

AKUISISI: ASPEK PENILAIAN PERUSAHAAN

Djoko Winoto, MComm

Di tahun 1992 transaksi akuisisi terbesar dilakukan oleh PT. Indocement terhadap tiga perusahaan: PT. Bogasari Flour Mills, Group Indofood, dan PT. Perwick Agung, dengan total harga akuisisi sebesar Rp2.071 triliun. Keberhasilan transaksi akuisisi selanjutnya diadakan melalui serangkaian proses (Bibler, 1989), yaitu: menetapkan tujuan dan strategi akuisisi, menyusun rencana akuisisi, menetapkan akuisisi kriteria, mengidentifikasi target akuisisi yang potensial, melakukan penilaian perusahaan (*company valuation*) target akuisisi, menentukan cara pembayaran akuisisi, melakukan negosiasi, dan melaksanakan transaksi akuisisi.

Dari serangkaian proses akuisisi tersebut, penilaian perusahaan (*company valuation*) target akuisisi merupakan proses yang sangat penting. Kecerobohan dalam melaksanakan proses ini bisa berakibat kegagalan transaksi akuisisi. Salah satu contohnya terjadi di Inggris pada tahun 1988. Jacobs Suchards gagal mengakuisisi Rowntree karena kalah bersaing dalam penawaran harga akuisisi sebesar 2,6 miliar pound sterling dengan Nestle (Gray dan McDermott, 1989).

Artikel ini disajikan dengan mengkompilasi beberapa aspek penilaian perusahaan secara ringkas yang mencakup sejumlah hal, yakni arti pentingnya nilai perusahaan, konsep penilaian perusahaan, dalil penilaian perusahaan, metode penilaian perusahaan, serta aplikasi metode penilaian perusahaan. Tujuannya ialah agar memberikan gambaran yang utuh tentang ruang lingkup penilaian perusahaan.

1. Pentingnya Nilai Perusahaan

Para penganut teori penilaian perusahaan beranggapan bahwa akuisisi terjadi, karena direncanakan dan dilaksanakan oleh eksekutif yang memiliki informasi tentang nilai perusahaan target akuisisi lebih baik daripada para investor di pasar modal. Eksekutif tersebut memiliki informasi unik tentang kemungkinan memperoleh sinergi dari perusahaan target akuisisi jika dikombinasikan dengan perusahaannya dalam bentuk sinergi keuangan, sinergi operasional, atau sinergi manajemen. Kemungkinan lain, eksekutif tersebut memiliki informasi yang dapat digunakan untuk mendeteksi rendahnya nilai perusahaan target akuisisi. Artinya, nilai perusahaan dapat menjadi peluang atau penghambat transaksi akuisisi.

2. Konsep Penilaian Perusahaan

Penilaian perusahaan adalah suatu proses mengestimasi nilai pasar (*market value*) atau nilai wajar (*fair value*) suatu perusahaan. Terdapat tujuh faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan: (1) jenis dan kualitas aktiva perusahaan, (2) laba perusahaan, (3) dividen per saham, (4) arus kas bebas (*free cash flow*), (5) *earning per share*, (6) harga saham perusahaan, (7) perbedaan kepentingan pihak-pihak yang terlibat dalam akuisisi. Penjual perusahaan umumnya menginginkan nilai perusahaan yang tinggi, sedangkan pembeli perusahaan umumnya menginginkan nilai perusahaan yang rendah. Kese-

mua faktor tersebut menuntun adanya keanekaragaman metode penilaian perusahaan. Selanjutnya keanekaragaman tersebut menentukan isi dalil penilaian perusahaan.

3. Dalil Penilaian Perusahaan

Penilaian perusahaan memiliki beberapa dalil yang harus diperhatikan oleh penilai perusahaan (Alan S. Zipp, 1992), yaitu: (1) Penilaian perusahaan adalah unik, dalam pengertian nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh tujuan penilaian; (2) Setiap metode penilaian hanya memberikan petunjuk umum, sehingga pertimbangan penilai tentunya diperlukan; (3) Tidak ada nilai perusahaan yang akurat dan merupakan nilai satu-satunya yang benar; (4) Nilai perusahaan dan harga perusahaan adalah berbeda. Nilai perusahaan adalah hasil dari proses analisis, sedangkan harga perusahaan adalah hasil dari proses negosiasi; (5) Adanya keanekaragaman metode penilaian yang diterima umum dan telah diuji dalam praktik akuisisi.

Dari dalil penilaian ini terungkap bahwa penilaian perusahaan lebih merupakan "*an art*" daripada "*a science*" (Patrick A. Gaughan, 1991). Dinyatakan sebagai suatu ilmu, karena ada standar metode penilaian perusahaan dan variabel yang digunakan dalam formulasi penilaian perusahaan. Sebagai "suatu seni" karena penggunaan metode penilaian yang cocok memerlukan pengalaman, pertimbangan kualitatif, dan bahkan naluri.

4. Metode Penilaian Perusahaan

Dengan keanekaragaman metode penilaian perusahaan berarti setiap metode penilaian perusahaan memiliki perbedaan dasar formulasi dalam menentukan nilai perusahaan. Atas dasar perbedaan dasar formulasi tersebut, penulis mengajukan 4 kategori metode penilaian perusahaan, yaitu berdasarkan: (a) aktiva perusahaan, (b) laba perusahaan, (c) informasi pasar modal, (d) arus kas bebas (*free cash flow*).

