

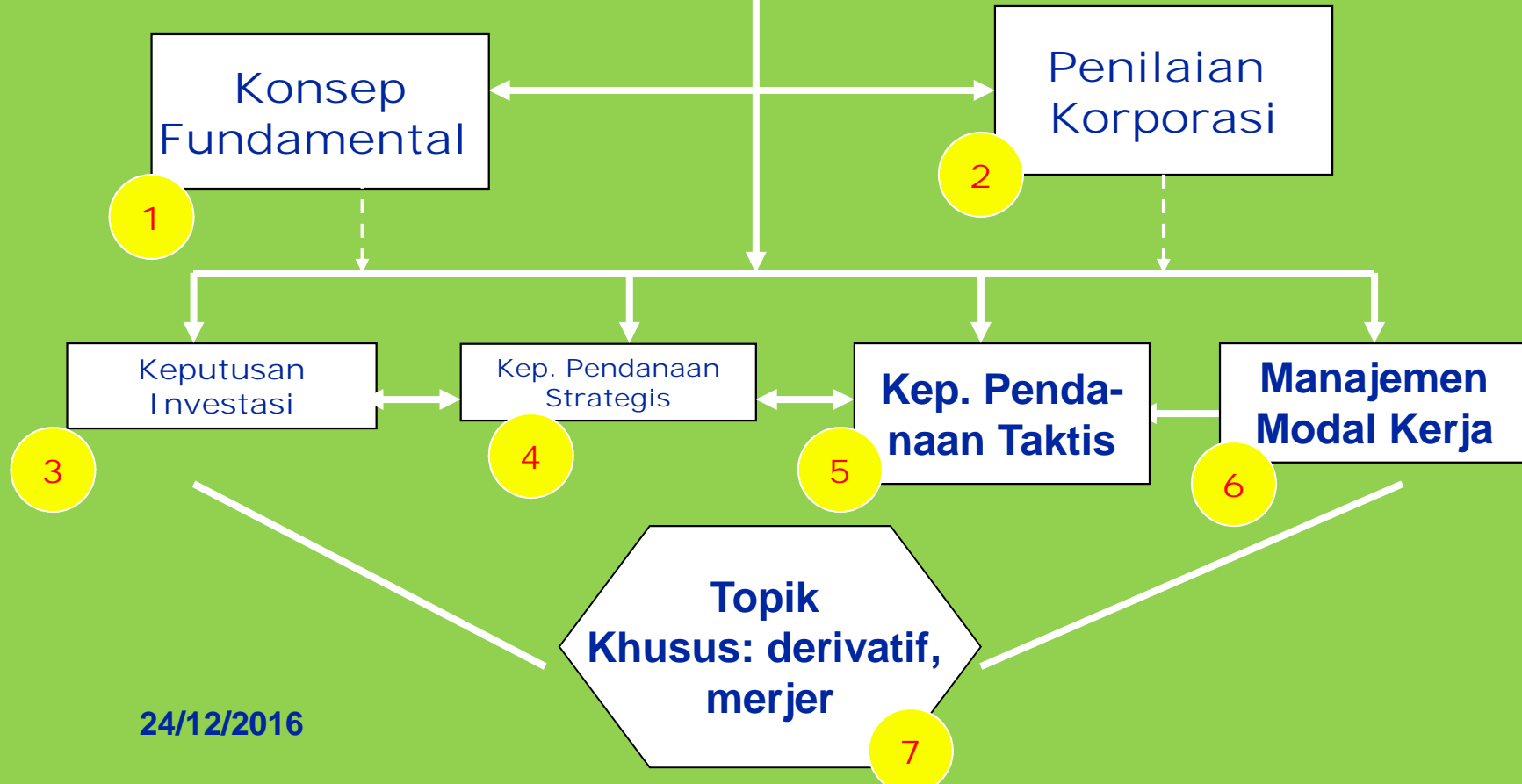
**CHAPTER 25**  
**Mergers, LBOs, Divestitures,  
and Holding Companies**

