MODUL 01

Panduan *Merger dan Akuisisi*

Metode kerja bertaraf konsultan transaksi global yang dipakai Tim FA Indonesia, disederhanakan untuk pemilik usaha dan direksi di Indonesia.

PENULIS

Dr. (C) Ananta W. Sasongko, S.E., M.S.A., Ak., CPA, CTT, FMVA, FPAP

Tim FA Indonesia, Edisi November 2026

ISI MODUL

Daftar Isi

01 Dua Lensa dalam Setiap Transaksi

02 Tujuh Langkah Kerja Transaksi

03 Alat Kerja: dari Issue Tree sampai Equity Bridge

04 Rambu Regulasi di Indonesia

05 Kesalahan yang Paling Sering Terjadi

06 Checklist Penjual dan Pembeli

07 Cara Tim FA Indonesia Memakai Pola Ini

08 Rujukan

Cara Memakai Modul Ini

Baca Bab 1 dan 2 untuk gambaran utuh. Bab 3 berisi alat yang bisa langsung dipakai di rapat direksi. Bab 4 sampai 6 dipakai sebagai daftar periksa sebelum menandatangani dokumen apa pun. Setiap langkah ditulis dengan pola yang sama: apa yang dilihat dari lensa strategi, apa yang dilihat dari lensa angka, dan keluaran yang seharusnya ada di meja Anda.



PENULIS

Dr. (C) Ananta W. Sasongko, S.E., M.S.A., Ak., CPA, CTT, FMVA, FPAP

CFO dan Direktur Keuangan, ex-EY. Certified Public Accountant (IAPI), FMVA dan FPAP (CFI). Kandidat doktor ilmu akuntansi. Menulis modul ini bersama Tim FA Indonesia sebagai metode dasar setiap penugasan FA Indonesia.

Modul ini bahan belajar umum, bukan nasihat hukum, pajak, atau investasi untuk kasus tertentu. Nama firma disebut sebagai rujukan praktik yang dipublikasikan secara umum; FA Indonesia tidak berafiliasi dengan firma tersebut, dan nama unit layanan firma dapat berubah dari waktu ke waktu. Angka dalam contoh adalah ilustrasi.

BAB 01

Dua Lensa dalam Setiap Transaksi

Tim FA Indonesia membaca setiap transaksi dengan dua lensa. Lensa strategi menjawab *kenapa* dan *apa*: apakah transaksi ini masuk akal dan dari mana nilainya datang. Lensa angka menjawab *berapa* dan *apakah angkanya bisa dipegang*.

Pembagian ini lazim di transaksi besar, tempat firma strategi global (misalnya McKinsey, BCG, Bain) dan jaringan akuntan publik global (misalnya EY, KPMG, PwC, Deloitte) bekerja berdampingan. Metode mereka sudah banyak dipublikasikan, dan kami pakai dengan ukuran yang pas untuk usaha menengah. Di luar dua lensa itu tetap ada penasihat utama transaksi, konsultan hukum, notaris, dan penilai.

TAHAP	LENSA STRATEGI	LENSA ANGKA	PIHAK LAIN
Strategi dan tesis	Peta pasar, portofolio, daftar target	Skenario struktur dan pajak awal	Komisaris, pemegang saham
Due diligence	Due diligence komersial	Due diligence keuangan, pajak, TI, SDM	Due diligence hukum
Valuasi	Kasus sinergi dan rencana bisnis	Model valuasi, uji model, alokasi harga beli	Penilai (KJPP), penasihat utama
Dokumen dan closing	Masukan risiko bisnis	Mekanisme harga, completion accounts	Konsultan hukum, notaris
Integrasi	Kantor integrasi, sinergi, budaya	Integrasi keuangan, sistem, pelaporan	Manajemen kedua perusahaan

Metode yang Kami Pakai

Hipotesis dan Issue Tree
Pertanyaan besar dipecah menjadi cabang yang tidak tumpang tindih dan lengkap (MECE), lalu tiap cabang diuji dengan data. Pola ini dipopulerkan firma strategi seperti McKinsey.

