



1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Industri sewa guna usaha atau *leasing* hadir di Indonesia seiring dengan diterbitkannya surat keputusan bersama Menteri Keuangan dan Menteri Perdagangan Republik Indonesia dengan No. KEP-122/MK/IV/2/1974, No. 32/M/SK/2/1974, dan No. 30/Kpb/I/1974 tanggal 7 Februari 1974. Perusahaan pembiayaan pertama yang berdiri adalah PT. Pembangunan Armada Niaga Nasional (PANN) pada tahun 1975. Perusahaan pembiayaan swasta pertama berdiri adalah PT. Orient Bina Usaha Leasing (OBUL) pada 21 April 1975. OBUL merupakan *joint venture* antara Yayasan Kesejahteraan Karyawan Bank Indonesia (YKKBI) dengan Orix, Jepang.

Perusahaan importir dan manufaktur otomotif dari Jepang mendirikan perusahaan pembiayaan untuk mendukung penjualan mereka. PT. Astra International mendirikan PT. Rahardja Sedaya (saat ini dikenal PT. Astra Sedaya Finance atau *Astra Credit Companies*) pada tahun 1982. Indomobil Group melakukan *joint venture* dengan PT. Bank Negara Indonesia mendirikan PT. Swadharma Indotama Finance pada tahun 1986.

Keputusan Presiden (Keppres) No. 61/1988 memperluas cakupan industri sewa guna usaha menjadi lebih luas dengan memasukkan anjak piutang (*factoring*), pembiayaan konsumen (*consumer finance*), modal ventura, kartu kredit dan sewa guna usaha (*leasing*). Perusahaan pembiayaan tidak diizinkan menarik dana langsung dari masyarakat. Sumber pendanaan perusahaan pembiayaan diperoleh dari perbankan dan penerbitan surat utang seperti *commercial paper*, *medium term notes* dan obligasi.

Menteri Keuangan menerbitkan peraturan No. 606/KMK.017/1995 yang melarang perusahaan pembiayaan menerbitkan surat sanggup bayar atau *promissory note* yang dapat diperjualbelikan pada tanggal 19 Desember 1995. Perusahaan pembiayaan hanya diperbolehkan menerbitkan surat sanggup bayar sebagai bukti utang pinjaman kepada perbankan. Keputusan ini membatasi maksimal *leverage ratio* yang diperbolehkan adalah 15 kali dibandingkan total modal dengan pinjaman berasal dari luar negeri maksimal lima kali dibandingkan dengan total modal.

Bank Indonesia menerbitkan Surat Edaran (SE) No. 28/11/UUPB pada 26 Pebruari 1996 yang menegaskan bahwa *promissory note* yang diterbitkan perusahaan pembiayaan dikategorikan sebagai macet. Perusahaan pembiayaan dilarang menerbitkan *commercial paper* dan *medium term notes*.

Batu sandungan berikutnya pada industri pembiayaan terjadi pada krisis ekonomi 1997 hingga pada tahun 2000. Kenaikan suku bunga dan depresiasi rupiah terhadap dollar Amerika Serikat membuat hampir semua perusahaan dalam industri keuangan, termasuk perusahaan pembiayaan, mengalami kebangkrutan secara teknis. Total modal seluruh perusahaan pembiayaan mencapai negatif Rp2,2 Triliun pada tahun 2000 berdasarkan data Bank Indonesia tahun 2004.

Menteri Keuangan mengeluarkan keputusan No. 448/KMK.017/2000 mengenai perusahaan pembiayaan. Keputusan ini menegaskan bahwa perusahaan pembiayaan tidak diperbolehkan mengumpulkan dana langsung dari masyarakat.

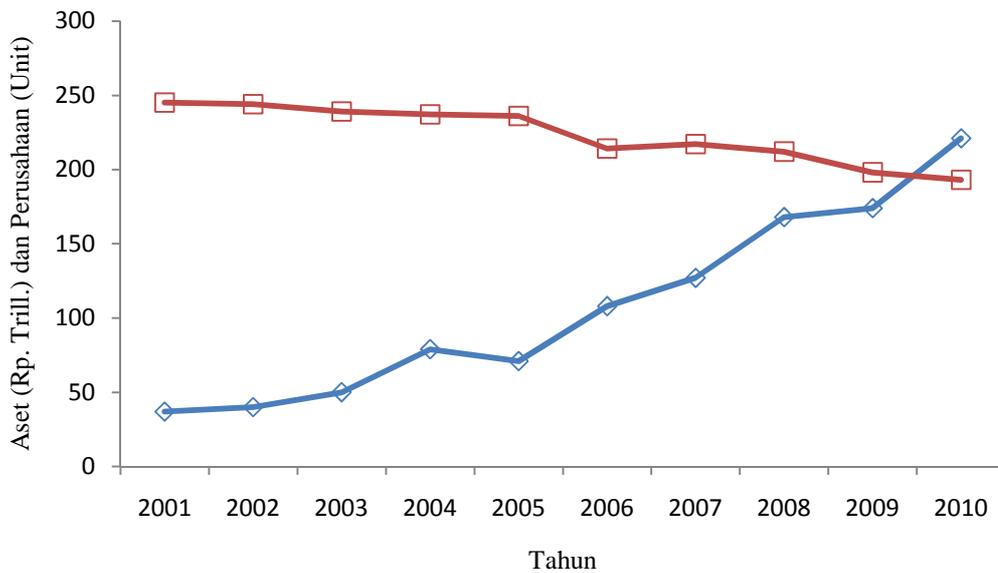
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Tabel 1 Perkembangan jumlah perusahaan pembiayaan

Tahun	Izin dicabut	Izin baru	Total
2001	0	0	245
2002	1	0	244
2003	5	0	239
2004	2	0	237
2005	1	0	236
2006	22	0	214
2007	0	3	217
2008	7	2	212
2009	16	2	198
2010	12	7	193

Sumber : Laporan Bapepam LK (2001 – 2010)

Menteri Keuangan melalui Keputusan Menteri Keuangan Nomor 172/KMK.06/2002 mengumumkan bahwa tidak memberikan izin perusahaan pembiayaan baru sejak tahun 2002. Keputusan ini mengakibatkan transaksi akuisisi dan jual beli izin menjadi semarak di industri pembiayaan. Investor baru harus mengakuisisi perusahaan yang telah ada di pasar.