**Brigham & Daves (2006)**

# MIND SET: BUKU Intermediate Financial Management

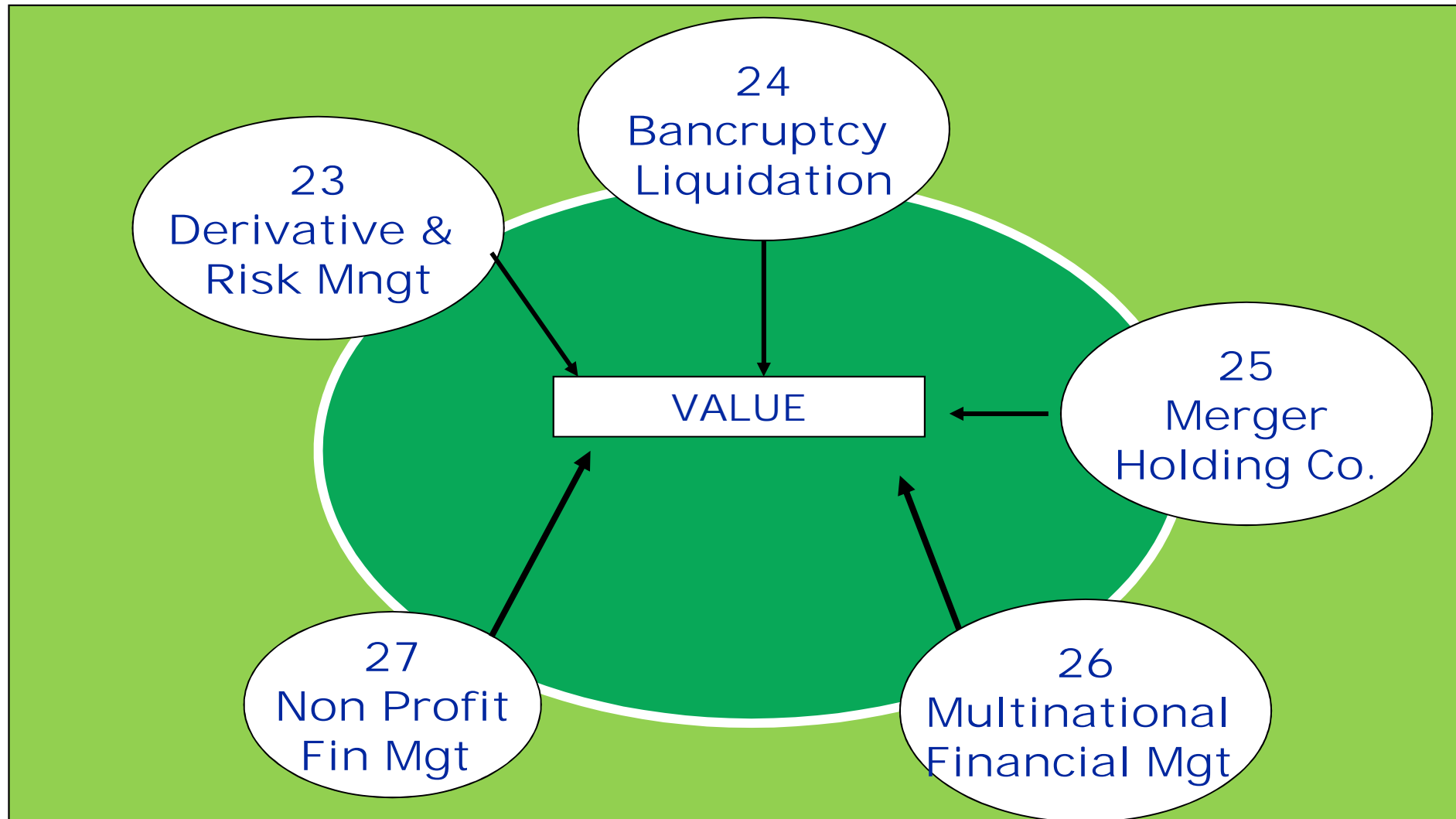
## Keuangan

### Meningkatkan Nilai Perusahaan



24/12/2016

## Part 7: Special Topics



# **CHAPTER 25**

## **Mergers, LBOs, Divestitures, and Holding Companies**

- **Jenis merger**
- **Analisis Merger**
- **Peran para bankir investasi**
- **LBOs, divestasi, dan perusahaan holding**

# PENDAHULUAN

## Mengapa (Tujuan) Merger?

■ Tujuan Business Combination adl unt perluasan usaha antara lain:

1. Daerah pemasaran
  - volume penjualan meningkat
2. Kedudukan persh kuat
  - manajemen lbh baik, produksi meningkat
3. Peningkatan modal
4. Perolehan sumber bhn baku
5. Keuntungan pjtk penghasilan

# PENDAHULUAN

Ketika kedua perusahaan bergabung untuk membentuk satu perusahaan baru, dapat:

- sukarela, juga dikenal sebagai 'penggabungan' ('merger')

atau

- dipaksa, hal ini dikenal sebagai 'pengambilalihan' ('*takeover*')

