AKUISISI INTERNAL DALAM TINJAUAN PASAR MODAL

Oleh :
Bambang Hermanto S.E., M.M.

Komputerisasi Akuntansi, Politeknik LP3I Jakarta
Gedung Sentra Kramat Jl. Kramat Raya No. 7-9 Jakarta Pusat 10450
Telp. 021 – 31904598 Fax. 021 - 31904599

Email : bb.hermanto@yahoo.com

ABSTRAK

Dalam strategi perusahaan (corporate strategy) untuk mendapatkan dan mempertahankan keunggulan kompetitif akusisi dianggap sebagai salah satu komponen penting, dengan tujuan utama guna memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Akuisisi internal menguntungkan seluruh pemegang saham jika didalam akuisisi internal menciptakan nilai (creating value) bagi semua pemegang saham. Dalam konteks strategi perusahaan, akuisisi internal menguntungkan pemegang saham jika implementasi strategi perusahaan dapat dioptimalkan agar akuisisi internal dapat membawa hasil lebih baik dari pada tidak melakukan akuisisi internal. Secara prinsip akuisisi tidak berbeda dengan proyek investasi lain yang dijalankan perusahaan dalam rangka mengimplementasikan strateginya. Suatu proyek dinilai feasible jika kekayaan pemegang saham akan lebih tinggi dangan adanya proyek tersebut dibandingkan tanpa proyek, demikian juga criteria yang dipakai untuk menilai kelayakan suatu akuisisi internal. Dalam suatu investasi harus memperhitungkan opportunity cost dari dana yang dipergunakan untuk melakukan investigasi yang feasible jika memberikan rate of return lebih tinggi daripada opportunity cost atau cost of capital-nya, dalam perhitungan Net Present Value (NPV) tercermin sebagai discount rate yang digunakan. Opportunity cost dari dana yang dipakai untuk melakukan akuisisi internal adalah required rate of return tertinggi dari alternative-alternatif investasi yang memiliki resiko setara dengan investasi lewat akuisisi internal. Tingkat suku bunga deposito menurut peneliti terlalu rendah jika dipakai sebagai pembanding opportunity cost dari dana untuk akusisi internal, karena resiko akuisisi internal jelas lebih tinggi daripada mendepositokan uang. Jadi hendaknya dipahami bahwa opportunity cost dari sejumlah uang tidak ditentukan dari mana uang itu berasal, tapi kemana uang itu digunakan.

Keyword : Saham, Akuisisi,Strategi Perusahaan dan Opportunity Cost

PENDAHULUAN

Dewasa ini akuisisi telah di pandang sebagai komponen penting dalam strategi perusahaan *(corporate strategy)* untuk mendapatkan dan mempertahankan keunggulan kompetitif. Tujuan utamanya untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Demikian juga akuisisi internal akan membawa dampak positip ke semua pihak jika dijalankan berdasarkan pertimbangan bisnis yang sehat *(sound business judgement)*.

Sebagai bahan integral dari strategi perusahaan, manfaat akuisisi internal seyogyanya dievaluasi dalam konteks implementasi strategi perusahaan. Itu berarti bahwa manfaat akuisisi internal harus dilihat dalam perspektif jangka panjang.
Akuisisi internal menguntungkan seluruh pemegang saham jika dialam akuisisi internal menciptakan nilai (creating value) bagi semua pemegang saham. Artinya, kekayaan pemegang saham menjadi lebih tinggi dengan adanya akuisisi internal dari pada tanpa akuisisi internal. Dalam konteks strategi perusahaan, akuisisi internal menguntungkan pemegang saham, jika implementasi strategi perusahaan dapat dioptimalkan agar Akuisisi internal dapat membawa hasil lebih baik dari pada tidak melakukan akuisisi internal.
Akuisisi internal juga akan berdampak positif bagi perekonomian jika dialokasi pemanfaatan sumber daya ekonomi ke pihak yang lebih kompeten untuk mengelola sumber daya ekonomi tersebut.

LATAR BELAKANG

Secara prinsip akuisisi tidak berbeda dengan proyek investasi lain yang dijalankan perusahaan dalam rangka mengimplementasikan strateginya. Suatu proyek dinilai feasible jika kekayaan pemegang saham akan lebih tinggi dangan adanya proyek tersebut dibandingkan tanpa proyek. Demikian juga seharusnya criteria yang dipakai untuk menilai kelayakan suatu akuisisi termasuk akuisisi internal.
Dari sini menjadi jelas bahwa kelayakan suatu akuisisi internal tidak tepat jika dievaluasi dengan criteria yang bersifat jangaka pendek, apalagi dengan konsep akunting. Layak tidaknya suatu akuisisi internal harus dilihat dengan persfektif jangka panjang dan menggunakan konsep cashflow. Sama seperti kalau kita melakukan penilaian terhadap kelayakan suatu proyek investasi.
Setiap investasi tentu harus memperhitungkan opportunity cost dari dana yang dipergunakan untuk melakukan investigasi itu. Ini justru prinsip dasar dalam melakukan penilaian investasi. Suatu investasi itu *feasible* jika memberikan *rate of return* lebih tinggi daripada *opportunity cost* atau *cost of capital*-nya, yang dalam perhitungan *net present value* (NPV) tercermin sebagai discount rate yang digunakan.
Akuisisi internal yang dilakukan berdasarkan *sound business judgement* tentu sudah memperhitungkan *opportunity cost*. Asalkan seluruh *net cashflow* akibat akuisisi internal ketika didiskonto dengan *opportunity cost*-nya memberikan NPV positif, maka secara perhitungan akuisisi internal itu akan menguntungkan pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas.
Jika dalam memikirkan akuisisi internal menggunakan konsep laba bersih dan *opportunity cost* hal ini dirasa kurang tepat, karena konsep laba bersih hanyalah menggunakan jangka pendek. Karena Laba bersih adalah konsep akunting yang nilainya bisa diubah-ubah sesuai kebijakan akunting yang dianut oleh perusahaan. Tidak demikian dengan konsep *cashflow*. Nilai *cashflow* tidak terpengaruh oleh kebijakan akunting dan harus dipandang dalam prespektip jangka panjang.
Opportunity cost dari dana yang dipakai utnuk melakukan akuisisi internal adalah *required rate of return* tertinggi dari alternative-alternatif investasi yang memiliki resiko setara dengan investasi lewat akuisisi internal.
Tingkat suku bunga deposito menurut peneliti bahkan terlalu rendah jika dipakai sebagai pembanding *opportunity cost* dari dana untuk akusisi internal, karena resiko akuisisi internal jelas lebih tinggi daripada mendepositokan uang. Jadi hendaknya dipahami bahwa *opportunity cost* dari sejumlah uang tidak ditentukan dari mana uang itu berasal, tapi kemana uang itu digunakan.

Literatur penuh dengan pembahasan mengenai *sense and nonsense* dari sinergi yang diperoleh dari akuisisi dan merger. Masalahnya adalah hanya masalah kesempatan. Sampai dimana kesempatan ini benar-benar dapat diwujudkan menjadi kenyataan nilai tambah atau sinergi, sangat tergantung dari banyak factor. Inilah yang juga dikenal dengan istilah *value creation.*

BAHASAN MASALAH

Tipologi.

Apakah akuisisi akan sukses menciptakan sinergi hal ini tergantung pada banyak factor, antara lain yang sangat penting adalah akuisisinya tipe apa. Kita tinjau sepintas tipologi dari akuisisi.

1. **Akuisisi horizontal**. Yang dibeli adalah perusahaan yang sejenis dengan perusahaan pembelinya. Jadi yang dibeli adalah peruahaan para pesaingnya. Maksudnya jelas, yaitu untuk memperoleh *economies of scale*, atau untuk memperoleh kedudukan monopolistik.
2. **Akuisisi vertikal**. Setiap perusahaan mempunyai perusahaan lain yang bertindak sebagai pemasok segala kebutuhannya, tetapi juga mempunyai perusahaan pembeli yang menjadi pelanggan membeli barang-barang hasil produksinya.
   Kalau perusahaan membeli perusahaan pemasok bagi dirinya dan atau membeli perusahaan yang merupakan perusahaan pembeli atau pelanggan untuk barang dan jasa hasil produksinya, namanya akuisisi vertikal.
   Maksudnya jelas, yaitu untuk memperoleh integrasi dari hulu sampai ke hilir yang dipegang olehnya sendiri di satu tangan.
3. **Akuisisi konsentrik pemasaran.** Perusahaan pembeli ingin memanfaatkan saluran distribusi yang sama dari berbagai produk yang menggunakan teknologi yang berlainan. Misalnya, karena sabun, obat batuk dan kembang gula dijual di toko-toko dan warung-warung yang sama, perusahaan sabun mengakuisisi perusahaan kembang gula dan obat batuk, yang berbeda teknologinya, supaya di dalam menjual tiga jenis barang ini, armada distribusinya satu kali jalan.
4. **Akusisi konsentrik teknologi.** Membeli perusahaan yang teknologinya sama, tetapi saluran distribusinya berlainan. Seperti kita ketahui, barang-barang elektronika intinya adalah berbagai macam konfigurasi dari PC board yang diisi dengan chips dan integrated circcuits. Tergantung dari konfigurasinya, hasil akhirnya bisa TV, radio, tetapi juga komputer serta alat-alat kedokteran yang canggih. Maka sebuah pabrik TV, radio dan sebagainya lalu membeli pabrik computer dan juga membeli pabrik alat-alat kedokteran. Dengan demikian, dua atau tiga perusahaan dapat melakukan pemusatan atau pooling bagian penelitian dan pengembangan karena karakteristiknya yang sama, tetapi bisa mencakup pasaran yang luas, karena menghasilkan berbagai macam barang yang memenuhi berbagai macam kebutuhan.
5. **Akuisisi tipe konglomerat**. Yang dibeli adalah perusahaan-perusahaan yang dalam segala hal justru sangat berlainan dengan perusahaan pembeli, karena maksudnya adalah melakukan diversifikasi usaha dan diversifikasi risiko. Contoh konkret adalah ITT dibawah pimpinan Geneen, yang akhirnya berantakan.