Gambar 1 Perkembangan nilai pembiayaan dan jumlah perusahaan. Aset (--◇--), jumlah perusahaan (--□--) pada beberapa tingkat naungan

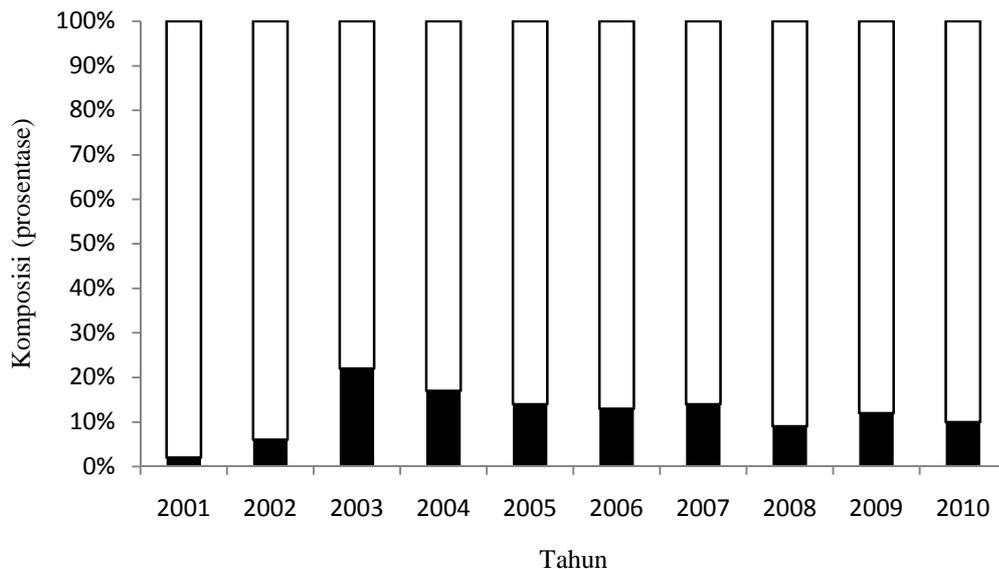
Sumber : Bapepam LK (2001-2010)

Perusahaan pembiayaan yang dicabut izinnya berjumlah enam puluh enam perusahaan sedangkan pemberian izin baru hanya empat belas selama kurun waktu 2001 hingga 2010, sebagaimana dapat disajikan pada Tabel 1. Pemerintah melakukan penyehatan industri pembiayaan dengan mencabut perusahaan



pembiayaan yang tidak beroperasi dan yang melanggar peraturan yang harus ditaati. Pencabutan izin terbesar di tahun 2006 dengan mencabut izin 20 perusahaan pembiayaan.

Pemerintah tidak menerbitkan izin baru selama enam tahun dari 2001 hingga 2006. Total perusahaan pembiayaan menurun dari 245 perusahaan di akhir tahun 2001 menjadi 193 perusahaan di akhir tahun 2010. Pemberian izin baru diperketat oleh Bapepam LK dengan kewajiban penyeteroran modal minimal Rp100 Milliar dari sebelumnya hanya Rp10 Milliar untuk perusahaan lokal dan Rp25 Milliar untuk perusahaan asing.



Gambar 2 Sumber pendanaan. Perbankan (□), obligasi (■) pada beberapa tingkat naungan

Sumber : Bapepam LK (2001-2010)

Industri pembiayaan berkembang dari Rp37 Triliun pada tahun 2001 menjadi Rp221 Triliun pada tahun 2010 dengan *compounded annual growth rate* (CAGR) sebesar 122% sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 1. Rata-rata aset per perusahaan pembiayaan bertumbuh delapan kali lipat dari Rp150 Milliar menjadi Rp1,15 Triliun. Kontribusi nilai pembiayaan terhadap produk domestik bruto mencapai 3,59% (Nuryartono 2012). Kontribusi pembiayaan terhadap total kredit nasional mencapai 12,5% pada tahun 2011.

Keputusan Menteri Keuangan (Kepmenkeu) No. 84/PMK.012/2006 diterbitkan dengan memberikan izin pendirian perusahaan pembiayaan baru dengan modal minimal Rp100 miliar, menurunkan *leverage ratio* yang dibatasi hanya sepuluh kali perbandingan antara utang dengan total modal. Kepmenkeu ini memperbolehkan perusahaan pembiayaan untuk menerima pinjaman dari badan usaha lainnya dengan wajib diperingkat oleh lembaga independen dengan tenor minimal satu tahun.

Perbankan menjadi sumber utama pendanaan perusahaan pembiayaan berkisar 78% hingga 91% dalam delapan tahun terakhir. Penerbitan obligasi menjadi alternatif pendanaan bagi perusahaan pembiayaan, akan tetapi porsi



Tabel 3 Daftar perusahaan pembiayaan diakuisisi oleh perbankan yang dimiliki perbankan asing

Pemegang saham utama	Negara	Bank yang diakuisisi	Perusahaan pembiayaan yang diakuisisi oleh bank
Temasek	Singapura	Bank Danamon	Adira Dinamika Finance
Sorak Financial	Singapura, Inggris, Korsel	Bank BII	Wahana Otto Multiartha
Astra & SCB	Inggris	Bank Permata	GE Finance Indonesia Primus Financial Services
Khazanah	Malaysia	Bank Lippo	Saseka Gelora Multifinance
CIMB Grup	Malaysia	Bank Niaga	B F I Finance
Texas Pacific	Amerika Serikat	B T P N	

