

# AKUNTANSI MANAJEMEN



**MERGER DAN AKUISISI**  
**DR. DIONYSIA KOWANDA**

.

**Program Pascasarjana**  
**UNIVERSITAS GUNADARMA**  
2013

## PENDAHULUAN

### LATAR BELAKANG

Tujuan utama didirikannya perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*Maximization shareholder wealth*) dalam bentuk peningkatan nilai saham perusahaan (Scott, Jr., 1999). Tugas ini dibebankan kepada para direktur dan manajer yang bekerja di dalam perusahaan. Mereka melakukannya dengan cara meningkatkan modal, mendapatkan faktor input produksi, menjual output, mempekerjakan karyawan, menyewakan aset, membeli dan menjual aset, dll. Pada prakteknya direktur dan manajer seringkali melakukan hal tersebut dengan melibatkan pihak terafiliasi (kenalan, pemegang saham mayoritas, atau perusahaan lain yang memiliki hubungan dengan mereka). Aktivitas ini kita kenal dengan istilah transaksi dengan pihak terafiliasi (*Related Party Transactions (RPT)*).

Pihak terafiliasi, khususnya pemegang saham mayoritas, dapat mempengaruhi bentuk dan syarat (*term and condition*) dari transaksi yang akan memberikan keuntungan bagi pihak mereka saja. Hal ini tentu saja akan bertentangan dengan konsep *Maximization shareholder wealth* dan prinsip *The Equitable Treatment of Shareholder* dari OECD. Ryngaert dan Thomas, (2007) menunjukkan RPT seringkali dipersepsikan sebagai transaksi yang merugikan *outside* atau *minority shareholder*.

Ehrhardt dan Nowack (2001) dalam Utama (2006) menjelaskan bahwa keuntungan yang diambil *majority shareholders* dari perusahaan dapat dibagi dua jenis, yaitu *pecuniary (tunneling)* dan *non-pecuniary*. Johnson et al (2000a) mendefinisikan *tunneling* sebagai pengalihan aset keluar dari perusahaan sehingga menguntungkan pemilik modal yang memiliki kendali terhadap perusahaan. Sementara itu *non-pecuniary* dikaitkan dengan *transferability*, yaitu pengalihan sumber daya keluar dari perusahaan kepada pemilik modal lain (pesaing).

*Tunneling* dapat dilakukan dengan cara menjual produk perusahaan kepada perusahaan yang memiliki hubungan dengan manajer dengan harga yang lebih rendah dibandingkan harga pasar, mempertahankan posisi/jabatan pekerjaannya meskipun mereka sudah tidak kompeten atau berkualitas lagi dalam menjalankan usahanya atau menjual aset perusahaan kepada perusahaan yang memiliki hubungan dengan manajer (pihak terafiliasi). Penelitian yang dilakukan oleh Johnson et al. (2000), Nenova (2002), Lemmon and Lins (2003), Dyck and Zingales (2004), Atanasov (2005), dan Cheung, Rau, dan Stouraitis (2006) membuktikan bahwa pemilik saham mayoritas terlibat dalam praktek ekspropriasi atau *tunneling* yang dilakukan terhadap pemegang saham minoritas, khususnya di pasar negara berkembang. Lebih jauh lagi, *tunneling* dapat diwujudkan dalam kegiatan merger / akuisisi dengan pihak terafiliasi.

Kegiatan merger dan akuisisi di Indonesia telah berlangsung sejak tahun 1970, yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak (Sutrisno & Sumiarsih, 2004). Transaksi akuisisi pertama yang terjadi di pasar modal Indonesia adalah transaksi akuisisi yang dilakukan oleh PT Jakarta International Hotel Development melalui pembelian 100% saham PT Danayasa Arthatama pada tahun 1990 (I Made B. Tirthayatra, 2005).

Tujuan dari kegiatan merger dan akuisisi yaitu untuk menghasilkan sinergi, memperoleh keringanan pajak, membeli aset dibawah biaya penggantian, diversifikasi, insentif bagi manajer dan *breakup value*.<sup>2</sup> (Brigham, et.al, 1999). Brigham juga menekankan dari semua alasan di atas, yang menjadi motivasi dominan adalah alasan sinergi.

Walaupun akuisisi/merger diyakini akan memberikan sinergi namun menurut Sutrisno dan Sumiarsih (2004), untuk akuisisi/merger internal (akuisisi yang dilakukan dalam satu grup usaha) biasanya tidak diikuti dengan reaksi pasar yang positif dibandingkan dengan akuisisi eksternal. Hal ini dikarenakan adanya pendapat bahwa motif akuisisi internal bukanlah sinergi

karena sinergi pada perusahaan dalam satu grup biasanya dilaksanakan dengan mudah tanpa proses akuisisi. Peristiwa akuisisi internal ini biasanya disertai asimetri informasi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Oleh karena pemegang saham mayoritas mempunyai informasi yang lebih lengkap terhadap *target company* (karena berasal dari grup yang sama) dan pemegang saham pengendali memegang kontrol atas dua perusahaan yang bertransaksi maka dapat diduga transaksi tersebut didasarkan pada kepentingan pemegang saham mayoritas, yang dapat mendatangkan kerugian (ekspropriasi) bagi pemegang saham minoritas (Utama, 2006).

Akuisisi internal tidak selamanya mendatangkan kerugian. Hasil penelitian Samphantharak (2002) menunjukkan bahwa kendali perusahaan, ukuran kelompok usaha, dan transaksi internal kelompok usaha cenderung memberikan alokasi sumber daya yang efisien. Hal ini dipertegas oleh Utama, (2006) yang menyatakan bahwa untuk negara dengan pasar modal yang masih berkembang seperti Indonesia, akan lebih murah bagi perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan menggunakan *internal capital market* (melakukan akuisisi internal) dibandingkan dengan *external capital market*. Ryngaert dan Thomas (2007) juga menemukan bahwa transaksi dengan pihak terafiliasi, seperti akuisisi internal, dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan pada kondisi tertentu seperti pada situasi yang melibatkan informasi yang tidak sempurna (*Incomplete information*).

Di balik potensi keuntungan dan kerugian yang mungkin ditimbulkan oleh akuisisi internal, kita perlu mewaspadai potensi kerugian yang muncul, khususnya di negara berkembang seperti di Indonesia yang memiliki banyak perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Di tahun 1996 kapitalisasi pasar dari saham yang dikuasai oleh 10 perusahaan keluarga di Indonesia mencapai 57,7%. (Claessens, et.al,1999). Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi ini akan merugikan pemegang saham minoritas. Utama, (2006) menyatakan bahwa semakin terkonsentrasi kendali perusahaan pada pemegang saham mayoritas akan mengakibatkan posisinya dalam perusahaan menjadi semakin kuat dan memungkinkan mereka untuk mengambil keuntungan pribadi yang akan menurunkan nilai perusahaan dan merugikan pemegang saham minoritas. Hal ini dipertegas lagi oleh Herdinata, (2008) yang mengungkapkan bahwa dalam kurun waktu yang sangat panjang, perilaku usaha di Indonesia telah tercemar dengan berbagai tindakan, kegiatan, dan modus usaha yang tidak sehat akibat dari pola dan kepemilikan usaha yang hanya terkonsentrasi pada segelintir kelompok dan menyebabkan terjadinya praktik korupsi, kolusi dan nepotisme (KKN).

Untuk meningkatkan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dari resiko ekspropriasi yang ditimbulkan oleh transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan seperti di atas, pada tahun 1996 BAPEPAM mengeluarkan Peraturan BAPEPAM No. IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Inti dari peraturan ini adalah bahwa setiap transaksi yang mengandung benturan kepentingan harus mendapat persetujuan pemegang saham independen. Konsekuensi dari aturan ini adalah meskipun pemegang saham sudah setuju dengan suatu transaksi yang mengandung benturan kepentingan, namun apabila pemegang saham independen tidak setuju maka transaksi tersebut tidak dapat dilaksanakan. Pada Mei 2004, sebanyak delapan perusahaan di bawah bendera Grup Lippo yang bergerak dalam bisnis properti dan rumah sakit mengumumkan akan melakukan penggabungan usaha atau merger ke dalam satu perusahaan yakni PT Lippo Karawaci Tbk. Kedelapan perusahaan itu terdiri atas empat perusahaan terbuka yakni PT Lippo Land Development Tbk (LPLD), PT Siloam Healthcare Tbk (BGMT), PT Aryaduta Hotels Tbk (HPSB) dan Lippo Karawaci Tbk (LPKR). Empat perusahaan lainnya adalah PT Kartika Abadi Sejahtera, PT Sumber Waluyo, PT Anangadipa Berkat Mulia, dan PT Metropolitan Tatanugraha. Merger yang dilakukan oleh ke delapan perusahaan tersebut merupakan suatu transaksi internal. Berbagai perusahaan ini membentuk suatu konglomerasi dan struktur kepemilikannya piramid, dengan *control rights* dan *cash flow rights* yang berbeda. Detil benturan kepentingan dalam transaksi merger tersebut dapat dilihat pada tabel 1.1.

**Tabel 1.1 Benturan Kepentingan Transaksi Siloam Health Care dan Lippo Land**

Pengumuman	Perihal Benturan	Kepentingan Keterangan
<p>Penyampaian pemberitahuan rencana untuk melakukan penggabungan usaha antara PT Lippo Land Development, PT Arya duta Hotels, PT Kartika Abadi Sejahtera, PT Sumber Waluyo, PT Anangadipa Berkat Mulia, dan PT Metropolitan Tatanugraha ke dalam PT Lippo Karawaci. Ringkasan rencana penggabungan telah diumumkan di Bisnis Indonesia dan Media Indonesia tanggal 15 Mei 2004</p>	<p>Benturan kepentingan: i) Pacific Asia Holding Trusted Ltd memiliki Lippo Karawaci, Lippo Land, dan Aryaduta; ii) Preskom Lippo Karawaci juga menjabat Preskom Lippo Land; iii) Preskom Lippo Karawaci juga menjabat Preskom Siloam; iv) Salah satu komisaris Lippo juga menjabat Komisaris pada Siloam; v) Preskom pada Lippo Land juga menjabat sebagai PresDir pada Siloam; vi) Siloam memiliki saham pada Sumber Waluyo</p>	<p>LIPPO LAND Merupakan perusahaan dengan <b>controlling share terbesar (70.48%)</b> Sedangkan SILOAM Merupakan perusahaan dengan <b>kepemilikan publik terbesar (85.5%)</b></p>

Sumber: Utama (2006)

Merger semacam ini rawan ditumpangi usaha untuk menggelembungkan nilai perusahaan. Meskipun perusahaan yang terlibat dalam proses merger telah dinilai konsultan independen, kita patut meragukan kewajaran nilai tersebut. Keraguan ini diperkuat lagi karena merger yang dilakukan oleh kedelapan perusahaan di atas tergolong transaksi yang mengandung benturan kepentingan dimana patut diduga ada pihak yang mendapatkan keuntungan dengan merugikan pemegang saham lain.

### **Merger dan Akuisisi**

Para Direktur dan Manajer di perusahaan pada dasarnya bertugas untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*Maximize shareholder wealth*). Tugas ini dilakukan dengan cara meningkatkan modal, mendapatkan faktor input produksi, menjual output, mempekerjakan karyawan, menyewakan asset, membeli dan menjual asset, dll.

Seperti dikemukakan oleh Ilya (1994:3) dalam Muktiyanto (2005), setidaknya terdapat tiga strategi yang dapat dilakukan untuk mencapai tujuan tersebut (*Maximize shareholder wealth*) yaitu:

1. Mengadakan ekspansi dari usaha yang telah ada (internal business expansion), tanpa melihat unit-unit usaha di luar organisasi perusahaan.
2. Membuat perusahaan atau proyek baru.
3. Mengadakan penggabungan badan usaha (eksternal business expansion), yang dapat berbentuk konsolidasi, merger dan akuisisi (MKA).

Abdul Moin (2003) mengatakan bahwa Merger dan Akuisisi diharapkan menciptakan “nilai tambah“. Kehadiran nilai tambah ini merupakan indikasi dari keberhasilan proses merger dan akuisisi itu sendiri.

Di satu sisi, banyak penelitian yang mengatakan sebaliknya. Havinson (1966) menemukan dari sisi perusahaan yang mengakuisisi tahun 1990-1992, bahwa merger dan akuisisi tidak dapat meningkatkan nilai bagi *shareholders* dan manajemen apabila ditinjau dari *return* saham. Hal ini seirama dengan pernyataan bahwa merger dan akuisisi menghasilkan *negative returns*

(Dodd(1980) dalam Jensen and Ruback (1983)) dan sesuai pula dengan hipotesa bahwa merger bagi pengakuisisi merupakan investasi *net present value* (NPV) negatif (Mukhtiyanto, 2005)

Ilya (1984), menemukan bahwa kinerja perusahaan setelah akuisisi ternyata lebih baik dibandingkan sebelum akuisisi. Hal ini sejalan dengan penelitian Asquith and Eckbo (1983) dalam Jensen and Ruback (1983) yang menemukan bahwa untuk satu hari sebelum dan saat pengumuman merger dan akuisisi, menyimpulkan adanya kecenderungan *abnormal return* yang positif meskipun tidak signifikan. Dengan kata lain, dapat kita simpulkan bahwa dampak akuisisi menghasilkan sinergi bagi perusahaan-perusahaan *go public* yang melakukan akuisisi.

### **2.1.1. Definisi Merger dan Akuisisi**

Abdul Moin (2003) mendefinisikan merger sebagai “Penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar”.

Sementara konsep akuntansi dari penggabungan usaha direfleksikan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 22 tentang Akuntansi Penggabungan Usaha. Pada paragraf 08 disebutkan bahwa Penggabungan Usaha (*Business Combination*) adalah “Penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan (*uniting with*) perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain.

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), pada dasarnya dalam semua penggabungan usaha, salah satu perusahaan yang bergabung memperoleh kendali atas perusahaan lain. Pengendalian diasumsikan diperoleh apabila salah satu perusahaan yang bergabung memperoleh lebih dari 50% hak suara pada perusahaan lain, kecuali apabila dapat dibuktikan sebaliknya bahwa tidak terdapat pengendalian walaupun pemilikan lebih dari 50%. Lebih lanjut, IAI menegaskan kemungkinan pengakuisisi mungkin tetap dapat diidentifikasi meskipun salah satu dari perusahaan yang bergabung tidak memiliki lebih dari 50% hak suara pada perusahaan lain, yaitu apabila salah satu perusahaan yang bergabung memperoleh:

- a. Kekuasaan (power) lebih dari 50% hak suara atas perusahaan yang lain tersebut berdasarkan perjanjian dengan investor lain.
- b. Kekuasaan (power) untuk mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan lain tersebut berdasarkan anggaran dasar atau perjanjian.
- c. Kekuasaan untuk mengangkat dan memberhentikan sebagian besar anggota pengurus perusahaan yang lain tersebut.
- d. Kekuasaan untuk mendapatkan hak suara mayoritas dalam rapat direksi perusahaan yang lain tersebut.

Usaha-usaha yang sebelumnya terpisah bersama-sama membentuk satu entitas ketika sumber daya dan operasinya berada di bawah pengendalian kelompok manajemen tunggal. Floyd A. Beams (1998) menjelaskan tentang pengendalian terhadap suatu entitas usaha yang terbentuk dalam penggabungan usaha dengan cara:

- a. Satu entitas atau lebih perusahaan menjadi perusahaan anak.
- b. Satu perusahaan mentransfer aktiva bersihnya kepada perusahaan lain.
- c. Setiap perusahaan mentransfer aktiva bersihnya kepada perusahaan yang baru dibentuk.

Sementara itu, Coyle (2000) menjelaskan bahwa suatu penggabungan usaha disebut merger jika:

1. Tidak ada salah satu perusahaan yang bergabung dapat disebut sebagai perusahaan pengambil alih atau perusahaan yang diambil alih.
2. Kedua perusahaan berpartisipasi dalam membentuk struktur manajemen perusahaan hasil penggabungan tersebut.
3. Kedua perusahaan yang bergabung pada umumnya memiliki ukuran yang hampir sama, yang artinya tidak ada dominasi aset antara satu perusahaan atas perusahaan yang lain.
4. Hampir semua atau sebagian besar melibatkan “share swap”, di mana tidak terjadi pembayaran tunai, melainkan yang terjadi adalah penerbitan saham baru yang ditukar dengan kepemilikan saham dalam perusahaan yang lain.

Jika dua perusahaan, A dan B, melakukan merger, maka hanya akan ada satu perusahaan saja, yaitu A atau B. Pada sebagian besar kasus merger, perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar yang dipertahankan hidup dan tetap mempertahankan nama dan status hukumnya, sedangkan perusahaan yang ukurannya lebih kecil (perusahaan yang dimerger) akan menghentikan aktivitasnya atau dibubarkan sebagai badan hukum. Pihak yang masih hidup atau yang menerima merger dinamakan *surviving firm* atau pihak yang mengeluarkan saham (*issuing firm*). Sementara itu, perusahaan yang berhenti dan bubar setelah terjadinya merger dinamakan *merged firm*.

*Surviving firm* dengan sendirinya memiliki ukuran yang semakin besar karena seluruh aset dan kewajiban dari *merged firm* dialihkan ke *surviving firm*. Perusahaan yang dimerger akan menanggalkan status hukumnya sebagai entitas yang terpisah, dan setelah merger statusnya berubah menjadi bagian (unit bisnis) di bawah *surviving firm*. Dengan demikian ia tidak lagi bisa bertindak hukum atas namanya sendiri (Abdul Moin, 2003).

### 2.1.2. Benefit Merger dan Akuisisi

Terdapat beberapa motivasi merger dan akuisisi yang dikemukakan oleh para ahli yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham karena adanya peningkatan ketidaksempurnaan dalam *External Capital Market*, meningkatkan *Net Present Value* dan menciptakan *Internal Capital Market*, serta mengurangi variabilitas *earning*. Selain itu beberapa alasan merger dan akuisisi yang juga sering dimunculkan adalah: sinergi, pertimbangan pajak, membeli aset dibawah biaya penggantian, diversifikasi, insentif bagi manajer dan *break up value* (Brigham dan Houston, 1998), dari keenam alasan tersebut yang menjadi alasan paling dominan adalah alasan sinergi.

Hogarty (1972) dalam Havinson (1996) dalam Muktiyanto (2005) mengemukakan bahwa aktivitas merger dan akuisisi dinyatakan sukses (menghasilkan sinergi) apabila terjadi peningkatan nilai bagi pemegang kepentingan perusahaan. Hal ini sesuai dengan konsep *maximization wealth of stakeholders*, yang dicerminkan oleh laba per lembar saham. Bagi manajemen hal ini diasosiasikan dengan terjadinya perubahan kinerja yang positif.

Perubahan ini diukur melalui pengamatan terhadap reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return* saham perusahaan. Pengamatan terhadap *abnormal return* dilakukan dengan melihat data saham harian dalam rentang waktu sekitar pengumuman akuisisi. Penelitian mengenai hal ini dilakukan antara lain oleh Jensen and Ruback (1983) dengan mengukur *abnormal return* sebagai efek ekonomi dari merger dan akuisisi.

Lebih lanjut Jensen and Ruback (1983) mengatakan ”*abnormal return are measured by differences between actual and expected stock return. The expected stock return is measured conditional on the realized return on a market index to take account of the influence of market wide events on the returns of individual*

securities”.

### 2.1.3. Merger dan Akuisisi di Indonesia

Kegiatan merger dan akuisisi di Indonesia telah berlangsung sejak tahun 1970, yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan agar dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak (Sutrisno & Sumiarsih, 2004). Perkembangan merger dan akuisisi tersebut terus berlangsung sampai sekarang. Penulis berhasil mengidentifikasi perusahaan di Indonesia yang melakukan merger pada periode 2001-2007 pada tabel 2.1.

**Tabel 2.1 Perusahaan yang Melakukan Merger di Indonesia**

Pengakuisisi	Perusahaan Target	Tahun Akuisisi
Sumitomo	Jatis	2007
Nokia	Siemens	2006
Trans TV	TV7	2006
StarTV	ANTV	2005
Astra Internasional	Bank Permata	2004
Telkom Malaysia	Excelcom	2004
SCS	Astragraphia	2004
Grup Djarum	Bank Central Asia	2002
Astra Agro Lestari	Sinar Tabiora	2002
Sarasa Nugraha	Sarasa Miratama	2002
Gudang Garam	Karyadibya Mahar Dika	2002
Agis	Arta Citra Galery	2002
Siantar Top	Saritama Tunggal	2001
Surya Intrindo Makmur	Anglo Sama Permata Motor	2001
Indofood Sukses Makmur	Asia Food Property	2001
Bahtera Admina Samudra	Intergalaxi Delta Fisheries Mega Galaxy	2001
Indocement Tunggal Perkasa	Dian Abadi Perkasa Roda Maju Perkasa	2001
Timah	Gemah Ripah Pertiwi Indotambang Raya Mega	2001
Astra Internasional	Cycle & Carriage Limited	2001
Telkom	Multimedia Nusantara	2000

Sumber : Data diolah

Berbagai penelitian tentang merger dan akuisisi telah banyak dilakukan di Indonesia dan dengan melihat dampak jangka pendek serta dampak jangka panjang. Tjandra (1995) meneliti emiten-emiten yang ada di BEJ, memperoleh 5 perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal dan 11 akuisisi internal, periode pengamatannya 1990-1993. Hasil penelitian menunjukkan bahwa akuisisi internal tidak ada yang memberikan return yang positif pada periode pengamatan, sedangkan untuk akuisisi eksternal banyak yang memberikan yang positif. Kesimpulan akuisisi eksternal lebih mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham.

#### Akuisisi Internal

Perspektif akuntansi mengenai akuisisi dalam PSAK No. 22 paragraf 08 menjelaskan bahwa akuisisi adalah suatu bentuk penggabungan usaha di mana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi, dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham (IAI, 2004:22).

Walaupun akuisisi/merger diyakini akan memberikan sinergi seperti sudah dijelaskan di atas namun untuk akuisisi/merger internal yaitu akuisisi dalam satu grup usaha biasanya tidak

memberikan *cumulative abnormal return* yang lebih tinggi dibandingkan akuisisi eksternal. (Sutrisno dan Sumiarsih, 2004). Hal ini dikarenakan adanya pendapat bahwa motif akuisisi internal bukanlah sinergi karena sinergi pada perusahaan dalam satu grup biasanya dilaksanakan dengan mudah tanpa proses akuisisi. Motif yang mungkin adalah penghematan pajak. Seperti pada kasus akuisisi Bogasari oleh Indofood. Oleh karena itu bentuk akuisisi ini diyakini tidak memberikan manfaat yang besar bagi pemegang saham jangka panjang.

Sedangkan sebaliknya untuk akuisisi eksternal, karena tidak dilakukan dalam satu grup maka ada kemungkinan pertimbangan yang digunakan benar-benar pertimbangan bisnis misalnya peningkatan efisiensi. Efisiensi biasanya diperoleh melalui hal efisien, mengganti manajemen yang tidak kompeten maupun adanya *operating strategy* antara perusahaan-perusahaan tersebut.

Akuisisi internal pertama di pasar modal Indonesia dilakukan oleh Japfa Comfeed Indonesia pada 1989 dengan nilai Rp 83 miliar. Bagaikan mode pakaian, akuisisi internal menjadi tren yang digandrungi oleh pemilik kelompok usaha besar hingga mencapai puncaknya pada 1992. Selanjutnya, akuisisi merupakan barang biasa dan para pemegang saham pun sudah pasrah dengan akuisisi internal ini. Menurut data Pusat Data Bisnis Indonesia (PDBI), hingga 1995, setidaknya sudah tercatat 29 perusahaan publik yang telah melakukan akuisisi internal dengan nilai mencapai lebih dari Rp4,168 triliun.

#### **2.1.5. Proses Akuisisi dan Nilai Perusahaan/Reaksi Harga Saham**

Pada kegiatan merger dan akuisisi ada dua hal yang patut dipertimbangkan yaitu nilai yang dihasilkan dari kegiatan akuisisi dan siapakah pihak-pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan tersebut.

Dengan adanya akuisisi diharapkan akan menghasilkan sinergi sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Akan tetapi jika menyangkut siapa pihak yang paling diuntungkan dari kegiatan merger tersebut, para peneliti belum saling sepakat.

Ada sebagian yang berpendapat, pemegang saham perusahaan target selalu diuntungkan dan pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi (*Acquiring Firm*) selalu dirugikan. Keuntungan pemegang saham dapat diketahui melalui *abnormal return* yang mereka terima (Sutrisno dan Sumiarsih, 2004) Croci (2006) fokus pada 459 perusahaan target yang terlibat dalam proses Merger dan Akuisisi yang gagal selama tahun 1990-2001 di Spanyol. Shareholder perusahaan target melaporkan kerugian besar ketika usaha akuisisi gagal dan kerugian yang dialami tidak hanya sebatas pada premium yang ditawarkan oleh *bidder*. Pada saat pengumuman kegagalan, harga saham perusahaan target lebih rendah dibandingkan sebelum proses penawaran akuisisi. Bahkan, selama dari pengumuman akuisisi sampai dengan kegagalan, harga saham perusahaan target mengalami penurunan sebesar -10.61%.

Wibowo & Pakereng (2001) menemukan bahwa dalam jangka pendek, perusahaan pengakuisisi di Indonesia memperoleh abnormal return yang negatif di sekitar tanggal pengumuman merger dan akuisisi.

Sedangkan bila dilihat dari dampak jangka panjang akuisisi bagi pemegang saham. Wibowo (1996) meneliti Kinerja Saham Akuisitor Jangka Panjang Setelah Akuisisi (Perbandingan antara Akuisisi Konglomerasi dan Nonkonglomerasi di BEJ). Diperoleh 6 sampel akuisisi konglomerasi dan 14 akuisisi nonkonglomerasi. Hasilnya dalam waktu tiga tahun setelah akuisisi, kinerja saham perusahaan yang melakukan akuisisi tidak mengalami underperformance dan kinerja saham perusahaan yang melakukan akuisisi nonkonglomerasi lebih baik dari perusahaan konglomerasi.

Swandari (1999) melakukan penelitian dampak jangka panjang pemegang saham pengakuisisi dan membandingkan kemakmuran yang diperoleh antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal selama periode 1990 hingga 1994. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka



panjang pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi tidak memperoleh kemakmuran yang lebih tinggi dari peristiwa akuisisi. Hasil tersebut disimpulkan dari nilai AAR dan CAAR yang positif tidak signifikan untuk periode 24 bulan setelah peristiwa. Sedangkan kemakmuran yang diterima pemegang saham jangka panjang pada perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal terbukti lebih tinggi dibandingkan pada pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi internal.

Retno W. (2002) melakukan penelitian dampak jangka panjang pemegang saham pengakuisisi dan membandingkan kemakmuran yang diperoleh antara akuisisi internal dan akuisisi eksternal selama periode 1997 hingga 1999. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pemegang saham pengakuisisi tidak memperoleh kemakmuran/abnormal return yang memadai setelah pengumuman merger dan akuisisi.

## **2.2 Struktur Kepemilikan Perusahaan**

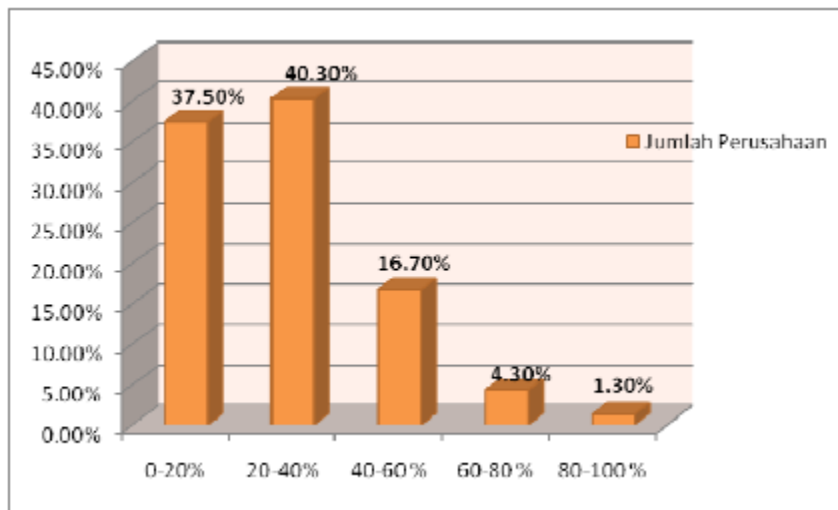
### **2.2.1. Struktur Kepemilikan Perusahaan Publik di Indonesia**

Secara Umum, perusahaan di Indonesia memiliki karakteristik yang tidak berbeda dengan perusahaan di Asia pada umumnya. Ditilik dari segi historis dan sosiologis, perusahaan-perusahaan di Asia adalah perusahaan yang dimiliki dan dikontrol oleh keluarga. Meskipun perusahaan tersebut tumbuh dan menjadi perusahaan publik, namun kontrol tetap dipegang oleh keluarga masih signifikan (Herdinata, 2008).

Purba (2004) mengatakan bahwa pasar modal Indonesia digerakkan oleh investor dengan jumlah terbatas. Berdasarkan data yang diperoleh dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), pasar modal kita hanya didukung oleh 60.000-an pemegang rekening. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia belum mengakar dan ketidakmerataan kepemilikan kekayaan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Claessens, Stijin, Simeon Djankov dan Larry H.P dalam Herdinata (2008) ditemukan bahwa dalam tahun 1996 kapitalisasi pasar dari saham yang dikuasai oleh 10 perusahaan keluarga di Indonesia mencapai 57,7%. Untuk Filipina dan Thailand mencapai 52,5% dan 46,2%. Sementara untuk Korea dan Malaysia dikuasai oleh 15 perusahaan keluarga sebesar 38,4% dan 28,3%.

Berdasarkan data dari Indonesian Capital Market Directory 2009, secara umum rata-rata kepemilikan investor publik di BEJ adalah 27,6% dengan sebagian besar (94,4%) kepemilikan investor publik di bawah 60%. Detail dari distribusi persentase kepemilikan investor publik pada perusahaan di Indonesia dapat kita lihat pada gambar berikut :



Gambar 2.1. Proporsi Kepemilikan Saham publik di BEI, 2009 (n=395)  
 Sumber : ICMD 2009, data diolah

Berdasarkan grafik tersebut diperoleh gambaran, bahwa 37,5% perusahaan memiliki proporsi saham publik yang tergolong rendah (kepemilikan investor publik sebesar 0-20%), 40,3% termasuk dalam kategori cukup rendah (20-40%), 16,7% termasuk dalam kategori sedang (40-60%), 4,3% termasuk dalam kategori tinggi (60-80%), dan 1,3% termasuk dalam kategori sangat tinggi (80-100%).

Data di atas juga mengungkapkan bahwa hanya sekitar 5,6% dari 385 perusahaan yang memiliki saham publik di atas 60%. Keadaan ini mencerminkan bahwa kepemilikan investor publik di perusahaan di Indonesia masih sangat rendah. Di satu sisi hal ini berarti struktur kepemilikan sebagian besar perusahaan di Indonesia terkonsentrasi pada sedikit orang/institusi.

Purba (2004) melakukan penelitian terhadap 281 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta per tahun 2003 dan meneliti hubungan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan didekati menggunakan Return on Investment (RoI). Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan saham publik dengan kinerja perusahaan. Dengan demikian kita dapat mengambil kesimpulan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan saham publik maka semakin baik pula kinerja perusahaan tersebut. Hal ini dilandasi pemikiran bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan saham publik akan semakin memotivasi pihak manajemen untuk melakukan praktek Good Corporate Governance sebagai wujud akuntabilitas manajemen terhadap publik.

### 2.2.2. Struktur Kepemilikan dan Jenis Investasi

Struktur kepemilikan perusahaan yang kompleks dikenal dengan istilah grup atau konglomerasi dan melembaga di negara dengan kategori *emerging economies* seperti hasil penelitian oleh Majluf *et al.* (1998), Gonzalez (1999), Khanna dan Palepu (1997) dan Lefort and Walker (1999). Hal ini juga berlaku di negara Brazil (Valadares dan Leal (1999)), Mexico (Castaneda (1999)), India (Khanna dan Palepu (1997)), dan mayoritas negara di Asia Timur (Claessens *et al.* (1999)).

Selain kepemilikan oleh sekelompok perusahaan, karakteristik konglomerasi juga dapat diidentifikasi dari mekanisme yang kompleks untuk memperoleh control perusahaan termasuk skema piramidal, kepemilikan silang, dan saham *dual-class*.

Amihud and Lev(1981; 1999) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi yang lebih tinggi akan lebih tidak terdiversifikasikarena eksekutif perusahaan akan mencoba mengurangi resiko pemecatan melalui merger dan tindakan diversifikasi yang tidak ada hubungan dengan bisnis perusahaan.

Hubungan positif antara diversifikasi dan konsentrasi kepemilikan dapat dijelaskan sebagai berikut : Strategi korporasi secara *de facto* dirumuskan oleh *controlling shareholder* ( pada struktur kepemilikan terkonsentrasi *Board of Directors* diawasi dan di kontrol secara ketat oleh *controlling shareholder*). Di lain pihak minority shareholder dapat mendiversifikasi portofolionya, sedangkan *controlling shareholder* hanya terfokus pada satu perusahaan, sehingga *controlling shareholder* akan berusaha untuk mengurangi resiko melalui merger dan diversifikasi.

Sehingga semakin tinggi konsentrasi kepemilikan dalam satu perusahaan, semakin besar resiko yang ditanggung, dan semakin sedikit yang mengawasi *controlling shareholder*, *controlling shareholder* akan semakin leluasa dalam melakukan diversifikasi.

Konsep konglomerasi (kepemilikan terkonsentrasi) tetap mendapatkan kritik dari berbagai paper akademis tentang *corporate governance*. Dengan menggunakan *agency theory* konglomerasi diduga menjadi penyebab inefisiensi investasi danekspropriasi terhadap minority shareholder. Hal ini terjadi, khususnya ketika kontrol konglomerasi diperoleh melalui mekanisme seperti struktur piramidal, kepemilikan silang, dan saham *dual-class*. Kondisi ini juga memperburuk *agency problem*.

#### **2.2.2.1. Investasi Related Party dan Non Related Party**

Para Direktur dan Manajer di perusahaan bertugas untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*Maximize shareholder wealth*). Tugas ini dilakukan dengan cara meningkatkan modal, mendapatkan faktor input produksi, menjual output, mempekerjakan karyawan, menyewakan asset, membeli dan menjual asset, dll. Pada prakteknya Direktur dan Manajer seringkali melakukan hal tersebut dengan melibatkan kenalan, pemegang saham mayoritas, perusahaan lain yang memiliki hubungan dengan mereka, atau bahkan dengan diri mereka sendiri. Praktek tersebut kita kenal dengan istilah Transaksi dengan Pihak yang memiliki hubungan Istimewa (Related Party Transactions (RPT)).

Chhaochharia dan Grinstein (2005) dalam Utama (2006) mendefinisikan Related Party Transaction (RPT) adalah transaksi antara perusahaan dan *insiders*-nya atau afiliasinya. Transaksi seperti pembelian atau penjualan barang atau jasa dari atau pada *insiders*, pemberian pinjaman pada eksekutif, seluruhnya merupakan RPT. Karena pihak istimewa ini dapat mempengaruhi bentuk dan syarat (term and condition) yang menguntungkan mereka dalam sebuah transaksi, ini akan bertentangan dengan konsep *Shareholder Wealth Maximization*.

Ryngaert dan Thomas (2007) membagi RPT ke dalam dua kategori yaitu transaksi ex-ante dan ex-post. Transaksi ex-ante didefinisikan sebagai transaksi dimana suatu perusahaan dan related party melakukan transaksi sebelum perusahaan tersebut menjadi perusahaan publik atau sebelum tertentu menjadi related party dengan perusahaan.

Dalam kasus transaksi ex-ante, kita sulit untuk membuktikan bahwa inside investor melakukan transaksi yang merugikan outside investor. Namun demikian transaksi tersebut dapat terlihat pada pengungkapan perusahaan (*corporate disclosure*). Transaksi ex-post adalah transaksi yang muncul setelah perusahaan *go public* dan setelah suatu pihak memiliki hubungan khusus dengan perusahaan. Jenis transaksi ini cenderung merugikan outside shareholder.

#### **2.2.2.2. Jenis Investasi dan Nilai Perusahaan**

Transaksi *ex-post* memiliki hubungan dengan berkurangnya kekayaan pemegang saham sedangkan transaksi *ex-ante* tidak berhubungan dengan berkurangnya kekayaan pemegang saham.

Jian dan Wong (2004) meneliti bahwa perusahaan di Cina seringkali melakukan RPT dan volume aktivitas RPT tersebut berkorelasi negatif dengan value perusahaan. Lebih jauh lagi, Jiang, Lee, dan Yue (2005) menemukan bahwa perusahaan Cina yang memberikan pinjaman kepada *related parties* memiliki nilai perusahaan yang lebih rendah.

Cheung, Rau, dan Stouraitis (2006) menemukan bahwa untuk perusahaan yang terdaftar di bursa Hongkong mengalami abnormal stock return yang negatif ketika mereka mengumumkan untuk melakukan transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan khusus.

Ryngaert dan Thomas (2007) melakukan penelitian dengan melihat frekuensi, asal, dan konsekuensi valuasi RPT dari 234 Perusahaan Kecil dan Menengah di Amerika Serikat. Mereka menemukan bahwa faktor *timing* mempengaruhi efek dari RPT terhadap kekayaan shareholder.

RPT cenderung dilakukan apabila Direktur dan Manajer memiliki kepemilikan saham yang besar. Besarnya proporsi kepemilikan saham ini memberikan “hak” kepada manajemen untuk mengendalikan jalannya perusahaan. Mereka menemukan korelasi positif yang signifikan antara transaksi *ex-post* dengan kecenderungan perusahaan mengalami financial distress atau bangkrut.

RPT dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan pada kondisi tertentu misalnya pada situasi yang melibatkan informasi yang tidak komplit (*Incomplete information*). Contohnya, perusahaan melakukan penunjukan mitra langsung yang memiliki hubungan khusus dikarenakan deadline proyek yang sempit.

Potensi keuntungan dari RPT yang lain adalah pencegahan penundaan pada proses kontrak. Jika pihak yang terlibat kontrak memiliki hubungan keluarga masalah penundaan kontrak akan lebih berkurang.

### **2.2.3. Struktur Kepemilikan dan Teori Keagenan**

Zhu dan Ma (2009), mengungkapkan bahwa penelitian terdahulu tentang corporate governance terfokus pada permasalahan antara principal-agent akibat asimetri informasi antara dewan direksi dan manajemen perusahaan (Eisenhardt, 1989; Finkelstein and Daveni, 1994; Mallette and Fowler, 1992). Corporate governance menjadi mekanisme control internal dan eksternal dalam menyelaraskan kepentingan antara dewan direksi dengan manajemen perusahaan atau melalui pengawasan langsung (Boyd, 1994; Gibbs, 1993; Hillet al., 1988; Walsh et al., 1990; Zajac and Westphal, 1994).

Di satu sisi, penelitian yang dilakukan di wilayah eropa dan Jepang, dengan karakteristik kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi, menemukan bahwa terdapat konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, dan bahwa pemegang saham mayoritas dapat melakukan ekspropriasi terhadap kekayaan pemegang saham minoritas (Aguilera and Jackson, 2003; de Miguel, Pindado, and de la Torre, 2004; Weinstein and Yafeh, 1994). Studi lainnya menemukan bukti yang lebih kuat tentang keberadaan ekspropriasi di negara berkembang (Chang, 2003), atau yang kita kenal dengan istilah “tunneling” (Johnson et al., 2000).

Jadi terdapat hubungan segitiga antara principal dan agent dalam perusahaan publik dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi. Hubungan antara ketiganya digambarkan pada gambar 1.1. Pertama hubungan principal-agent antara pemegang saham minoritas dan dewan direksi, yang juga merupakan konflik mendasar di dalam pasar dengan struktur kepemilikan tersebar. Dewan direksi memiliki posisi yang lebih baik dibandingkan pemegang saham minoritas

karena pemegang saham minoritas tidak dapat mengawasi direksi secara langsung terkait masalah biaya.

Kedua adalah permasalahan principal-agent antara pemegang saham mayoritas dan dewan direksi. Pemegang saham mayoritas memiliki posisi yang lebih baik dibandingkan dewan direksi karena biaya untuk mengawasi dewan direksi relative rendah. Sehingga terdapat dua permasalahan bagi dewan direksi apabila pemegang saham mayoritas dan minoritas memiliki kepentingan yang berbeda (Dharwadkar et al., 2000; Su, Xu, and Phan, 2008; Young et al., 2003).

Ketiga adalah hubungan principal-agent antara pemegang saham minoritas dan mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki posisi yang lebih baik karena mereka dapat mengawasi dan memiliki akses informasi yang lebih baik dibandingkan pemegang saham minoritas. Hal ini menyebabkan pemegang saham minoritas berada di dalam posisi yang paling lemah dalam hubungan segitiga ini.

Pemegang saham minoritas sebenarnya bisa saja diuntungkan dari pengawasan terhadap kemungkinan kecurangan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan oleh pemegang saham mayoritas.

Dengan demikian dapat kita simpulkan: Pemegang saham minoritas mempercayakan pemegang saham mayoritas untuk mengawasi manajemen dengan konsekuensi adanya ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham mayoritas.

Kita dapat simpulkan bahwa semakin efektif pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas, akan semakin tinggi motivasi mereka untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas.

### **2.2.3.1. Teori Keagenan dan Ekspropriasi terhadap Pemegang Saham**

Teori keagenan (*Agency Theory*) muncul dalam hubungan keagenan (*agent relationship*) antara *principal* (investor) dan *agent* (manajer) yang terikat dalam suatu kontrak. Inti dari hubungan ini adalah adanya pemisahan kepemilikan (dipihak investor) dan pengendalian (di pihak manajer). Investor memiliki harapan bahwa manajer akan menghasilkan return dari uang yang mereka investasikan. Oleh karena itu, kontrak yang baik antara investor dan manajer adalah kontrak yang mampu menjelaskan spesifikasi apa saja yang harus dilakukan oleh manajer dalam mengelola dana para investor dan spesifikasi tentang pembagian return antara manajer dan investor.

Namun demikian, sebagian besar faktor kontingensi sulit untuk dilihat atau diramal sebelumnya, sehingga kontrak yang lengkap sulit untuk diwujudkan. Dengan demikian, investor diharuskan untuk memberikan hak pengendalian residual (*residual control rights*) kepada manajer, yaitu hak untuk membuat keputusan dalam kondisi-kondisi tertentu yang sebelumnya belum terlihat dalam kontrak.

Hak pengendalian residual di atas sangat mungkin untuk diselewengkan dan akan menimbulkan masalah keagenan yang dapat diartikan dengan sulitnya investor memperoleh keyakinan bahwa dana yang mereka tanamkan tidak dikelola dengan semestinya oleh manajer.

Manajer memiliki hak untuk mengelola perusahaan dan dengan demikian manajer memiliki hak diskresioner dalam mengelola dana investor. Kemungkinan yang akan terjadi selanjutnya adalah bahwa manajer akan melakukan ekspropriasi (perampasan) kekayaan investor. Perampasan ini dapat dilakukan melalui penggelapan dana investor, menjual produk perusahaan kepada perusahaan yang memiliki hubungan dengan manajer dengan harga yang lebih rendah dibandingkan harga pasar, hingga menjual asset perusahaan kepada perusahaan yang memiliki hubungan dengan manajer atau bahkan mempertahankan posisi/jabatan

pekerjanya meskipun mereka sudah tidak kompeten atau berkualitas lagi dalam menjalankan usahanya.

Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak yang bekerja sama memiliki tujuan dan pembagian kerja yang berbeda. Teori keagenan secara khusus membahas tentang adanya hubungan keagenan, dimana suatu pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan pekerjaan kepada pihak lain (*agen*) yang melakukan pekerjaan. Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang mungkin terjadi dalam hubungan keagenan. Pertama, masalah keagenan yang timbul pada saat:

1. Keinginan atau tujuan dari *principal* dan *agent* berlawanan
2. Biaya untuk mengawasi pekerjaan *agen* terlalu mahal.

Kedua, masalah pembagian resiko yang timbul pada saat *principal* dan *agent* memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko.

Teori keagenan didasari oleh beberapa asumsi, yaitu :

1. Asumsi sifat manusia, menekankan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri (*self-interest*), memiliki keterbatasan rasional dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*).
2. Asumsi organisasi, adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektivitas dan adanya asimetri informasi antara *principal* dan *agent*.
3. Asumsi informasi, adalah bahwa informasi sebagai barang komoditi yang bisa diperjualbelikan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) adanya tiga unsur tambahan yang dapat membatasi perilaku menyimpang yang dilakukan oleh *agen*, yaitu:

1. Bekerjanya pasar tenaga manajerial, akan menghapus kesempatan pengelola yang tidak mempunyai kinerja baik dan berperilaku menyimpang dari keinginan pemegang saham perusahaan yang dikelolanya.
2. Bekerjanya pasar modal, secara efisien bisa menjadi cermin kinerja manajer dari harga saham perusahaannya.
3. Bekerjanya *market for corporate control*, bisa menghambat tindakan menguntungkan diri pengelola sendiri dalam hal menghentikan pengelola dari jabatannya jika perusahaan yang dikelolanya mempunyai kinerja rendah yang memungkinkan pemegang saham baru menggantikannya dengan pengelola lain setelah perusahaan di ambil alih.

Penjelasan di atas meyakinkan bahwa teori keagenan diharapkan dapat berfungsi untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan dan keyakinan bahwa para manajer akan memerikan keuntungan bagi paara investor

## **2.3 Pengaruh struktur kepemilikan terhadap merger**

### **2.3.1. Hubungan antara Struktur kepemilikan dan Nilai Perusahaan**

Atanasov, Boone, Haushalter (2008) mengatakan bahwa semakin tinggi konsentrasi kepemilikan dalam satu perusahaan, semakin besar resiko yang ditanggung, dan semakin sedikit *minority shareholder* yang mengawasi *controlling shareholder*, *controlling shareholder* akan semakin leluasa dalam melakukan diversifikasi.

Sementara, Gilberto dan Guedes (2006) melakukan penelitian terhadap 204 perusahaan di Eropa dan sekitarnya dan menemukan terdapat hubungan yang negatif antara insentif untuk melakukan ekpropriasi dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi insentif untuk melakukan ekpropriasi terhadap kekayaan outside investor semakin rendah nilai perusahaan.

Utama, (2006) mengatakan bahwa di Indonesia, semakin terkonsentrasi kendali perusahaan pada pemegang saham mayoritas akan mengakibatkan posisinya dalam perusahaan menjadi semakin kuat dan memungkinkan mereka untuk mengambil keuntungan pribadi yang akan menurunkan nilai perusahaan dan merugikan pemegang saham minoritas.

Di lain pihak, Jensen and Meckling (1976) menegaskan bahwa investor besar, melalui pengawasan melekat, dapat menggunakan kekuatannya untuk mengurangi resiko ekpropriasi yang akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan untuk semua pemegang saham. Di satu sisi, menurut Schleifer dan Vishn (1997) kekuatan yang sama dapat juga dipergunakan untuk mengambil keuntungan pribadi yang merugikan pemegang saham lainnya.

### **2.3.2. Struktur Kepemilikan dan Ekpropriasi *Minority Shareholder***

Kepemilikan yang terkonsentrasi merupakan ciri khas dari struktur kepemilikan perusahaan di negara dengan kategori *emerging economies*. Umumnya, sebuah perusahaan merupakan bagian dari struktur kepemilikan yang kompleks yang dimiliki oleh individu, atau keluarga. Struktur yang kompleks ini dikenal dengan istilah grup atau konglomerasi. Struktur ini melembaga di negara dengan kategori *emerging economies* seperti hasil penelitian oleh Majluf *et al.* (1998), Gonzalez (1999), Khanna dan Palepu (1997) dan Lefort and Walker (1999). Hal ini juga berlaku di negara Brazil (Valadares dan Leal (1999)), Mexico (Castaneda (1999)), India (Khanna dan Palepu (1997)), dan mayoritas negara di Asia Timur (Claessens *et al.* (1999)).

Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi ini akan merugikan pemegang saham minoritas. Utama, (2006) menyatakan bahwa di Indonesia, semakin terkonsentrasi kendali perusahaan pada pemegang saham mayoritas akan mengakibatkan posisinya dalam perusahaan menjadi semakin kuat dan memungkinkan mereka untuk mengambil keuntungan pribadi yang akan menurunkan nilai perusahaan dan merugikan pemegang saham minoritas. Miguel, Pindado dan de la Torre (2003) menemukan bukti bahwa *shareholder* mayoritas melakukan perampasan (*ekspropriasi*) terhadap kekayaan *shareholder* minoritas di Spanyol. Selain itu mereka juga menemukan bahwa perbedaan system pengelolaan perusahaan (*corporate governance*) di setiap negara mempengaruhi hubungan antara struktur kepemilikan saham dengan nilai perusahaan.

Claessens *et al.* (2000) membuktikan terjadinya ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas berdasarkan penelitian terhadap 2.980 perusahaan dari 9 negara Asia (Hongkong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Taiwan, dan Thailand), dimana ditemukan bahwa konsentrasi *control right* yang melebihi *cash flow right* berdampak positif pada tingkat ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Claessens *et al.* (2000) juga menemukan bahwa ketika terjadi kesenjangan yang besar antara *control right* dan *cash flow rights* dan sekaligus ketika pemegang saham pengendali akhir adalah keluarga, maka tingkat ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas lebih tinggi.

Sementara itu, Wolfenzon (1999) menginterpretasikan adanya sistem pyramidal sebagai cara ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Struktur yang ditemukan oleh Claessens *et al.* (1999b dan 2000) menunjukkan struktur pyramidal banyak dipakai oleh pemegang saham pengendali Indonesia. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa di Indonesia ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas dapat terjadi secara kuat. Hal ini dipertegas lagi oleh Herdinata, (2008) yang mengungkapkan bahwa dalam kurun waktu yang sangat panjang, perilaku usaha di Indonesia telah tercemar dengan berbagai tindakan, kegiatan, dan modus usaha yang tidak sehat akibat dari pola dan kepemilikan usaha yang hanya terkonsentrasi pada segelintir kelompok dan menyebabkan terjadinya praktik korupsi, kolusi dan nepotisme (KKN).

### **2.3.3. Ekspropriasi *Minority Shareholder* dan Perlindungan Hukum**

La Porta et al. (1998) meneliti pengaruh sistem hukum negara pada proteksi terhadap *outside investor* dan kreditor dengan data dari 49 negara. Hasilnya menyatakan bahwa negara-negara yang mengikuti sistem *common-law* memproteksi investor paling kuat, sedangkan negara-negara yang mengikuti sistem *French-civil-law* paling lemah dalam hal proteksi investor.

Selain itu juga ditemukan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi berhubungan negative pada proteksi investor. Proteksi terhadap investor pada negara-negara yang mengikuti *French-civil-law* berkaitan erat dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Dalam penelitian La porta et al. (1998), system hukum Indonesia tergolong dalam *French-civil-law* bersama Belanda. Jadi system hukum Indonesia lemah dalam hal proteksi hak investor, padahal konsentrasi kepemilikan terhadap perusahaan di Indonesia sangat tinggi. Hal ini dipertegas lagi oleh Herdinata, (2008) yang mengungkapkan bahwa dalam kurun waktu yang sangat panjang, perilaku usaha di Indonesia telah tercemar dengan berbagai tindakan, kegiatan, dan modus usaha yang tidak sehat akibat dari pola dan kepemilikan usaha yang hanya terkonsentrasi pada segelintir kelompok dan menyebabkan terjadinya praktik korupsi, kolusi dan nepotisme (KKN).

La porta et al (2002) meneliti 539 perusahaan yang terdiri dari 27 negara yang terkaya. Variabel utama yang dipakai dalam penelitian mereka antara lain adalah proksi proteksi investor yakni *common law*, *anti-director right* dan *cash-flow right*. Hasil regresi dengan metode *random effects* menyatakan bahwa negaranegara yang menerapkan *common law* lebih tinggi nilai perusahaannya. Hasil penelitian ini mendukung secara tidak langsung bahwa masalah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas merupakan masalah yang penting dan hokum berperan penting dalam membatasi ekspropriasi itu.

Webber dan Goo (2003) melaporkan kurangnya penegakan hukum memberikan keleluasaan bagi controlling shareholders untuk melakukan ekspropriasi terhadap asset perusahaan dengan menggunakan struktur kepemilikan yang rumit dengan merugikan minority shareholder. Mereka merekomendasikan penegakan system hukum dan regulasi yang memberikan perlindungan memadai bagi minority shareholder.

### **2.3.4. Contoh Ekspropriasi pemegang saham minoritas di Indonesia**

Di tahun 1988, bankir senior Djaja Ramli mengajak 12 orang dokter senior di Jakarta untuk berkongsi mendirikan Rumah Sakit Graha Medika. Kemudian disepakati, kepemilikan PT Baligraha Medikatama, perusahaan yang mengelola Graha Medika, adalah 50% untuk 12 orang dokter dan 50% sisanya untuk PT Pramudhya Barutama yang dimiliki keluarga Ramli.

Pada 13 Agustus 1991, diresmikanlah RS Graha Medika dengan modal Rp 24,5 miliar. Dari jumlah itu, Rp 3 miliar berupa modal disetor dan Rp 21,5 miliar sisanya berasal dari pinjaman. Baiknya kinerja Graha Medika membuat Laporan keuangan Baligraha selalu baik.

Pada Januari 1998, Baligraha melakukan penawaran saham perdana di Bursa Efek Jakarta. 55 juta saham ditawarkan pada harga Rp 500. Akibat penawaran saham perdana (IPO) ini, saham para dokter dan PT Pramudhya Barutama sama-sama menciut masing-masing tinggal 35,79%. Sisanya, 28,42% berada di tangan publik.

Dari IPO ini, PT Baligraha Medikatama berhasil mendapat Rp 27.5 miliar. 50% dana itu digunakan membayar utang ke Bank Lippo dan sisanya untuk membeli peralatan baru. Di lantai bursa, saham BGMT menjadi rebutan dan nilainya naik hingga kisaran Rp 1.700. Bahkan pada April 1998 harga sahamnya sempat melambung ke Rp 4.925.

Melalui berbagai anak perusahaan, kelompok bisnis Lippo berhasil mendapatkan 30% saham PT Baligraha Medikatama. Di tangan Lippo, kinerja Graha Medika masih baik. Harga saham BGMT bergerak stabil pada kisaran Rp 700-Rp 1.000. Harga saham tersebut baru mengalami



kemunduran ketika pada April 2000 Lippo memutuskan PT Baligraha Medikatama merger dengan Siloam Gleneagles, RS di Tangerang, yang didirikan oleh grup Lippo.

Akibat merger ini Gleneagles membebani keuangan Graha Medika. Per September 1999, tercatat Gleneagles mengalami kerugian bersih sebesar Rp 35,7 miliar. Pada 1998 kerugian rumah sakit mencapai Rp 119,7 miliar. Di lain pihak kinerja Baligraha sangatlah baik. Pada 1999, rumah sakit itu mencatat laba bersih Rp 15,7 miliar dan tahun sebelumnya Rp 21,7 miliar.

Manajemen Lippo sempat menenangkan para dokter yang sudah menunjukkan kekhawatiran akan masa depan Graha Medika pasca-merger. Manajemen Lippo berupaya meyakinkan mereka bahwa langkah ini adalah yang terbaik dan ada kemungkinan harga saham BGMT akan naik. Meski tidak memuaskan, para dokter tidak bisa apa-apa karena mereka saat itu hanya menjadi pemegang saham minoritas perusahaan.

Walaupun kinerja Graha Medika lebih baik, saham mereka malah dihargai lebih rendah dibandingkan saham Gleneagles. Dalam perusahaan baru Siloam Health Care, keseluruhan saham Baligraha hanya mencakup 15% kepemilikan. Sedangkan eks saham Gleneagles menguasai 85%. Pasca-merger ini, kepemilikan para dokter, secara keseluruhan, tinggal 1,3%.

Karena kinerjanya lebih baik, Lippo memutuskan Baligraha menjadi induk perusahaan hasil merger. Karena itu, kode saham Siloam Health Care tetap BGMT. Namun ternyata, kondisi perusahaan tidak membaik, keadaan justru memburuk. Pada 2000, perusahaan hasil merger ini mengalami kerugian sebesar Rp 33 miliar.

Menurut laporan keuangan 2003, laba operasional Siloam Health Care Rp 14 miliar. Dari jumlah itu, Graha Medika menyumbang laba terbesar, Rp 13 miliar (hampir 92,9% dari total laba operasional). Sementara itu, RS Sumber Waluyo (anak perusahaan Health Care lainnya) menyumbang Rp 5 miliar dan Gleneagles Rp 2,4 miliar. Sayangnya, tiga rumah sakit itu tak bisa mendatangkan untung yang lebih besar karena harus menomboki kerugian yang dialami anak usaha yang lain lagi, yakni RS Siloam Gleneagles Cikarang, sebesar Rp 6,5 miliar.

Sepanjang rumah sakit itu dimiliki Lippo, kata seorang dokter, ia tidak lagi pernah menerima pembagian dividen. Selalu saja dikatakan perusahaan rugi meskipun rumah sakit Graha Medika selalu penuh, Tak berlebihan bila kemudian para dokter Graha Medika merasa sekadar dijadikan sapi perah dalam kelompok usaha Siloam Health Care.

## **2.4 Perhitungan nilai kewajaran saham perusahaan yang diakuisisi**

Baik merger maupun akuisisi sendiri sering melibatkan pembelian satu perusahaan atas perusahaan lain. Dalam kasus ini, tentu saja investor yang menjadi pemegang saham harus mengukur apakah pembelian itu akan menguntungkan bagi dirinya. Untuk itu, investor juga harus mengukur apakah harga pembelian itu cukup wajar jika dibandingkan dengan prospek perusahaan yang dibeli.

Masalahnya, perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi dalam merger dan akuisisi biasanya memiliki pendapat yang berbeda tentang nilai perusahaan. Perusahaan target tentu akan cenderung memasang harga yang setinggi mungkin, sementara perusahaan pengakuisisi akan berusaha memperoleh harga semurah mungkin.

Terdapat banyak cara untuk mengukur apakah suatu pembelian perusahaan layak atau tidak. Metode Perbandingan ratio, *Replacement Cost*, dan *Discounted Cash Flow* adalah sebagian metode yang umum digunakan untuk menghitung kelayakan nilai suatu perusahaan.

### **2.4.1. Menghitung Nilai Perusahaan**

Permasalahan utama dalam menganalisa proses merger adalah bagaimana menentukan nilai perusahaan yang akan diakuisisi. Hal ini tidaklah mudah. Nilai sebuah perusahaan tidak hanya

tergantung pada kemampuan menghasilkan cash flow, tapi juga karakteristik finansial dan operasional perusahaan pengakuisisi. Hal ini menyebabkan tidak adanya nilai pasti dari sebuah perusahaan. Yang ada hanyalah rentang nilai sebuah perusahaan yang kemudian dilakukan negosiasi antara perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target.

Banyak faktor yang harus kita pertimbangkan dalam menentukan harga yang “wajar” bagi sebuah perusahaan. Seperti kita ketahui tujuan dari perusahaan pengakuisisi adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham (harga saham). Pada kenyataan bagaimana kita mengkuantifisir tujuan ini dalam bentuk variabel amatlah sulit. Scott, Jr (1999) menggunakan empat pendekatan untuk menentukan nilai perusahaan target yaitu : (1) *Book Value*, (2) *Appraisal Value*, (3) *Break-up Value*, (4) *Cash Flow Value*.

#### **2.4.1.1 Book Value**

Nilai buku dari kekayaan bersih sebuah perusahaan adalah nilai yang tertera pada akun ekuitas di dalam neraca, yaitu nilai keseluruhan neraca dikurang jumlah hutang. Sebagai contoh, jika nilai historis aset perusahaan dikurang akumulasi depresiasinya adalah 10 Milyar rupiah dan jumlah hutang perusahaan 4 Milyar rupiah, maka nilai buku perusahaan adalah 6 Milyar rupiah. Kemudian, jika jumlah saham yang diperdagangkan (*outstanding stock*) adalah 100.000 lembar, maka nilai buku per saham adalah 60.000 (6 Milyar dibagi 100 ribu). Nilai buku tidak mencerminkan nilai pasar kekayaan bersih perusahaan karena menggunakan harga perolehan dari suatu aset. Nilai ini sangat jarang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Walaupun demikian kita dapat menggunakan nilai ini sebagai pembanding dengan nilai yang dihasilkan dengan metode lainnya.

#### **2.4.1.2 Appraisal Value**

*Appraisal value* dari sebuah perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan penilai independen. Teknik yang digunakan bermacam-macam, namun nilai ini terkait dengan biaya penggantian (*replacement cost*) dari aset perusahaan. Metode ini kurang memadai karena nilai sebuah aset tidak mencerminkan seluruh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Namun *appraisal value* perusahaan dapat digunakan ketika digunakan bersama dengan metode valuasi lain. Metode ini juga berguna disituasi khusus seperti perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam, atau perusahaan yang merugi

Penggunaan *appraisal value* mendatangkan berbagai keuntungan. Nilai yang dikeluarkan oleh penilai independen dapat mengurangi nilai goodwill dengan cara meningkatkan nilai aset yang ditentukan. Goodwill muncul ketika harga pembelian perusahaan melebihi nilai bukunya. Misal sebuah perusahaan dengan nilai buku 60 Milyar dijual dengan harga 100 Milyar, maka nilai Goodwill adalah 40 Milyar. Misalkan nilai buku 60 Milyar terdiri dari 20 Milyar modal kerja dan 40 Milyar aset tetap. Pada prakteknya perusahaan penilai mungkin saja menilai kedua aset ini dengan 25 Milyar dan 55 Milyar. Selisih 15 Milyar untuk nilai aset tetap memungkinkan perusahaan pengakuisisi untuk mencatatkan nilai depresiasi yang lebih besar sehingga dapat menghemat pajak. Selain itu penilai independen bisa saja menemukan kekuatan dan kelemahan perusahaan yang tersembunyi seperti nilai paten, resep rahasia, dan biaya R&D.

#### **2.4.1.3 Break-up Value**

*Break-up value* pertama kali diperkenalkan oleh Dean Lebaron dan Lawrence Speidell. Metode ini mencoba untuk mengidentifikasi perusahaan yang bergerak di multi sektor yang dihargai rendah dan akan bernilai tinggi jika beroperasi secara terpisah.

Metode ini mencoba untuk menilai perusahaan berdasarkan segmen bisnisnya. Pertama kita harus mencari contoh perusahaan “murni”, yaitu perusahaan yang bergerak hanya di satu bidang industry tertentu. Kemudian kita menghitung rasio kapitalisasi pasar untuk industri

tersebut. Rasio ini biasanya membandingkan total kapitalisasi (hutang dan ekuitas) dengan total sales, asset, dan pendapatan. Dengan demikian rasio tersebut melambangkan nilai rata-rata dollar per asset, perasset, dan pendapatan per dollar dari industri tertentu berdasarkan average dari perusahaan “murni.”

Dengan mengasumsikan rasio ini dapat diaplikasikan ke berbagai segmen bisnis lainnya maka kita dapat membagi nilai perusahaan ke dalam bagian kecil. Kekurangan yang utama dari model ini adalah bahwa model ini tidak didasarkan pada teori keuangan. Yang dilakukan oleh model ini hanyalah mengasumsikan hubungan kapitalisasi dalam industri adalah sama untuk seluruh perusahaan di dalam industri. Pada prakteknya hal ini tidaklah benar. Kita dapat dengan mudah menemukan perusahaan tertentu yang dapat memproduksi produk berkualitas tinggi sehingga pertumbuhan pendapatan dimasa yang akan datang menjadi tinggi. Karena itu perusahaan ini harus memiliki nilai sales, asset, dan pendapatan operasi yang tinggi.

#### **2.4.1.4 Cashflow atau Going concern Value**

Menggunakan metode ini untuk melakukan valuasi merger mengharuskan kita untuk mengestimasi *incremental net cash flow* yang tersedia untuk terhadap perusahaan pengakuisisi sebagai konsekuensi kegiatan merger. Kemudian kita menentukan nilai present value dari cashflow ini. Jumlah inilah yang harus dibayarkan kepada perusahaan target. Kemudian kita dapat mengurangi pembayaran awal untuk memperoleh net present value dari merger.

Tahapan dalam menghitung cashflow adalah sebagai berikut :

Langkah 1: Estimasi incremental cash flow setelah pajak yang tersedia untuk perusahaan target. Perhatikan bahwa beban bunga tidak diikutsertakan dalam cash flow ini, karena sudah dihitung dalam *required rate of return* perusahaan.

Langkah 2: Estimasi discount rate sesudah pajak yang sudah disesuaikan untuk cash flow dari perusahaan target.

Langkah 3: Hitung Net Present Value dari incremental Cash flow untuk perusahaan target.

Langkah 4: Estimasi pembayaran awal untuk akuisisi. Pembayaran awal ini didefinisikan sebagai nilai pasar dari seluruh sekuritas dan uang kas yang dikeluarkan ditambah nilai pasar dari seluruh kewajiban perusahaan.

Langkah 5 : Hitung Net Present Value akuisisi dengan mengurangi initial outlay dari present value incremental cash flow dari perusahaan target.

Pada kenyataannya, menghitung incremental cashflow setelah pajak sebagai konsekuensi proses merger cukup sulit. Hal ini dikarenakan sulitnya mengkuantifikasi nilai sinergi akibat penggabungan kedua perusahaan.

Contohnya, kita akan kesulitan mengestimasi berapa nilai yang timbul akibat meningkatkan daya saing, efisiensi karyawan, atau berkurangnya resiko kepailitan perusahaan.

#### **2.4.2. Metode Discounted Cash Flow**

Metode *Discounted Cash Flow* merupakan penajaman dari metode *cash flow* atau *going concern*. Langkah yang dilakukan tetap dengan mengestimasi *incremental net cash flow* yang tersedia untuk terhadap perusahaan pengakuisisi sebagai konsekuensi kegiatan merger. Kemudian kita menentukan nilai present value dari cashflow ini. Jumlah inilah yang harus dibayarkan kepada perusahaan target. Pada prakteknya terdapat banyak sekali variasi model perhitungan DCF. Namun yang paling populer untuk digunakan adalah model *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

Menurut Damodaran (2002) Metode DCF sendiri terdiri dari tiga aliran:

## 1. Menghitung nilai equity perusahaan

Nilai ekuitas dihitung dengan mendiskonto arus kas ekuitas di masa depan (contohnya adalah arus kas sisa setelah menunaikan semua kewajiban, kebutuhan reinvestasi, kewajiban pajak, pembayaran bunga dan pokoknya) dengan menggunakan *cost of equity* (tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor ekuitas perusahaan).

$$\text{Nilai Ekuitas} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{ECF_{e,t}}{(1 + k_e)^t} \quad (2.1)$$

Dimana :

n = masa guna aset

$ECF_{e,t}$  = Expected Cash Flow to equity pada periode t

$k_e$  = Cost to equity

## 2. Menghitung nilai keseluruhan perusahaan (termasuk hak pemegang obligasi, saham preferren, dsb)

Nilai perusahaan didapat dengan cara mendiskonto *expected cash flow to the firm* (Aliran kas sisa setelah memenuhi semua kewajiban operasional, kebutuhan reinvestasi, pajak, namun sebelum menunaikan kewajiban terhadap pemegang obligasi atau saham) dengan *weighted average cost of capital (WACC)*, yaitu cost dari kombinasi komponen pembiayaan perusahaan, dibobotkan sesuai dengan proporsinya.

$$\text{Nilai Perusahaan} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{ECF_{f,t}}{(1 + WACC)^t} \quad (2.2)$$

Dimana :

n = masa guna aset

$ECF_{f,t}$  = Expected Cash Flow to firm pada periode t

WACC = *Weighted average cost of capital*.

## 3. Menghitung nilai perusahaan secara terpisah, mulai dari nilai operasional perusahaan, dan menambahkan efek dari nilai hutang dan klaim yang berbentuk non equity.

Nilai perusahaan dapat juga dihitung dengan cara menghitung nilai masing-masing klaim terhadap perusahaan secara terpisah. Pendekatan ini juga dikenal dengan nama *adjusted present value (APV)*. Langkah pertama adalah menghitung nilai ekuitas perusahaan, dengan asumsi perusahaan dibiayai hanya dengan ekuitas. Lalu kita menghitung nilai tambah atau pengurangan yang diakibatkan oleh hutang perusahaan dengan cara menghitung nilai present value dari benefit pajak akibat hutang dan *expected bankruptcy cost*.

Nilai perusahaan = Nilai perusahaan dengan pembiayaan ekuitas saja + PV dari benefit pajak + *expected Bankruptcy cost*

Walaupun ketiga metode di atas menggunakan jenis aliran kas perusahaan dan faktor diskonto yang berbeda, namun akan menghasilkan nilai yang konsisten selama masih menggunakan asumsi yang sama.

Kita perlu berhati-hati dalam menggunakan faktor diskonto dalam perhitungan mengingat apabila kita mendiskonto *cash flow to equity* dengan *cost of capital* akan menghasilkan estimasi berlebih atas nilai ekuitas, dan apabila kita mendiskonto *cash flow to firm* dengan *cost of equity* akan menyebabkan kekurangan estimasi nilai ekuitas.

### 2.4.3. Capital Asset Pricing Model

Model hubungan antara return dan resiko yang paling sering digunakan dan menjadi standar dalam melakukan analisis di dunia nyata adalah *capital asset pricing model* (CAPM). CAPM menggunakan asumsi bahwa tidak ada biaya transaksi di pasar, semua aset dapat diperdagangkan, dan investor dapat membeli aset berapapun jumlahnya. Asumsi lain yang digunakan adalah bahwa investor memiliki akses yang sama terhadap suatu informasi sehingga tidak ada satupun investor yang dapat menemukan aset yang *over* atau *under value*.

Asumsi –asumsi yang digunakan dalam CAPM akan berujung pada dua hal:

1. Terdapat aset yang beresiko, dimana *expected return* dari aset tersebut dapat diketahui dengan pasti.
2. Investor dapat membeli atau meminjam suatu aset tanpa resiko untuk mengoptimalkan portofolio.

Membeli suatu aset tanpa resiko (*risk-free asset*) dapat kita lakukan dengan cara membeli obligasi pemerintah, Sertifikat SBI, dll. Di dunia nyata, perusahaan memperoleh dana untuk membiayai investasi dari investor saham dan debitur.

Kedua jenis investor ini mengharapkan hasil dari investasi mereka (*expected return*). *Expected return* untuk investor saham sudah mengandung premium dari resiko ekuitas dalam investasinya dan kita sebut dengan *cost of equity*. Sementara *expected return* untuk *debitur* sudah mengandung premium untuk resiko default dan kita sebut dengan *cost of debt*. Selain kedua instrumen di atas, terdapat pula saham preferen yang memiliki gabungan karakteristik antara hutang (besarnya dividen ditentukan sebelumnya dan memiliki prioritas klaim sebelum saham biasa) dan saham (tidak mengurangi pajak).

Jika ketiga biaya ini digabungkan maka *cost of financing* suatu perusahaan adalah rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari *cost of equity*, *cost of debt* dan *cost of preferred stock* yang kita sebut dengan *cost of capital*.

#### 2.4.3.1. Beta

Resiko yang melekat pada suatu aset terhadap investor adalah resiko yang ditambahkan ke dalam portofolio investor dan biasanya melekat pada perusahaan (*firm-specific*) dan dapat diminimalisasi dengan melakukan diversifikasi portofolio. Resiko ini lebih dikenal dengan nama beta.

Beta suatu perusahaan adalah ukuran sejauh apa variasi return saham perusahaan dihubungkan dengan variasi return pasar secara keseluruhan. Return pasar secara keseluruhan (return pasar) yang sering digunakan adalah return dari pasar saham seperti S&P 500, IDX, NIKKEI, dll. Jadi jika return pasar naik sebesar 10%, maka perusahaan dengan beta 1.2 akan mengalami peningkatan return sebesar 12% dan

berlaku sebaliknya. Dapat kita simpulkan bahwa saham dengan beta yang tinggi memiliki volatilitas terhadap perubahan return pasar yang lebih besar di bandingkan saham dengan beta yang rendah Terdapat tiga cara untuk mengestimasi nilai beta yaitu:

#### 1. Menggunakan data historis dari harga saham di pasar

Metode ini kita lakukan dengan melakukan regresi terhadap return saham perusahaan terhadap return pasar. Secara teori, untuk perusahaan yang sudah lama terdaftar di bursa, return sahamnya akan memiliki korelasi dengan return pasar.

Contoh dari return pasar yang umum digunakan adalah indeks S&P 500, IHSG, NIKKEI, dll.

Prosedur standar untuk mengestimasi beta adalah melakukan regresi return saham ( $R_j$ ) terhadap return pasar ( $R_m$ ):

$$R_j = a + bR_m \quad (2.3)$$

Dimana

a = Intercept dari hasil regresi

b = Kemiringan (Slope)

Kemiringan dari regresi adalah beta dari saham yang mencerminkan resiko dari saham tersebut, sedangkan intercept menunjukkan performansi dari saham selama periode regresi.

#### 2. Menggunakan karakteristik fundamental dari suatu investasi

Menurut metode ini beta suatu saham ditentukan oleh tiga hal yaitu jenis usaha perusahaan, tingkat *operating leverage*, dan *Financial leverage* perusahaan.

#### 3. Menggunakan data akuntansi

Metode ini menggunakan perubahan pendapatan perusahaan per kwartal atau tahunan sebagai estimator untuk menentukan beta perusahaan.

### 2.4.3.2. Cost of Equity

Setelah kita mengetahui Risk-Free dan beta, kita dapat mendefinisikan *Expected return* dari sebuah asset dan menuangkannya ke dalam fungsi risk-free rate dan beta aset tersebut :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \{E(R_m) - R_f\} \quad (2.4)$$

Dimana

$E(R_i)$  = Expected Return dari asset i

$R_f$  = Risk-free rate

$E(R_m)$  = Expected Return dari portofolio pasar

$\beta_i$  = Beta dari asset i

*Risk-Free rate* adalah tingkat pengembalian obligasi jangka panjang dari pemerintah seperti ORI dan SUKRI. Sementara beta adalah sensitivitas return saham terhadap return pasar.

Dari sudut pandang investor,  $E(R_i)$  adalah return yang diharapkan oleh pemegang saham, sedangkan untuk perusahaan,  $E(R_i)$  adalah return yang harus dihasilkan untuk tetap menjaga agar investor tidak melepas saham perusahaan yang akan berujung

pada turunnya nilai perusahaan. Sehingga dapat kita katakan bahwa  $E(R_i)$  adalah *cost of equity* perusahaan.

### 2.4.3.3. Country Risk

Damodaran (2002) mengatakan bahwa historical risk premium untuk pasar di luar Amerika Serikat harus disesuaikan dengan cara menambahkan risk premium dari pasar yang sudah mature dengan *country spread* suatu negara. *Country spread* suatu negara dihitung dengan menggunakan peringkat obligasi suatu negara yang dikeluarkan oleh lembaga rating seperti Moody's atau Ibbotson. Kemudian kita mengalikan dengan rasio standar deviasi pasar saham dengan pasar obligasi suatu negara.

### 2.4.4. Perhitungan Growth Perusahaan

Damodaran (2002) mengatakan bahwa input yang paling penting dalam melakukan valuasi nilai perusahaan adalah tingkat pertumbuhan yang digunakan untuk memprediksi arus kas di masa yang akan datang. Pada dasarnya terdapat tiga cara untuk menentukan growth perusahaan yaitu :

1. Tingkat pertumbuhan perusahaan di masa lalu

Estimasi ini dilakukan dengan melihat data pertumbuhan earning perusahaan di masa lalu dan menggunakan ukutan statistik untuk memprediksi pertumbuhan perusahaan. Ukuran yang umum digunakan adalah rerata aritmatik dan rerata geometrik:

$$\text{Rerata Aritmatik} = \sum_{t=n}^{t=1} \frac{g_t}{n} \quad (2.5)$$

Dimana  $g_t$  = tingkat pertumbuhan di tahun  $t$

$$\text{Rerata Geometrik} = \left( \frac{\text{Earnings}_t}{\text{Earnings}_{-1}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (2.6)$$

Dimana  $\text{Earnings}_t$  = Earning di tahun  $t$

Pada aplikasinya rerata geometrik memberikan hasil yang lebih akurat dalam mengestimasi tingkat pertumbuhan.

2. Menggunakan estimasi para analis pasar

Para analis, selain menggunakan data tingkat pertumbuhan historis juga menggunakan informasi yang relevan untuk mengestimasi tingkat pertumbuhan di masa depan seperti informasi termutakhir dari perusahaan, kondisi makro ekonomi, informasi dari kompetitor, informasi rahasia tentang perusahaan, informasi lain terkait perusahaan.

3. Fundamental perusahaan

Mengestimasi tingkat pertumbuhan berdasarkan data fundamental perusahaan akan memberikan hasil yang mendekati kenyataan karena menggunakan data yang terkait dengan operasional perusahaan sehari-hari.

Ketika kita mengestimasi *cash flow to equity*, umumnya kita mulai dengan mengestimasi *net income* untuk menentukan nilai agregat ekuitas, atau *earnings per share* untuk menentukan nilai saham per lembar.

## 2.4.5. Free Cash Flow to Equity

FCFE didefinisikan sebagai arus kas yang tersisa setelah perusahaan menunaikan kewajiban keuangan, termasuk pembayaran utang, dan setelah memenuhi kebutuhan pembiayaan modal (*Capital Expenditure*) dan kebutuhan modal kerja (*Working Capital Need*).

Untuk mengestimasi berapa besar jumlah kas yang dapat dikembalikan perusahaan kepada pemegang saham, kita mulai dengan net income, dan mengurangi dengan kebutuhan re-investasi perusahaan.

Pertama, semua pengeluaran modal yang melibatkan keluarnya kas, termasuk akuisisi dikurangkan dari net income, sementara biaya depresiasi dan amortisasi ditambahkan karena bukan merupakan kas.

Selisih antara capital expenditure dan depresiasi (*net capital expenditure*) biasanya merupakan fungsi dari karakteristik pertumbuhan perusahaan.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi biasanya memiliki net capital expenditure yang tinggi dibandingkan earning perusahaan, dan sebaliknya.

Kedua, peningkatan modal kerja perusahaan berarti mengurangi aliran kas perusahaan, begitupun sebaliknya. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat dengan kebutuhan modal kerja yang tinggi akan mengalami peningkatan modal kerja yang besar.

Ketiga, investor ekuitas harus juga mempertimbangkan efek dari perubahan jumlah utang perusahaan terhadap arus kas perusahaan. Pembayaran pokok hutang berarti kas keluar, namun sumber pembayaran utang ini dapat berasal dari penerbitan utang baru yang berarti kas masuk. Dengan demikian kita harus menghitung selisih bersih dari pembayaran utang dan penerbitan utang baru terhadap arus kas perusahaan.

Dari penjelasan di atas kita dapat mendefinisikan Free Cash Flow to Equity (FCFE) sebagai :

$$FCFE = \text{Net Income} - (\text{Capital expenditures} - \text{Depreciation}) - \text{Perubahan modal kerja noncash} + (\text{Utang baru} - \text{pembayaran utang})$$

Ini adalah arus kas yang dapat dibayarkan sebagai dividen.

Dalam FCFE terdapat tiga asumsi pertumbuhan growth yang sering digunakan untuk melakukan perhitungan yaitu :

### 1. FCFE dengan *Constant Growth*

Model ini diperuntukkan bagi perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan stabil dan berada dalam tahapan stabil. Nilai ekuitas merupakan fungsi dari expected FCFE periode berikutnya, tingkat pertumbuhan yang stabil, dan required rate of return.

$$\text{Value} = \frac{FCFE_1}{k_e g_n} \quad (2.7)$$

Dimana :

Value = Nilai saham saat ini

$FCFE_1$  = Expected FCFE tahun depan

$k_e$  = Cost of equity perusahaan



$g_n$  = Tingkat pertumbuhan FCFE perusahaan selamanya

Umumnya, nilai  $g_n$  tidak boleh melebihi tingkat pertumbuhan ekonomi di negaratempat perusahaan beroperasi. Selain itu *Capital Expenditure* tidak boleh terlalu besar dibandingkan depresiasi dan perusahaan tidak terlalu beresiko (beta perusahaan mendekati 1)

Model ini paling sesuai untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lebih rendah dibandingkan tingkat pertumbuhan ekonomi negara.

## 2. FCFE 2 tahap

Model ini didesain untuk menghitung nilai perusahaan yang diharapkan pertumbuhan pada periode awal lebih besar dari perusahaan yang stabil dan setelah itu tumbuh stabil.

Value = PV of FCFE + PV of terminal price

$$VALUE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + K_{e,hg})^n} \quad (2.8)$$

(Rumus 2.8)

Dimana :

$FCFE_t$  = *Free cash flow to equity* di tahun t

$P_n$  = Harga pada akhir periode pertumbuhan yang tinggi

$k_e$  = cost of equity periode growth tinggi (hg) dan stabil (st)

*Terminal Price* ( $P_n$ ) dihitung dengan model pertumbuhan selamanya :

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (2.9)$$

Dimana  $g_n$  = tingkat pertumbuhan setelah tahun terminal selamanya

## 3. FCFE 3 tahap

Model ini diciptakan untuk perusahaan yang mengalami tiga tahap pertumbuhan, tahap pertumbuhan awal yang tinggi, pertumbuhan menurun di masa transisi dan tahapan pertumbuhan stabil.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_{n_2}}{(1 + k_e)^{n_2}} \quad (2.10)$$

Dimana :

$P_0$  = Nilai saham saat ini

$FCFE_t$  = FCFE di tahun ke t

$k_e$  = Cost of equity

$P_{n_2}$  = Harga terminal di akhir periode transisi =  $\frac{FCFE_{n_2+1}}{(k_e - g_n)}$

$n_1$  = Akhir dari periode pertumbuhan yang tinggi

$n_2$  = Akhir periode transisi

## DAFTAR REFERENSI

- Almeida, Heitor dan Wolfenzon, Daniel, (2005), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", Working Paper, Stern School of Business
- Atanasov, Boone, Haushalter, (2008), "Is there shareholder expropriation in the United States? An analysis of publicly-traded subsidiaries", Working Paper.
- Atanasov, et. al, (2006), "How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 123*
- Bebchuk, et.al, (2002), "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights", Concentrated Corporate Ownership (R. Morck, ed.), pp. 445-460
- Bhuiyan, Md. Hamid Ullah dan Biswas, Pallab Kumar, (2008), "Agency Problem and the Role of Corporate Governance, SSRN Working Paper (1250842)
- Brigham, Gapenski, Ehrhardt, (1999), "*Financial Management : Theory and Practice 9th Edition*", Dryden Press.
- Cheung, et. al, (2008), "Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies", Working Paper, City University of Hong Kong.
- Cheung, et.al, (2004), "Tunneling, Propping and Expropriation Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong", Working Paper, Hong Kong Institute for Monetary Research.
- Claessens et.al, (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *The Journal of Finance Vol.LVII, No. 6.*
- Croci, Ettore, (2006) "Stock Price Performance of Target Firms in Unsuccessful Merger and Acquisition", SSRN Working Paper, 766304.
- Croci, Ettore dan Petmeza, Dimitris, (2009), "Minority Shareholders' Wealth Effects and Stock Market Development: Evidence from Increase-in-Ownership M&As" SSRN Working Paper (960971).
- Darmawati, Khomsiyah, Rahayu, (2005), "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan", Working Paper, Indonesian Institute for Corporate Governance.
- Duan, Shaoheng, (2009), "A Study on the Effect Brought by Different Types of Ownership Control—Based on the Evidence from China's Listed Companies", *International Journal of Business and Management, Vol.4, no 1.*
- Estrin, et.al, (2009), "Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies", Policy Research Working Paper, The World Bank Development Economics Department Research Support Unit
- Francis, et.al, (2003), "Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights" Working Paper.
- Gianetti, Mariassunta dan Simonov, Andrei, (2003) "*Which Investor Fear Expropriation, evidence from investor's stock picking*", Working paper, Stockholm School of Economics and CEPR.

- Guedes, Jose and Loureiro, Gilberto, (2006), "Estimating the Expropriation of Minority Shareholders: Results from a New Empirical Approach", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, no 5, pp. 421-448.
- Herdinata, Christian, (2008) " *Good Corporate Governance Vs Bad Corporate Governance* :
- Pemenuhan Kepentingan Antara Para Pemegang Saham Mayoritas dan Pemegang Saham Minoritas", Working Paper.
- Jae-Seung Baek, Kee-Hong Bae, dan Jun-Koo Kang, (2007), "Do Controlling Shareholders' Expropriation Incentives Imply a Link Between Corporate Governance and Firm Value? Evidence from the Aftermath of Korean Financial Crisis,
- Kohlbeck, Mark dan Mayhew, Brian , (2004), "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions" Working Paper, University of Wisconsin
- La Porta et al, (1999), "Investor protection and corporate valuation" Discussion Paper no 1882.
- Ryngaert, Michael and Thomas, Shawn, 2007 "Related Party Transactions: Their Origin and Wealth Effect" Wall Street Journal.
- Leechor, Chad, (1999)," Protecting Minority Shareholders in Closely Held Firms", Working paper, Public Policy for the Private Sector. The World Bank Group \_ Finance, Private Sector, and Infrastructure Network
- Lefort, Fernando dan Walker, Eduardo, (2000), "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance", *Revista ABANTE*, Vol.3, No 1, pp 3-27
- Lefort, Fernando dan Walker, Eduardo, (2007)," Do Markets Penalize Agency Conflicts Between Controlling and Minority Shareholders? Evidence From Chile", *The Developing Economies Journal*, XLV-3: p 283-314
- Miguel, Pindado, de la Torre , (2003), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System", SSRN Working Paper, 393464.
- Muktiyanto, Ali, (2005) "Pengaruh Faktor-faktor Akuisisi Terhadap Abnormal Return (studi Pada Perusahaan Akuisitor di BEJ antara Tahun 1992 Sampai 1997), *Jurnal Siasat Bisnis* No. 10 Vol.1, Hal 57-72.
- Scott, Jr., *et.al*, (1999), "*Basic Financial Management, 8th Edition*", Prentice Hall International.
- Sutrisno dan Sumiarsih, (2004), "Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi terhadap Pemegang Saham di BEJ Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal", *JAAI* Volume 8 No. 2
- Van der Molen, Remco, (2005)," Capital allocation in Indian business groups. Who benefits, who loses?", Working Paper, Dutch Ministry of Finance.
- Weber, Rolf H. dan Goo, S.H., (2003), "The Expropriation Game: Minority Shareholders' Protection", *Hong Kong Law Journal*, Vol. 33, p. 71.
- Zhu, Zhiwen dan Ma, Hao, (2009), "Multiple Principal-Agent Relationships, Corporate-Control Mechanisms and Expropriation Through Related Party Transactions: Evidence from China", *International Research Journal of Finance and Economics*.

