

### Herman Ruslim

herman88@cbn.net.id

#### Penulis

**Herman Ruslim** adalah dosen di Fakultas Ekonomi UKRIDA. Bidang Peminatan: *Financial Management, Risk & Investment*.

#### Abstract

*Merger and acquisition have been the major considerations in today's business policy. Merger and acquisition will likely take effect if two or more merging organizations synergizing their financial and operational strategies. This literature study examines the likelihood of merger and acquisition, in terms of restructurization, using risk management framework and stock evaluation framework.*

#### Keywords

*merger, acquisition, restructurization, risk management, stock evaluation.*

### PENDAHULUAN

Krisis awal 2008 membuat General Motors, Citigroup, Merrill Lynch, dan perusahaan-perusahaan raksasa lainnya di Amerika melakukan restrukturisasi disertai *bail out* oleh pemerintah Amerika. Fenomena ini tidak hanya terjadi di Amerika dan negara-negara maju. Di Indonesia, banyak perusahaan yang melakukan restrukturisasi secara tertutup, seperti layoff karyawan, akuisisi, bahkan ada yang melakukan merger.

Ketika krisis tahun 1998, banyak bank rontok dan sebagian bank telah melakukan merger antara lain: Bank Permata merupakan merger dari lima bank yaitu, Bank Bali, Bank Universal, Bank Arta Media, Bank Prima Express, dan Bank Patriot. Bank Mandiri merupakan merger dari empat bank pemerintah yaitu, Bank Bumi Daya, Bapindo, Bank Dagang Negara (BDN), dan Bank Export Import (Bank EXIM), yang menjadikan bank dengan aset terbesar saat ini.

Merger dan akuisisi akan berhasil apabila dua perusahaan yang bergabung menghasilkan *synergy*, baik *financial synergy* dan *operasional synergy*. Perusahaan yang kinerjanya baik sering menjadi target akuisisi, kalau memang dinilai layak dan kelihatannya menguntungkan. Tetapi yang kemudian harus dilihat, apakah jika perusahaan yang kinerjanya baik itu diakuisisi akan menjadi satu kesatuan perusahaan yang besar, bisa memberikan "*synergy*" sehingga bisa meningkatkan kinerja perusahaan dan pemegang saham.

Tidak semua merger dan akuisisi dalam perjalanannya berhasil. Contohnya penggabungan Chrysler dengan Daimler, yang dalam perjalanannya mengalami kegagalan. Alasan utama ketidakberhasilan merger itu yaitu *too high a price* (harga terlalu mahal); *lack of compelling strategic reason to merge* (membuat kurang strategis); *unrealistic expectation of synergies* (sinergi yang tidak realistis); *Inadequate due-dilligence* (tidak tepat melakukan pemeriksaan); *Different International corporate cultures and lack of effective communications* (kurang efektifnya komunikasi dan

perbedaan latar belakang budaya); *and failure to quickly meld the two (or more) organization* (gagalnya penggabungan 2 organisasi atau lebih). Oleh karena itu dalam melakukan merger sebaiknya diperhitungkan baik buruknya supaya merger tersebut dapat berjalan dengan baik.

Menurut Martin, Cox dan Maxminn (1988), jika memberikan synergy maka nilai perusahaan yang bergabung dengan perusahaan yang diakuisisi asalnya ialah:  $VAB = VA + VB + \Delta V$

Dimana:

- VA = Nilai Perusahaan A
- VB = Nilai Perusahaan B
- $\Delta V$  = Tambahan Cash Flow

Walaupun suatu perusahaan memiliki kinerja baik tetapi jika setelah digabungkan tidak akan menghasilkan *synergy* apapun, maka tidak perlu diakuisisi.

## TINJAUAN LITERATUR

### MERGER, AQUISITION AND RESTRUCTURING FRAMEWORK

Dalam melakukan akuisisi perusahaan lain, Ross (1999) menyatakan bahwa ada tiga jenis akuisisi yang dilakukan yaitu; **Pertama**, akuisisi horizontal yaitu akuisisi terhadap perusahaan sejenis. Sebuah perusahaan membeli perusahaan lain yang usahanya sejenis, misalkan sebuah bank membeli bank lain, sebuah perusahaan properti membeli perusahaan properti lainnya. Biasanya, akuisisi seperti ini dilakukan karena ingin memperluas pangsa pasar perusahaan. Sedemikian ketatnya persaingan di pasar, sehingga salah satu perusahaan merasa lebih baik membeli perusahaan lain daripada berkompetisi.

**Kedua**, akuisisi vertikal yaitu sebuah perusahaan membeli perusahaan lain yang beda industri, tetapi perusahaan yang dibeli akan membantu perusahaan untuk proses produknya baik di hulu maupun di hilir. Salah satu contoh dari akuisisi ini yaitu perusahaan perjalanan wisata membeli perusahaan penjualan tiket atau perusahaan transportasi, sehingga perusahaan pariwisata mendapat manfaat atas proses pembelian perusahaan tersebut dan dapat juga disebut sinergi.

**Ketiga**, akuisisi konglomerat yaitu perusahaan membeli perusahaan lain yang tidak ada hubungannya satu sama lain. Dalam kasus ini, perusahaan pembeli sudah kelebihan dana dan ingin membuat konglomerasi perusahaan. Perusahaan industri kimia membeli perusahaan yang bergerak dalam bidang jalan tol. Kedua jenis usaha tidak saling berhubungan, tetapi industri kimia itu melakukan konglomerasi karena memiliki dana yang menganggur, dan mengharapkan keuntungan yang besar setelah melakukan merger. Tindakan seperti ini sangat biasa dilakukan beberapa perusahaan sebelum krisis fiskal menimpa Indonesia pada pertengahan Juli 1997.