Sumber : Annual Report (2002 – 2010) dan berbagai sumber

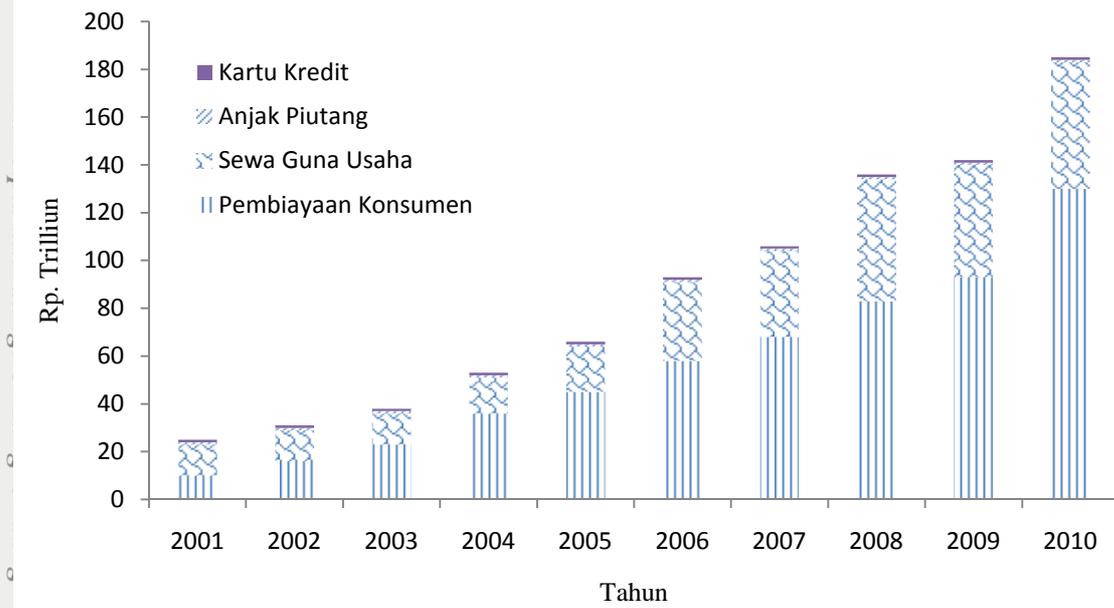
Kepmenkeu yang mengatur industri pembiayaan dipayungi oleh Keputusan Presiden (Keppres) No. 9/2009 yang menegaskan bahwa perusahaan pembiayaan tidak boleh menarik dana langsung dari masyarakat. Keppres ini mengizinkan perusahaan pembiayaan untuk menerbitkan surat promes dengan prinsip kehati-hatian.

Industri pembiayaan merupakan industri yang permintaannya merupakan permintaan turunan (*derived demand*) (Hutabarat 2012). Pembiayaan harus memiliki *underlying product*, tidak bisa diberikan pembiayaan atau pinjaman tanpa terdapat sebuah transaksi jual beli sebuah barang atau jasa secara nyata.

Industri pembiayaan berkembang pesat selama sepuluh tahun terakhir pada pembiayaan konsumen yang mendukung penjualan kendaraan roda empat dan roda dua dan sewa guna usaha alat berat yang dipergunakan untuk perkebunan sawit, konstruksi infrastruktur dan pertambangan. Pembiayaan konsumen memberikan kontribusi sebesar 70% dan sewa guna usaha sebesar 28% dari total aset pembiayaan sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 3. Pembiayaan konsumen mengalami pertumbuhan CAGR dari tahun 2001 hingga 2011 sebesar 133%, sedangkan sewa guna usaha mengalami pertumbuhan CAGR dari tahun 2001 hingga 2010 sebesar 117%.

Pembiayaan konsumen terdiri dari pembiayaan pembelian kendaraan roda empat, kendaraan roda dua dan elektronik. Penjualan kendaraan roda empat melalui pembiayaan sebesar 75% dan penjualan kendaraan roda dua melalui pembiayaan sebesar 90% (Irawan 2004). Kontribusi pembiayaan ini meningkat hingga mencapai 80% pada jenis kendaraan komersial tertentu (Sugiarto 2012). Peralatan alat berat yang dipergunakan untuk perkebunan sawit dan pertambangan memiliki persentase pembiayaan sebesar 50%. Tingginya persentase pembelian melalui pembiayaan menunjukkan ketergantungan manufaktur dan distributor otomotif dan mesin pada industri pembiayaan. Singh dan Montgomery (1987) menjelaskan bahwa akuisisi yang terjadi antara industri sejenis (*related acquisitions*) memiliki nilai lebih dibandingkan dengan akuisisi yang dilakukan oleh industri yang tidak sejenis (*unrelated acquisitions*).

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Gambar 3 Komposisi jenis-jenis pembiayaan

Sumber : Bapepam LK (2001-2010)

Perusahaan manufaktur dan distributor yang melakukan akuisisi perusahaan pembiayaan sebanyak sembilan buah selama sepuluh tahun terakhir sebagaimana disajikan pada Tabel 4. CT Corpora bekerjasama dengan beberapa distributor kendaraan Honda dan Yamaha mendirikan dua perusahaan pembiayaan yaitu Mega Auto Finance dan Mega Central Finance pada tahun 2007. Kobelco (manufaktur alat berat) bekerjasama dengan Sumitomo Mitsui Finance Lease mendirikan SMFL Finance tahun 2009. Hitachi Corporation mendirikan Hitachi Construction Finance.