Kenyataannya *John Kitching*, konsultan dan eksekutif tingkat tinggi dari berbagai perusahaan melakukan penelitian di *Harvard Business School* di tahun 1966-1967 terhadap 22 perusahaan dan para eksekutif puncak yang telah melakukan 181 akuisisi. Dia meneliti bagaimana jadinya 7 tahun setelah akuisisi dilakukan. Hasilnya adalah sebagai berikut.

45 persen dari akuisisi yang diteliti adalah tipe konglomerat, dan 42 persen gagal. Artinya, alasan yang dikemukakan untuk akuisisi tipe konglomerat sebagai penyebaran resiko ternyata justru mengandung resiko yang sangat tinggi akan merugi dan bangkrut setelah akuisisi dilakukan.

Akuisisi horisontal merupakan 25 persen dari perusahaan yang diteliti, dan ini mengandung kegagalan yang terendah. Mungkin disebabkan karena perusahaan yang bergabung mengetahui betul bisnisnya, karena perusahaan-perusahaan yang bergabung adalah perusahaan-perusahaan sejenis. Tidak disebutkan berapa persen kegagalannya.

Kegagalan terbesar terjadi di dalam akuisisi yang konsentrik. Dalam hal konsentrik pemasaran (dengan pelanggan yang sama), jumlah akuisisi dari *sample* adalah 13 persen, tetapi yang gagal 26 persen. Konsentrik teknologi kegagalannya adalah 21 persen sedangkan mewakili 4 persen dari *sample.*

Banyak sekali manajemen yang merasa mengetahui seluk beluk perusahaan yang akan diakuisisi ternyata terkejut mengenai kerumitan dan kenyataan yang dihadapinya beberapa tahun setelah akuisisi dilakukan. Merasa mengetahui pasar ternyata terjebak di teknologi, dan yang merasa mengetahui teknologi terjebak di pemasaran.

Jadi kenyataannya sangat berbeda dari dugaan dan perkiraan kebanyakan orang semula. Kombinasi keuangan memberikan kemungkinan keberhasilan yang terbesar, sedangkan kombinasi fasilitas produksi dan teknologi memberikan hasil yang terendah.

Akuisisi internal yang dilakukan di Indonesia hampir selalu berpola mengeluarkan uang dari perorangan *(natuurlijke persoon)* yang memiliki saham-saham perusahaan yang dibeli oleh badan hukum lain yang dimilikinya sendiri. Akuisisi tidak mengakibatkan bertambahnya likuiditas di dalam perusahaan-perusahaan yang digabungkan, tetapi justru mengakibatkan pengurasan *(drain)* terhadap likuiditas perusahaan.

Pro dan Kontra Akuisisi Internal :

Akuisisi internal masih saja menjadi topic yang hangat dan banyak dibicarakan oleh masyarakat luas. Sebabnya topic ini menjadi topic yang kontroversial. Disatu pihak banyak yang tidak setuju ***dengan cara*** yang lakukan untuk mengakuisisi internal, dilain pihak banyak yang merasa bahwa akuisisi internal adalah hal yang wajar dan tidak perlu diributkan.

Apa sebab utama yang menjadi perbedaan pendapat di atas? Yang dimaksud dengan akuisisi internal adalah akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam satu kelompok.

Pembahasan kali ini ditujukan kepada Pihak yang tidak menyetujui selanjutnya peneliti sebut sebagai pihak kontra, pihak ini mempunyai alasan2 sebagai berikut :

Pihak yang kontra akuisisi internal beralasan :

1 Pada intinya mencurigai transaksi yang dilakukan oleh orang-orang yang sama.
2 Adanya Inside Information
3 Adanya Asimetris antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas

Sedangkan pihak yang menyetujui peneliti sebut sebagai pihak pro dengan alasan :

1. Jika akuisisi internal dilakukan menurut prosedur maka sudah sah.
2. Kecurigaan boleh–boleh saja akan tetapi bukan berarti tidak boleh dijalani.

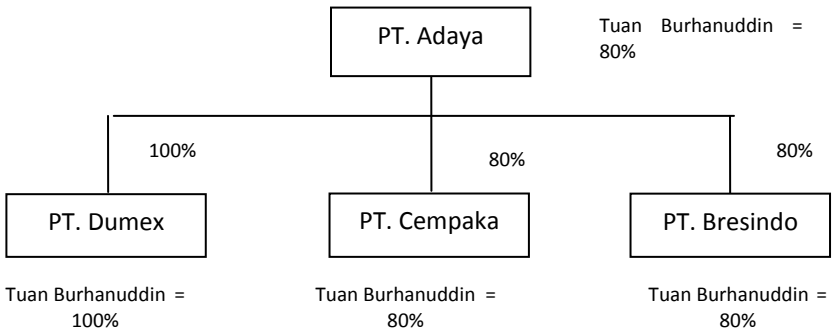
Pihak Kontra :

Mari kita lihat alasan alasan yang bakal dikemukakan oleh pihak yang Kontra

1. **Intinya mencurigai transaksi yang dilakukan oleh orang-orang yang sama :**
   Sebagai Ilustrasi – 1 adalah sebagai berikut. Tuan Burhanuddin memiliki empat (4) perusahaan, PT Adaya, PT Bresindo, PT Cempaka, dan PT Dumex. Diketahui PT

Adaya, PT Bresindo dan PT Cempaka sudah Go Public dengan kepemilikan publik masing-masing sebesar 20 persen. Jadi kepemilikan saham Tuan Burhanuddin diketiga perusahaan tersebut masing-masing 80 persen. Sedangkan PT Dumex 100 % masih dimiliki oleh Tuan Burhanuddin. Yang duduk sebagai Direksi atau Komisaris di PT Adaya, PT Bresindo, PT Cempaka, dan PT Dumex adalah Tuan Burhanuddin sendiri dan anak-anaknya, ditambah beberapa profesional lainnya. Pada suatu ketika PT Adaya merencanakan untuk mengakuisisi PT Bresindo, PT Cempaka, dan PT Dumex. Yang diakuisisi adalah saham pribadi Tuan Burhanuddin diperusahaan-perusahaan tersebut dengan harga tertentu (lihat Gambar 1).

Karena pihak yang mengakuisisi adalah PT Adaya, yang sahamnya 80 % (persen) dimiliki oleh Tuan Burhanuddin dan yang diakuisisi adalah saham pribadi Tuan Burhanuddin di PT Bresindo, PT Cempaka, dan PT Dumex, maka disini mulai timbul kecurigaan. Pasalnya, public sebagai pemegang saham minoritas sebesar 20 % juga diharuskan untuk membeli saham pribadi Tuan Burhanuddin. Memang tidak secara langsung, melainkan melalui PT Adaya. Oleh karena itu, terjadi conflict of interest antara pemegang saham minoritas. Pasalnya pemegang saham mayoritas, atau Tuan Burhanuddin, tahu persis, bagaimana kondisi perusahaan-perusahaan yang akan diakuisisi, karena Tuan Burhanuddin adalah Direksi atau Komisarisnya. Sedangkan public sama sekali tidak tahu menahu bagaimana seluk beluk perusahaan yang akan diakuisisi, kecuali dari dokumen yang tersedia untuk public. Tetapi, seperti kita ketahui, masih banyak informasi perusahaan yang tidak dipublikasikan, biasanya dikenal dengan "rahasia perusahaan", sehingga tidak diketahui oleh public atau pemegang saham minoritas, tetapi diketahui oleh Direksi perusahaan yang juga merangkap sebagai pemegang saham mayoritas.



Gambar - 1

Dengan demikian terdapat hal inforamasi yang bersifat asimetris. Artinya, terdapat informasi yang hanya diketahui oleh Direksi atau pemegang saham mayoritas, tetapi tidak diketahui oleh public. Kalau akuisisi tidak dilakukan dalam satu kelompok, yaitu akuisisi eksternal, maka public sebagai pemegang saham minoritas dapat mempercayai Direksi perusahaan yang juga merangkap sebagai pemegang saham mayoritas, untuk melindungi kepentingannya. *Tetapi, kalau penjualnya adalah juga pemegang di perusahaan pembeli, maka apakah public masih dapat mempercayai Direksinya lagi?*

Kalau pembeli dan penjual *notabene* adalah orang-orang yang sama, bukankah mereka dapat menentukan harga seenaknya. Pihak kontra juga mengatakan apakah ada pihak penilai independent yang benar-benar independent, masalahnya penilai diperintah untuk menilai suatu perusahaan yang pemiliknya adalah orang yang memberi perintah tersebut. Dalam hal audit, jangan-jangan yang diberi perintah adalah audit biasa, bukan audit akuisisi. Oleh karena itu, apakah ada pihak independent yang benar-benar independent dalam arti, dapat melakukan pekerjaan atas inisiatif sendiri tanpa

tergantung perintah? Dan apakah syarat full disclosure juga sudah diterapkan sepenuhnya. Sebagai contoh kecil, tetapi konkrit adalah akuisisi yang dilakukan oleh Indocement beberapa tahun lalu. Didalam sirkular untuk pemegang saham, nilai buku Bogasari yang diambil aleh oleh Indocement tidak tercantum, padahal sirkular ini merupakan dokumen satu-satunya bagi public. Apakah ini yang dinamakan *full disclosure* ?.

