionary theory of economic change. *Cambridge, MA: Harvard University Press*.
- Oster, S. (1994). *Modern competitive analysis*, 2nd edn. New York: Oxford University Press.
- Rhoades, S. A. (1998), The efficiency effect of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers, *Journal of Banking and finance*, Vol. 22, p. 273-291.
- Roll, Richard (1986), The hubris Hypothesis of corporate takeover, *Journal of Business*. Vol. 59: 197-216.
- Rose, P. (1991), Bidding theory and bank merger premium: The impact of structural and regulatory factors, *Review of Business and Economic Research*, Vol. 26(2), p. 22-24.
- Scherer, F. (1970). Industrial market structure and economic performance. *Chicago: Rand*.
- Seagall, J. (1968), Merging for fun and profit, *Industrial management review*, Vol. 9, p. 17-29.
- Sirower, M. (1997). The synergy trap. How companies lose the acquisition game. *New York: Free Press*.



- Spiegel, J., & Gart, A. (1996) What lies behind the bank merger and acquisition frenzy? *Business Economics*, 32 (2), 47-52.
- Stigler, G. (1950). Monopoly and oligopoly by merger. *The American Economic Review*, XL(2): p. 3634.
- Stillman, R. (1983). Examining antitrust policy toward horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, 11: p. 2256240.
- Teece, D. (1986a). Firm boundaries, technological innovation, and strategic management. In L. Thomas (ed.) *The economics of strategic planning: Essays in honor of joel dean. Lexington MA: Lexington Books*, p: 1876199.
- Teece, D. (1986b). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing, and public policy. *Research Policy*, 15: 2856305.
- Tripsas, M. and Gavetti, G. (2000). Capabilities, cognition, and inertia: Evidence from digital imaging. *Strategic Management Journal*, 21(Winter Special Issue): p. 11476 1161.
- Tsoukas, H. (1996). The firm as a distributed knowledge system: A constructionist approach. *Strategic Management Journal*, 17(Winter Special Issue): p. 11625.