Tabel 4 Daftar perusahaan pembiayaan yang diakuisisi oleh manufaktur dan distributor

No.	Pembeli	Negara	Target	Tahun
1	Indomobil Group	Indonesia	Indomaru Finance (Indomobil Finance)	2004
2	Komatsu Corporation	Japan	Komatsu Astra Finance (Utama Leasing)	2005
3	Sari Dasa Karsa PT	Indonesia	Buana Finance Tbk PT (BBL Danatama Finance)	2005
4	Toyota Financial Services	Japan	Toyota Astra Finance (KBLC Bancbali Finance)	2005
5	Marubeni Corporation	Japan	Surya Artha Nusantara Finance	2006
6	Investor Grup	Indonesia	Gama Multifinance (Mandiri Finance)	2006
7	Batavia Group	Indonesia	Bina Mult Finance (Batavia Finance)	2007
8	Marubeni Corporation	Japan	Primus Finansial Services	2007
9	Hitachi Corporation	Japan	Artha Asia Finance	2012
10	Marubeni Corporation	Japan	Mega Central Finance	2012

Sumber : Bapepam LK (2004 – 2012) dan berbagai sumber

Semua pemain utama industri otomotif memiliki perusahaan pembiayaan afiliasi sebagaimana dapat digambarkan pada Tabel 5. Perusahaan pembiayaan afiliasi ini diwajibkan mendukung penjualan perusahaan induk. Semua produk otomotif baik yang memiliki permintaan yang tinggi maupun permintaan yang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
 2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



rendah didukung oleh perusahaan pembiayaan afiliasi. Hubungan afiliasi ini bisa berbentuk investasi langsung dari induk perusahaan manufaktur maupun melalui hubungan aliansi strategis antara perusahaan induk manufaktur otomotif dengan perusahaan pembiayaan.

Bank Indonesia dan Bapepam LK mengeluarkan peraturan mengenai pembatasan uang muka minimal untuk pembiayaan kendaraan bermotor, perumahan pada perbankan dan industri pembiayaan pada tanggal 15 Maret 2012. Tujuan utama pembatasan uang muka ini adalah untuk menjaga kesehatan industri pembiayaan (Martowardojo 2012). Tujuan lainnya adalah untuk memperlambat pertumbuhan kredit konsumsi yang semakin pesat dalam sepuluh tahun terakhir sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 3.

Perusahaan pembiayaan memiliki *competitive edge* yang lebih baik dibandingkan perbankan dalam penetrasi pembiayaan konsumen dengan adanya peraturan ini. Perusahaan pembiayaan juga memiliki keunggulan di bidang perpajakan dibandingkan perbankan, dengan skema pembiayaan sewa guna usaha. Pembatasan uang muka minimal akan menurunkan risiko kredit.

Tabel 5 Perusahaan pembiayaan yang berafiliasi dengan manufaktur dan distributor kendaraan

Manufaktur	Jenis	Perusahaan pembiayaan pendukung
Toyota	Kendaraan roda 4	ACC, Toyota Finance
Daihatsu	Kendaraan roda 4	ACC
Nissan	Kendaraan roda 4	Indomobil Finance
Mitsubishi	Kendaraan roda 4	Dipo dan Tiga Berlian
Isuzu	Kendaraan roda 4	ACC
Honda	Kendaraan roda 4	Mizuho Balimor, Kita Finance
Komatsu	Alat berat	Komatsu Finance, SAN Finance, ACC
Caterpillar	Alat berat	Caterpillar Finance dan Chandra Sakti
Kobelco	Alat Berat	SMFL Finance
Hitachi	Alat berat	Hitachi Construction Financt dan Artha Mas Finance
Yamaha	Kendaraan roda 2	Bussan Finance
Honda	Kendaraan roda 2	Federal International Finance
Suzuki	Kendaraan roda 2	Suzuki Finance

Sumber : *Annual Report* dari berbagai sumber (2001 – 2010)

Industri pembiayaan bisa dikelompokkan ke dalam tiga kelompok utama yakni :

1. perusahaan pembiayaan yang memiliki hubungan afiliasi dengan manufaktur dan distributor barang pembiayaan sebagai sumber pembiayaan.
2. perusahaan pembiayaan yang memiliki hubungan afiliasi dengan perbankan selaku sumber dana.
3. perusahaan pembiayaan yang independen, yang tidak memiliki afiliasi dengan pihak manufaktur maupun distributor dan perbankan.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

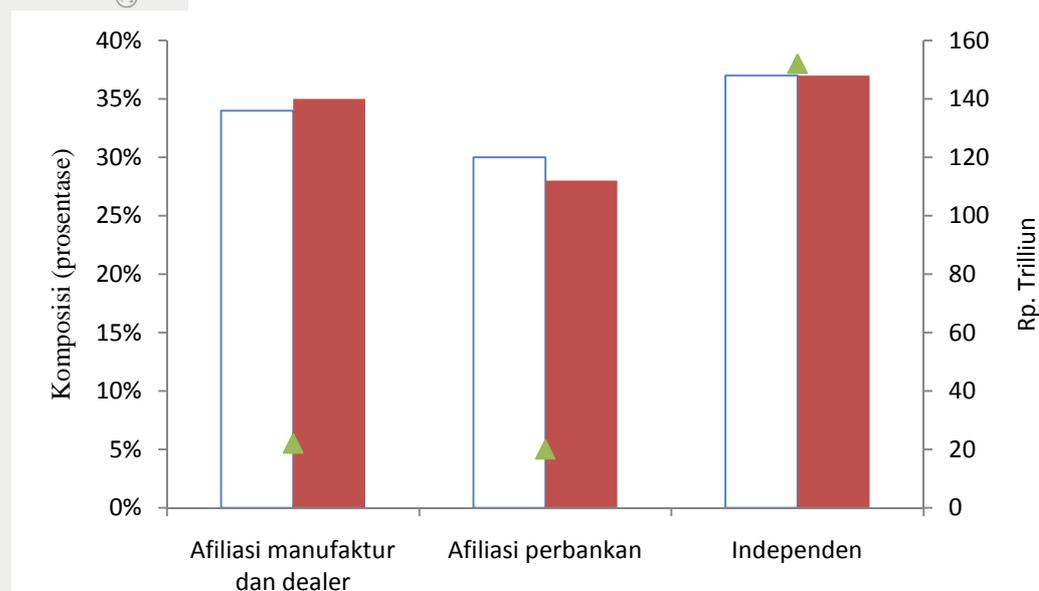
Jumlah perusahaan, nilai pembiayaan dan aset perusahaan pembiayaan berdasarkan pengelompokan ketiga kategori ditunjukkan pada Gambar 4.