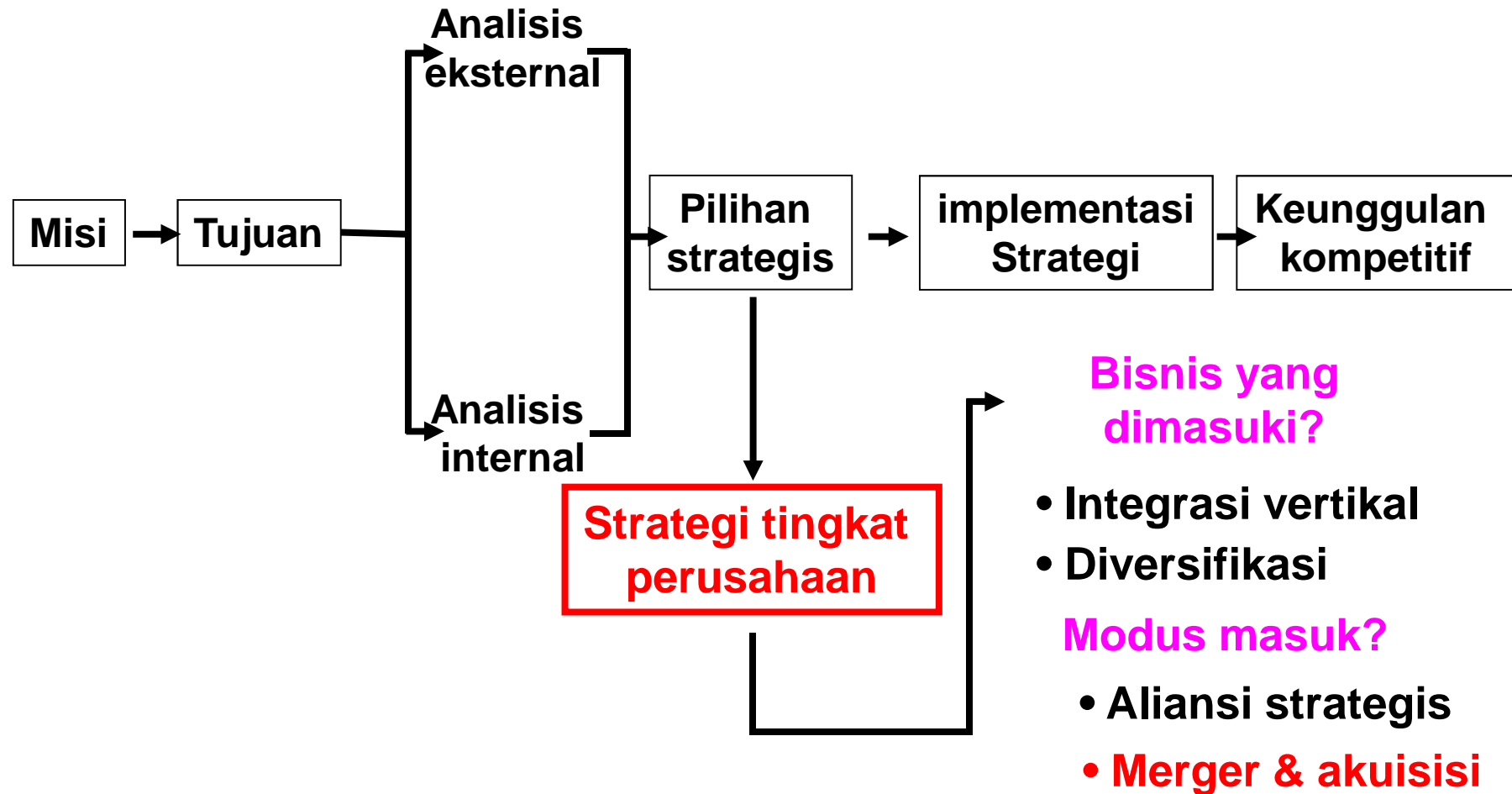
# PENDAHULUAN

**Kegiatan penggabungan (Mergers) adalah contoh 'integrasi' yang terjadi dalam industri.**

**Jenis merger:**

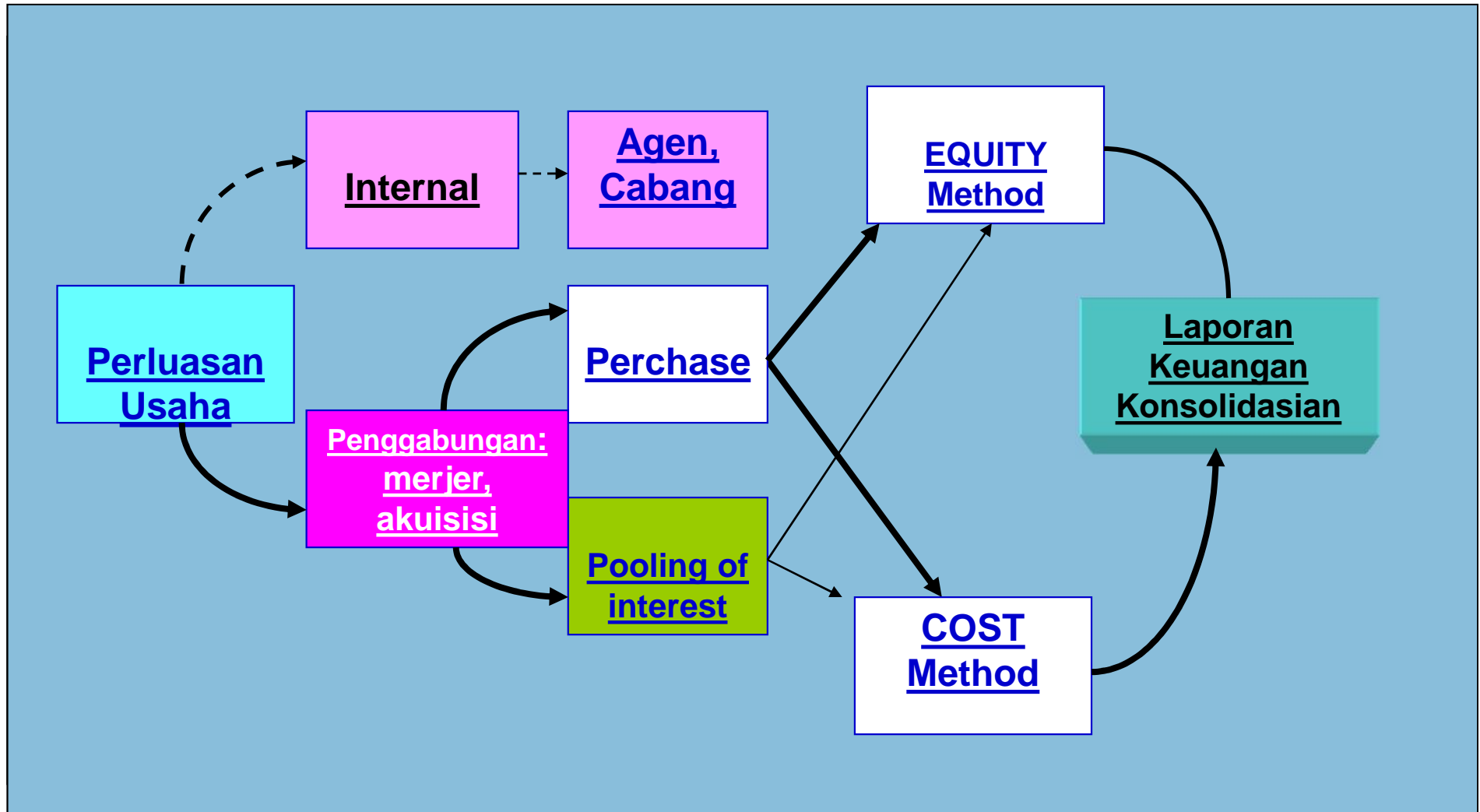
- 1. integrasi vertikal, dimana perusahaan pada tahap yang berbeda dalam rantai produksi bergabung, dan**
- 2. integrasi horisontal, dimana perusahaan yang bersaing di industri yang sama bergabung**

# Proses manajemen strategis





# AKUNTANSI PENGGABUNGAN BADAN USAHA



# Definisi Mergers & Acquisitions

## Merger

- dua perusahaan bergabung atas dasar kesetaraan relatif

## Akuisisi

- satu perusahaan membeli perusahaan lain

• Dua kata tsb sering digunakan secara bergantian meskipun maknanya sangat berbeda

• penggabungan (Merger) terdengar lebih “hostile”, kurang “terpaksi”

# Apa alasan scr ekonomikal untuk merger?

## ■ Sinergi:

- Nilai keseluruhan melebihi jumlah (nilai) bagian-bagiannya (yang tergabung).
- Bisa muncul dari:
  - Penghematan/Ekonomi operasi (economies of operation)
  - Penghematan keuangan
  - Efisiensi manajemen diferensial
  - Pajak (menggunakan akumulasi kerugian)

(More...)

# Apa alasan scr ekonomikal untuk merger?

## ■ Break-up value:

- Aset akan lebih berharga jika dipecah dan dijual ke perusahaan lain (setelah merger).

## Apa alasan yang masuk akal untuk merger?

- Diversifikasi
- Pembelian aset di bawah biaya penggantiannya (*replacement cost*)
- Akuisisi perusahaan lain untuk meningkatkan ukuran, sehingga membuatnya lebih sulit untuk diakuisisi