2. ***Inside Information***

Apakah akuisisi internal dilakukan dengan menurut prosedur? Berkenaan dengan ini, peneliti ingin meneropong lebih jauh lagi apa yang menjadi karakteristik akuisisi internal. Tadi sudah dikatakan bahwa akuisisi internal adalah akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan di dalam satu kelompok. Sebagai contoh, lihat gambar -1 sekali lagi.

PT Adaya adalah pihak yang mengakuisisi atau pembeli. Yang membeli adalah pemegang sahamnya, yang dibagi menjadi pemegang saham mayoritas, yaitu Tuan Burhanuddin dan pemegang saham minoritas yaitu public. Yang dibeli oleh PT Adaya adalah saham pribadi Tuan Burhanuddin di perusahaan-perusahaan lainnya.

Tuan Burhanuddin duduk sebagai Direksi atau Komisaris di hamper semua perusahaan yang terlibat pada kasus akuisisi internal tersebut. Dengan kata lain, Direksi/Komisaris PT Adaya juga merangkap sebagai Direksi atau Komisaris perusahaan yang diakuisisi, yaitu PT Bresindo, PT Cempaka dan PT Dumex. Oleh karena itu Direksi atau pemegang saham mayoritas PT Adaya tahu persis bagaimana kondisi seluruh perusahaan yang diakuisisi. Tetapi public atau pemegang saham minoritas tidak tahu. Artinya, ada informasi yang tidak diketahui oleh pemegang saham minoritas (publik), tetapi diketahui oleh pemegang saham mayoritas (Direksi). Istilahnya dipasar modal, pemegang saham mayoritas mempunyai informasi orang dalam atau "*inside information"* dapat dikategorikan sebagai "*insider trading"*.

Pada lampiran II, Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta, No.KEP-01/BEJ/1992, Butir I.1.c. mengatakan bahwa "pengurus Bursa dapat membatalkan suatu transaksi apabila terbukti transaksi tersebut menggunakan informasi orang dalam *(insider information)*".

Peraturan ini kurang begitu jelas. Pertama, transaksi yang dapat dihentikan adalah transaksi yang terjadi di Bursa. Jadi, baik transaksi yang terjadi di pasar *odd-lot*, regular maupun *block sale* dapat dihentikan. Tetapi, bagaimana kalau transaksi terjadi secara *private placement*, apakah masih dapat dihentikan atau dibatalkan? Kalau kita lihat Butir I.1.c diatas, mestinya bisa. Peraturan ini dapat diartikan bahwa semua jenis transaksi yang terjadi dengan menggunakan informasi orang dalam dapat dibatalkan.

Penelitingnya. Peraturan-peraturan di atas dibuat tanpa ada sanksinya. Bagi mereka yang melakukan transaksi berdasarkan inside information, paling-paling transaksinya hanya dibatalkan atau dihentikan. Tetapi, masih lumayanlah kalau peraturan tersebut memang benar dilaksanakan. Yang payah, adalah, sudah sanksinya tidak ada, peraturannya pun tidak dilaksanakan!

Misalnya, transaksi yang dilakukan oleh para Direksi PT Adaya, apakah mereka tidak mempunyai inside information di PT Bresindo, PT Cempaka, dan PT Dumex? Jelas punya! Kalau Direksi atau Komisaris suatu perusahaan tidak mempunyai inside information diperusahaannya sendiri, maka tidak ada seorangpun di dunia ini yang mempunyai inside information.

Pertanyaannya adalah, apakah mereka "menggunakan" inside information tersebut, dalam mengadakan transaksi sehingga dapat dikategorikan sebagai insider trading.? Bagi peneliti sangat jelas bahwa indikasi ke sana ada. Kita harus mengasumsikan

bahwa setiap orang mempunyai *inside information*, maka transaksi yang dilakukan sedikit banyak akan dipengaruhi oleh informasi tersebut

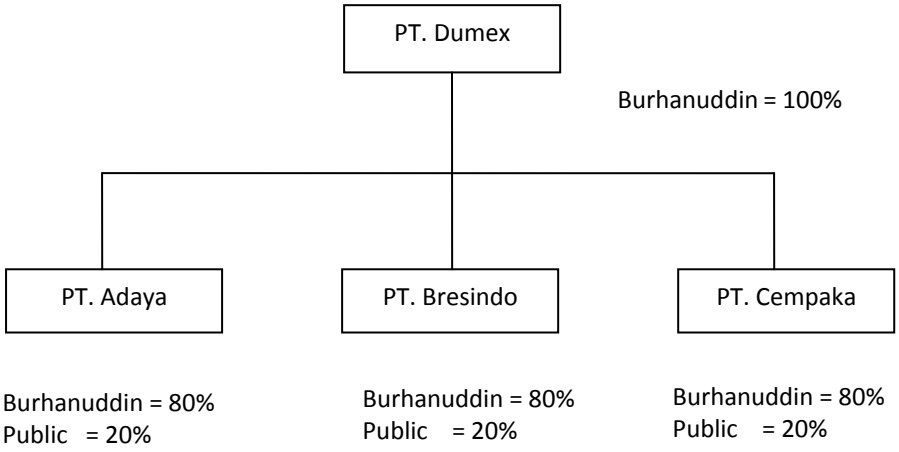
3. ***Asimetris***

Jika akuisisi internal dilakukan seperti yang digambarkan diatas, maka terjadi informasi yang bersifat asimetris antara pemegang saham mayoritas *versus* pemegang saham minoritas. Oleh karena itu, transaksi seperti ini adalah tidak adil bagi pemegang saham public. Berdasarkan ketidak adilan ini, seharusnya akuisisi internal sudah dapat dilarang. Bukankah Pasar Modal diciptakan utnuk transaksi-transaksi yang dilakukan secara adil bagi setiap pelakunya?

4. ***Pembentukan Holding Company***

Guna mengatasi terjadinya Asimetris antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas dapat dilakukan dengan membentuk perusahaan holding. Memang, struktur *holding company* menjadi menarik dengan hilangnya *double taxation* dan pembentukan *holding company* juga harus dengan cara akusisi internal.

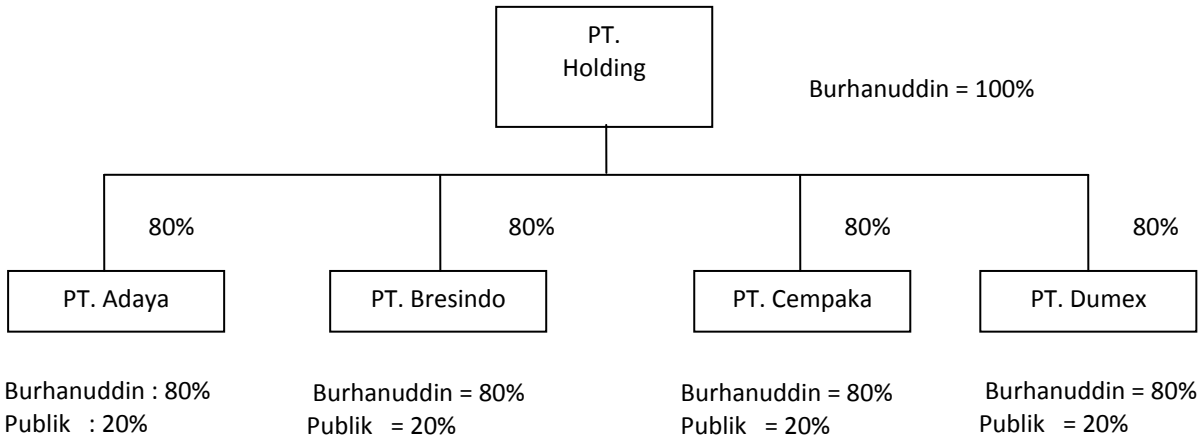
Tuan Burhanuddin di atas masih dapat membentuk *holding company* dengan cara sebagai berikut. Mengakuisisi saham pribadi Tuan Burhanuddin seharusnya PT Dumex yang masih private. Dengan tidak melibatkan public, maka tidak ada *conflict of interest*. Diakuisisi adalah saham pribadi Tuan Burhanuddin sendiri di PT Adaya, PT Bresindo, dan PT Cempaka. Karena yang membeli adalah Tuan Burhanuddin dan yang menjual juga Tuan Burhanuddin, maka transaksi ini adalah *zero game*, dan semuanya *happy* (lihat gambar 2).