Tabel 6 Pembatasan Uang Muka Pembiayaan Konsumen

Jenis Kendaraan	Perbankan	Perusahaan pembiayaan
Roda dua	Minimal uang muka 25%	Minimal uang muka 20%
Roda empat nonproduktif	Minimal uang muka 30%	Minimal uang muka 25%
Roda empat atau lebih untuk keperluan non produktif	Minimal uang muka 20%	Minimal uang muka 20%

Sumber : Bank Indonesia dan Bapepam LK (2012)

Kelompok perusahaan pembiayaan yang berafiliasi dengan perbankan menguasai 28% dari total pembiayaan, sedangkan perusahaan pembiayaan yang berafiliasi dengan otomotif, manufaktur dan *dealer* menguasai 35% dari total pembiayaan. Jumlah perusahaan pembiayaan ditinjau dari segi jumlah, perusahaan pembiayaan berjumlah seratus lima puluh dua perusahaan dengan penguasaan aset hanya 37%.



Gambar 4 Kategori perusahaan pembiayaan afiliasi dengan perbankan, otomotif dan independen. Aset (□), piutang pembiayaan (■) dan jumlah perusahaan (▲) pada beberapa tingkat naungan

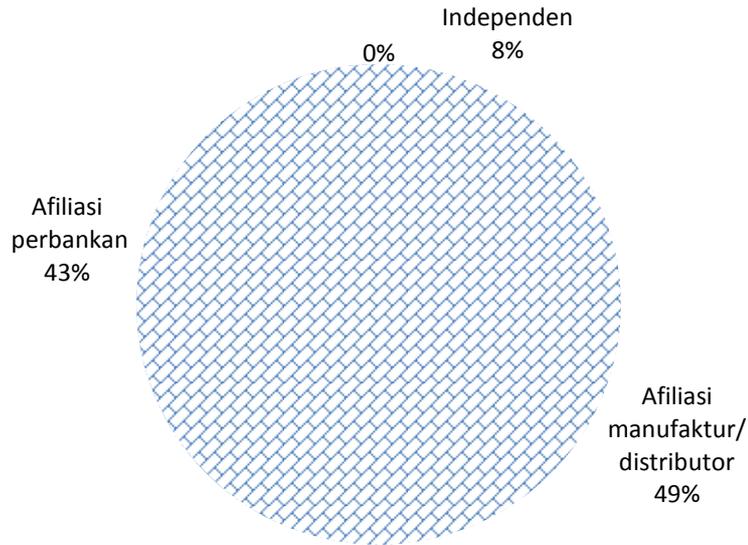
Sumber : Indopremier Securities Research (2009)

Perusahaan pembiayaan yang independen menguasai 37% dari total pembiayaan, akan tetapi dengan jumlah perusahaan berjumlah seratus lima puluh dua perusahaan. Perusahaan pembiayaan yang memiliki aset di atas Rp1 Triliun berjumlah 51 perusahaan yang menguasai 88% total aset industri.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Gambar 5 Distribusi rata-rata aset perusahaan pembiayaan

Sumber : Indopremier Securities Research (2009)

Perusahaan pembiayaan yang berafiliasi dengan perbankan menguasai 43% dari total portofolio. Perusahaan pembiayaan berafiliasi dengan industri otomotif menguasai 49%. Perusahaan pembiayaan independen hanya menguasai 7,53% sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 5.

Tabel 7 Perbandingan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan terbuka tahun 2011

Perusahaan pembiayaan	Per 31 December 2011					
	Total aset	Total ekuitas	Laba bersih	DER	ROAA	ROAE
	(dalam miliar rupiah)					
Aliansi perbankan						
Adira Dinamika Multifinance (Danamon / Temasek)	16,889	4,421	1,581	2,8	12,9%	38,5%
Clipan Finance (Panin Group)	4,786	2,174	276	1,2	7,4%	15,1%
Wahana Oto Multiartha (BII Maybank)	3,907	437	5	7,9	0,1%	1,1%
Buana Finance	2,860	939	95	2,0	4,3%	10,1%
Verena Oto Finance (Panin Group)	1,521	185	25	7,2	2,0%	14,5%
Rata-rata	5,993	1,631	396	4,2	5,34%	15,86%
Independen						
BFI *	5,305	2,366	425	1,2	9,3%	19,7%
Mandala Finance	3,782	724	180	4,2	5,2%	27,5%
HD	1,241	240	21	4,2	2,1%	11,3%
Tifa Finance	1,014	206	39	3,9	4,4%	21,0%
Trust Finance	398	166	21	1,4	6,4%	13,5%
Batavia Finance	368	164	23	1,2	7,0%	14,6%
Danasupra Finance	43	43	2	0,0	4,8%	4,8%
Rata-rata	1,736	558	102	2,3	5,60%	16,06%

Catatan * : Diakuisi oleh Texas Pacific Group di tahun 2011

Sumber : Laporan Tahunan (2011)

Perusahaan pembiayaan terbuka aliansi perbankan memiliki rata-rata aset lebih besar 3,47 kali dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan terbuka yang independen sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 7. Perusahaan pembiayaan terbuka aliansi perbankan memiliki rata-rata ekuitas lebih besar 3 kali dan rata-

rata laba bersih lebih besar 3,88 kali dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan independen.