Restrukturisasi adalah mereorganisasi, melakukan berbagai strategi yang tujuannya adalah menyehatkan kembali perusahaan dan menghasilkan synergy. Restrukturisasi dapat dikategorikan sebagai berikut:

## Restrukturisasi Bisnis

Restrukturisasi bisnis tidak lain merupakan penataan kembali rantai bisnis dengan tujuan meningkatkan keunggulan daya saing dan *competitive advantage* perusahaan. Restrukturisasi bisnis dapat ditempuh melalui berbagai alternatif:

1. *Regrouping* dan konsolidasi sebagai contoh adalah konsolidasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang dikembangkan oleh Kantor Menteri Negara BUMN dengan menggabungkan BUMN sejenis dalam satu kelompok. Tujuannya adalah untuk meningkatkan efisiensi dan membuat agar BUMN menjadi lebih menarik. Dari skala usaha maka pengelompokan itu akan membuat skala usahanya menjadi lebih besar sehingga dapat menarik minat investor asing. Meskipun penggabungan tersebut memberikan manfaat, tetapi tidak mudah dalam implementasinya karena kendala utama dalam penggabungan adalah adanya perbedaan kultur dan mekanisme kerja.
2. *Joint Operation* adalah dengan cara mengundang manajemen yang sudah berpengalaman. Sebagai contoh joint operation di Unit Terminal Peti Kemas (UTPK) di Pelabuhan Indonesia II dengan melibatkan investor asing. Contoh lain adalah dibidang telekomunikasi dengan mengundang partner asing untuk membangun jaringan telekomunikasi.
3. *Strategic Alliances* adalah suatu bentuk kerjasama antara dua perusahaan untuk meningkatkan efisiensi dan kinerjanya. Aliansi strategis ini menjadi strategi yang tepat misalnya di bidang promosi, penelitian dan pengembangan dan pelatihan karyawan.
4. Pemecahan bisnis dalam unit usaha atau yang dikenal dengan *strategic business unit* agar lebih mandiri dan efisien. Pemecahan ini bertujuan agar business unit menjadi lebih terukur kinerjanya.
5. Divestasi merupakan alternatif lain perusahaan memandang tidak dapat lagi mempertahankan operasinya. Divestasi ini dapat dilakukan dengan menjual pemisahan unit usaha terlebih dahulu baru dijual atau *spin off* atau menghentikan operasi unit usaha yang tidak lagi *profitable*.
6. Alternatif terakhir dalam restrukturisasi bisnis adalah dengan melikuidasi perusahaan. Hal ini ditempuh jika tidak ada lagi alternatif yang *feasible* untuk mendorong perusahaan agar tetap dapat bertahan hidup. Likuidasi ini dilakukan dengan menjual aset perusahaan kepada pihak lain.

## Restrukturisasi Keuangan

Selain restrukturisasi bisnis dapat pula dilakukan restrukturisasi keuangan yaitu penataan kembali struktur keuangan untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Restrukturisasi keuangan dapat dilakukan dengan beberapa alternatif:

1. Alternatif Pertama restrukturisasi keuangan adalah dengan melakukan penjadwalan kembali pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Hal ini dapat dilakukan dengan menunda pembayaran bunga, mengurangi pembayaran bunga ataupun penghapusan beban bunga. Melalui alternatif ini diharapkan dapat membantu perusahaan untuk melanjutkan operasinya dan diharapkan kemudian hari dapat memenuhi kembali kewajibannya.
2. Alternatif Kedua adalah melakukan *rescheduling* atau penjadwalan kembali pembayaran pokok pinjaman. Jika alternatif ini masih belum membantu maka dapat saja dilakukan dengan melakukan pengurangan beban pokok pinjaman atau *hair cut* hingga maksimum 70% dari pokok pinjaman.
3. Selain kedua alternatif tersebut, alternatif lain dapat ditempuh adalah dengan mengubah utang menjadi modal sendiri atau disebut juga dengan *debt equity swap*. Melalui alternatif ini utang akan dikonversi menjadi pernyataan dalam bentuk saham, sehingga perusahaan tidak perlu harus membayar beban bunga dan melunasi pokok pinjaman.
4. Kemudian masih ada alternatif lain yaitu dengan menjual *non-core business* melalui *spin off*, *sell off* dan *liquidation*. Hal ini dimaksudkan agar unit-unit yang tidak penting tidak lagi membebani usaha utama perusahaan. Selain itu dapat juga perusahaan menjual sebagian asset, kemudian menyewanya kembali untuk digunakan dan yang demikian disebut *sale and lease back assets*.
5. Alternatif berikutnya adalah dengan cara mengundang investor individu yang potensial ( *private investment* ), ataupun memberikan hak kepada karyawan termasuk manajemen untuk membeli saham perusahaan atau *management buyout*. Melalui alternatif ini diharapkan akan diperoleh *fresh money* sebagai tambahan modal yang dapat membantu keuangan perusahaan, menumbuhkan rasa ikut memiliki, sehingga manajemen dapat bekerja lebih baik lagi.
6. Restrukturisasi keuangan dapat ditempuh melalui penjualan saham kepada publik atau *go public*. Alternatif ini dipandang cukup strategis tidak saja bagi perusahaan swasta tetapi juga perusahaan milik negara. Manfaat utama dari *go public* adalah:
  - a) Memperoleh tambahan *fresh money* atau *fresh capital*;
  - b) Memudahkan perusahaan untuk melakukan diversifikasi;
  - c) Memudahkan dalam *benchmarking company value*;
  - d) Melalui market mekanisme diharapkan dapat meningkatkan pengawasan manajer perusahaan;
  - e) Bagi perusahaan milik negara, *go public* dapat mengurangi campur tangan birokrasi dan memberikan keleluasaan yang lebih luas kepada manajemen;
  - f) Memungkinkan memperoleh manajemen yang profesional melalui mekanisme pasar yang lebih transparan;
  - g) Akuntabilitas pengelolaan perusahaan menjadi lebih baik.