Penilaian berdasarkan aktiva perusahaan, dasar formulasinya menggunakan nilai aktiva perusahaan yang tercermin dalam neraca perusahaan dengan penyesuaian atas aktiva yang memiliki nilai pasar. Nilai perusahaan ditetapkan sebesar nilai bukunya ditambah atau dikurang dengan nilai aktiva yang memiliki nilai pasar setelah dikurangi dengan nilai bukunya. Metode ini pernah dipakai oleh PT. Indocement untuk mengakuisisi PT. Bogasari pada tahun 1992 sebesar Rp829 miliar. Di Jepang, metode ini dimodifikasi dengan memasukkan unsur perhitungan *goodwill* dan menjadi metode populer yang banyak dipakai dalam transaksi akuisisi antar perusahaan Jepang (Aoki dan Kyle, 1992).

Penilaian berdasarkan laba perusahaan, dasar formulasinya menggunakan laba perusahaan dengan memasukkan unsur nilai waktu dari uang untuk mendapatkan nilai sekarang dari laba perusahaan. Dalam metode ini, nilai perusahaan dipengaruhi oleh : (1) jenis dan besarnya laba yang dipakai dalam perhitungan penaksiran. Jenis laba dapat berupa: laba sebelum depresiasi, bunga, dan pajak; laba sebelum bunga dan pajak; laba sebelum pajak; laba setelah pajak (Patrick A. Gaughan, 1992). Kelayakan jenis laba yang dipilih sangat tergantung pada pengalaman si penilai dan tipe operasional perusahaan yang akan dinilai; (2) besarnya suku diskonto atau suku kapitalisasi; (3) risiko bisnis. Metode ini pernah dipakai oleh PT. Indocement untuk mengakuisisi PT. Indofood pada tahun 1992 sebesar Rp777 miliar.

Penilaian berdasarkan informasi di pasar modal, dasar formulasinya menggunakan informasi pasar modal seperti harga saham, dividen, *price earning ratio*,

earning per share. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh: (1) harga saham pada tanggal yang ditentukan, dan (2) jumlah saham beredar, (3) ekspektasi dividen yang akan datang, (4) *earning per share* perusahaan. Metode ini pernah dipakai oleh PT. Kalbe Farma untuk mengakuisisi PT. Dankos pada tahun 1991 sebesar Rp37 miliar berdasarkan harga saham di pasar modal.

Penilaian berdasarkan arus kas bebas, dasar formulasinya menggunakan arus kas bebas, arus kas masuk dikurangi dengan arus kas keluar, dengan memasukkan unsur nilai waktu dari uang. Nilai perusahaan di pengaruhi oleh 7 faktor penting (Rappaport, 1986) yaitu: (1) pertumbuhan perusahaan, (2) *profit margin* perusahaan, (3) suku pajak penghasilan perusahaan, (4) inkremental investasi modal kerja, (5) inkremental investasi aktiva tetap, (6) biaya modal, dan (7) periode proyeksi. Metode ini juga populer dipakai di Jepang untuk penentuan nilai perusahaan dalam akuisisi antarperusahaan Jepang (Aoki dan Kyle, 1992).

5. Aplikasi Metode Penilaian pada Perusahaan

Aneka ragam metode penilaian tersebut di atas tidak semuanya dapat dipakai untuk menetapkan nilai wajar atau nilai pasar setiap perusahaan, tetapi dipilih sesuai dengan karakteristik perusahaan. Untuk **perusahaan go public**, metode penilaian yang disarankan adalah menggunakan kategori penilaian berdasarkan informasi pasar modal dan penilaian berdasarkan arus kas bebas. Untuk **perusahaan tidak go public**, demikian pula untuk perusahaan keluarga, metode penilaian yang disarankan adalah menggunakan kategori penilaian berdasarkan laba perusahaan dan berdasarkan aktiva perusahaan yang disesuaikan.

6. Penutup

Penetapan nilai perusahaan memang hanya merupakan suatu estimasi, tetapi tidak ada metode penilaian yang formula-sinya sederhana. Penilai perusahaan yang kompeten harus melakukan analisis, investigasi, justifikasi, dari setiap informasi perusahaan yang diperlukan agar

menghasilkan nilai perusahaan yang punya kontribusi terhadap keberhasilan transaksi akuisisi.

Daftar Pustaka

1. Aoki, Kentaro dan Jim Kyle (1992). *Corporate Investment in Japan*. London: Woodhead-Faulkner.
2. Bibler, Richard S. (1989). *Merger and Acquisitions*. Kanada: John Wiley & Sons.
3. Gaughan, Patrick A. (1992). *Mergers & Acquisitions*. Harper Collins.
4. Rappaport, Alfred (1986). *Creating Shareholder Value*. New York: Free Press.
5. SJ, Gray dan McDermott MC (1989). *Mega-Merger Mayhem: Takeover Strategies, Battles and Controls*. London: Paul Chapman Publishing Ltd.
6. Zipp, Alan S. (1992). "Business Valuation for Divorce," *Journal of Accountancy*, April.

Djoko Wintoro, MComm adalah Faculty Member Sekolah Tinggi Manajemen Prasetiya Mulya.
