



**ANALISIS EFISIENSI BIAYA MODAL SEBELUM DAN SESUDAH  
MERGER PADA PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk,  
TAHUN 2008-2011**

**Skripsi**

Oleh

**Eko Hadi Susilo**  
**NIM 080810201112**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2012**



**ANALISIS EFISIENSI BIAYA MODAL SEBELUM DAN SESUDAH  
MERGER PADA PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk,  
TAHUN 2008-2011**

**Skripsi**

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Studi Jurusan Manajemen (S1)  
dan mencapai gelar Sarjana Ekonomi

Oleh

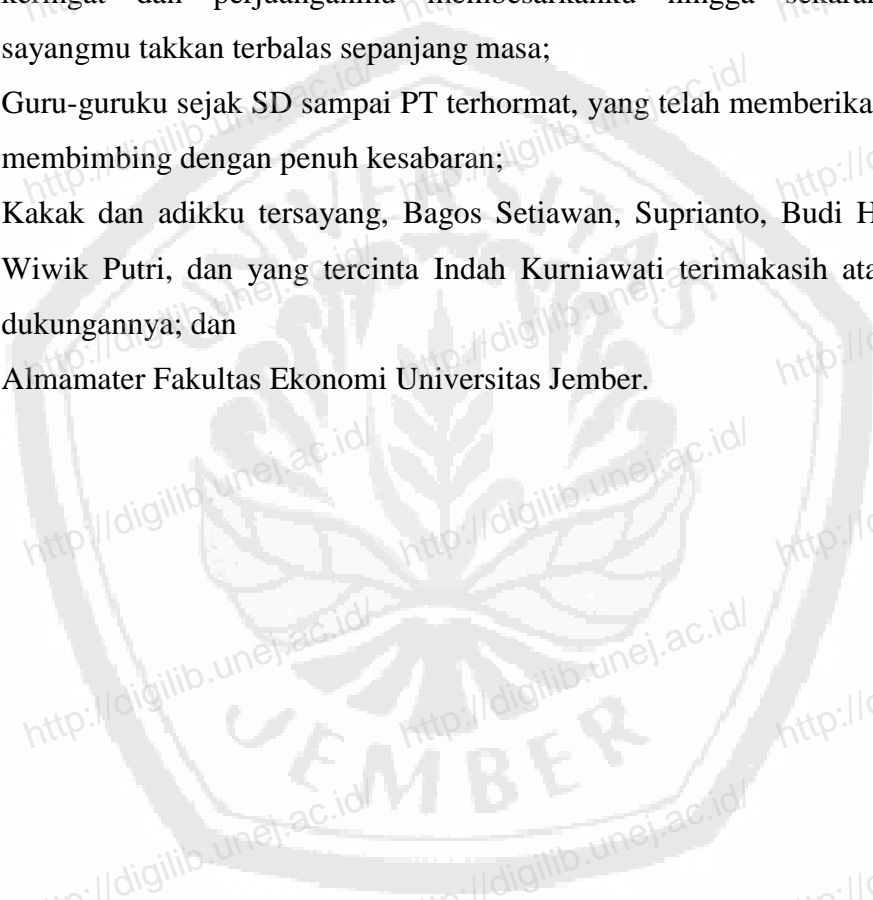
**Eko Hadi Susilo**  
**NIM 080810201112**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2012**

## **PERSEMBAHAN**

Skripsi ini saya persembahkan kepada:

1. Ayahanda Suk'in dan Ibunda Katini yang tercinta, terimakasih atas doa, keringat dan perjuanganmu membesarkanku hingga sekarang. Kasih sayangmu takkan terbalas sepanjang masa;
2. Guru-guruku sejak SD sampai PT terhormat, yang telah memberikan ilmu dan membimbing dengan penuh kesabaran;
3. Kakak dan adikku tersayang, Bagos Setiawan, Suprianto, Budi Hendrawan, Wiwik Putri, dan yang tercinta Indah Kurniawati terimakasih atas doa dan dukungannya; dan
4. Almamater Fakultas Ekonomi Universitas Jember.