## Restrukturisasi Manajemen

Krisis ekonomi yang telah meruntuhkan konglomerasi di Indonesia, disinyalir karena lemahnya pengelolaan dan kualitas manajemen. Oleh karena itu menjadi sangat strategis untuk melakukan restrukturisasi manajemen atau penataan manajemen yang dapat ditempuh melalui beberapa alternatif:

1. *Bisnis process reengineering* yaitu proses penataan ulang secara radikal manajemen dan bisnis perusahaan. Kata-kata radikal ini muncul dengan alasan bahwa perubahan yang sedikit-sedikit diyakini tidak akan berhasil. Hal ini disebabkan oleh resistensi individu dalam perusahaan terhadap setiap perubahan yang sedikit-sedikit diyakini tidak akan berhasil. Karena itu merombak dan menata ulang organisasi perusahaan harus dilakukan secara radikal dan sekaligus.
2. *Delaying* dan *right-sizing* adalah alternatif kedua yang dimaksudkan untuk mengurangi *layer-layer* dalam struktur organisasi perusahaan. Organisasi di masa depan tidak lagi birokratis dan sangat dalam tetapi lebih *flat* dan hanya terdiri atas sedikit *layer*. Manfaat utamanya adalah untuk mengurangi distorsi informasi akibat terlalu banyaknya jenjang dalam organisasi. Selain itu juga dalam dilakukan pengurangan bagian-bagian yang tidak perlu, serta pengurangan karyawan yang sering disebut juga dengan *right sizing*. Alternatif ini ditempuh oleh bank-bank dalam masa krisis dengan memberikan *golden shake hand* atau menawarkan pensiun awal disertai dengan pemberian pesangon yang memadai.
3. Selain alternatif tersebut masih ada alternatif untuk melakukan restrukturisasi manajemen yaitu melalui *downsizing* dan *downscoping*. *Downsizing* adalah pengurangan karyawan sedangkan *downscoping* adalah pengecilan bisnis melalui pengurangan unit-unit yang tidak penting dan mempertahankan *core business* saja.

## Restrukturisasi Organisasi

Penataan ulang organisasi perusahaan dapat ditempuh baik dengan mengubah kembali struktur manajemen termasuk dewan komisarisnya ataupun menyangkut status perusahaan. Restrukturisasi organisasi dapat saja dilakukan dengan mengubah kembali komposisi kepemilikan dan status badan hukum perusahaan. Pada umumnya restrukturisasi organisasi ditempuh melalui internal, hal ini dilakukan melalui penciptaan jumlah cabang kantor wilayah atau jaringan distribusi.

## PROSES MERGER, AKUISISI DAN RESTRUKTURISASI

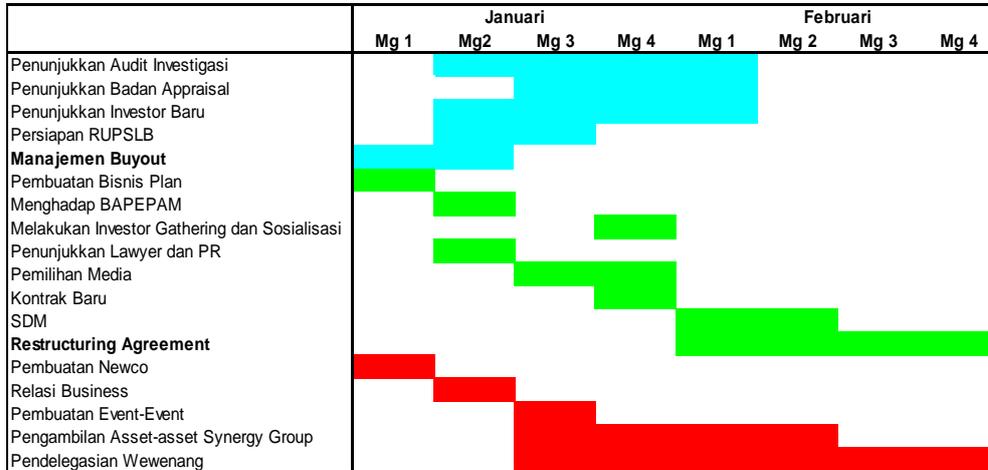
Perusahaan perlu membuat *Time Frame* terhadap merger, akuisisi dan atau yang disertai dengan restrukturisasi. Untuk itu perlu *Gant Chart* untuk mencapai sasaran yang diinginkannya. Berikut ini adalah contoh *Gant Chart* yang bisa diterapkan dalam hal merger dan akuisisi. Pada umumnya pada saat pengumuman akuisisi pada

perusahaan terbuka, harga saham perusahaan yang menjadi target akuisisi akan naik. Proses pembelian kembali saham di publik bisa melalui *tender offer* melalui perusahaan-perusahaan sekuritas.