## Lima merger komplet terbesar (pada Januari 2002)

4

<u>BUYER</u>	<u>TARGET</u>	<u>VALUE (Billion)</u>
Vodafone AirTouch	Mannesman	\$161
Pfizer	Warner-Lambert	116
America Online	Time Warner	106
Exxon	Mobil	81
Glaxo Wellcome	SmithKline Beecham	74

# Bedakan antara merger **bermusuhan** dan **ramah (Hostile)**

5

## ■ **Penggabungan Ramah:**

- Penggabungan ini didukung oleh manajemen kedua perusahaan.

(More...)

# Bedakan antara merger **bermusuhan** dan **ramah (Hostile & Friendly)**

6

## ■ Hostile merger:

- Manajemen perusahaan Target menolak penggabungan.
- Pengakuisisi harus pergi langsung ke pemegang saham perusahaan target, mencoba untuk mendapatkan 51% saham.
- Seringkali, yang memulai merger *bermusuhan* berakhir sebagai merger ramah, ketika tawaran harga dinaikkan



## Mengapa Aliansi dapat lebih masuk akal daripada akuisisi

- Akses ke pasar baru dan teknologi
- Beberapa pihak berbagi risiko dan biaya
- Pesaing sering dapat bekerja sama secara harmonis
- UU **antitrust** bisa menampung R&D kegiatan kooperatif

# Alasan untuk APV

- APV= Adjusted Present Value:
  - arus kas DISKON perusahaan *unlevered* plus arus kas dari perisai pajak bunga
  - TARIF diskon tidak termasuk perisai pajak bunga (*interest tax shield*)
- Sering dalam penggabungan struktur modal berubah cepat selama beberapa tahun pertama.
  - Hal ini menyebabkan WACC berubah dari tahun ke tahun.
- Sulit untuk memasukkan perubahan tahun-ke-tahun dlm WACC ke dalam model penilaian perusahaan.