## **MOTO**

**“Sesungguhnya sesudah kesulitan terdapat kenikmatan”  
(Terjemahan QS. Alam Nasyrh Ayat 6)**

**“Hai orang-orang yang beriman, Jadikanlah sabar dan shalatmu Sebagai penolongmu, sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar”  
(Al-Baqarah: 153) \***

**“Maka bertanyalah kepada orang yang mempunyai pengetahuan jika kamu tidak mengetahui”  
(An-Nahl : 43) \***

**“Sesungguhnya bertakwa kepada Allah, niscaya Allah menjadikan kemudahan dalam urusannya”  
(Terjemahan QS. Ath-Thalaq Ayat 4)**

**“Tidak ada namanya GAGAL!!!, yang ada hanya SUKSES atau BELAJAR!!!, Bila tidak SUKSES maka itu artinya kita masih harus BELAJAR hingga SUKSES”  
(Tung Dasem Waringin)**

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN NASIONAL**  
**UNIVERSITAS JEMBER-FAKULTAS EKONOMI**

**SURAT PERNYATAAN**

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

nama : Eko Hadi Susilo  
NIM : 080810201112  
jurusan : Manajemen  
konsentrasi : Manajemen Keuangan  
judul skripsi : Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah *Merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-2011.

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi yang telah saya buat adalah benar-benar hasil karya sendiri, kecuali jika dalam pengutipan substansi tersebut disebutkan sumbernya dan belum pernah diajukan pada institusi mana pun serta bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa ada tekanan dan paksaan dari pihak mana pun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 04 September 2012

Yang menyatakan,



Eko Hadi Susilo  
NIM 080810201112

## LEMBAR PERSETUJUAN

Judul Skripsi : Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah *Merger*  
pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-  
2011.

Nama Mahasiswa : Eko Hadi Susilo

NIM : 080810201112

Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Keuangan

Disetujui Tanggal : 04 September 2012

Pembimbing I

Pembimbing II

Dr. Nurhayati, SE. MM  
NIP. 19610607 198702 2 001

Drs. Marmono Singgih. M.Si  
NIP. 19660904 199002 1 001

Mengetahui,  
Ketua Jurusan Manajemen  
Fakultas Ekonomi Universitas Jember

Prof. Dr. Hj. Isti Fadah, SE. M.Si  
NIP. 19661020 199002 2 001

## JUDUL SKRIPSI

### **ANALISIS EFISIENSI BIAYA MODAL SEBELUM DAN SESUDAH MERGER PADA PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk, TAHUN 2008-2011**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Eko Hadi Susilo  
NIM : 080810201112  
Jurusan : Manajemen

Telah dipertahankan di depan panitia penguji pada tanggal:

04 September 2012

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna mampu memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji:

1. Ketua : Dr. Hari Sukarno, MM .....  
NIP 19610530 198802 1 001
2. Sekretaris : Drs. Marmono Singgih, M.Si .....  
NIP 19660904 199002 1 001
3. Anggota : Dr. Nurhayati, SE, MM .....  
NIP 19610607 198702 2 001

Mengetahui,

Universitas Jember

Fakultas Ekonomi

Dekan

Prof. Dr. H. Moh. Saleh, M.Sc

NIP. 19560831 198403 1 002

*Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah Merger pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-2011. (Efficiency Analysis Cost of Capital Before and After the Merger on the PT Bentoel International Investama, Year 2008-2011.)*