*Merger, Akuisisi,  
dan Restrukturisasi*

**Gant Chart**

**RESTRUCTURING PLAN**

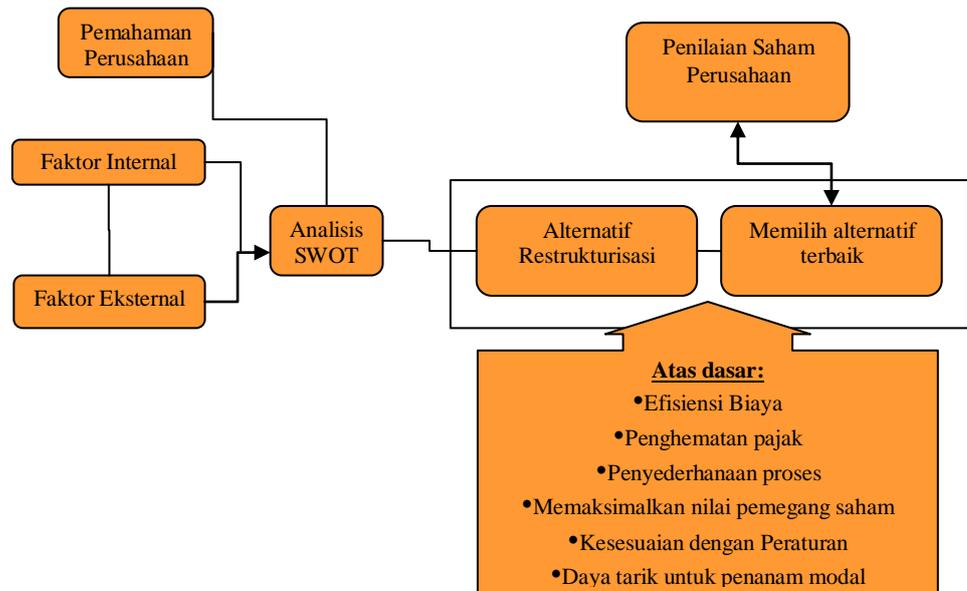


Gambar 1. Gant Chart Restucturing Plan

**SWOT ANALYSIS**

Swot Analysis meliputi analisis internal dan eksternal, adapun analisis internal meliputi kekuatan dan kelemahan daripada perusahaan yang *merged* dan yang diakuisi. Sedangkan analisis eksternal meliputi peluang (*opportunity*) dan ancaman (*threat*) terhadap perusahaan yang akan *merged* atau yang diakuisisi. Berikut ini adalah gambaran dari motif adanya SWOT analysis antara lain untuk melihat gambaran umum perusahaan yang akan diakuisisi atau direstrukturisasi, apakah setelah diakuisisi dan direstrukturisasi perusahaan menghasilkan hal-hal berikut:

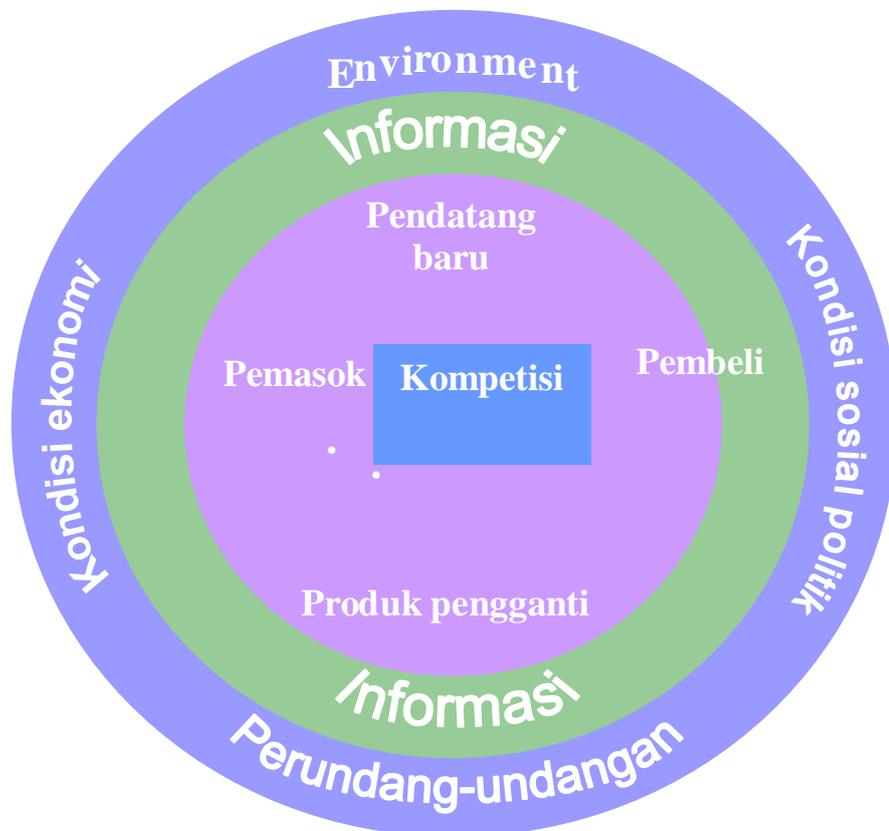
- Efisiensi Biaya;
- Penghematan Pajak;
- Penyederhanaan Proses;
- Memaksimalkan nilai Pemegang Saham;
- Kesesuaian dengan peraturan;
- Daya tarik untuk penanam modal.



Gambar 2. SWOT Analysis

### Kerangka Kerja Analisis Faktor Eksternal

Analisis faktor eksternal mencakup peluang (*opportunity*) dan ancaman (*threat*) dari pihak luar, Michael Porter (*five forces*) bisa dijadikan untuk melihat peluang dan ancaman dari target akuisisi / merged.



Gambar 3. Kerangka Kerja Analisis Eksternal Dengan Pendekatan Five Forces Michael Porter

Kerangka kerja untuk melihat kekuatan dan kelemahan daripada perusahaan yang akan diakuisisi atau di merged. Baik dari Aspek Keuangan, Pemasaran, Manajemen, Human Capital, dan Operasionalnya serta information teknologi.