## APV (Adjusted Present Value) Model

Nilai perusahaan jika tidak ada utang +  
Nilai penghematan pajak karena utang =  
Nilai operasi

Bagian yang pertama disebut **nilai perusahaan tanpa utang**.

Istilah kedua disebut nilai **perisai pajak bunga**.

(More...)

## APV Model

Nilai perusahaan tanpa utang = PV atas FCFs yang didiskonto pd biaya ekuitas tanpa utang,  $r_{sU}$ .

Nilai perisai pajak bunga = PV penghematan pajak bunga biaya ekuitas tanpa utang.

penghematan pajak bunga biaya = Bunga (tarif pajak) =  $TS_t$ .

## Catatan untuk APV

- APV adalah model yang terbaik untuk digunakan ketika struktur modal berubah.
- Model penilaian perusahaan lebih mudah daripada APV untuk digunakan ketika struktur modal konstan — seperti di horizon.

## Langkah-langkah dalam penilaian APV

1. Proyek  $FCF_t$ ,  $TS_t$ , tingkat pertumbuhan Horizon, dan struktur modal horizon.
2. Hitung biaya ekuitas *unlevered*,  $r_{sU}$ .
3. Hitung WACC di horizon.
4. Hitung nilai horizon dg menggunakan model penilaian perusahaan pertumbuhan konstan.
5. Hitung  $V_{ops}$  sbg PV atas  $FCF_t$ ,  $TS_t$  dan nilai horizon, kesemuanya didiskonto pada  $r_{sU}$ .

## Analisis penilaian APV (dalam jutaan)

### Arus kas bebas setelah penggabungan terjadi

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Net sales	\$60.0	\$90.0	\$112.5	\$127.5
Cost of goods sold (60%)	36.0	54.0	67.5	76.5
Selling/admin. expenses	<u>4.5</u>	<u>6.0</u>	<u>7.5</u>	<u>9.0</u>
EBIT	19.5	30.0	37.5	42.0
Taxes on EBIT (40%)	<u>7.8</u>	<u>12.0</u>	<u>15.0</u>	<u>16.8</u>
NOPAT	11.7	18.0	22.5	25.2
Net Retentions	<u>0.0</u>	<u>7.5</u>	<u>6.0</u>	<u>4.5</u>
Free Cash Flow	11.7	10.5	16.5	20.7

## Penghematan Pajak Bunga setelah Merjer

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Biaya bunga	5.0	6.5	6.5	7.0
Penghemantan pjk bunga	2.0	2.6	2.6	2.8

- Penghematan pajak bunga dihitung sebagai Bunga (T).  $T = 40\%$



## Apa yang dimaksud retentions bersih?

- Ingat bahwa perusahaan harus menginvestasikan kembali untuk menggantikan aset usang dan bertumbuh.
- *Retentions bersih = Gross retentions - penyusutan.*

# Secara konseptual, tingkat diskon apa yang sesuai untuk menerapkan arus kas target?

- Setelah akuisisi, arus kas bebas milik *debtholder* yg tersisa dlm target dan berbagai investor dlm perusahaan yg mengakuisisi: *debtholders* mereka, pemegang saham, dan lainnya seperti pemegang saham preferen.
- Arus kas ini dapat disebarakan kembali dalam perusahaan yang mengakuisisi.

(More...)

## Secara konseptual, tingkat diskon apa yang sesuai untuk menerapkan arus kas target?

- *Free cash flow* adalah arus kas yang akan terjadi jika perusahaan itu tidak ada utang,
  - sehingga harus diskonto pada biaya ekuitas *unlevered*.
- Perisai-perisai pajak bunga juga diskonto pada biaya ekuitas *unlevered*.

## Catatan: Perbandingan APV dengan Model penilaian perusahaan

- APV mendiskonto FCF pada  $r_{sU}$  dan menambahkan nilai sekarang dari perisai-perisai pajak—nilai penghematan pajak dimasukkan secara eksplisit.
- Nilai korporasi. Model mendiskonto FCF pada WACC, yang memiliki faktor  $(1-T)$  untuk memperhitungkan nilai perisai pajak.
- Kedua model memberikan jawaban yang sama jika dilakukan dengan hati-hati. TETAPI sulit untuk menerapkan Model Penilaian Korporasi ketika WACC berubah dari tahun ke tahun.

## Tarif diskon untuk nilai Horizon

- Di horizon struktur modal konstan,
  - sehingga model penilaian perusahaan dapat digunakan,
  - jadi diskon FCFs pada WACC.

## Perhitungan tarif diskon

$$\begin{aligned}r_{sL} &= r_{RF} + (r_M - r_{RF})b_{\text{Target}} \\ &= 7\% + (4\%)1.3 = \mathbf{12.2\%}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}r_{sU} &= w_d r_d + w_s r_{sL} \\ &= 0.20(9\%) + 0.80(12.2\%) = \mathbf{11.56\%}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{WACC} &= w_d(1-T)r_d + w_s r_{sL} \\ &= 0.20(0.60)9\% + 0.80(12.2\%) \\ &= \mathbf{10.84\%}\end{aligned}$$

## Nilai Horizon, atau keberlanjutan

$$\begin{aligned}\text{Nilai Horizon} &= \frac{(\text{FCF}_{2007})(1+g)}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\$20.7(1.06)}{0.1084 - 0.06} \\ &= \$453.3 \text{ million.}\end{aligned}$$

**Berapakah nilai perusahaan Target operasi untuk perusahaan yang mengakuisisi? (Dalam jutaan)**

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Free Cash Flow	\$11.7	\$10.5	\$16.5	\$ 20.7
Horizon value				453.3
Interest tax shield	<u>2.0</u>	<u>2.6</u>	<u>2.6</u>	<u>2.8</u>
Total	\$13.7	\$13.1	\$19.1	\$476.8

$$\begin{aligned}
 V_{\text{Ops}} &= \frac{\$13.7}{(1.1156)^1} + \frac{\$13.1}{(1.1156)^2} + \frac{\$19.1}{(1.1156)^3} + \frac{\$476.8}{(1.1156)^4} \\
 &= \mathbf{\$344.4 \text{ million.}}
 \end{aligned}$$



## Berapakah nilai ekuitas Target?

- Target memiliki \$55 juta dalam utang.
- $\text{Vops} - \text{debt} = \text{equity}$
- $344.4 \text{ million} - 55 \text{ million} = \$289.4 \text{ million} = \text{nilai ekuitas target untuk pengakuisisi.}$

## Akankah pengakuisisi potensial lain memperoleh nilai yang sama?

- Tidak. Estimasi arus kas akan berbeda, keduanya dikarenakan ketidakakuratan peramalan dan sinergi diferensial.
- Lebih lanjut, estimasi beta yang berbeda, campuran pendanaan, tingkat pajak akan mengubah tingkat diskonto.

### **Data asumsi:**

- perusahaan target memiliki 20 juta saham yang beredar.
- Saham terakhir diperdagangkan di \$11 per saham, yang mencerminkan nilai sasaran secara mandiri.
- Berapa perusahaan yang mengakuisisi harus menawarkan?

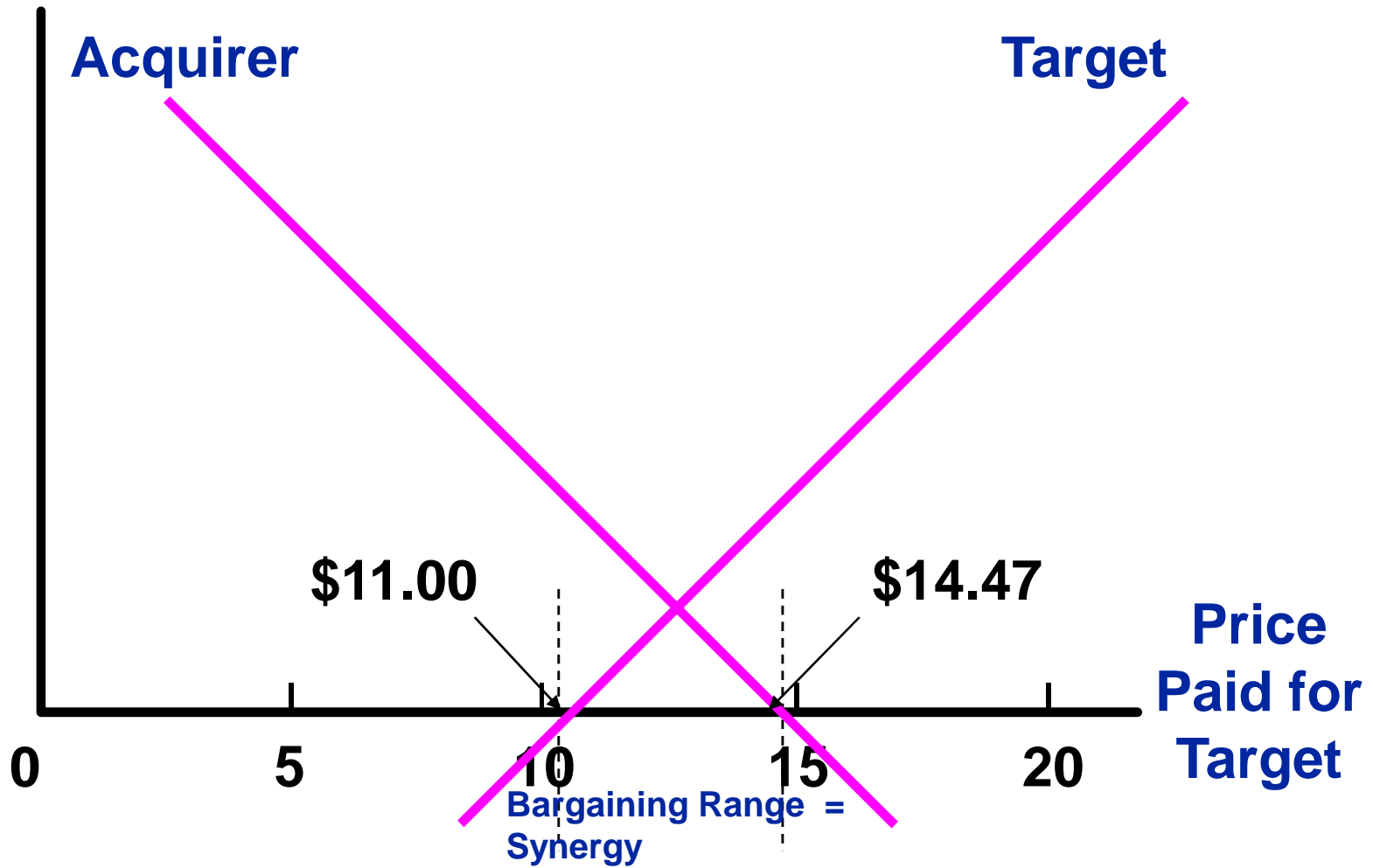
Estimasi nilai target	= \$289.4 million
Nilai sekarang Target	= <u>\$220.0million</u>
Premium Merger	= <u><b>\$ 69.4 million</b></u>

- Tampak, nilai target meningkat sebesar \$69,4 juta karena sinergi penggabungan, meskipun menyadari sinergi tersebut bisa bermasalah dalam banyak merger.

(More...)

- Tawaran dapat berkisar dari **\$11** hingga  $\$289.4/20 =$  **\$14.47** per lembar.
- Pada harga **\$11**, Semua manfaat penggabungan akan pindah ke pemegang saham perusahaan yang mengakuisisi.
- Pada harga **\$14.47**, Semua tambahan nilai akan pindah ke pemegang saham perusahaan target .
- Grafik pada slide berikutnya merangkum situasi tersebut.

# Change in Shareholders' Wealth



## Poin-poin tentang grafik

- Tidak ada yang ajaib tentang harga *crossover*.
- Harga aktual akan ditentukan oleh tawar-menawar.
  - Lebih tinggi jika target dalam, lebih rendah jika pengakuisisi jika posisi tawar lebih rendah.
- Jika target baik, cocok untuk banyak pengakuisisi, perusahaan lain akan datang, harga akan ditawarkan tinggi. Jika tidak, bisa mendekati \$11.

(More...)

## Poin-poin tentang grafik

- Pengakuisisi mungkin ingin membuat tawaran "pre-emptive" tinggi untuk menangkal penawar lain, atau tawaran rendah dan kemudian berencana untuk pergi. Strategi itu penting.
- Apakah manajer target memiliki 51% saham dan ingin tetap memegang kendali?
- Apa jenis kesepakatan pribadi yang akan manajer perusahaan target dapatkan?



**Bagaimana jika pengakuisisi dimaksudkan untuk meningkatkan tingkat utang di Target untuk 40% dengan tingkat bunga sebesar 10%?**

- Arus kas bebas tidak akan berubah
- Anggap pembayaran bunga dalam jangka pendek tidak akan berubah (jika mereka berubah, sangat mudah untuk memasukkan perbedaannya)
- $r_{sL}$  jangka panjang akan berubah, Jadi WACC horizon akan berubah, jadi nilai horizon akan berubah.

## Perhitungan WACC Baru

$$\begin{aligned}\text{New } r_{sL} &= r_{sU} + (r_{sU} - r_d)(D/S) \\ &= 11.56\% + (11.56\% - 10\%)(0.4/0.6) \\ &= 12.60\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{New WACC} &= w_d r_d (1-T) + w_s r_{sL} \\ &= 0.4(10\%)(1-0.4) + 0.6(12.6\%) \\ &= 9.96\%\end{aligned}$$

## Perhitungan nilai cakrawala (Horizon) baru

$$\begin{aligned}\text{Horizon value} &= \frac{(\text{FCF}_{2007})(1+g)}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\$20.7(1.06)}{0.1084 - 0.06} \\ &= \$554.1 \text{ million.}\end{aligned}$$

## New $V_{ops}$ and $V_{equity}$

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Free Cash Flow	\$11.7	\$10.5	\$16.5	\$ 20.7
Horizon value				554.1
Interest tax shield	<u>2.0</u>	<u>2.6</u>	<u>2.6</u>	<u>2.8</u>
Total	\$13.7	\$13.1	\$19.1	\$577.6

$$\begin{aligned}
 V_{Ops} &= \frac{\$13.7}{(1.1156)^1} + \frac{\$13.1}{(1.1156)^2} + \frac{\$19.1}{(1.1156)^3} + \frac{\$577.6}{(1.1156)^4} \\
 &= \mathbf{\$409.5 \text{ million.}}
 \end{aligned}$$

## Nilai ekuitas Baru

- $\$409.5 \text{ juta} - 55 \text{ juta} = \$354.5 \text{ juta}$
- Besarnya adalah \$65 juta, atau \$3,25 per saham lebih besar jika struktur modal horizon adalah 20% utang.
- Tambahan Nilai adalah nilai tameng pajak tambahan dari utang yang ditingkatkan

# Apakah merger benar-benar menciptakan nilai?

- Menurut bukti-bukti empiris, akuisisi menciptakan nilai sebagai akibat dari ekonomi skala (*economies of scale*), sinergi lainnya, dan manajemen yang lebih baik.
- Pemegang saham perusahaan target menuai banyak manfaat, yaitu harga akhir ini dekat dengan nilai penuh.
  - manajemen Target dapat selalu mengatakan tidak.
  - Penawar yang bersaing sering mendorong harga.

## Metode apa yang digunakan untuk memperhitungkan merger?

- Penggabungan kepentingan adalah tak bisa dijalankan (*GONE*). Hanya jika Akuntansi pembelian dapat digunakan sekarang.

(More...)

## ■ Purchase:

- Aset yang diperoleh perusahaan "ditulis" untuk mencerminkan harga pembelian jika itu lebih besar dari nilai aset bersih.
- **Goodwill** sering dibuat, yang muncul sebagai aset pada neraca.
- Akun ekuitas mdl saham biasa meningkat untuk menyeimbangkan aset dan klaim.



# Amortisasi Goodwill

- Goodwill tidak lagi diamortisasi dari waktu ke waktu untuk pelaporan pemegang saham.
- Goodwill tergantung "gangguan uji" tahunan. Jika nilai pasar yang adil telah menurun, maka goodwill dikurangi. Jika sebaliknya tidak berlaku demikian
- Goodwill masih diamortisasi untuk keperluan pajak Federal.

## Apa kegiatan yang berhubungan dengan penggabungan bankir investasi?

- Mengidentifikasi target
- Mengatur merger
- Mengembangkan taktik defensif
- Menetapkan nilai wajar
- Mendanai merger
- Operasi arbitrase

## Apa yang dimaksud dengan pembelian leverage (leveraged buyout = LBO)?

- Di **LBO**, sekelompok kecil investor, biasanya termasuk manajemen, membeli semua saham yang dimiliki publik, dan karenanya **mengambil privat perusahaan.**
- Pembelian sering dibiayai dengan utang.
- Setelah beroperasi secara privat untuk beberapa tahun, investor menjadikan perusahaan sbg publik untuk alasan "kas-keluar."

# Apa keuntungan dan kerugian going private?

## ■ Keuntungan:

- Penghematan biaya administrasi
- Peningkatan insentif manajerial
- Peningkatan fleksibilitas manajerial
- Peningkatan partisipasi Pemegang saham

## ■ Kerugian:

- Terbatas akses terhadap modal ekuitas
- Tidak ada cara untuk menangkap laba atas investasi (ROI)

# Apakah jenis utama dari divestasi?

- Penjualan anak perusahaan keseluruhan kpd perusahaan lain.
- *Spinning off* anak perusahaan, perusahaan dengan memberikan saham kepada pemegang saham.
- Mengukir (*Carving out*) anak perusahaan dengan menjual hak minoritas.
- Langsung likuidasi (*Outright liquidation*) aset

## Apa yang memotivasi perusahaan untuk melepaskan aset?

- Harta anak perusahaan lebih banyak untuk pembeli daripada ketika dioperasikan oleh pemilik sekarang.
- Untuk menyelesaikan masalah-masalah anti monopoli (*antitrust*).
- Nilai anak perusahaan meningkat jika ia beroperasi secara mandiri.
- Untuk mengubah arah strategis.
- Untuk menghindari pecundang uang (*money losers*).
- Untuk mendapatkan uang tunai yang diperlukan saat ada tekanan keuangan.

# Apa yang dimaksud holding companies?

- Perusahaan induk (A **holding company**) adalah sebuah perusahaan yang dibentuk untuk tujuan tunggal memiliki saham perusahaan lain.
- Di perusahaan holding tertentu, anak perusahaan menerbitkan utang yang dimiliki, tapi ekuitasnya dipegang oleh perusahaan induk, yang, pada gilirannya, menjual saham kepada investor perorangan.

## Apa keuntungan dan kerugian perusahaan holding?

### ■ Keuntungan:

- Kontrol dengan pecahan kepemilikan.
- Isolasi risiko.

### ■ Kerugian:

- Pajak berganda parsial.
- Mudah dalam pembubaran ditegakkan (*enforced dissolution*).



## Referensi

1. Brigham & Daves. 2006. *Intermediate Financial Management*.