**Eko Hadi Susilo**

*Jurusan Manajemen Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember*

### **ABSTRAK**

*Merger* merupakan penggabungan usaha dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lain menghentikan aktivitasnya atau bubar. PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, melakukan penggabungan usaha dengan cara merger yang akan efektif pada 1 Januari 2010. Tujuan dari penggabungan ini adalah untuk menghasilkan pembentukan suatu perusahaan rokok yang lebih kuat di Indonesia yang akan mampu untuk bersaing dan tumbuh dalam skala nasional dalam industri tembakau di Indonesia yang persaingannya semakin ketat. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dengan metode analisis menghitung biaya hutang (*Cost Of Debt*), biaya modal saham (*Cost Of Equity*), dan biaya modal rata-rata (*Weighted Average Cost Of Capital*). Untuk menjawab hipotesis penelitian maka dilakukan uji beda T *Paired Samples*. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai biaya modal sesudah *merger* secara absolut lebih efisien daripada biaya modal sebelum *merger*. Sedangkan dari hasil uji statistik yaitu uji T *Paired Samples* terlihat bahwa efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur berdasarkan biaya modal rata-rata tertimbang / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah *merger*.

**Kata kunci** : *Merger*, efisiensi biaya modal, uji T *Paired Samples*



*Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah Merger pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-2011. (Efficiency Analysis Cost of Capital Before and After the Merger on the PT Bentoel International Investama, Year 2008-2011.)*

**Eko Hadi Susilo**

*Jurusan Manajemen Keuangan, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember*

### **ABSTRACT**

*Merger is a affiliation of two or more companies that then there is only one company that survives as a legal entity, while others stop their activities or disbanding. PT Bentoel International Investama Tbk, and PT BAT Indonesia Tbk, doing business combination by way of merger to be effective pada January 2010. The purpose of this merger is to result in the formation of a stronger tobacco companies in Indonesia which will able to compete and grow on a national scale in the tobacco industry in Indonesia, whose competition is getting tougher. This study aims to analyze the efficiency cost of capital before and after the merger of PT Bentoel International Investama, the method of analysis calculates the cost of debt, the cost of equity, and the average cost of capital or Weighted Average Cost of Capital (WACC). To answer the research hypotheses made different Paired Samples T test. The analysis showed that the cost of capital after the merger is absolutely more efficient than the cost of capital before the merger. While the results of statistical tests Paired Samples T test shows that the efficiency cost of capital in PT Bentoel International Investama, measured by the average cost of capital tertimbanganya / Weighted Average Cost Of Capital (WACC) there is no significant difference between before and after the merger.*

**Keywords :** *Mergers, capital cost efficiency, WACC, Paired Samples T Test*

## RINGKASAN

**Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah Merger pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-2011;** Eko Hadi Susilo; 080810201112; 2012; 57 halaman; Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Persaingan usaha pada era pasar bebas diantara perusahaan-perusahaan yang ada semakin ketat. Strategi untuk menjadi perusahaan yang besar dan mampu bersaing salah satunya yaitu dengan melakukan penggabungan usaha atau *merger*. *Merger* dapat menciptakan sinergi atau peningkatan nilai perusahaan. Sumber utama penciptaan sinergi adalah pengurangan biaya yang terjadi sebagai hasil dari skala ekonomi, hal tersebut mengimplikasikan penurunan biaya per-unit yang berasal dari peningkatan ukuran atau skala operasi perusahaan. *Merger* atau penggabungan usaha juga diharapkan dapat meminimalkan suatu biaya modal agar lebih efisien. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Metode analisis yang digunakan untuk mencari efisiensi biaya modal yaitu menghitung biaya hutang, biaya modal saham, dan biaya modal rata-rata. data yang digunakan adalah laporan keuangan periode 2008 sampai dengan 2011 yang meliputi dua tahun sebelum *merger* yaitu tahun 2008 sampai 2009, dan dua tahun sesudah *merger* yaitu tahun 2010 sampai 2011. Data lain yang juga digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari sumber yaitu Bursa Efek Indonesia ([www.yahoo.com](http://www.yahoo.com)).

Hipotesis dalam penelitian ini adalah biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. lebih efisien dari pada sebelum *merger*. Untuk menjawab hipotesis penelitian maka dilakukan uji beda T *Paired Samples*.

Uji T *Paired Samples* digunakan untuk menguji perbedaan efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. sebelum dan sesudah *merger*.

Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai biaya modal sesudah *merger* secara absolut lebih efisien daripada biaya modal sebelum *merger*. Hal ini ditunjukkan berdasarkan nilai biaya modal rata-rata tertimbanganya / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) tahun 2008 yang sebesar 13,4253% dan pada tahun 2009 nilai WACC turun menjadi 9,6342%. Setelah melakukan *merger* tahun 2010 nilai dari biaya modal rata-rata tertimbanganya / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) meningkat tidak terlalu besar menjadi 9,8909% dan pada akhirnya tahun 2011 nilai WACC turun menjadi 8,5839% yang pada kesimpulannya nilai biaya modal rata-rata tertimbanganya / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) sudah mengarah pada pada tujuan dari *merger* tersebut yaitu agar biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger*, ini terlihat pada periode ke dua sesudah *merger* nilai biaya modal telah terjadi penurunan. Sedangkan dari hasil uji statistik yaitu uji T *Paired Samples* terlihat bahwa efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur berdasarkan biaya modal rata-rata tertimbanganya / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah *merger*. Hal ini dilihat dari nilai probabilitas yang sebesar 0,316 masih lebih besar jika dibandingkan dengan  $\alpha = 0,05$ .

## SUMMARY

**Efficiency Analysis Cost of Capital Before and After the Merger on the PT Bentoel International Investama, Year 2008-2011.**: Eko Hadi Susilo, 080810201112; 2012: 57 pages; the Finance Management Department, the Faculty of Economic, Jember University

*Competition in the era of free markets among firms that have more stringent. Strategy to become a great company and one of them is able to compete with the merged or merger. The merger could create synergy or increase the value of the company. The main source of the creation of synergy is the reduction in costs incurred as a result of economies of scale, it implies a reduction in per-unit costs derived from an increase in the size or scale of operations. Merger or business combination is also expected to minimize the cost of capital to be more efficient. This study aims to analyze the efficiency cost of capital before and after the merger of PT Bentoel International Investama. The issue in this study is whether the cost of capital after the merger is more efficient than before the merger on the PT Bentoel International Investama.*

*Analytical methods used to search for cost efficiency is to quantify the cost of debt capital, cost of capital stock, and the average cost of capital. data used are the financial statements of the period 2008 through 2011 that meliputi two years before the merger in 2008 until 2009, and two years after the merger in 2010 until 2011. Other data are also used in this study were obtained from sources that the Indonesia Stock Exchange (www.yahoo.com).*

*The hypothesis in this study is the cost of capital after the merger of PT Bentoel International Investama. more efficiently than before the merger. To answer the research hypotheses made different test Paired Samples T. Paired Samples T test used to examine differences in the efficiency of capital costs at PT Bentoel International Investama. before and after the merger.*

*The analysis showed that the cost of capital after the merger is absolutely more efficient than the cost of capital before the merger. This is indicated by the value of the average cost of capital tertimbangnya / Weighted Average Cost Of Capital (WACC) in 2008 which amounted to 13.4253% and in 2009 the value dropped to 9.6342% WACC. After a merger in 2010 the value of the average cost of capital tertimbangnya / Weighted Average Cost Of Capital (WACC) is not very large increase to 9.8909% and finally in 2011 the value dropped to 8.5839% WACC to the conclusion that the cost of capital tertimbangnya Average / Weighted Average Cost Of Capital (WACC) has led to the goal of the merger is that the cost of capital after the merger is more efficient than before the merger, is seen in the second period after the merger has been a reduction of capital costs. While the results of statistical tests Paired Samples T test shows that the efficiency cost of capital in PT Bentoel International Investama, measured by the average cost of capital tertimbangnya / Weighted Average Cost Of Capital (WACC) there is no significant difference between before and after the merger. It is seen from the probability value of 0.316 is still greater when compared with  $\alpha = 0.05$ .*

## PRAKATA

Puji syukur ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah *Merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Tahun 2008-2011”. Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat menyelesaikan pendidikan strata satu (S1) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan terima kasih kepada:

- 1) Bapak Prof. Dr. H. Moh. Saleh M.Sc, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember;
- 2) Ibu Prof. Dr. Hj. Isti Fadah, SE., M.Si selaku Ketua Jurusan Manajemen dan Bapak Dr. Moh. Dimiyati, SE., M.Si selaku Sekretaris Jurusan Manajemen;
- 3) Ibu Dr. Nurhayati, SE. MM selaku Dosen Pembimbing I dan Bapak Drs. Marmono Singgih, M.Si selaku Dosen Pembimbing II yang telah meluangkan waktu, pikiran dan perhatian dalam penulisan skripsi ini;
- 4) Bapak dan Ibu Dosen Jurusan Manajemen yang telah memberikan banyak ilmu pengetahuan serta motivasi untuk menggali ilmu lebih mendalam;
- 5) Kedua orang tuaku, Ayahanda Suk'in dan Ibunda Katini yang telah memberikan doa dan dukungan sehingga terselesaikannya skripsi ini;
- 6) saudara-saudaraku tersayang yang telah memberikan dukungan dan doa demi terselesaikannya skripsi ini;
- 7) teman-temanku, Solehan, Vila, Imanuel Vinsent, Agos, Itang, Dandi, dan temen-temen kosku yang lain yang telah memberikan semangat dan doa, terimakasih atas pertemanan kita selama ini;
- 8) teman-teman angkatan 2007, 2008, dan 2009 yang telah membantu dan memberikan kenangan indah selama kuliah; dan
- 9) semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis juga menerima segala kritik dan saran dari semua pihak demi kesempurnaan skripsi ini. Penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi siapa saja yang berkenan meluangkan waktunya untuk membaca.

Jember, 04 September 2012

Penulis



## DAFTAR ISI

	Halaman
<b>HALAMAN SAMPUL</b> .....	i
<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	ii
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN</b> .....	iii
<b>HALAMAN MOTO</b> .....	iv
<b>HALAMAN PERNYATAAN</b> .....	v
<b>HALAMAN PERSETUJUAN</b> .....	vi
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	vii
<b>ABSTRAK</b> .....	xiii
<b>ABSTRACT</b> .....	ix
<b>RINGKASAN</b> .....	x
<b>SUMMARY</b> .....	xii
<b>PRAKATA</b> .....	xiv
<b>DAFTAR ISI</b> .....	xxi
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xviii
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	xix
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xx
<b>BAB 1. PENDAHULUAN</b> .....	1
<b>1.1 Latar Belakang Masalah</b> .....	1
<b>1.2 Perumusan Masalah</b> .....	5
<b>1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian</b> .....	5
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	5
1.3.2 Manfaat penelitian.....	5
<b>BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA</b> .....	7
<b>2.1 Kajian Teoritis</b> .....	7
2.1.1 Biaya Modal.....	7
2.1.2 Biaya Rata-Rata Tertimbang (WACC).....	13
2.1.3 Penggabungan Usaha.....	15



2.1.4 <i>Merger</i> .....	17
<b>2.2 Penelitian Terdahulu</b> .....	22
<b>2.3 Kerangka Konseptual</b> .....	25
<b>2.4 Hipotesis Penelitian</b> .....	27
<b>BAB 3. METODE PENELITIAN</b> .....	29
<b>3.1 Rancangan Penelitian</b> .....	29
<b>3.2 Jenis dan Sumber Data</b> .....	29
<b>3.3 Definisi Operasional Variabel</b> .....	29
<b>3.4 Metode Analisis Data</b> .....	30
<b>3.5 Pengujian Hipotesis</b> .....	32
<b>3.6 Kerangka Pemecahan Masalah</b> .....	35
<b>BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN</b> .....	37
<b>4.1 Gambaran Umum PT Bentoel Internasional Investama Tbk.</b> .....	37
<b>4.2 Hasil Penelitian</b> .....	39
4.2.1 Hasil Perhitungan Analisis Biaya Modal Perusahaan .....	39
4.2.2 Pengujian Hipotesis .....	46
<b>4.3 Pembahasan Hasil Penelitian</b> .....	48
4.3.1 Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah <i>Merger</i> Pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk .....	48
4.3.2 Menentukan Apakah Biaya Modal Sesudah <i>Merger</i> Lebih Efisien daripada Sebelum <i>Merger</i> Pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk .....	49
<b>4.4 Keterbatasan Penelitian</b> .....	50
<b>BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	51
<b>5.1 Kesimpulan</b> .....	51
<b>5.2 Saran</b> .....	51
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	53
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN</b>	