Tesis Investasi Lebih Dulu
Harga baru dibicarakan setelah alasan transaksi tertulis jelas, sejalan dengan gagasan buku *Mastering the Merger* (Harding dan Rovit).

Akuisisi Terprogram
Serangkaian akuisisi kecil yang mengikuti satu tema strategi cenderung lebih aman daripada satu transaksi besar sesekali.

Lensa Portofolio
Transaksi dinilai dari dampaknya ke seluruh portofolio usaha dan nilai bagi pemegang saham, bukan hanya laba tahun depan.

Due Diligence Komersial
Tesis diuji langsung ke pasar: wawancara pelanggan, peta pesaing, dan kewajaran rencana bisnis.

Kualitas Laba dan Equity Bridge
Standar due diligence keuangan: EBITDA dinormalisasi, modal kerja dan pos setara utang dihitung sebelum harga disepakati.

Kantor Integrasi
Integrasi dikendalikan satu tim dengan rencana 100 hari dan pemantauan sinergi bulanan.

Memo Keputusan
Temuan ditulis dengan pola piramida: kesimpulan dulu, lalu bukti, agar direksi dan komisaris bisa memutuskan cepat.

BAB 02

Tujuh Langkah Kerja Transaksi

Urutan di bawah adalah pola umum dari sisi pembeli. Untuk penjual, urutannya sama tetapi dimulai dari persiapan: merapikan angka sebelum calon pembeli datang.

01 Strategi dan Tesis Akuisisi

TUJUAN	Menulis dalam satu kalimat kenapa transaksi ini menciptakan nilai, misalnya menambah wilayah layanan, kapasitas, atau kemampuan yang lebih cepat dibeli daripada dibangun.
LENSA STRATEGI	Peta pasar, kriteria target, daftar panjang target, dan uji apakah tesisnya masuk akal.
LENSA ANGKA	Pemeriksaan awal struktur transaksi dan implikasi pajak.
KELUARAN	Tesis investasi satu halaman dan kriteria penapisan target.

02 Penapisan dan Pendekatan Target

TUJUAN	Menyaring daftar panjang menjadi tiga sampai lima target yang layak didekati.
LENSA STRATEGI	Kartu skor target: kecocokan strategi, ukuran, kinerja, kesiapan pemilik menjual.
LENSA ANGKA	Tinjauan cepat laporan keuangan publik atau yang diberikan target.
KELUARAN	Daftar pendek, perjanjian kerahasiaan (NDA), lalu penawaran tidak mengikat (LOI atau non-binding offer).

03 Due Diligence

TUJUAN	Menguji tesis dan menemukan hal yang mengubah harga, struktur, atau keputusan.
LENSA STRATEGI	Due diligence komersial: ukuran dan pertumbuhan pasar, posisi bersaing, wawancara pelanggan, kewajaran rencana bisnis.
LENSA ANGKA	Due diligence keuangan (kualitas laba, modal kerja normal, utang bersih dan pos setara utang), pajak, TI, SDM, dan ESG.
KELUARAN	Laporan temuan merah (red flag) lebih dulu, lalu laporan lengkap yang dikaitkan ke harga.

04 Valuasi dan Sinergi

TUJUAN	Menetapkan rentang harga dan harga tertinggi yang masih menciptakan nilai.
LENSA STRATEGI	Kasus sinergi: sinergi biaya yang lebih pasti, sinergi pendapatan yang diberi potongan, dan biaya untuk mewujudkannya.
LENSA ANGKA	DCF, kelipatan pembanding, transaksi sebanding, serta pemeriksaan model keuangan.
KELUARAN	Rentang nilai, harga penawaran, dan harga mundur (walk-away price) yang disepakati sebelum negosiasi.

05 Struktur dan Dokumen Transaksi

TUJUAN	Mengunci nilai yang sudah dihitung ke dalam pasal-pasal perjanjian.
LENSA STRATEGI	Masukan atas risiko bisnis yang perlu dilindungi, misalnya ketergantungan pada satu pelanggan atau satu dokter.
LENSA ANGKA	Pilihan pembelian saham atau aset, mekanisme locked box atau completion accounts, earn-out, dan definisi akuntansi di perjanjian jual beli.
KELUARAN	Perjanjian jual beli saham (SPA), perjanjian pemegang saham (SHA), dan daftar syarat pendahuluan.