Secara rata-rata perusahaan pembiayaan independen memberikan *return on average equity* (ROAE) dan *return on average asset* (ROAA) yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan yang memiliki aliansi dengan perbankan. Perusahaan pembiayaan aliansi perbankan memiliki struktur perbandingan utang dengan ekuitas (*debt to equity ratio* – DER) yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan kelompok independen.

Adira Finance merupakan perusahaan pembiayaan dalam kelompok aliansi perbankan, yang memberikan ROAE tertinggi sebesar 38.5%. Wahana Oto Multiartha memberikan ROAE terendah dengan 1.1%. Adira Finance merupakan satu-satunya perusahaan yang memberikan ROAE di atas 20% di kelompok aliansi perbankan. BFI Finance, Mandala Finance dan Tifa Finance memberikan ROAE di atas 20% di kelompok perusahaan pembiayaan independen sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 7.

Rumusan Masalah

Sudarsanam (2003) menjelaskan bahwa merger dan akuisisi yang berhasil meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan pengakuisisi hanya mencapai setengah dari semua transaksi yang terjadi. Merger dan akuisisi lebih banyak menghancurkan nilai (*value destroy*) pemegang saham perusahaan pengakuisisi daripada menciptakan nilai lebih (*value creation*). Kegagalan ini disebabkan oleh tidak terkoneksinya antar tahapan dalam akuisisi. Manajer juga mengalami kehilangan tujuan transaksi dan bagaimana mengimplementasi integrasi.

Dale *et al.* (2004) mengemukakan bahwa 57% merger dan akuisisi mengalami kegagalan. Merger dan akuisisi akan berhasil, jika kedua perusahaan memperhatikan *type of synergies, nature resources, degree of market uncertainty*, dan *level competition*.

Perusahaan pembiayaan independen perlu mempertimbangkan untuk melakukan afiliasi dengan pihak manufaktur selaku penyedia barang pembiayaan (*forward integration*) atau dengan pihak perbankan selaku penyedia dana (*backward integration*). Afiliasi dengan salah satu pihak akan memperkuat posisi perusahaan pembiayaan independen dalam peta kompetisi. Merger dan akuisisi bisa mengubah tingkat solvabilitas perusahaan, kepailitan atau menciptakan perubahan pada harga, kualitas dan kuantitas bahan baku industri (Haugen dan Langetieg 1975). Benjamin Franklin memperkenalkan *A Theory of Vertical Integration* dengan mengatakan bahwa “*If you want something done right, do it yourself!*”.

Manajemen BHC akan cenderung untuk mengembangkan strategi akuisisi, dengan prinsip “*Too Big To Fall*”, semakin besar sebuah grup atau konglomerasi keuangan, maka akan semakin susah untuk tumbang (Kaufman *et al.* 2003). Roll (1986) mengemukakan bahwa ada motivasi yang tidak rasional dalam aktivitas merger dan akuisisi korporasi yang disebut dengan “*Hubris Hypothesis*”. Manajer akan cenderung melakukan merger dan akuisisi disebabkan oleh ambisi dan keinginan, bukan didasarkan pada kebutuhan perusahaan dan kepentingan



pemegang saham. Banyak transaksi merger dan akuisisi gagal yang didasarkan pada *Hubris Hypothesis*.

Malaysia mengkonsolidasikan 21 bank, 25 perusahaan pembiayaan dan 12 *merchant bank* ke dalam enam grup bank. Lima perusahaan pembiayaan digabungkan menjadi satu bank. (Mansor dan Chooi 2004). Pemerintah Thailand melakukan konsolidasi industri keuangan akibat krisis moneter (Soongswan 2010). Di Eropa juga mengalami tren merger dan akuisisi yang sama. Jumlah bank dan lembaga keuangan turun 23% dari tahun 1997 ke 2003. (Campa dan Hernandez 2005)

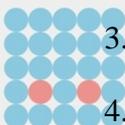
Tujuan utama akuisisi adalah menciptakan *value creation* bagi para *stakeholders* (Sudarsanam 2003). Moeller *et al.* (2003) menjelaskan bahwa pemegang saham perusahaan besar akan mengalami kerugian pada saat pengumuman merger dan akuisisi dilakukan, sedangkan pemegang saham perusahaan kecil memperoleh keuntungan pada saat pengumuman merger dan akuisisi. Menurut Becalli (2008), perusahaan keuangan yang melakukan merger dan akuisisi mencapai tingkat efisiensi dalam operasional dibandingkan dengan yang tidak melakukan merger dan akuisisi.

Lembaga keuangan yang diakuisisi oleh induk perusahaan Amerika memfokuskan pada pertumbuhan pendapatan sedangkan lembaga keuangan yang diakuisisi oleh induk perusahaan Eropa memfokuskan pada pencapaian efisiensi biaya. Bank Holding Company melakukan ekspansi dengan mengakuisisi perbankan dan lembaga keuangan lainnya seperti perusahaan pembiayaan, asuransi, dan sekuritas pada berbagai negara. (Cheng 2006).

Moeller *et al.* (2003) mengemukakan ukuran perusahaan yang terlibat dalam mengakuisisi menjadi faktor determinan terhadap implikasi hasil daripada merger dan akuisisi. Correa (2008) menjelaskan bahwa ukuran aset yang kecil, portofolio yang terdiversifikasi, ukuran aset, ukuran pendapatan dan kemampuan menjadi faktor-faktor determinan dalam akuisisi. Vandenburg *et al.* (2004) menjelaskan bahwa faktor-faktor interpersonal seperti kepercayaan, komunikasi, komitmen dan kerjasama tim yang menentukan suksesnya sebuah transaksi akuisisi.