## DAFTAR TABEL

	Halaman
2.1 Matriks Hasil Penelitian Sebelumnya.....	24
4.1 Perhitungan Tingkat Bunga Investasi Bebas Resiko Tahun 2008-2011.....	40
4.2 Perhitungan Tingkat Pengembalian Pasar Tahun 2008-2011.....	41
4.3 Perhitungan Tingkat Pengembalian Saham Tahun 2008-2011.....	42
4.4 Perhitungan Beta Saham PT Bentoel Internasional Investama Tbk.Tahun 2008-2011 .....	43
4.5 Perhitungan Biaya Modal Saham Tahun 2008-2011 .....	43
4.6 Perhitungan Biaya Utang Sebelum Pajak (Kb) Tahun 2008-2011 .....	44
4.7 Perhitungan Tingkat Efektif Pajak (t) Tahun 2008-2011.....	44
4.8 Perhitungan Biaya Utang Setelah Pajak (Kd) Tahun 2008-2011 .....	45
4.9 Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC) Tahun 2008- 2011.....	46
4.10 Hasil Uji <i>t Paired Samples</i> Untuk <i>Weighted Average Cost Of Capital</i> (WACC) Sebelum dan Sesudah <i>Merger</i> .....	47

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
2.1 Kerangka Konseptual Penelitian.....	26
3.1 Kurva Penerimaan dan Penolakan Hipotesis.....	34
3.2 Kerangka Pemecahan Masalah.....	35
4.1 Daerah Pengujian Satu Sisi Uji <i>t Paired Samples</i> Untuk <i>Weighted Average Cost Of Capital (WACC)</i> Sebelum dan Sesudah <i>Merger</i> .....	47



## DAFTAR LAMPIRAN

- A. Laporan Keuangan Tahunan PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Periode 2008-2011
- B. Hasil Perhitungan Biaya Modal PT Bentoel Internasional Investama Tbk.
- C. Hasil Uji *t Paired Samples* untuk *Weighted Average Cost Of Capital (WACC)* sebelum dan sesudah *merger*



## BAB 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Persaingan usaha pada era pasar bebas diantara perusahaan-perusahaan yang ada semakin ketat. Strategi untuk menjadi perusahaan yang besar dan mampu bersaing salah satunya yaitu dengan melakukan pengembangan dimensi eksternal perusahaan antara lain rencana memperbesar skala perusahaan, dengan cara ekspansi atau melakukan penggabungan usaha dengan perusahaan lain. Penggabungan usaha pada umumnya dilakukan dalam bentuk *merger*, akuisisi, dan konsolidasi. *Merger* merupakan penggabungan usaha dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lain menghentikan aktivitasnya atau bubar. Akuisisi merupakan pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambil alih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah. Konsolidasi yaitu perbuatan hukum yang dilakukan oleh dua perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara membentuk satu perseroan baru dan masing-masing perseroan yang meleburkan diri menjadi bubar (Payamta, 2001:246).