Gambar - 2

Tetapi, bagaimana kalau semua perusahaan Tuan Burhanuddin diatas sudah *go public* semua, apakah dengan demikian tidak dapat membentuk *holding company*? Dengan kata lain, bagaimana kalau PT Dumex milik Tuan Burhanuddin di atas juga sudah *go public*? Masih ada jalan lain, yaitu dengan mendirikan perusahaan baru, misalnya PT Holding. PT Holding ini dapat berdiri dengan cara *inbreng* dengan menyerahkan saham-saham pribadi Tuan Burhanuddin di PT Adaya, PT Bresindo, PT Cempaka dan PT Dumex ke PT Holding. Cara lain adalah, PT Holding dapat mengakuisisi saham pribadi Tuan Burhanuddin di keempat perusahaan tersebut (lihat gambar 3). Tetapi,

harus diperhatikan bahwa akuisisi akan mempunyai dampak perpajakan yang tidak sedikit.



Gambar - 3

Sekarang mangenai aspek lain lagi dari pertanyaan mengapa akuisisi internal merupakan masalah yang menarik begitu banyak kalangan ? Karena ada yang aneh di dalam metode yang ditempuh oleh banyak konglomerat yang sekarang ini sedang ramai-ramainya melakukan akuisisi internal.

Jadi pembentukan Holding Company akan dapat menghilangkan asimetris antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, asalkan langkah yang diambil seperti yang dijelaskan pada Gambar – 2 dan Gambar - 3

5. ***Pembentukan Holding dan Sinerginya***

Ibaratkan peneliti (Tn. Kurniawan) mempunyai 80 % atau 80 juta saham PT Wahana dan 80 % atau 80 juta saham PT Swabuana, 20 % dari masing-masing PT dimiliki oleh public dan diperjual-belikan di Bursa Effek Jakarta. Misalkan Laba dari PT Wahana dan PT Swabuana masing-masing Rp 20 milyar setahun. Kebijaksanaan dividennya adalah selalu membagikan 40 % dari laba. Maka laba ditahan di PT Wahana maupun di PT Swabuana masing-masing setiap tahunnya adalah 60 % dari Rp 20 milyar atau Rp 12 milyar. Tahun demi tahun laba ini didepositokan, sehingga menumpuk dan beranak karena bunga deposito. Katakanlah setelah 4 tahun manjadi Rp 50 milyar di masing-masing perusahaan , 80 % dari laba ditahan tunai ini haknya tuan Kurniawan dan 20 persen haknya publik.

Maka hak tuan Kurniawan adalah Rp 40 milyar di PT Wahana dan Rp 40 milyar di PT Swabuana atau seluruhnya Rp 80 milyar. Dari modal disetor hak tuan Kurniawan adalah Rp 80 milyar di PT Wahana dan Rp 80 milyar di PT Swabuana. Hak tuan Kurniawan di masing-masing Perusahaan seluruhnya adalah modal disetor sebesar Rp 80 milyar dan laba ditahan sebesar Rp 40 milyar atau seluruhnya Rp 120 milyar dimasing-masing PT Wahana dan PT Swabuana atau seluruhnya Rp 240 milyar. Ini adalah hak murni pemegang saham mayoritas tanpa menyentuh kepentingan pemegang saham minoritas.

Tuan Kurniawan mendirikan PT Holding dengan modal disetor Rp 240 milyar yang terdiri dari 240 juta saham @ Rp 1.000 nominal. Saham yang ditempatkan dan disetor

pada saat pendirian adalah 160 juta lembar @ Rp 1.000 nominal. Penyetorannya dalam bentuk 80 juta saham PT Wahana dan 80 juta saham PT Swabuana dengan nilai nominal @ Rp 1.000. Maka tidak ada capital gain, sehingga tuan Kurniawan tidak perlu membayar pajak. Seluruh kepemilikan tuan Kurniawan di PT Wahana yang 80 % dan seluruh kepemilikan tuan Kurniawan di PT Swabuana yang 80 % juga menjadi milik PT Holding sebagai modal disetor oleh tuan Kurniawan. Dengan demikian tuan Kurniawan memiliki 100 persen dari PT Holding, dan PT Holding ini memiliki 80 % dari PT Wahana dan 80 % dari PT Swabuana.

Seperti yang telah diungkapkan diatas laba ditahan yang di depositokan selama empat tahun diperkirakan mencapai Rp. 50 milyar, maka sebagai pemegang saham mayoritas PT Holding bisa memutuskan untuk membagikan semua laba ditahan sebagai dividen. Maka PT Holding mendapat dividen tunai sebesar 80 % dari Rp 50 milyar = Rp 40 milyar dari PT Wahana dan jumlah yang sama dari PT Swabuana. PT Holding mendapat uang tunai Rp 80 milyar tanpa menyentuh kepentingan pemegang saham minoritas, karena hak mereka atas dividen yang 20 % juga dibagikan secara tunai. Penerimaan deviden oleh PT Holding dikapitalisasi, sehingga sisa saham dalam portepel yang 80 juta saham @ Rp 1.000 nominal kini juga ditempatkan dan disetor dengan menggunakan uang hasil penerimaan deviden ini.

Deviden ini juga bebas pajak menurut peraturan perpajakan yang baru, karena PT Holding sudah *holding* sebelumnya. Dengan demikian PT Holding mempunyai modal disetor sebesar Rp 240 milyar dan Rp 160 milyar dalam bentuk penyertaan di PT Wahana sebesar Rp 80 milyar dan penyertaan di PT Swabuana sebesar Rp 80 milyar, sedangkan sisanya yang Rp 80 milyar dalam bentuk tunai yang diterimanya dari PT Wahana dan PT Swabuana sebagai dividen.

Oleh PT Holding uang tunai Rp 80 milyar ini dipakai untuk membeli 100 persen dari saham-saham PT Abadi milik Tuan Effendi. Proses pembeliannya melalui perundingan yang sangat keras, yang diawali dengan penelitian sudut akuisisi. Jadi tuan Kurniawan tidak menerima uang sama sekali. Pemegang saham public tidak dirugikan sama sekali. Mereka mendapatkan haknya atas semua laba ditahan yang dibayarkan tunai. Tuan Kurniawan sekarang mempunyai PT Holding yang tidak punya kegiatan lain kecuali memiliki 80 % saham di PT Wahana , 80 % saham di PT Swabuana dan 100 % saham di PT Abadi.

Ini namanya pembentukan holding company PT Holding, yang di samping memiliki 80 % dari PT Wahana dan 80 % dari PT Swabuana, kemudian juga mengakuisisi PT Abadi miliknya Tuan Effendi. Ini jelas akuisisi normal atau akuisisi internal. Tidak ada akal-akalan sama sekali.

Apakah PT Holding bisa memperoleh semua sinergi, yaitu bahwa hasil akhir dari PT Holding melebihi penjumlahan dari prestasinya 80 % PT Wahana, 80 % PT Swabuana, dan 100 % PT Abadi ? Bisa, tetapi tidak mesti. Yang jelas struktur permodalan PT Holding bagus sekali, karena PT Abadi dibeli dengan equity 100 %, sehingga masih bisa berutang dengan *Debt Equity Ratio* yang bisa dipertanggung jawabkan.

Literatur penuh dengan pembahasan mengenai *sense and nonsense* dari sinergi yang diperoleh dari akuisisi dan merger. Masalahnya adalah bahwa tatkala PT Abadi baru dibeli, yang dihadapi oleh tuan Kurniawan beserta seluruh stafnya hanya masalah kesempatan. Sampai dimana kesempatan ini benar-benar dapat diwujudkan menjadi kenyataan nilai tambah atau sinergi, sangat tergantung dari banyak faktor. Inilah yang juga dikenal dengan istilah *value creation* yang diperolehnya lama setelah akuisisi

6. Akuisisi Internal Tanpa Akal-akalan

Segala sesuatu yang digambarkan dalam tulisan ini adalah gambaran hipotesis, dengan mengandalkan peneliti (Tn. Herman) sebagai orang pribadi yang memiliki badan hukum PT Selaras dan badan hukum PT Panglipur.

Akuisisi internal masih menjadi pembicaraan yang cukup hangat, yang menjadi persoalan adalah akuisisi internal badan hukum PT. Penglipur yang dijadikan badan hukum PT Selaras, sedangkan kedua badan hukum itu dimiliki oleh orang yang sama, yaitu tuan Herman.

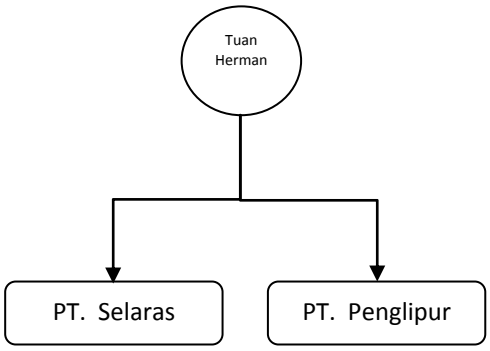
Muncul pertanyaan, apa salahnya dengan pola kepemilikan yang seperti ini? Lihat Gambar: 4-1 yang pada awalnya pola kepemilikan kedua Perusahaan tersebut adalah tuan Herman langsung memiliki PT Selaras dan PT Penglipur. Sekarang pola kepemilikan itu berubah menjadi Tuan Herman memiliki PT Selaras dan PT Selaras memiliki PT Penglipur (Gambar : 4.2).

Apa yang salah dengan perubahan pola kepemilikan seperti yang digambarkan dalam Gambar : 4-2 tersebut ?