Sehubungan dengan uraian di atas, permasalahan yang ingin dicari jawabannya melalui penelitian ini sebagai berikut :

1. Apakah kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang melakukan aliansi menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan yang tidak melakukan aliansi ?
2. Apakah kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang melakukan *backward integration* atau *resources based driven acquisition* dengan perbankan menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan yang melakukan *forward integration* atau *market based driven acquisition* dengan manufaktur dan distributor ?
3. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan sesudah dan sebelum diakuisisi ?
4. Apakah kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang dimiliki oleh asing menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan pihak nasional ?
5. Apa saja faktor-faktor keuangan yang menentukan terjadinya akuisisi perusahaan pembiayaan di Indonesia ?



Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang diuraikan di atas, maka tujuan dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Memberikan gambaran perkembangan akuisisi di industri keuangan di Indonesia secara deskriptif analisis.
2. Menganalisis perbedaan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang melakukan aliansi menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan yang tidak melakukan aliansi.
3. Menganalisis perbedaan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang melakukan *backward integration* atau *resources based driven acquisition* dengan perbankan menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan perusahaan pembiayaan yang melakukan *forward integration* atau *market based driven acquisition* dengan manufaktur dan distributor.
4. Menganalisis perbedaan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan sesudah dan sebelum diakuisisi.
5. Menganalisis perbedaan kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang dimiliki oleh asing menghasilkan *value creation* dibandingkan dengan pihak nasional.
6. Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya akuisisi perusahaan pembiayaan di Indonesia.
7. Merumuskan implikasi manajerial berdasarkan enam tujuan tersebut di atas.

Manfaat Penelitian

Manfaat Penelitian bagi Proses Manajerial dan Investasi

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada para pengambil keputusan di industri perbankan, industri pembiayaan dan industri otomotif termasuk juga investor saham pasar modal dan regulator di ketiga industri tersebut. Secara khusus manfaat dari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut ini :

1. Dapat memberikan gambaran keputusan kepada manajemen dan pemegang saham perusahaan pembiayaan untuk mengambil keputusan strategis dalam hal independensi atau aliansi dengan *value chain* dan *value chain* mana yang terbaik untuk beraliansi.
2. Dapat memberikan gambaran *structure-conduct-performance* industri pembiayaan kepada investor, kreditor, regulator dan antar pelaku industri.
3. Dapat memberikan gambaran keputusan kepada manajemen mengenai faktor-faktor determinan akuisisi dan bersaing di industri pembiayaan Indonesia.
4. Dapat memberikan gambaran industri pembiayaan Indonesia

Manfaat Penelitian bagi Bidang Keilmuan

Kajian ini menerapkan keterkaitan kepemilikan dengan keputusan manajerial dan juga kinerja antara dua perusahaan baik *bidder* dan target. Secara



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

khusus manfaat dari penelitian terhadap bidang keilmuan dapat dituliskan sebagai berikut :

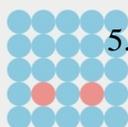
1. Kajian baru pada bidang bidang aliansi terutama akuisisi, yang masih sangat sedikit di Indonesia.
2. Menggabungkan bidang ilmu manajemen dan ilmu keuangan dalam analisis kinerja keuangan.
3. Sebagai stimulus bagi penelitian dan kajian-kajian yang akan datang.

Ruang Lingkup dan Batasan Masalah

Dalam penelitian ini pengamatan dilakukan pada perilaku investor atau pasar terhadap keputusan manajemen dalam pengembangan usaha serta implikasi daripada nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan oleh akuisisi perbankan sebelum dan sesudah transaksi terjadi dan juga peta kompetisi antara perusahaan pembiayaan yang aliansi dengan industri otomotif, industri perbankan dan independen. Oleh karenanya, hal-hal yang dikaji meliputi :

1. Analisis profitabilitas. Analisis ini untuk mengkaji keuntungan yang diperoleh perusahaan pembiayaan baik sebelum dan sesudah akuisisi terjadi serta juga perbandingan antara perusahaan pembiayaan aliansi dengan industri perbankan, industri otomotif dan independen. Proksi yang dipergunakan dalam analisis ini adalah *return on asset*, *return on equity*, *gross profit margin*, *net profit margin*, dan *revenue to total asset*
2. Analisis pertumbuhan. Analisis ini untuk mengkaji pertumbuhan yang dialami perusahaan pembiayaan baik sebelum dan sesudah akuisisi terjadi serta juga perbandingan antara perusahaan pembiayaan aliansi dengan industri perbankan, industri otomotif dan independen. Proksi yang dipergunakan untuk analisis ini adalah *revenue growth*, *productive asset growth*, *asset growth* dan *net income growth*.
3. Analisis efisiensi. Analisis ini untuk mengkaji tingkat efisiensi yang diperoleh perusahaan pembiayaan baik sebelum dan sesudah akuisisi terjadi serta juga perbandingan antara perusahaan pembiayaan aliansi dengan industri perbankan, industri otomotif dan independen. Proksi yang dipergunakan untuk analisis ini adalah biaya operasional pendapatan operasional, rata-rata biaya dibandingkan dengan rata-rata *productive asset*, dan *revenue* dibandingkan *productive asset*.
4. Analisis solvabilitas. Analisis ini untuk mengkaji tingkat solvabilitas perusahaan pembiayaan antara sebelum dan sesudah akuisisi terjadi. Proksi yang dipergunakan untuk analisis ini adalah *debt to total asset* dan *leverage ratio*
5. Analisis likuiditas. Analisis ini untuk mengkaji tingkat kemampuan likuiditas perusahaan pembiayaan dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya antara sebelum dan sesudah akuisisi terjadi. Proksi yang dipergunakan dalam analisis ini adalah *productive asset to total liabilities*.
6. Analisis ukuran. Analisis ini untuk mengkaji *firm size* perusahaan pembiayaan antara sesudah dan sebelum akuisisi terjadi. Proksi yang dipergunakan dalam analisis ini adalah *ln (total asset)*.