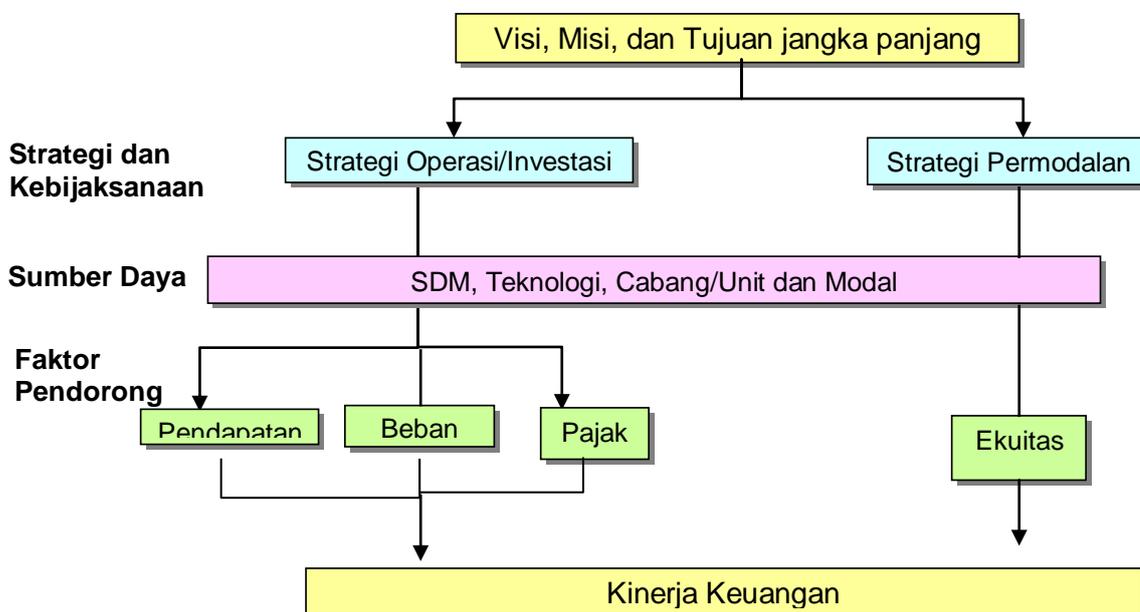
### Merger / Akuisisi Valuation dan Manajemen Risiko

Pilar pertama faktor-faktor yang mempengaruhi Finansial dan Proses antara lain adalah sebagai berikut:

- ✓ *Financial Accounting Process;*
- ✓ *Accuracy Timeliness of Financial Statements;*
- ✓ *Information Technology – MIS;*
- ✓ *Accounting Standard Compliance;*
- ✓ *Operational Effectiveness System & Procedure;*
- ✓ *Asset Quality;*

Faktor-faktor yang mempengaruhi lingkungan bisnis yang perlu diperhatikan antara lain:

- ✓ Economic & Monetary Condition (SBI, Inflasi, Forex, GDP, Growth, dsb);
- ✓ Good Corporate Governance (Transparansi, Akuntabilitas, *Responsibility, Integrity dan Fairness*);
- ✓ The Indonesian Banking Industry;
- ✓ Capital Market Sentiments;
- ✓ Government Regulations;
- ✓ Legal Aspect



Gambar 4. Analisis Faktor Internal

Manajemen Risiko menurut COSO dan AIRMIC mensyaratkan bahwa risiko perlu diidentifikasi, di lakukan assesment, Analisis dan Transfer Risiko, kemudian dikomunikasikan dan dilakukan monitoring dan kaji

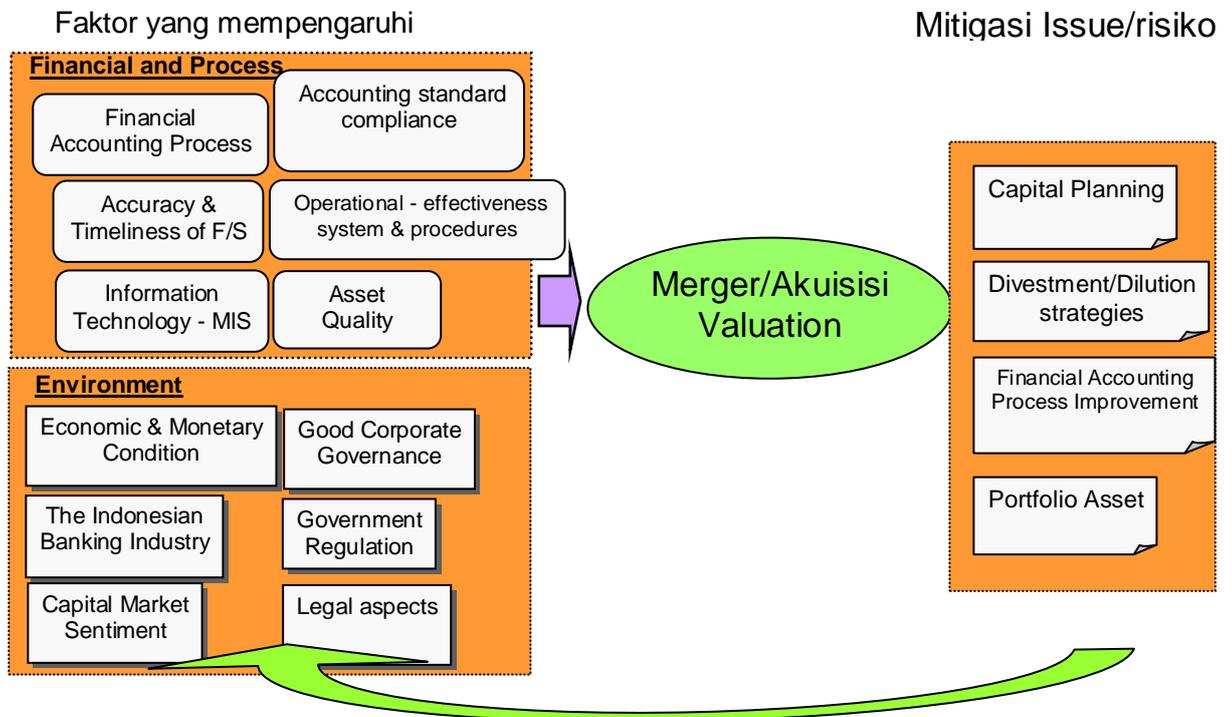
ulang secara berkesinambungan. Mitigasi Issue / Risiko yang muncul dari Merger/ Akuisisi antara lain:

- ✓ Capital Planning;
- ✓ Divestement/ Dilution Strategies;
- ✓ Financial Accounting Process Improvement;
- ✓ Portfolio Asset

## METODOLOGI PENGKAJIAN PENILAIAN SAHAM

Dalam melakukan penilaian saham Perusahaan, peneliti melakukan analisis dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

1. Analisa laporan keuangan perusahaan tahun 2005 - Desember 2009;
2. Proyeksi Laporan Keuangan tahun 2009 – 2014;
3. Estimasi cost of capital;
4. Estimasi Terminal Value;
5. Kalkulasi dan interpretasi hasil.



Gambar 5. Faktor yang Mempengaruhi Merger/Akuisisi dan Manajemen Risiko

## Metoda Penilaian yang akan Diaplikasikan

Beberapa pendekatan dalam penilaian saham dapat dikategorikan ke dalam pendekatan pendapatan, neraca atau aktiva dan pasar. Dalam aplikasinya sering digunakan secara kombinasi, untuk mendapatkan nilai yang merupakan rekonsiliasi atau sintesa dari nilai masing-masing hasil pendekatan. Pendekatan penilaian yang akan diaplikasikan adalah pendekatan pendapatan, yang dilakukan dengan menggunakan metode diskonto arus kas.

Dalam mengaplikasikan berbagai metoda penilaian untuk menentukan nilai pasar wajar suatu "business interest", perlu mengacu pada laporan keuangan (Neraca & Rugi Laba) yang representatif. Karena itu diperlukan penyesuaian terhadap nilai buku dalam neraca dan normalisasi keuntungan dalam Rugi/Laba yang biasanya disusun oleh akuntan berdasarkan nilai historis. Betapapun nilai buku suatu perusahaan yang direfleksikan dalam neraca dan rugi/laba adalah nilai perolehan, tidak mencerminkan nilai ekonomis yang dapat sepenuhnya dijadikan acuan sebagai nilai wajar perusahaan saat penilaian tersebut.

### Metode Arus Kas Bersih

Dalam penilaian saham melalui pendekatan pendapatan, penilai berusaha untuk mengkuantifikasi seluruh pendapatan yang dihasilkan saham tersebut, kemudian mengkonversi pendapatan tersebut menjadi suatu indikasi nilai dari investasi atau saham, melalui proses kapitalisasi atau diskonto. Pendapatan yang dimaksud berupa laba bersih atau arus kas bersih yang sudah bebas dari kebutuhan investasi dan modal kerja untuk mendukung operasi dan pertumbuhan. Proses konversi balikan menjadi nilai saham (investasi) dapat dilakukan melalui proses kapitalisasi, yaitu membagi satu angka balikan saham yang dianggap normal dan representatif (*single period of normalized representative earning*) dengan tingkat kapitalisasi tertentu (*capitalization rate*). Selain itu bisa juga melalui proses diskonto (*discounted cash flow* - DCF), yaitu mendiskonto pendapatan mendatang (*multi period of earning or cash flow*) dengan suatu tingkat diskonto (*discount rate*) tertentu menjadi nilai kini.

Konsep dari pendekatan ini adalah didasarkan pada suatu "premises", bahwa seseorang (investor) membeli (memiliki) suatu aset bukan karena sekedar ingin memiliki, tetapi mengharapkan hasil/return yang akan dihasilkan aset tersebut di masa mendatang. Dalam penilaian asset atau investasi melalui pendekatan pendapatan, kita tidak perlu menilai Aktiva Tak Berwujud (ATB), karena pendapatan yang dihasilkan oleh investasi tersebut dianggap merupakan kontribusi dari aktiva berwujud dan ATB.

Pendapat di atas dapat mengemukakan bahwa konsep dasar metode ini adalah memproyeksikan pendapatan mendatang yang terkait dengan subyek perusahaan atau investasi yang dinilai. Selain itu mendiskon arus pendapatan yang diproyeksikan tersebut menjadi nilai kini pada tingkat diskonto tertentu, yaitu biaya oportunitas kapital yang merefleksikan waktu dan resiko yang melekat dengan arus pendapatan tersebut. Dengan pendekatan ini berarti bahwa nilai dari suatu saham/ekuitas (*the subject of business interest*) adalah nilai kini dari pendapatan yang dihasilkan saham/ekuitas tersebut di masa mendatang.