06 Persetujuan dan Closing

TUJUAN	Memenuhi syarat pendahuluan dan siap beroperasi sejak hari pertama.
LENSA STRATEGI	Rencana hari pertama: komunikasi ke karyawan, pelanggan, dan pemasok.
LENSA ANGKA	Completion accounts, rekonsiliasi harga akhir, dan kesiapan pelaporan.
KELUARAN	Persetujuan korporasi, perizinan sektor, akta, dan notifikasi KPPU bila memenuhi ambang batas.

07 Integrasi Pascamerger

TUJUAN	Mewujudkan sinergi yang dijanjikan di kertas.
LENSA STRATEGI	Kantor integrasi (IMO), rencana 100 hari, pemantauan sinergi, budaya, dan retensi orang kunci.
LENSA ANGKA	Integrasi akuntansi dan sistem, penyatuan bagan akun, alokasi harga beli dan goodwill di laporan keuangan.
KELUARAN	Laporan sinergi bulanan ke direksi sampai target tercapai.

BAB 03

Alat Kerja: dari Issue Tree sampai Equity Bridge

Issue Tree untuk Menguji Tesis

Pertanyaan utama dipecah menjadi cabang yang tidak tumpang tindih dan bersama-sama lengkap (MECE). Contoh untuk rencana membeli klinik:

PERTANYAAN UTAMA	CABANG	DATA YANG DIUJI
Apakah membeli Klinik X menambah nilai grup?	Pasarnya tumbuh dan kita bisa menang	Demografi, pesaing, data kunjungan, wawancara pasien
	Labanya nyata dan berulang	Kualitas laba, ketergantungan pada dokter tertentu, piutang klaim
	Harganya masih menyisakan nilai	Valuasi berdiri sendiri ditambah sinergi, dikurangi biaya integrasi

Jembatan Kualitas Laba (Quality of Earnings)

EBITDA tidak diterima apa adanya. Setiap pos yang tidak berulang atau tidak wajar disesuaikan. Ilustrasi dalam miliar rupiah:

KOMPONEN	RP MILIAR
EBITDA menurut laporan keuangan	42,0
Biaya pribadi pemilik yang dibebankan ke perusahaan	+1,8
Pendapatan satu kali (penjualan aset, proyek khusus)	-3,5
Sewa gedung ke pihak berelasi di bawah harga pasar	-1,2
EBITDA disesuaikan	**39,1**

Dari Nilai Perusahaan ke Nilai Ekuitas (Equity Bridge)

KOMPONEN	RP MILIAR
Nilai perusahaan: EBITDA disesuaikan 39,1 x kelipatan 7,0	273,7
Dikurangi utang bersih (utang bank dikurangi kas)	-58,0
Dikurangi pos setara utang: bonus tertunggak, imbalan kerja, pajak terutang	-12,4
Kekurangan modal kerja terhadap tingkat normal (normal 45,0; aktual 38,7)	-6,3
Nilai ekuitas yang dibayar ke penjual	**197,0**

> Selisih antara EBITDA 42,0 dan 39,1 tampak kecil, tetapi dengan kelipatan 7 kali selisih itu bernilai lebih dari Rp20 miliar. Di sinilah due diligence keuangan biasanya membayar dirinya sendiri.

Tangga Sinergi

Sinergi dipisahkan menurut tingkat kepastian: penghematan pembelian dan biaya kantor pusat (paling pasti), penyatuan fasilitas, lalu penjualan silang (paling tidak pasti). Pembeli yang disiplin hanya membayar sebagian kecil sinergi kepada penjual, dan selalu mengurangkan biaya satu kali untuk mewujudkannya.

BAB 04

Rambu Regulasi di Indonesia

Pola kerja firma global tetap harus melewati aturan lokal. Berikut rambu yang paling sering menentukan jadwal transaksi.