© Hak cipta milik IPB, tahun 2013



MB-IPB

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

7. Analisis Pengaruh Kepemilikan. Analisis ini untuk mengkaji pengaruh pemegang saham utama terhadap kinerja perusahaan pembiayaan antara sesudah dan sebelum perubahan pemegang saham. Proksi yang dipergunakan dalam analisis ini adalah *dummy variable* untuk kepemilikan aliansi dengan non aliansi, perbankan dengan otomotif, dan asing dengan lokal.

Penelitian ini tidak mengkaji keputusan-keputusan politik yang diambil dan berpengaruh terhadap industri pembiayaan.

Kebaruan (*Novelty*)

Penelitian ini akan meneliti *value creation* yang dihasilkan oleh induk perusahaan terhadap perusahaan pembiayaan yang diakuisisi. Perbandingan kinerja keuangan antara perusahaan pembiayaan yang diakuisisi dengan yang tidak melakukan diakuisisi menjadi sebuah kebaruan di Indonesia.

Penelitian akan meneliti *structure-conduct-performance* industri pembiayaan di Indonesia, serta implikasi aliansi dari tiga industri (industri otomotif, industri perbankan dan industri pembiayaan) pada kinerja keuangan. Perbandingan kinerja antara aliansi industri pembiayaan dan industri otomotif (*backward integration*) dengan aliansi industri pembiayaan dan industri perbankan (*forward integration*) merupakan sebuah kebaruan dalam penelitian. Keputusan integrasi industri keuangan merupakan *corporate action* yang marak dalam sepuluh tahun terakhir di Indonesia. Hasil penelitian ini akan memberikan dampak keputusan jangka panjang akan industri pembiayaan di Indonesia dalam memilih rekanan aliansi baik untuk industri otomotif, industri perbankan dan industri pembiayaan Indonesia.

Penelitian ini juga akan memberikan kebaruan pada pengaruh kepemilikan asing (*cross border acquisition*) terhadap kinerja industri pembiayaan nasional. Hasil penelitian akan memberikan gambaran akan efek daripada kepemilikan asing terhadap industri keuangan, sehingga bisa memberikan gambaran bagi perusahaan pembiayaan nasional dalam menemukan rekanan untuk *joint venture*.

Pengukuran kinerja antara setelah dan sebelum akuisisi dilakukan juga merupakan salah satu kebaruan daripada penelitian ini. Pengukuran akan memberikan gambaran akan efek daripada pengakuisisi terhadap perusahaan pembiayaan. Penelitian ini juga akan menjelaskan faktor-faktor penentu (determinan) akuisisi terhadap perusahaan pembiayaan di Indonesia.

Keterbatasan Penelitian

Kinerja Rasio Pertumbuhan, Rasio Efisiensi, Rasio Solvabilitas, Rasio Ukuran, Rasio Likuiditas dan Rasio Profitabilitas

Dalam penelitian ini, akan diukur kinerja berdasarkan rasio profitabilitas, rasio pertumbuhan, rasio solvabilitas, rasio ukuran, rasio likuiditas dan rasio efisiensi, dimana ukurannya memakai data pada akhir tahun sesuai dengan tutup buku yang dipublikasikan, dimana masing-masing perusahaan bisa menganut sistem pencatatan akuntansi yang berbeda-beda, walaupun hal tersebut tidak



signifikan. Penelitian tidak mengkaji pengaruh faktor-faktor makro terhadap kebijakan akuisisi perusahaan pembiayaan.

Model Penelitian

Dalam penelitian yang dikaji terdiri dari tiga model yakni model sinergi kinerja keuangan antara induk perbankan dan perusahaan pembiayaan terutama efisiensi yang dihasilkan, model sinergi kinerja keuangan antara dua kelompok utama aliansi dan non aliansi serta dua kelompok aliansi di industri pembiayaan. Setiap model dikaji secara parsial.

Data Penelitian

Dalam penelitian ini mempergunakan data kinerja keuangan yang diteliti pada perusahaan pembiayaan menggunakan data tahunan sebanyak seratus tiga puluh satu perusahaan pembiayaan antara 2001 hingga 2011. Untuk perbandingan kinerja antara sesudah dan sebelum akuisisi, penelitian mempergunakan data dari tahun 2001 hingga tahun 2011.

Sistematika Penulisan

Penulisan disertasi ini disusun dengan pembagian Bab sebagai berikut :

Bab I Pendahuluan. Dalam bab ini disajikan latar belakang penelitian, pemusatan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, ruang lingkup dan batasan masalah, kebaruan, keterbatasan penelitian dan sistematika penulisan

Bab II Tinjauan Pustaka. Bagian ini membahas landasan teori, yang meliputi dua bidang teori akuisisi, teori sinergi dan teori kinerja korporasi.

Bab III Kerangka Pemikiran. Dalam bab ini disajikan berbagai penelitian yang telah dilakukan sebelumnya juga dibahas dan kerangka pemikiran dari proses penelitian yang dilakukan.

Bab IV Metode Penelitian. Bagian ini membahas metode penelitian yang terdiri atas data yang dipergunakan berikut karakteristik dan sumber datanya, serta teknik yang dipergunakan untuk analisis data. Model dan teknik ekonometrika yang dipergunakan dalam penelitian juga dibahas di bagian ini.

Bab V dan Bab VI Hasil Analisis dan Pembahasan. Dalam bagian ini dibahas analisis dan hasil penelitian yang terdiri dari analisis deskriptif *structure-conduct-performance*, analisis aliansi, akuisisi dan determinannya.

Bab VII Simpulan dan Saran. Bagian ini merupakan bagian penutup yang membahas hasil temuan penelitian serta saran untuk penelitian lanjutan.

2 TINJAUAN PUSTAKA

Teori Akuisisi

Weston *et al.* (2007) menjelaskan bahwa merger dan akuisisi dapat dikategorikan ke dalam tiga jenis yakni merger horisontal dan akuisisi, merger





Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© *Hak Cipta milik IPB, tahun 2014*



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB