

BAB 12

EKSPANSI: MERGER

EKSPANSI

Ekspansi atau perluasan usaha dapat dilakukan secara internal atau eksternal. Perusahaan dikatakan melakukan ekspansi internal jika perusahaan melakukan investasi mulai dari awal, seperti mendirikan perusahaan baru atau melakukan perluasan perusahaan yang sudah ada. Sementara itu, perusahaan dikatakan melakukan ekspansi eksternal jika perusahaan menggabungkan kegiatan operasionalnya dengan perusahaan lain yang sudah ada. Penggabungan suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang sudah ada dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu :

a. *Merger*

Merger adalah penggabungan dua perusahaan yang ukurannya tidak sama dan hanya satu perusahaan yang tetap *survival*, yaitu perusahaan yang lebih besar, sedangkan perusahaan yang lebih kecil melebur ke dalam perusahaan yang besar. Misalnya, perusahaan A ukurannya lebih besar daripada perusahaan B, melakukan *merger*, maka setelah *merger* perusahaan yang tetap *survival* adalah perusahaan A.

b. Konsolidasi

Konsolidasi adalah penggabungan dua perusahaan yang ukurannya relatif sama menjadi satu perusahaan baru. Misalnya, perusahaan A ukurannya relatif sama dengan perusahaan B melakukan konsolidasi, maka muncul perusahaan C sebagai hasil konsolidasi.

c. Akuisisi

Akuisisi adalah penggabungan dua perusahaan yang mana perusahaan akuisitor membeli sebagian saham perusahaan yang diakuisisi, sehingga pengendalian manajemen perusahaan yang diakuisisi berpindah kepada perusahaan akuisitor, sementara kedua perusahaan masing-masing tetap beroperasi sebagai suatu badan hukum yang berdiri sendiri.

Penggunaan ketiga istilah *merger*, konsolidasi dan akuisisi di dalam prakteknya sering dipertukarkan satu sama lainnya. Apabila ditinjau dari keterkaitan bidang usaha perusahaan yang bergabung, maka penggabungan dua atau lebih perusahaan dapat dibedakan menjadi:

- a. Penggabungan vertikal, adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang berada pada tingkat proses produksi yang tidak sama. Misalnya penggabungan antara perusahaan sepatu yang memproduksi sepatu dengan pabrik kulit yang memasok bahan baku atau perusahaan sepatu bergabung dengan distributor yang memasarkan sepatu.

- b. Penggabungan horizontal, adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang berada pada tingkat proses produksi yang sama. Misalnya, perusahaan sepatu Batta bergabung dengan perusahaan sepatu Nikke.
- c. Penggabungan konglomerat, adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih yang tidak memiliki kaitan bisnis sama sekali. Misalnya, perusahaan sepatu bergabung dengan perusahaan semen.

CARA MELAKUKAN MERGER

Suatu perusahaan dapat melakukan *merger* dengan jalan membeli asset atau saham dari perusahaan lain dan pembayarannya dapat dilakukan dengan tunai atau dengan saham. Apabila pembayarannya dengan tunai, maka transaksi tersebut dikenakan pajak kepada perusahaan yang menjual atau kepada pemegang sahamnya. Hal ini berarti harus ada pengakuan laba atau rugi pada saat transaksi dilakukan.

Apabila pembayaran dengan mempergunakan saham, maka tidak dikenakan pajak pada saat transaksi *merger* dilakukan. Laba atau rugi baru diakui apabila saham tersebut dikemudian hari dijual oleh pemiliknya. Dengan demikian apabila pembayaran dilakukan dengan saham, pengenaan pajaknya ditunda sampai dengan saham tersebut dijual pemiliknya.

PERLAKUAN AKUNTANSI

Dari sudut akuntansi, penggabungan perusahaan dapat diperlakukan sebagai transaksi pembelian (*purchase*) atau penggabungan kepentingan (*pooling of interest*). Jika diperlakukan sebagai transaksi pembelian, perusahaan pembeli memperlakukan perusahaan yang dibeli sebagai suatu investasi. Jika perusahaan yang membeli membayar premi di atas harga pasar asset atau saham, maka besarnya premi tersebut dicatat sebagai *goodwill* di neraca perusahaan yang membeli. Jika diperlakukan sebagai *pooling of interest*, maka neraca kedua perusahaan digabungkan dengan jalan menjumlahkan nilai aktiva dan utang kedua perusahaan.

Sebagai contoh, perusahaan ALFA *merger* dengan perusahaan BETA, yang dilakukan dengan membeli saham perusahaan BETA dengan nilai Rp 2 juta. Perusahaan BETA mempunyai utang Rp 1 juta dan modal saham Rp 1,2 juta, sedangkan perusahaan ALFA mempunyai modal saham Rp 10 juta dan utang Rp 5 juta sebelum dilakukan *merger*.

Jika diperlakukan sebagai transaksi pembelian, karena saham perusahaan BETA bernilai Rp 1,2 juta dibeli dengan harga Rp 2 juta, maka terjadi *goodwill* sebesar Rp 0,8 juta, (Rp 2 juta – Rp 1,2 juta).

Perlakuan akuntansinya akan tampak sebagai berikut:

	Sebelum Merger		Sesudah Merger	
	ALFA	BETA	ALFA	BETA
- Aktiva bersih berwujud	Rp 15 juta	Rp 2,2 juta	Rp 17,2 juta	Rp 17,2 juta
- Goodwill	0	0	0,8 juta	0
- Total aktiva	Rp 15 juta	Rp 2,2 juta	Rp 18 juta	Rp 17,2 juta
- Utang	Rp 5 juta	Rp 1 juta	Rp 6 juta	Rp 6 juta
- Modal saham	10 juta	1,2 juta	12 juta	11,2 juta
- Total utang dan modal	Rp 15 juta	Rp 2,2 juta	Rp 18 juta	Rp 17,2 juta

ALASAN PENGGABUNGAN PERUSAHAAN

Perusahaan melakukan penggabungan dengan tujuan untuk menciptakan suatu sinergi, artinya hasil yang diperoleh dari penggabungan harus lebih besar dibandingkan jika masing-masing perusahaan beroperasi sendiri-sendiri, atau dengan kata lain dapat diilustrasikan ($2 + 2 = 5$). Namun demikian secara spesifik ada beberapa alasan perusahaan melakukan penggabungan, di antaranya:

- Mencapai operasi yang ekonomis.
- Pertumbuhan.
- Diversifikasi.

PENILAIAN MERGER

Untuk menentukan apakah *merger* layak dilakukan atau tidak, ada beberapa pendekatan yang dapat dipergunakan, yaitu:

Pendekatan Pendapatan (earnings)

Pendapatan yang dimaksudkan dalam pendekatan ini dibedakan menjadi pendapatan sekarang (*present earning*) dan pendapatan di masa yang akan datang (*future earning*).

a. Pendapatan sekarang (*present earning*)

Pendapatan yang dimaksud dalam pendekatan ini adalah pendapatan per-saham (*earning per share*) disingkat EPS. Menurut pendekatan ini *merger* layak dilakukan jika setelah *merger* EPS mengalami peningkatan dibandingkan sebelum *merger*.

Contoh, perusahaan A merencanakan merger dengan perusahaan B yang masing-masing memiliki data keuangan sebagai berikut:

Keterangan	Perusahaan A	Perusahaan B
Pendapatan sekarang	Rp 20 juta	Rp 5 juta
Saham yang beredar	5 juta lembar	2 juta lembar
EPS	Rp 4,00	Rp 2,50
Harga saham	Rp 64,00	Rp 30,00
P/E ratio	16	12

Perusahaan B setuju menawarkan sahamnya dengan harga Rp 35,00 per lembar, dibayar dengan saham perusahaan A. Dengan demikian rasio pertukarannya adalah Rp 35,00/Rp 64,00 atau sama dengan 0,547 saham perusahaan A untuk setiap lembar saham perusahaan B. Dengan demikian untuk membeli seluruh saham perusahaan B dibutuhkan saham perusahaan A sebanyak $0,547 \times 2.000.000 \text{ lembar} = 1.093.750 \text{ lembar}$.

Setelah *merger* EPS perusahaan A menjadi:

Keterangan	Perusahaan A
Pendapatan sekarang	Rp 25 juta
Jumlah saham yang beredar	6.093.750 lembar
EPS	Rp 4,10

Karena setelah *merger* EPS perusahaan A meningkat dari Rp 4,00 menjadi Rp 4,10, berarti *merger* layak dilaksanakan.

Bagi mantan pemegang saham perusahaan B, setelah *merger* mengalami penurunan EPS. Hal ini terjadi karena untuk setiap lembar saham perusahaan B, mereka menerima sebanyak 0,547 saham perusahaan A. Oleh karena itu EPS untuk setiap lembar saham perusahaan B adalah sebesar $0,547 \times \text{Rp } 4,10 = \text{Rp } 2,24$, dibandingkan dengan EPS sebelum *merger* sebesar Rp 2,50.

Apabila harga yang disepakati Rp 45,00 untuk setiap lembar saham perusahaan B, maka rasio pertukaran akan menjadi Rp 45,00/Rp64,00, atau 0,703 saham perusahaan A untuk setiap lembar saham perusahaan B. Dengan demikian untuk membeli seluruh saham perusahaan B, perusahaan A harus menerbitkan saham baru sebanyak 1.406.250 lembar saham, ($\text{Rp } 45,00/\text{Rp}64,00 \times 2.000.000$)

Setelah *merger* EPS saham perusahaan A menjadi:

Keterangan	Perusahaan A
Pendapatan sekarang	Rp 25 juta
Jumlah saham yang beredar	6.406.250 lembar
EPS	Rp 3,90

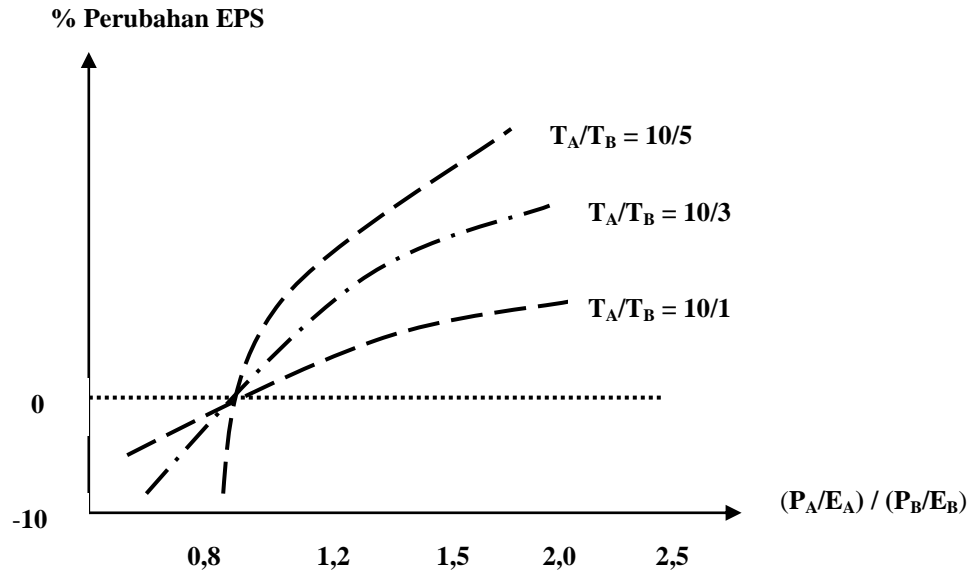
Setelah *merger* dengan perusahaan B ternyata EPS perusahaan A mengalami penurunan. Penurunan EPS akan terjadi, apabila P/E ratio yang dibayar untuk perusahaan B lebih besar daripada P/E ratio perusahaan A, yaitu P/E ratio perusahaan B 18 kali, ($\text{Rp } 45,00/\text{Rp } 2,50$), sedangkan P/E ratio perusahaan A 16 kali, ($\text{Rp } 64,00/\text{Rp } 4,00$), dan jika sebaliknya akan mengakibatkan terjadi kenaikan EPS.

Besarnya jumlah kenaikan atau penurunan EPS setelah merger ditentukan oleh:

- Perbedaan P/E ratio, dan
- Ukuran relatif perusahaan yang dinyatakan dengan perbandingan total pendapatan perusahaan A dengan perusahaan B.

Semakin besar P/E ratio perusahaan yang mengakuisisi (A) dibandingkan dengan P/E ratio perusahaan yang diakuisisi (B), dan semakin besar pendapatan perusahaan yang diakuisisi (B) dibandingkan dengan pendapatan perusahaan yang mengakuisisi (A), maka semakin besar peningkatan EPS perusahaan yang mengakuisisi (A).

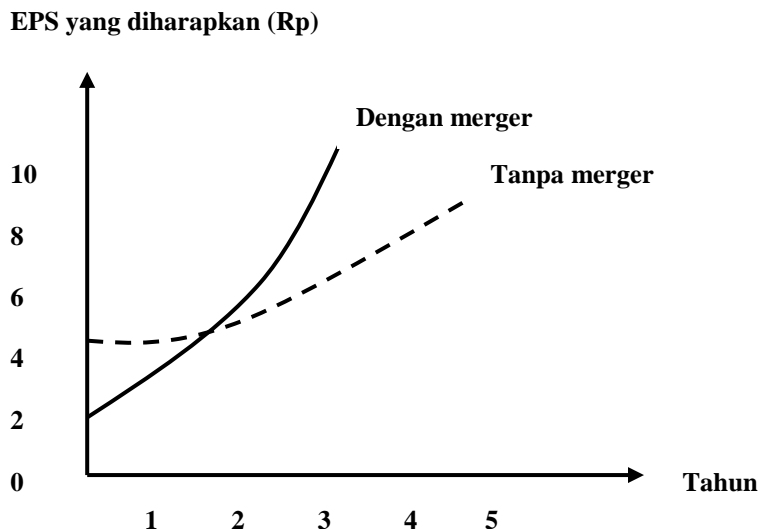
Grafik: Perubahan EPS sebagai fungsi dari perbedaan P/E ratio dan pendapatan relatif.



b. Pendapatan yang akan datang (*future earnings*)

Apabila keputusan merger hanya didasarkan pada pertimbangan jangka pendek, yaitu pengaruh yang segera terhadap EPS setelah *merger*, maka apabila terjadi penurunan EPS setelah *merger*, berarti *merger* tidak layak dilakukan. Analisis yang demikian tidak mempertimbangkan pengaruh jangka panjang *merger* terhadap peningkatan EPS di masa yang akan datang. Apabila *synergy* akibat *merger* baru dirasakan beberapa waktu kemudian, maka perkembangan pendapatan yang akan datang (*future earning*) penting untuk dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan *merger*. Fenomena tersebut dapat digambarkan pada grafik berikut ini.

Grafik: EPS yang diharapkan dengan dan tanpa *merger*.



Pendekatan Nilai Pasar (market value)

Berdasarkan nilai pasar saham, maka rasio pertukaran harga saham dihitung dengan rumus sebagai berikut;

$$\text{Rasio pertukaran} = \frac{\left\{ \begin{array}{l} \text{Harga pasar saham perusahaan} \\ \text{yang membeli} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Jumlah saham yang} \\ \text{ditawarkan} \end{array} \right\}}{\text{Harga pasar saham perusahaan yang membeli}}$$

Misalkan harga saham perusahaan yang membeli Rp 60,00 per lembar dan harga saham perusahaan yang dibeli Rp 30,00 per lembar. Jika perusahaan yang membeli menawarkan 0,5 sahamnya untuk 1 lembar saham perusahaan yang dibeli, maka rasio pertukarannya adalah:

$$\text{Rasio pertukaran} = \frac{\text{Rp } 60,00 \times 0,5}{\text{Rp } 30,00} = 1,00$$

Sebagai contoh, perusahaan A ingin merger dengan perusahaan B, yang memiliki informasi keuangan sebelum merger sebagai berikut:

Keterangan	Perusahaan A	Perusahaan B
Pendapatan sekarang	Rp 20 juta	Rp 6 juta
Jumlah saham yang beredar	6 juta lembar	2 juta lembar
EPS	Rp 3,33	Rp 3,00
Harga pasar saham	Rp 60,00	Rp 30,00
P/E ratio	18	10

Perusahaan A setuju menawarkan 0,667 saham untuk setiap lembar saham perusahaan B. Dengan demikian rasio pertukaran harga sahamnya adalah:

$$\text{Rasio pertukaran} = \frac{\text{Rp } 60,00 \times 0,667}{\text{Rp } 30,00} = 1,33$$

Dengan kata lain saham perusahaan B ditawarkan dengan harga Rp 40,00 per lembar, (1,33 x Rp 30,00). Dengan demikian untuk membeli seluruh saham perusahaan B, perusahaan A harus menerbitkan saham baru sebanyak (40/60 x 2.000.000) = 1.333.333 lembar saham. Apabila P/E ratio perusahaan A setelah *merger* tetap 18, maka setelah *merger* harga pasar saham perusahaan A menjadi :

Keterangan	Perusahaan A
Pendapatan sekarang	Rp 26 juta
Jumlah saham yang beredar	7.333.333 lembar
EPS	Rp 3,55
P/E ratio	18
Harga pasar saham	Rp 63,90

Karena setelah *merger* harga pasar saham naik, maka *merger* layak dilaksanakan.

Pendekatan Pendapatan Ekonomis dan Biaya (economic gains and costs)

Menurut pendekatan ini ada dua hal yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan *merger*, yaitu pendapatan dan biaya.

Pendapatan ekonomis terjadi jika nilai sekarang perusahaan setelah *merger* lebih besar daripada nilai sekarang perusahaan sebagai suatu entitas (badan usaha) sebelum *merger*. Misalkan perusahaan A mau *merger* dengan perusahaan B, pendapatan ekonomis akan terjadi jika: $PV_{AB} > (PV_A + PV_B)$. Dengan demikian besarnya pendapatan ekonomis (*gains*) = $PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$.

Biaya untuk *merger* dengan perusahaan B besarnya tergantung pada bagaimana cara pembelanjaan *merger* tersebut. Jika *merger* dibelanjai dengan kas, biaya untuk *merger* dengan perusahaan B adalah sejumlah kas yang dibayarkan dikurangi dengan nilai perusahaan B. Dengan demikian besarnya biaya (*cost*) = $Cash - PV_B$.

Nilai sekarang bersih atau *net present value* (NPV) perusahaan setelah *merger* adalah merupakan selisih pendapatan ekonomis dan biaya.

$$\begin{aligned}
 NPV &= Gains - Costs \\
 &= PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (Cash - PV_B)
 \end{aligned}$$

Sebagai contoh, perusahaan A mempunyai nilai Rp 2.000.000,00 dan perusahaan B mempunyai nilai Rp 200.000,00. Apabila kedua perusahaan tersebut melakukan *merger*, maka akan terjadi penghematan biaya dengan nilai sekarang (PV) sebesar Rp 120.000,00. Dengan demikian:

- $PV_A = \text{Rp } 2.000.000,00$
- $PV_B = \text{Rp } 200.000,00$
- $\text{Gain} = \text{Rp } 120.000,00$
- $PV_{AB} = \text{Rp } 2.320.000,00$

Anggap perusahaan B dibayar dengan kas sebesar Rp 250.000,00, maka biaya *merger* bagi perusahaan A adalah:

$$\begin{aligned} \text{Cost} &= \text{Cash} - PV_B \\ &= \text{Rp } 250.000,00 - \text{Rp } 200.000,00 \\ &= \text{Rp } 50.000,00. \end{aligned}$$

Biaya bagi perusahaan A merupakan pendapatan bagi perusahaan B.

Besarnya NPV dari *merger* tersebut adalah :

$$NPV = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{Cash} - PV_B)$$

$$\begin{aligned} \text{Net gain to A's stockholders} &= \text{Overall gain to merger} - \text{Part of gain captured by} \\ & \hspace{15em} \text{B's stockholders} \\ &= \text{Rp } 120.000,00 - \text{Rp } 50.000,00 \\ &= \text{Rp } 70.000,00. \end{aligned}$$

Karena NPV positif, maka *merger* layak dilaksanakan , dan sebaliknya jika NPV negatif, maka *merger* tidak layak dilaksanakan.

Estimasi Biaya Merger

Besar kecilnya biaya *merger* tergantung bagaimana *merger* tersebut dibelanjai.

a. Jika *merger* dibelanjai dengan kas.

Apabila nilai pasar (MV) sama dengan nilai intrisik (PV), maka biaya *merger*: $\text{Cost} = \text{Cash} - PV_B$

Apabila nilai pasar tidak sama dengan nilai intrisik, maka biaya *merger*:

$$\text{Cost} = (\text{Cash} - MV_B) + (MV_B - PV_B)$$

Dengan demikian yang dimaksud biaya *merger* jika nilai pasar tidak sama dengan nilai intrisik adalah premi yang dibayar di atas nilai pasar ditambah dengan perbedaan antara nilai pasar dengan nilai intrisik perusahaan sebagai suatu entitas terpisah.

$$\text{Cost} = \text{Premium paid over market value of B} + \text{Difference between market value as a separate entity.}$$

Sebagai contoh, perusahaan A dan B merencanakan *merger*, dan sebelum *merger* diumumkan data keuangan kedua perusahaan tersebut tampak sebagai berikut:

Keterangan	Perusahaan A	Perusahaan B
Harga pasar saham per lembar	Rp 75	Rp 15
Jumlah saham yang beredar	100.000 lembar	60.000 lembar
Nilai pasar saham perusahaan	Rp 7.500.000,00	Rp 900.000,00

Perusahaan A berkeinginan untuk membayar secara tunai saham perusahaan B dengan harga Rp 1.200.000,00.

Jika harga pasar saham perusahaan B hanya mencerminkan nilai sebagai suatu entitas terpisah (*separate entity*), maka biaya *merger*:

$$\begin{aligned} \text{Cost} &= (\text{Cash} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= \text{Rp } 1.200.000,00 - \text{Rp } 900.000,00 + 0 \\ &= \text{Rp } 300.000,00 \end{aligned}$$

Jika harga saham B meningkat sebesar Rp 2,00 per lembar karena ada desas desus akan ada *merger* yang menguntungkan, maka biaya *merger*:

$$\begin{aligned} \text{Cost} &= (\text{Cash} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (\text{Rp } 1.200.000,00 - \text{Rp } 900.000,00) + (\text{Rp } 1.020.000,00 - \text{Rp } 900.000,00) \\ &= \text{Rp } 300.000,00 + \text{Rp } 120.000,00 \\ &= \text{Rp } 420.000,00 \end{aligned}$$

Perlu diperhatikan, jika pasar salah dalam memprediksi harga saham dan nilai pasar saham perusahaan B lebih kecil dari nilai intrinsik (PV) sebagai suatu *separate entity*, maka biayanya akan negatif. Dengan kata lain jika perusahaan B setuju *merger*, maka dari sudut pandang perusahaan A *merger* menguntungkan, namun ditinjau dari sudut pandang perusahaan B merugikan.

- b. Jika *merger* dibelanjai dengan saham.

Apabila *merger* dibelanjai dengan saham estimasi biaya lebih sulit dibandingkan dibelanjai dengan kas.

Sebagai contoh, jika perusahaan A menawarkan sebanyak 16.000 lembar sahamnya sebagai ganti dari kas Rp 1.200.000,00. Karena harga saham perusahaan A Rp 75,0 sebelum pengumuman *merger* dan saham perusahaan B mempunyai nilai pasar Rp 900.000,00, maka biaya *merger*:

$$\begin{aligned}\text{Cost} &= (16.000 \times \text{Rp } 75,00) - \text{Rp } 900.000,00 \\ &= \text{Rp } 300.000,00\end{aligned}$$

Namun demikian biaya tersebut belum tentu sama dengan biaya yang sesungguhnya, hal ini karena:

- Nilai saham perusahaan B sebagai *separate entity* mungkin tidak sama dengan Rp 900.000,00 dan
- Nilai saham perusahaan A sebagai *separate entity* mungkin tidak sama dengan Rp 7.500.000,00.