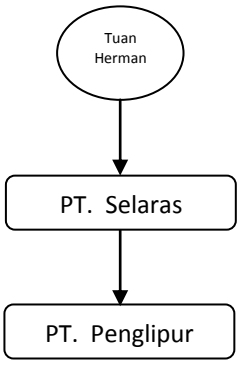
Peneliti jawab tidak ada yang salah kecuali adanya ketidak jelasan, apa maksudnya mengadakan perubahan pola kepemilikan dari dalam Gambar : 4-1 menjadi gambar : 4-2.

Kalau yang ditanya tuan Herman, pasti jawabannya sangat hebat dan bermacam-macam alasan yang digunakan, bahkan akan menggunakan berbagai istilah yang keren, sulit dicerna, seperti sinergi, diversifikasi, efiiensi, produktivitas yang meningkat dan macam-macam istilah lagi. Bukannya kita bodoh tidak memahami arti dari semua peristilahan itu. Tetapi kita memang tidak mengetahui mengapa segalanya itu lalu bisa terjadi kalau pola kepemilikan berubah dari pola Gambar: 4-1 menjadi pola Gambar: 4-2 ?

Gambar 4-1
Peta Kepemilikan PT Selaras & PT Penglipur



Gambar 4 -2
Peta Kepemilikan PT. Penglipur



Menurut pengetahuan dan pemahaman peneliti, semuanya bisa dicapai dengan pembentukan koordinasi yang baik antara pimpinan PT Selaras dan pimpinan PT Penglipur. Kedua pimpinan itu bisa diperintah oleh tuan Herman, karena tuan Herman mempunyai suara mutlak yang sangat menentukan. Tuan Herman juga bisa memecat Dirut PT Selaras dan Dirut PT Penglipur setiap saat, sehingga para Dirut ini akan menjalankan apa saja yang diperintahkan oleh tuan Herman dalam rangka melakukan kerja sama dan koordinasi yang sebaik-baiknya. Kalau toh mau istilah yang keren, biasanya dikatakan "tuan Herman ingin mencapai segala macam sinergi, efisiensi dan produktivitas yang meningkat dengan membentuk *Steering Committee* atau *Executive Committee* " antara pimpinan PT Selaras dan pimpinan PT Penglipur.

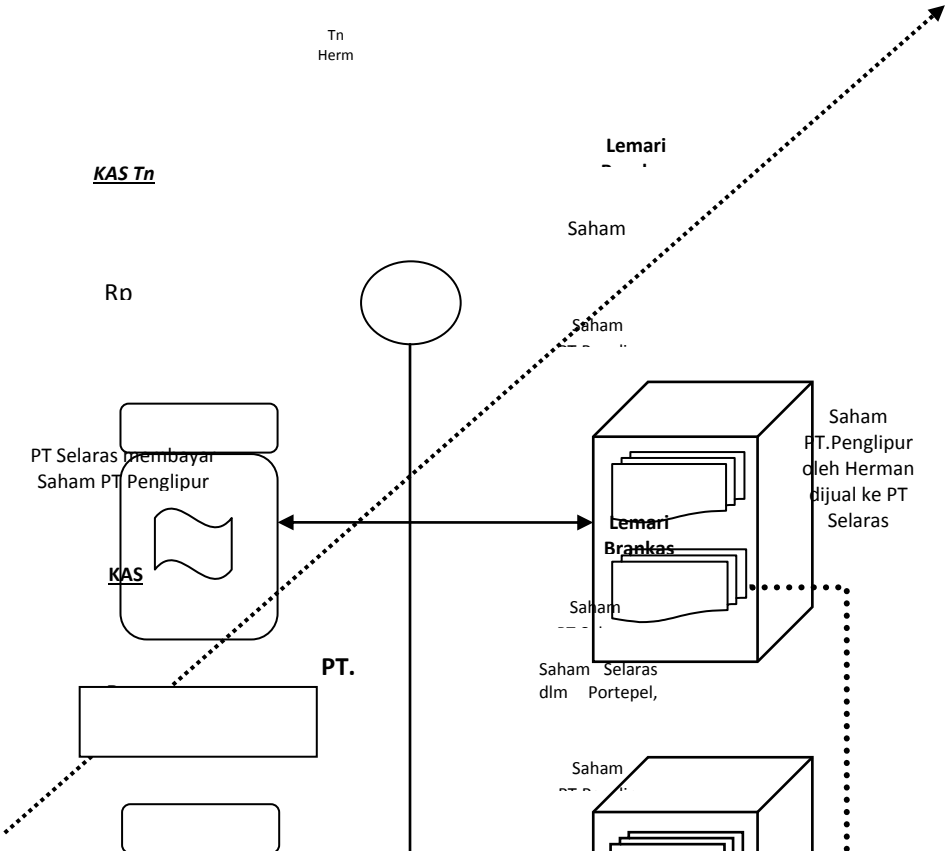
Ini pun belum tentu betul, Maka kalau ada manfaat-manfaat lain, perlu penjelasan yang rinci. Mengenai segala aspek dari keuntugan dan kerugian beserta macam teknik akuisis.

Perhatikan Gambar - 5 yang akan menjelaskan cara tertentu dari akuisisi internal, yaitu cara pembelian saham-saham PT Penglipur oleh PT Selaras dibayar dengan uang tunai yang diserahkan kepada pemilik saham PT Penglipur yaitu tuan Herman pribadi.

Disebelah kanan diagram kita lihat adanya perpindahan saham-saham yang mewakili kepemilikan PT Penglipur dari lemari besi milik tuan Herman pribadi ke dalam lemari besinya milik PT Selaras. Itu sebagai konsekuensi dari PT Selaras yang membeli saham-saham PT Penglipur. Pembelian ini harus dibayar.

Membayarnya dengan uang tunai. Maka di sebelah kiri kita saksikan adanya perpindahan uang tunai dari Kasnya PT Selaras ke dalam Kasnya tuan Herman pribadi. Jadi Gambar – 5 memperlihatkan akuisisi internal yang dibayar dengan uang tunai.

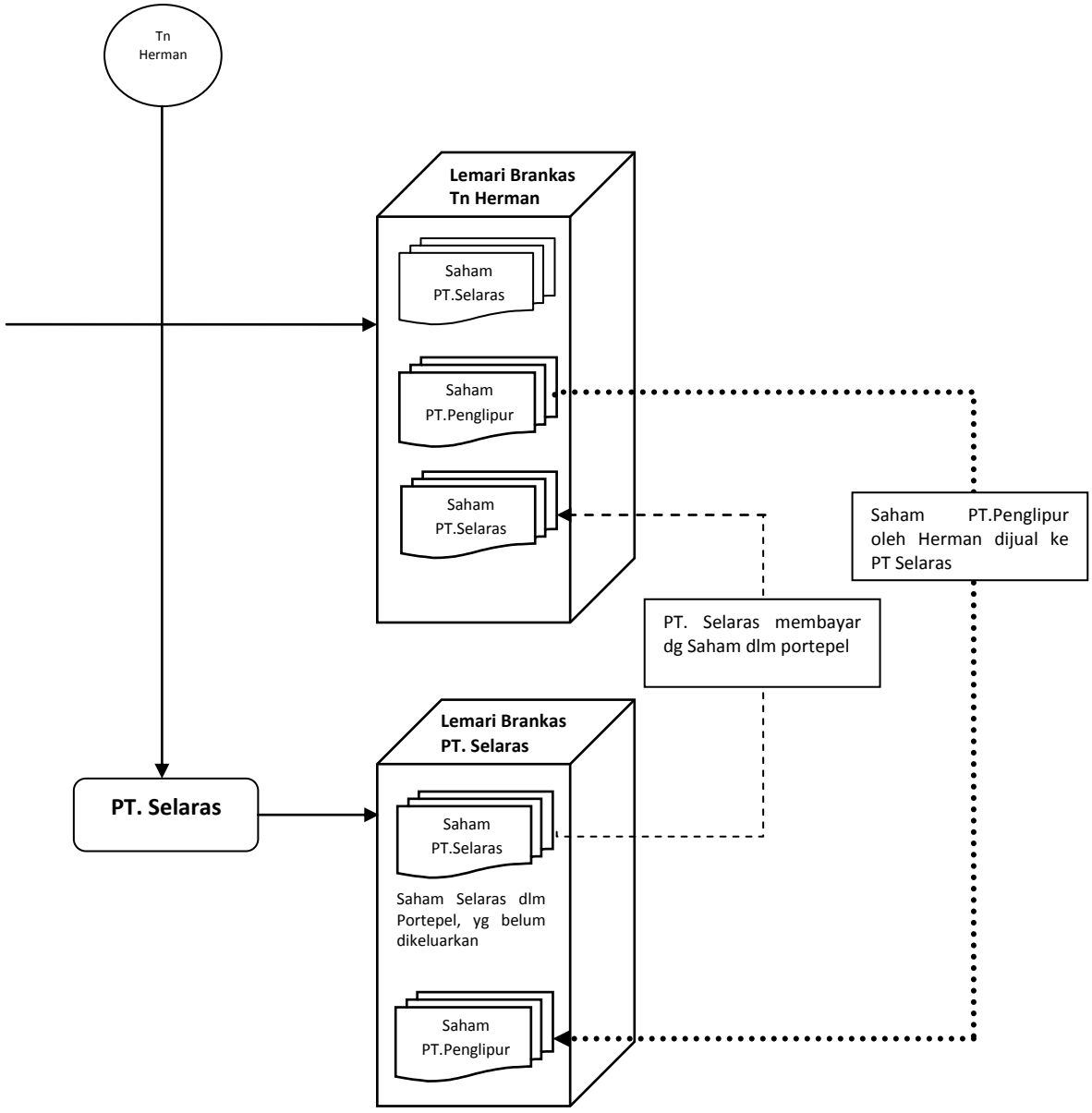
Gambar – 5



Coba sekarang kita perhatikan Gambar – 6, ini menggambarkan transaksi yang persis sama yaitu PT Selaras membeli saham-saham mewakili kepemilikan di PT Penglipur dari tuan Herman. Maka di sebelah kanan kita saksikan adanya perpindahan segepok saham-saham PT Penglipur dari lemari besinya tuan Herman masuk kedalam lemari besinya PT Selaras.

Tetapi PT Selaras membayarnya pembelian ini tidak dengan uang tunai, melainkan dengan saham-saham yang masih ada di dalam portepel atau saham-saham dari PT Selaras yang masih belum dikeluarkan, jadi saham-saham baru.

Gambar - 6



Kita saksikan di sebelah kanan juga adanya perpindahan segepok saham-saham baru yang mewakili kepemilikan PT Selaras ke dalam lemari besinya tuan Herman pribadi. Saham-sahamnya tuan Herman yang mewakili kepemilikan di PT Selaras bertambah dengan segepok saham-saham baru. Tuan Herman tidak menerima uang tunai tetapi menerima saham-saham baru PT Selaras.

Kita lihat bahwa di sebelah kiri Gambar 6 tidak ada apa-apanya, Tidak ada uang tunai yang terlibat di sini. Maka bagi peneliti cara ini adalah cara akuisisi internal yang tanpa akal-akalan.

Jika kita sebagai pemilik (Tn. Herman) diminta memilih cara Akusisi internal mana yang paling baik pastilah akan memlileh cara Gambar - 5 dan bukan cara Gambar – 6. Mengapa? Karena yang cara Gambar – 6 tidak ada uang tunai yang masuk ke kantong pribadi tuan Herman.

Mengapa tidak *fair* karena dampaknya hampir selalu mengandung kadar kerugian bagi pemegang saham minoritas *investor public*. Untuk mengetahuinya perlu dihitung kasus demi kasus.
Mengenai ada peraturan hukumnya atau tidak lagi akuisisi *intern* rasanya setelah perusahaan-perusahaan yang akan terlibat di dalam akuisisi intern menyetujuinya di dalam RUPS, masih belum dapat dilaksanakan sebelum Ketua Bapepam (Badan Pengawasan Pasar Modal) memberikan persetujuannya. Jadi kalau Ketua Bapepam melarangnya atau menahannya sampai semua permasalahannya menjadi jelas, tindakannya itu sah juga. Artinya, ada hukumnya yaitu Ketua Bapepam mempunyai hak sesuai dengan keyakinannya. Maka tidak terlampau betul kalau dikatakan bahwa dalam hal akuisisi intern kita dihadapkan pada kekosongan hukum.

Aspek PPh bagi Akuisisi:

Beberapa waktu terakhir ini pasar modal kita diramaikan dengan merger dan akuisisi, khususnya akuisisi internal, yaitu akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam satu kelompok. Banyak pro dan kontra terhadap praktek akuisisi internal tersebut. Tetapi, dari pihak pemerintah, baik itu Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) maupun Direktor Jenderal (Ditjen) Pajak, lebih banyak berdiam diri. Kritik pun banyak dilancarkan terhadap sikap pemerintah yang demikian. Akhirnya, Ditjen Pajak memberikan reaksi dengan mengeluarkan Surat Edaran No. SE-18/PJ.31/1992 yang sifatnya adalah penegasankarena sesungguhnya perlakuan PPh tersebut telah diatur di dalam UU PPh 1984. Dimaksud dengan pemindah tanganan harta dalam bentuk penjualan, pengalihan atau tukar menukar saham, hibah, warisan, dan penyertaan dalam bentuk harta (*inbreng* atau *in-kind participation*).
Pada hakikatnya, merger dan akuisisi adalah pengambilalihan harta yang dilakukan suatu perusahaan terhadap perusahaan lainnya. Dalam istilah perpajakan hal ini disebut sebagai "pemindah tanganan harta", karena harta yang diambil alih dipindahkan ke perusahaan yang mengambil alih. Oleh karena itu, perlakuan perpajakannya sama dengan perlakuan perpajakan atas pemindah tanganan harta seperti yang ditegaskan oleh Ditjen Pajak melalui Surat Edaran (SE) di atas.
Tetapi tidak semua kasus pemindah tanganan harta dapat dianggap sebagai merger dan akuisisi. Sebagai contoh adalah pemindah tanganan harta dalam bentuk hibah dan warisan. Tentu saja pemindah tanganan harta seperti ini tidak dapat dianggap sebagai salah satu bentuk *merger* dan akuisisi yang berorientasi bisnis. Dalam rangka ini peneliti mencoba untuk menguraikan praktek merger dan akusisi serta implikasinya terhadap perpajakannya dengan mengaplikasikannya terhadap perpajakannya, dengan mengaplikasikan perlakuan PPh seperti yang ditegaskan oleh Ditjen Pajak di dalam SE-nya.

Merger dan akuisisi

Merger dan akuisisi dapat di lakukan dengan beberapa cara di mana setiap cara mempunyai konsekuensi perpajakan yang mungkin berbeda satu sama lainnya. Dibawah ini peneliti akan menjelaskan dengan contoh bentuk merger dan akuisisi yang dapat terjadi serta perlakuan PPh-nya bagi setiap bentuk tersebut. Dengan kata lain, pasal-pasal mana yang dapat diterapkan untuk kasus tertentu merger dan akuisisi.
Pertama, merger dan akuisisi dapat dilakukan dengan mengambil alih harta (aktiva dan pasiva) perusahaan lain, di mana pembayarannya dapat dilakukan secara tunai atau dengan saham. Dengan demikian, transaksi pemindah tanganan harta ini dilakukan antar-badan

usaha. Bagaimana perlakuan PPh-nya bagi kedua cara pembayaran tersebut di atas, mari kita lihat ilustrasi di bawah ini.

Ilustrasi 1 :

PT A mengambil alih harta PT B, di mana pembayarannya dilakukan secara tunai. Karena pembayaran dilakukan secara tunai, maka pengalihan harta dari PT B kepada PT A dianggap sebagai panjualan, dan keuntungan atas penjualan ini dianggap sudah terrealisasi. Dalam hal ini, perlakuan PPh-nya dapat diterapkan Pasal 4 ayat (1) huruf d, yaitu keuntungan karena penjualan atau pengalihan harta adalah obyek pajak. Dengan demikian, kelebihan pembayaran yang diterima oleh PT B diatas nilai bukunya merupakan obyek pajak PPh. Harta yagn diambil alih dari PT B kemudian dicatat sebesar harga yang sesungguhnya dibayar oleh PT A. Dalam istilah akuntansi, metode penilaian harta seperti ini dinamakan *purchase method* (metode pembelian).
Sampai di sini sangat jelas perlakuan PPh bagi *merger* dan akuisisi seperti yang dicontohkan di atas. Tidak begitu jelas di sini adalah bagaimana persepsi Ditjen Pajak terhadap eksistensi PT B. Seharusnya pertanyaan ini lebih tepat ditujukan kepada Departemen Kehakiman. Apaah boleh suatu perusahaan menjual seluruh aktiva dan pasivanya serta izin usahanya, tetapi perusahaan tersebut tidak dibubarkan? Kalau PT B di atas dibubarkan (dilikuidasi), maka sesuai Pasal 4 ayat (1) huruf g pemegang saham PT B akan dikenakan PPh sebesar kelebihan penerimaan di atas modal yang disetorkan, dikalikan tarif yang berlaku bagi masing-masing pemegang saham tersebut.

Ilustrasi 2

Tetapi apabila dalam pengambilalihan harta di atas pembayaran yang dilakukan PT A tidak secara tunai melainkan dengan saham, maka hal ini tidak dianggap sebagai penjualan, tetapi sebagai penyertaan dalam bentuk harta. Artinya, PT B (atau pemegang sahamnya) mengalihkan hartanya kepada PT A, dimana PT A memberikan sahamnya sebagai pengganti harta yang dialihkan tersebut. Dengna kata lain, pemegang saham PT B menyertakan hartanya *(inbreng)* kepada PT A untuk menjadi pemegang saham PT A. Setelah pengalihan, pemegang saham PT A dan PT B, yaitu pihak – pihak yang bersepakat atas pengalihan tersebut, secara bersama-sama memiliki 100 persen dari jumlah modal yang disetor di PT A. Oleh karena itu, perlakuan PPh-nya dapat diterapkan Pasal 4 ayat (3) huruf e, sehingga transaksi ini merupakan transaksi yang bebas pajak. Artinya, keuntungan atas pengalihan harta yang diperoleh pemegang saham PT B bukan merupakan objek pajak, dengan catatan bahwa harta yang dialihkan ke PT A harus dinilai sesuai dengan nilai bukunya di PT B seperti diatur dalam Pasal 10 ayat (1) huruf a. Dalam istilah akuntansi, penilaian harta seperti ini disebut *pooling of interest* (metode penyatuan kepentingan).
Kemudian merger dan akuisisi juga dapat dilakukan dengan mengambil alih saham perusahaan lain, di mana pembayarannya juga dapat dilakukan secara tunai atau dengan saham. Saham yang diambil alih berasal dari pemegang sahamnya. Oleh karena itu, transaksi yang terjadi adalah transaksi antara pemegang saham (perseorangan) dengan badan usaha. Perlakuan PPh bagi kedua cara pembayaran tersebut diilustrasikan di bawah ini.

Ilustrasi 3

PT A mengambil alih saham PT B dari para pemegang sahamnya, di masa pembayarannya dilakukan secara tunai. Dalam hal ini, pemegang saham PT B tidak lagi menjadi pemilik PT B, dan oleh karena itu dianggap sebagai penjualan. Kelebihan harga penjualan saham di atas

harga perolehannya *(capital gain)* merupakan obyek pajak, sesuai dengan Pasal 4 ayat (1), yaitu setiap tambahan kemampuan ekonomis dari setiap wajib pajak merupakan objek pajak. Memang di dalam pasal tersebut tidak disebutkan secara eksplisit mengenai *capital gain*. Tetapi menurut peneliti *capital gain* merupakan "tambahan kemampuan ekonomis" bagi wajib pajak sehingga merupaka objek pajak.

Ilustrasi 4

Tetapi, bagaimana kalau pengambilalihan saham yang dilakukan oleh PT A dari pemegang saham PT B dibayar dengan saham? Artinya, pemegang saham PT B menyerahkan sahamnya kepada PT A, dan sebgai penggantinya PT A menerbitkan saham baru berasal dari saham portepel yang kemudian diserahkan kepada pemegang saham PT B. Setelah transaksi, maka PT B sekarang dimiliki oleh PT A, sedangkan pemegang saham PT B menjadi pemegang saham PT A. Tetapi, hal ini tidak berarti bahwa pemegang saham PT B "menjual" sahamnya kapada PT A, karena pemegang saham PT B masih tetap menjadi pemilik PT B, tetapi tidak secara langsung melainkan melalui PT A yang telah menjadi perusahaan induk. Oleh karena itu, menurut peneliti transaksi seperti ini tidak dapat dianggap sebagai penjualan, dan dengan demikian maka pemegang saham PT B juga tidak dapat dikenakan PPh.
Tetapi, menurut Ditjen Pajak lain. Berdasarkan SE Ditjen Pajak di atas (halaman 9 butir 10), pemegang saham PT B dapat dikenakan PPh sesuai dengan Pasal 4 ayat (1) huruf d. Hal ini dipertegas dengan contoh 9 di halaman 16 SE tersebut, yang peneliti kutip seperti di bawah ini.

Contoh 5

Tuan X adalah pemegang saham PT A, yang jumlah penyetorannya adalah Rp 250 juta. Saham Tuan X pada PT A tersebut ditukar dengan saham PT B yang dimiliki oleh Tuan Y. Sebelum terjadi pertukaran, neraca PT A dan PT B, dengan nilai Rp 300 juta. Setelah terjadi pertukaran, neraca fiskal kedua PT adalah sebagai berikut (lihat tabel 2).

Tabel 1 : Neraca PT A dan PT B sebelum pertukaran saham

PT A		**PT B**	
Aktiva		**Aktiva**	
Harta	Rp 500 juta	Harta	Rp 1.000 juta
Sub total	**Rp 500 juta**	**Sub total**	**Rp 1.000 juta**
Pasiva		**Pasiva**	
Kewajiban	Rp 200 juta	Kewajiban	Rp 150 juta
Modal saham (Tn X)	Rp 250 juta	Modal saham (Tn Y)	Rp 750 juta
Laba ditahan	Rp 50 juta	Laba ditahan	Rp 100 juta
Sub total	**Rp 500 juta**	**Sub total**	**Rp 1.000 juta**

Tabel 2 : Neraca PT A dan PT B setelah pertukaran saham

PT A		**PT B**	
Aktiva		**Aktiva**	
Harta	Rp 500 juta	Harta	Rp 1.000 juta
Sub total	**Rp 500 juta**	**Sub total**	**Rp 1.000 juta**
Pasiva		**Pasiva**	
Kewajiban	Rp 200 juta	Kewajiban	Rp 150 juta
Modal saham (Tn Y)	Rp 300 juta	Modal saham	
		Tuan X	Rp 450 juta
		Tuan Y	Rp 300 juta
		Laba ditahan	Rp 100 juta
Sub total	**Rp 500 juta**	**Sub total**	**Rp 1.000 juta**

Perlakuan PPh-nya adalah sebagai berikut :

Bagi Tuan X selisih antara nilai saham PT B (Rp 300 juta) dengan modal disetornya pada PT A (Rp 250 juta) merupakan keuntungan karena pengalihan saham (Rp 50 juta) yang berdasarkan Pasal 4 ayat (1) huruf d UU PPh 1984 adalah obyek PPh.

Contoh tukar menukar saham yang diberikan oleh Ditjen Pajak dan peneliti kutip di atas berlainan dengan tukar menukar saham yang peneliti ilustrasikan pada **ilustrasi 4.** Menurut peneliti, ada dua kelemahan pada contoh Ditjen Pajak tersebut.

Pertama, contoh ini kurang realistis dan Kedua, kurang mencerminkan praktek merger dan akuisisi pada umumnya seperti yang peneliti gambarkan pada ilustrasi 4 di atas, yaitu setelah tukar menukar saham, pemegang saham PT B masih memiliki PT B melalui PT A. Tidak seperti Tuan X pada contoh Ditjen Pajak di atas yang setelah pengalihan saham tidak lagi menjadi peemilik PT A.

Peneliti maksud kurang realistis adalah rasio pertukaran saham antara Tuan X dan Tuan Y. Saham Tuan X yang ditukar dihargai Rp 300 juta. Harga ini berdasarkan nilai buku PT A yang terdiri dari modal saham Rp 250 juta dan laba ditahan Rp 50 juta. Saham tersebut kemudian ditukar dengan saham Tuan Y di PT B yang juga dihargai Rp 300 juta.

Tetapi harga ini berdasarkan nilai nominalnya. Padahal nilai buku saham Tuan Y seharusnya lebih dari Rp 300 juta, sehingga Tuan Y sebenarnya rugi. Hal ini dapat dilihat sebagai berikut.

Setelah pertukaran saham, Tuan X memiliki 40 persen PT B, seperti terlihat di bawah ini :

Modal saham Tuan X	Rp 300 juta (40 persen)
Modal saham Tuan Y	Rp 450 juta (60 persen)
Total modal saham	Rp 750 juta (100 persen)

Kekayaan bersih PT B seluruhnya Rp 850 juta, terdiri dari modal saham Rp 750 juta dan laba ditahan Rp 100 juta. Dengan demikian, kekayaan Tuan X setalah menjadi pemegang saham PT B sebenarnya menjadi 40 persen x Rp 850 juta = Rp 340 juta. Sebelumnya, kekayaan Tuan X hanya Rp 300 juta yang berarti bertambah Rp 40 juta. Tentu saja keuntungan yang diperoleh Tuan X menjadi beban Tuan Y. Dengan kata lain, Tuan Y menderita rugi sebesar Rp 40 juta karena tukar menukar saham tersebut. Di dalam dunia nyata, hal ini tidak akan terjadi. Tetapi, hal ini bukan berarti bahwa pertukaran saham antara Tuan X dan Tuan Y tidak dapat terjadi. Tuan Y bersedia melanjutkan pertukaran saham tersebut dengan syarat, bahwa kekayaan Tuan X di PT B setelah pertukaran akan tetap sebesar Rp 300 juta, bukan Rp 340 juta.

Artinya, persentase kepemilikan saham Tuan X di PT B harus sebesar Rp 300 juta / Rp 850 juta x 100 persen = 35,29 persen. Hal ini dapat dipenuhi apabila Tuan X memiliki modal saham di PT B sebesar Rp 264.675.000. Dengan demikian, maka setelah terjadi pertukaran, neraca fiskal kedua PT adalah sebagai berikut (lihat tabel 3):

Tabel 3: Perubahan neraca PT A dan PT B setelah pertukaran saham

PT A		**PT B**	
Aktiva		**Aktiva**	
Harta	Rp 500 juta	Harta	Rp 1.000 juta
Sub total	Rp 500 juta	**Sub total**	Rp 1.000 juta
Pasiva		**Pasiva**	
Kewajiban	Rp 200 juta	Kewajiban	Rp 150 juta
Modal saham (Tn Y)	Rp 250 juta	Modal saham	
		Tuan X	Rp 450 juta
		Tuan Y	Rp264,675 juta
		Laba ditahan	Rp 100 juta
Sub total	**Rp 500 juta**	**Sub total**	**Rp 1.000 juta**

Pertukaran saham di atas dapat dirumuskan sebagai berikut. Saham Tuan X di PT A dengan nilai nominal Rp 250 juta dan nilai buku Rp 300 juta ditukar dengan saham Tuan Y di PT B dengan nilai nominal Rp 264,675 juta dan nilai buku Rp 300 juta.

Dalam hal ini, bagaimana perlakuan PPh-nya? Apakah Tuan X masih dianggap memperoleh keuntungan sebesar Rp 50 juta, karena modal sahamnya di PT A dengan nilai nominal Rp 250 juta dihargai Rp 300 juta? Apakah Tuan Y juga dianggap memperoleh keuntungan sebesar Rp 35,325 juta, yaitu selisih antara nilai buku (atau nilai pasar) saham yang dialihkan (Rp 300 juta) dengan nilai nominalnya (Rp 264,275 juta) ?

FAKTOR PENENTU

Disamping tergantung pada tipe akuisisi, tingkat keberhasilan akuisisi banyak juga dipengaruhi oleh faktor-faktor sebagai berikut :

1. Manajer Perubahan

Kunci keberhasilan terletak pada kemampuan manajemen mengelola dengan lebih baik setelah akuisisi daripada sebelumnya. Dengan kata lain, keberhasilan akuisisi terletak pada pertanyaan, apakah ada cukup kemampuan untuk mengelola perubahan ?

2. Keterampilan dibandingkan tugas yang harus dijalankan

   Jumlah keterampilan manajemen setelah akuisisi harus lebih besar daripada pembengkakan tugasnya setelah akuisisi. Biasanya ini tidak sebanding. Setelah akuisisi, waktu dan energi yang dibutuhkan untuk mengelola perusahaan target ternyata jauh lebih besar daripada yang dibayangkan sebelumnya.

   Banyak perusahaan membeli perusahaan lain karena merasa ikut membeli manajemennya. Tetapi ternyata setelah diakuisisi, sebaliknya yang terjadi, yaitu perusahaan pembeli harus menghabiskan waktu dan energi lebih banyak untuk mengurus perusahaan target.

3. Komunikasi antarperusahaan setelah akuisisi

   Ada 2 faktor positif untuk berhasilnya akuisisi, yaitu :

   1) Pembeli langsung menugaskan seseorang untuk secara penuh menduduki menajemen perusahaan target.
   2) Prosedur pelaporan. Yang harus dihindarkan adalah membuat sistem pelaporan yang tidak jelas, dan kecenderungan untuk menggantinya terlampau sering. Hal demikian terjadi di dalam 81 persen dari kegagalan Komunikasi antarperusahaan setelah akuisisi.

      Keberhasilan adalah apabila setiap direktur dari anak perusahaan mempunyai akses melapor kepada Direktur Utamanya. Menjadi jelas bahwa semakin banyak perusahaan yang ada dibawahnya, hal demikian semakin sulit dapat di capai. Seperti dikatakan tadi, temuan John Kitching memang mengatakan bahwa tingkat kegagalan akusisi tipe konglomerat yang terbesar.

      Merger yang gagal biasanya ditandai oleh pergerseran tanggung jawab pada perusahaan induk dan kebingungan pada perusahaan anak. Sebagai contoh adalah manajemen dari perusahaan target yang dipertahankan seperti apa adanya, tetapi dia melapor epada tiga orang di perusahaan induk, dan dua orang staf lainnua. Hasilnya adalah kebingungan dari seluruh waktu hanya dipakai untuk membuat berbagai laporan saja.

4. Perencanaan dan kontrol

   Walaupun pada awal setelah akuisisi laporan yang terbiasa dibuat oleh perusahaan anak dibiarkan apa adanya, tetapi dalam waktu singkat perusahaan anak sudah diminta untuk membuat laporan-laporan tambahan kepada perusahaan induk, dengan tuntutan bahwa laporannya harus dengan kualitas tinggi, ditambah dengan data yang melandasi laporannya, dan laporan harus tiba tepat waktu. Hasilnya adalah bahwa dalam waktu singkat terjadi menggunungnya laporan-laporan.

5. Reaktif versus berencana

   Banyak akuisisi dilakukan atas dasar kebetulan adanya tawaran yang ketika itu dirasakannya sebagai menarik. Sebelumnya tidak pernah ada rencana utnuk membeli perusahaan yang bersangkutan, tetapi karena ada yang menawarkan, dan setelah analisa sekadarnya diputuskan untuk dibeli. Pendekatan dan keputusan yang demikian lebih banyak gagalnya daripada berhasil. Pola yang demikian sejalan dengan akuisisi tipe konglomerat, karena dalam hal akuisisi tipe ini, semakin ngacak dan semakin tidak ada hubungan antara perusahaan yang satu dengan perusahaan lainnya semakin baik. Di Indonesia banyak akuisisi, tipe ini yang kita jumpai, yang juga didorong oleh mudahnya memperoleh kredit dalam jumlah-jumlah raksasa tanpa modal equity melalui rekayasa keuangan. Maka kegagalan dan bergugurannya konglomerat serta

bermunculannya kredit macet adalah gejala yang semakin lama semakin menonjol dan masih akan dihadapkan kepada kita dimasa-masa mendatang.

Lebih berhasil adalah kalau memang ada bagian strategi jangka panjang, dan perusahaan yang akan diakuisisi memang sudah ada didalam perencanaan strategisnya. Akusisi dilakukan secara sangat sadar dan terencana. Maka perusahaan target juga dicari secara aktif, tida diserahkan pada faktor kebetulan. Berkaitan dengan ini juga selalu dipertanyakan apakah lebih baik mengakuisisi atau lebih baik mendirikan perusahaan baru.

KESIMPULAN

1 Peneliti setuju bahwa akuisisi internal bisa merugikan pemegang saham minoritas. Tapi akuisisi internal juga memiliki potensi menguntungkan bagi seluruh pemegang saham dan berdampak positif bagi perekonomian. Oleh karena itu sebagai suatu bentuk investasi, bisa merupakan praktek bisnis yang wajar.

2 Peneliti setuju bahwa dalam akuisisi internal terdapat informasi yang asimetris dan bisa merugikan pemegang saham minoritas. Tapi hendaknya jangan dilupakan, bahwa pemilian informasi yang lebih baik oleh manajemen juga memberikan keuntungan, karena memungkinkan akuisisi internal benar-benar dievaluasi berdasarkan *informed business judgement.*

3 Pendapat peneliti hendaknya tidak disalah-mengerti bahwa peneliti mendukung kasus-kasus akuisisi internal yang telah terjadi. Peneliti juga meyakini bahwa akuisisi internal dapat merugikan pemegang saham minoritas, jika akuisisi internal tidak dilakukan oleh manajemen berdasarkan pertimbangan bisnis yang sehat, tapi semata-mata dilakukan karena “paksaan” pihak penjual. Dalam kasus semacam ini jelas hanya pemegang saham minoritas yang dirugikan, karena kerugian pemegang saham mayoritas di perusahaan yang mengakuisisi pasti terkompensasi oleh keuntungannya sebagai penjual. Kalau tidak, tentu akuisisi internal tidak dilakukan.

4 Peneliti harap tulisan ini menolong kita memahami akuisisi internal secara utuh dan obyektif. Hendaknya kita tidak menyoroti akuisisi internal dari sisi negatifnya saja. Bagaimana akuisisi internal juga mempunyai potensi menguntungkan, baik bagi pemegang saham (minoritas) maupun perekonomian secara keseluruhan. Oleh karena itu hendaknya setiap akuisisi internal dinilai secara obyektif. Jika setelah dievaluiasi secara seksama memang tujuannya hanya untuk memperkaya sekelompok orang di atas kerugian pemegang saham minoritas, maka akuisisi internal seperti ini harus dicegah. Dan bukan hanya itu. Peneliti setuju jika pelakunya diseret ke pegadilan untuk mempertanggung jawabkan tindakannya.

Daftar Pustaka

Anthony A Atkinson, Robert S. Kaplan, Ella Mae Matsumura, S. Mark Yuong, Akuntansi Manajemen, Edisi ke lima Jilid – I, Pengalih bahasa : Miranti Kartika Dewi, Indeks, Jakarta, 2009

Anthony A Atkinson, Robert S. Kaplan, Ella Mae Matsumura, S. Mark Yuong, Akuntansi Manajemen, Edisi ke lima Jilid – II, Pengalih bahasa : Miranti Kartika Dewi, Indeks, Jakarta, 2009

Beams, Floyd A., Amir Abadi Yusuf, *Akuntansi Keuangan Lanjutan di Indonesia*, Buku Satu – edisi Revisi, Salemba Empat, Jakarta, 2000.

Beams, Floyd A., Amir Abadi Yusuf, *Akuntansi Keuangan Lanjutan di Indonesia*, Buku Dua – edisi Revisi, : Salemba Empat, Jakarta, 2000

Beams, Floyd A., Yoseph H. Anthony, Robin P. Clement, Suzanne H. Lowensohn, *Akuntansi Lanjutan,* Edisi ke delapan – Jilid 1, Alih Bahasa : Charlie Sariputra, Indeks, Jakarta, 2007

Beams, Floyd A., Yoseph H. Anthony, Robin P. Clement, Suzanne H. Lowensohn, *Akuntansi Lanjutan* **,** Edisi ke delapan – Jilid 2, Alih Bahasa : Charlie Sariputra, Indeks, Jakarta, 2007

Lay, Alexander, B.N. Marbun, SH, Soy M. Pardede, Murman Budijanto, *Efektifitas Regulasi Merger & Akuisisi (Dalam rangka Hukum & Persaingan Usaha),* Pustaka Sinar Harapan, Jakarta, 2010.

Undang Undang No. 7, tentang Pajak Penghasilan tahun 1983, dan terakhir Undang Undang No. 36, tahun 2008 tentang Perubahan ke empat undang undang no. 7 tentang Pajak Penghasilan.

Surat Edaran No. SE-18/PJ.31/1992.