Penilaian saham dengan Metode Arus Kas Diskonto (*Discounted Cash Flow*) didasarkan pada proyeksi keuangan 5 (lima) tahun. Analisis dilakukan berdasarkan proyeksi arus kas (*free cash flow*) untuk ekuitas yang merupakan arus kas bersih yang akan diterima para pemegang saham, setelah memperhitungkan adanya perubahan arus kas akibat penambahan/penurunan aktiva dan kewajiban. Secara garis besar arus kas untuk ekuitas yang akan diaplikasikan dapat dijabarkan sebagai berikut :

### Laba Operasi

-	Pajak
=	<b>Laba Operasi Setelah Pajak</b>
+	Depresiasi
=	<b>Gross Cash Flow</b>
-	Capex
	* Penambahan modal kerja
	* Penambahan investasi
=	<b>Arus kas bersih untuk penyedia kapital</b>

Proyeksi arus kas bersih tersebut kemudian didiskontokan dengan menggunakan faktor diskonto yang menggambarkan tingkat pengembalian yang diharapkan investor (*required rate of return*). Hal ini dilakukan setelah memperhitungkan risiko-risiko yang bersangkutan dengan proyeksi pendapatan pada masa mendatang untuk menghasilkan nilai perusahaan. Setelah diperoleh nilai perusahaan, nilai ekuitas dihitung dengan mengurangi nilai perusahaan dengan jumlah hutang yang dimiliki.

Dalam studi ini, faktor diskonto yang digunakan adalah tingkat biaya rata-rata tertimbang atas modal (*weighted average cost of capital*).

### Tingkat Biaya Rata-rata Tertimbang atas Modal (*Weighted Average Cost of Capital*)

Di dalam menentukan tingkat biaya rata-rata tertimbang atas modal (*weighted average cost of capital*) peneliti menggunakan formula yang umumnya dipakai yaitu:  $WACC = (Kd \cdot (1-t) \cdot \% Debt) + (Ke \cdot \% Equity)$

<i>WACC</i>	<i>Weighted average cost of capital (tingkat biaya tertimbang atas modal)</i>
<i>Kd</i>	<i>Cost of debt (tingkat bunga hutang perusahaan)</i>
<i>Ke</i>	<i>The required rate of return (biaya ekuitas)</i>
<i>T</i>	<i>Tax rate (tarif pajak)</i>
<i>% Debt</i>	<i>Proportion of Debt in the capital structure (proporsi hutang dalam struktur kapital)</i>
<i>% Equity</i>	<i>Proportion of Equity in the capital structure (proporsi ekuitas dalam struktur kapital)</i>

a. *Cost of Debt (tingkat bunga hutang perusahaan)*

Tingkat bunga hutang perusahaan umumnya ditentukan dengan mengacu pada tingkat bunga pinjaman yang berlaku untuk perusahaan pada saat penilaian.

b. *Cost of Equity (biaya ekuitas)*

Tingkat biaya ekuitas (*cost of equity*) untuk diperoleh dengan mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut:

✓ *Risk-free rate (tingkat suku bunga bebas risiko)*

Risk free rate mencerminkan tingkat pengembalian untuk investasi bebas risiko.

- ✓ Beta  
Beta mencerminkan tingkat risiko pengembalian ekuitas perusahaan atas tingkat pengembalian portofolio pasar.
- ✓ Market risk premium (tingkat risiko pasar)/ $R_m$   
Merupakan premium di atas tingkat balikan bebas risiko yang diharapkan investor atas investasi yang dilakukan di pasar modal.

*Market Risk Premium* yang merupakan selisih antara tingkat balikan (return) rata-rata di pasar saham ( $R_m$ ) dengan tingkat suku bunga bebas resiko ( $R_f$ ) adalah tambahan balikan yang diharapkan oleh investor. Hal ini disebabkan adanya resiko tambahan dengan melakukan investasi di pasar saham, jika dibandingkan dengan melakukan investasi pada instrumen investasi bebas resiko seperti halnya SBI. Untuk investasi di negara berkembang seperti halnya Indonesia, *Market Risk Premium* biasanya ditetapkan sebesar kurang lebih 7 – 8,5%. Premi risiko tersebut masih harus dikalikan dengan beta dari perusahaan yang bersangkutan untuk memperoleh premi risiko untuk spesifik saham perusahaan yang bersangkutan. Namun untuk penilaian Perseroan dan KAGEO, mengingat kondisi saat ini masih cukup sulit memperoleh suatu model dan parameter beta yang stabil untuk perusahaan sejenis, diasumsikan bahwa  $\beta = 1$  atau tingkat balikan yang diharapkan dari saham perusahaan kurang lebih sama dengan yang diharapkan dari perusahaan lain di pasar modal.

## KALKULASI DAN INTERPRETASI HASIL

### Metode Arus Kas Bersih

Estimasi nilai perusahaan dalam metode ini hasil proyeksi *free cash flow* untuk tahun berakhir 31 Desember 2009 – 2014. *Gross operating cash flow*, disesuaikan dengan gross investment, kemudian didiskontokan ke nilai sekarang dengan menggunakan *cost of capital* perusahaan. Asumsi *cost of capital* yang dipergunakan berdasarkan dari capital structure yang ada yaitu *cost of debt* dan *cost of equity*.

### Perhitungan tingkat Diskonto

- a. *Tingkat bunga hutang perusahaan (Cost of debt)*  
Berdasarkan penelitian tingkat suku bunga pinjaman yang berlaku pada saat tanggal penilaian adalah sebesar 15% (tingkat suku bunga mengambang tahunan). Hutang jangka panjang perusahaan dikenakan suku bunga sebesar 1%, dan dipakai sebagai tingkat bunga hutang perusahaan.
- b. *Tingkat Biaya Ekuitas (Cost of equity)*  
Tingkat biaya ekuitas (*cost of equity*) untuk perusahaan setelah penilaian diperoleh dengan mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut:

- ✓ Tingkat suku bunga bebas resiko (Risk-free rate)  
Tingkat suku bunga bebas resiko yang peneliti gunakan adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang berlaku saat ini yaitu 8%.
- ✓ Premi Resiko Ekuitas (equity risk premium)  
Premi resiko ekuitas yang peneliti gunakan adalah nihil. Angka ini peneliti anggap telah mencakup tingkat resiko pasar dari pasar saham di negara-negara berkembang yang berkisar antara 7,5% - 8% (Damodaran, *Investment valuation*) dan tingkat resiko spesifik perusahaan yang peneliti tetapkan yang berkisar antara 6 – 6,5 %