TOPIK	HAL YANG PERLU DIPERHATIKAN
Perseroan Terbatas	UU 40/2007 tentang PT (sebagaimana diubah) mengatur penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan, termasuk persetujuan RUPS, pengumuman rancangan, dan hak kreditor.
Notifikasi KPPU	Wajib bila nilai aset gabungan di Indonesia lebih dari Rp2,5 triliun atau penjualan gabungan lebih dari Rp5 triliun (perbankan: aset lebih dari Rp20 triliun), terjadi perubahan pengendalian, dan bukan transaksi antarperusahaan terafiliasi. Disampaikan paling lambat 30 hari kerja sejak transaksi berlaku efektif secara yuridis (PP 57/2010, Peraturan KPPU 3/2023). Biaya penilaian PNBP 0,004% dari nilai aset atau penjualan, paling banyak Rp150 juta.
Keterlambatan notifikasi	KPPU aktif menjatuhkan denda. Pada 2025 terdapat putusan denda Rp1 miliar dan Rp2 miliar untuk keterlambatan tiga sampai empat hari kerja.
Perusahaan terbuka	Pengambilalihan perusahaan Tbk mengikuti POJK 9/2018, termasuk kewajiban penawaran tender wajib.
Investor asing	Bidang usaha dan batas kepemilikan asing mengikuti Perpres 10/2021 sebagaimana diubah Perpres 49/2021, dengan perizinan melalui OSS.
Sektor berizin	Rumah sakit, keuangan, pertambangan, dan sektor lain sering memerlukan persetujuan atau pelaporan ke regulator sektor sebelum closing.
Akuntansi	PSAK 103 Kombinasi Bisnis: alokasi harga beli ke aset dan liabilitas pada nilai wajar, sisanya goodwill. Goodwill diuji penurunan nilai setiap tahun (PSAK 236).
Pajak	Struktur saham atau aset berbeda dampaknya pada PPh, PPN, BPHTB, dan kompensasi rugi. Penggabungan dengan nilai buku memerlukan persetujuan DJP sesuai ketentuan PPh.

Aturan dapat berubah. Pastikan pasal yang dipakai masih berlaku pada saat transaksi, bersama konsultan hukum yang Anda tunjuk.

BAB 05

Kesalahan yang Paling Sering Terjadi

1. **Harga dibicarakan sebelum tesis jelas.** Akibatnya pembeli membayar untuk sinergi yang belum tentu ada.
2. **EBITDA penjual diterima apa adanya.** Biaya pemilik, pendapatan satu kali, dan transaksi pihak berelasi tidak dinormalisasi.
3. **Modal kerja dan pos setara utang terlupa.** Nilai perusahaan disepakati, tetapi uang yang benar-benar diterima penjual jauh berbeda karena definisi di SPA tidak jelas.
4. **Due diligence hanya legal.** Risiko komersial seperti ketergantungan pada satu pelanggan, satu dokter, atau satu kontrak pemerintah tidak diuji.
5. **Notifikasi KPPU dihitung terlambat.** Tanggal efektif yuridis tidak dicatat sehingga tenggat 30 hari kerja terlewati.
6. **Integrasi dimulai setelah closing.** Rencana hari pertama dan tim bersih (clean team) seharusnya disiapkan sebelum tanda tangan, dengan tetap menjaga batas pertukaran informasi sebelum closing.
7. **Orang kunci pergi.** Paket retensi dan komunikasi untuk dokter, tenaga ahli, atau tenaga penjual inti tidak disiapkan.

> Hampir semua kesalahan di atas lahir dari satu hal: angka dan cerita bisnis disusun oleh orang yang berbeda dan tidak pernah dipertemukan. Metode dua lensa justru memaksa keduanya bertemu di satu meja.