## SIMPULAN DAN SARAN

Implementasi merger/akuisisi dan Restrukturisasi dalam perusahaan-perusahaan di Indonesia akan memberikan manfaat apabila:

- Setelah akuisisi/ merger, dan restrukturisasi memberikan synergy, *cost efficiency*, *economic of scales*, *economic of scopes* dan keunggulan dalam perusahaan yang melakukan penggabungan dan restrukturisasi. Contoh: Bumi Resources setelah mengakuisisi Kaltim Prima Coal (KPC), nilai sahamnya meningkat dan sempat menyentuh Rp 8.000,- walaupun ketika terjadi krisis global tahun 2008 pernah menyentuh kembali Rp 400,- namun demikian saat ini sudah membaik.
- Menghindari merger/akuisisi dan restrukturisasi apabila tidak ada peningkatan value atau synergy, karena akan mendatangkan kerugian yang besar bagi perusahaan yang melakukan merger/ akuisisi tersebut. Contoh: Chrysler yang berhasil lolos dari kebangkrutan dan mencatat profit yang besar sekali dan menjadi sehat kembali pada saat dipimpin oleh Lee Iacoca, kemudian melakukan merger dengan Daimler-Benz, yang mengakibatkan perusahaan menjadi tidak efisien dan mengalami kegagalan dalam menghasilkan synergy. Kegagalan setelah merger dan akuisisi antara lain disebabkan *too high a price* (harga terlalu mahal); *lack of compelling strategic reason to merge* (membuat kurang strategis); *unrealistic expectation of synergies* (sinerji yang tidak realistis); *Inadequate due-dilligence* (tidak tepat melakukan pemeriksaan); *Different International corporate cultures and lack of effective communications* (kurang efektifnya komunikasi dan perbedaan latar belakang budaya); *and failure to quickly meld the two (or more) organization* (gagalnya penggabungan 2 organisasi atau lebih)
- Dalam melakukan restrukturisasi perlu diperhatikan hal-hal berikut:
  - a. Bank Policy;
  - b. Lakukan *Due diligence*, baik financial maupun *legal aspect*;
  - c. Prospek Industri;
    - a. *Historical Past Performances Audited*;
    - b. Cari penyebab ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya;
    - c. Buatlah Simulasi atau run *cashflow* dengan asumsi-asumsi yang reasonable dan dapat dipertanggung jawabkan; (bisa dengan *spread sheet Brown & Lamb*)

- Negosiasi *Win-Win Solution*, pihak kreditur akan cenderung meningkatkan recoverynya dengan meminta debitur menyerahkan aset pribadi atau menurunkan *unsustainable debt* perusahaan tersebut. Selanjutnya debitur akan meminta *write-off* yang semaksimal mungkin karena adanya *asymmetric information* antara kreditur dan debitur;
- Pada umumnya penyelesaian restrukturisasi adalah sebagai berikut:
  - a. *Asset Settlement* (Asset Swap) yaitu dengan menyerahkan aset perusahaan yang tidak produktif atau aset pribadi pemegang saham;
  - b. *Equity Swap* yaitu debitur dapat menyerahkan ekuitas perusahaan tersebut kepada pihak kreditur;
  - c. *Modify Terms and Conditions* (Stretching Tenor) misal bunga diturunkan dari 24% p.a menjadi 15% p.a, tenor yang jatuh tempo dalam 3 tahun diperpanjang menjadi 6 tahun;
- Perusahaan yang melakukan merger/akuisisi dan restrukturisasi hendaknya memperhatikan aspek hukum (legal aspect) yang tidak kalah penting. Pada umumnya *Legal Due Dilligence* dan *Financial Due Dilligence* berjalan bersama-sama agar waktu (*time frame*) yang diharapkan bisa diselesaikan sesuai jadwal yang ditentukan.
  - a. *Legal Due Dilligence*, meliputi pengecekan keabsahan dokumen-dokumen;
  - b. *Letter of Intent* dari Tim Restrukturisasi/ Pihak Debitur;
  - c. Keabsahan dalam pengikatan Perjanjian Kredit, Keabsahan Pengikatan Jaminan, dan Keabsahan Dokumen KTP, SIUP, TDP, NPWP;
  - d. *Draft of Memorandum of Understanding*.
  - e. *Signing Restructuring Agreement*.

## DAFTAR RUJUKAN

- Manurung, Adler H., 2005, "Pasar Modal Indonesia Menjadi Bursa Kelas Dunia", Jakarta: Jakarta Stock Exchange.
- Altman, Edward I., 1991, "Investing in Distressed Securities." In Dominic DiNapoli, Sanford C Sigolof, and Robert Cushman, eds. *Workouts and Turnarounds* (Homewood, Ill: Business One Irwin, pp.663-685).
- Baumol, William, 1959, *Business Behaviour, Value and Growth*, 2<sup>nd</sup> ed., New York: Macmillan Publishing.
- Berger, P.G., and E. 1995, Ofek., "Diversification's Effect on Firm Value." *Journal of Financial Economics* 37, no.1, January 1995.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim., 1983, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy", *Journal of Financial Economics* 11, no.1, April 1983.
- Chan, SuHan, John S. Kensinger, Arthur Keown, and John Martin, 1997, "Do Strategic Alliances Create Value", *Journal of Financial Economics* 46, no.2, November, 1997,
- Damodaran, 2007, "Valuation", New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Gaughan, Patrick A., 2002, "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring", 3<sup>rd</sup> ed., New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.