BAB 06

Checklist Penjual dan Pembeli

Bila Anda Akan Menjual

- ☐ Laporan keuangan tiga tahun terakhir, sebaiknya diaudit
- ☐ Analisis kualitas laba versi penjual (vendor QoE)
- ☐ Pemisahan biaya pribadi dan biaya usaha

Bila Anda Akan Membeli

- ☐ Tesis investasi satu halaman disetujui direksi
- ☐ Kriteria target dan harga mundur ditetapkan lebih dulu
- ☐ Due diligence komersial, keuangan, pajak, dan hukum

- [ ] Daftar transaksi pihak berelasi dan rencana penyelesaiannya
- [ ] Kontrak pelanggan dan pemasok utama dirapikan
- [ ] Perizinan dan aset tercatat atas nama perusahaan
- [ ] Data room dengan indeks yang jelas
- [ ] Rencana bisnis tiga sampai lima tahun dengan asumsi tertulis
- [ ] Harga minimum dan struktur yang bisa Anda terima
- [ ] Jembatan EBITDA dan equity bridge tertulis
- [ ] Definisi utang bersih dan modal kerja di SPA
- [ ] Uji ambang batas notifikasi KPPU dan izin sektor
- [ ] Sumber dana dan dampaknya ke rasio utang
- [ ] Rencana integrasi 100 hari dan pemilik sinergi
- [ ] Paket retensi orang kunci

BAB 07

Cara Tim FA Indonesia Memakai Pola Ini

Transaksi usaha menengah di Indonesia jarang memakai banyak penasihat sekaligus. Yang dibutuhkan adalah disiplin yang sama dengan ukuran tim yang pas.

Tim FA Indonesia mengambil bagian pekerjaan yang paling menentukan harga: merapikan laporan keuangan, menyusun analisis kualitas laba, menghitung valuasi dan equity bridge, menyiapkan data room, serta mendampingi pembahasan angka dengan calon pembeli, penjual, atau investor. Untuk pekerjaan yang memerlukan izin profesi, seperti audit oleh akuntan publik, penilaian oleh KJPP, dan akta oleh notaris, pekerjaannya tetap dilakukan oleh pihak yang berwenang.

Model Perikatan Kerja

TAHAP	ISI PEKERJAAN
Diagnosis	Membaca laporan keuangan dan rencana transaksi, lalu memetakan hal yang paling mungkin mengubah harga.
Persiapan	Kualitas laba, normalisasi modal kerja, model keuangan, valuasi, dan data room.
Pendampingan	Pembahasan angka di negosiasi, review definisi keuangan di SPA, dan perhitungan harga akhir saat closing.
Setelah transaksi	Integrasi pelaporan keuangan dan pemantauan sinergi.

BAB 08

Rujukan

- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, sebagaimana diubah.
- Peraturan Pemerintah Nomor 57 Tahun 2010 tentang Penggabungan atau Peleburan Badan Usaha dan Pengambilalihan Saham Perusahaan.
- Peraturan KPPU Nomor 3 Tahun 2023 tentang Penilaian terhadap Penggabungan, Peleburan, atau Pengambilalihan Saham dan/atau Aset.
- POJK Nomor 9/POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.
- Peraturan Presiden Nomor 10 Tahun 2021 sebagaimana diubah Perpres Nomor 49 Tahun 2021 tentang Bidang Usaha Penanaman Modal.
- PSAK 103 Kombinasi Bisnis dan PSAK 236 Penurunan Nilai Aset, Ikatan Akuntan Indonesia.
- Harding, D. dan Rovit, S. *Mastering the Merger: Four Critical Decisions That Make or Break the Deal*. Harvard Business School Press.
- Minto, B. *The Pyramid Principle*. Rujukan cara menulis memo keputusan.
- Publikasi M&A tahunan dan artikel praktik di situs McKinsey, BCG, Bain, EY, KPMG, PwC, dan Deloitte.

FA Indonesia

LANGKAH BERIKUTNYA

Sebelum menjual, membeli, atau menggabungkan usaha

Tim FA Indonesia membantu menyiapkan angka yang bisa dipertahankan di meja negosiasi: laporan keuangan yang rapi, analisis kualitas laba, valuasi, dan data room. Ceritakan rencana transaksi Anda, kita mulai dari diagnosis singkat.

Chat Ananta, CPA

faindonesia.co.id