Perusahaan melakukan *merger* mempunyai motif tertentu, salah satunya adalah untuk peningkatan skala ekonomi (*economies of scale*), yang berarti sumber daya dimanfaatkan secara lebih ekonomis dan sebagai konsekuensinya akan meningkatkan profitabilitas. Menurut Beams (2000:1), salah satu alasan mengapa perusahaan memilih penggabungan usaha sebagai alat perluasan yaitu manfaat biaya (*cost advantage*). Manfaat biaya sering kali lebih mudah bagi perusahaan untuk memperoleh fasilitas yang dibutuhkan melalui penggabungan dibandingkan melalui pengembangan. Perusahaan memutuskan untuk melakukan *merger*, dikarenakan *merger* dianggap alternatif cepat untuk mewujudkan tujuan perusahaan, yang mana perusahaan tidak perlu memulai usaha dari awal. *Merger* dapat meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta diantara perusahaan

yang di *merger* (David, 1998 dalam Nugroho, 2010:34). Sumber utama penciptaan sinergi adalah pengurangan biaya yang terjadi sebagai hasil dari peningkatan skala ekonomi, hal tersebut mengimplikasikan penurunan biaya per-unit yang berasal dari peningkatan ukuran atau skala operasi perusahaan. *Merger* dapat memberikan banyak keuntungan bagi perusahaan antara lain peningkatan kemampuan dalam pemasaran, riset, *skill* manajerial, transfer teknologi, dan efisiensi berupa penurunan biaya operasional.

PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, akhirnya melakukan *merger* menjadi satu perusahaan setelah pada Juni 2009 *British American Tobacco* (BAT) melakukan akuisisi pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Penggabungan usaha ini bertujuan membentuk sebuah perusahaan rokok tunggal yang kuat di Indonesia. Pada tanggal 21 Oktober 2009 PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, mengumumkan rencana penggabungan sebagaimana telah diumumkan PT Bursa Efek Indonesia No.Peng-M-00001/BEI.PSR/10-2009 tanggal 21 Oktober 2009. PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, merupakan perusahaan sepengendali yang dikendalikan oleh BAT. Hal ini dikarenakan BAT memiliki saham yang cukup besar di dua perusahaan tersebut. Untuk meningkatkan kelangsungan hidup (*going concern*) dari kedua perusahaan tersebut, PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, melakukan kegiatan *merger* melalui BAT, dan dalam hal ini perusahaan hasil *merger* tetap menggunakan nama PT Bentoel Internasional Investama Tbk. *Merger* tersebut efektif pada 1 Januari 2010. Setelah tanggal efektif penggabungan, PT Bentoel Internasional Investama Tbk, tetap menjadi perusahaan publik yang tetap mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI). Setelah *merger* dilakukan, semua saham BAT Indonesia akan ditukar dengan saham-saham Bentoel dengan perbandingan satu saham BAT Indonesia akan ditukar dengan 7,68 saham Bentoel. PT BAT Indonesia Tbk, akan memegang 7 persen modal saham ditempatkan dan disetor pada perusahaan hasil penggabungan itu, sementara PT Bentoel Internasional Investama Tbk, sebanyak 93 persen. Dengan efektifnya penggabungan, maka PT BAT Indonesia Tbk, akan

berakhir karena hukum tanpa dilikuidasi awal terlebih dahulu. Semua aset dan kewajiban BAT Indonesia akan beralih atas dasar hukum kepada Bentoel. *Merger* antara PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dengan PT BAT Indonesia Tbk, dilakukan dengan tujuan untuk menghasilkan pembentukan suatu perusahaan rokok yang lebih kuat di Indonesia yang akan mampu untuk bersaing dan tumbuh dalam skala nasional dalam industri tembakau di Indonesia yang persaingannya semakin ketat. Sedangkan alasan utama dilakukannya *merger* yaitu untuk meningkatkan pendapatan gabungan yang diharapkan timbul dari penggabungan kegiatan usaha perusahaan peserta penggabungan. Penggabungan usaha ini diharapkan menciptakan suatu usaha rokok gabungan dengan skala yang lebih besar dan kemampuan untuk menawarkan produk-produk yang lebih beragam sehingga diharapkan akan memberikan nilai lebih kepada pemegang saham dalam arti dengan melakukan *merger* maka perusahaan dapat meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan investor sehingga kemakmuran pemegang saham dapat ditingkatkan. *Merger* antar perusahaan memungkinkan perusahaan memiliki likuiditas yang lebih besar. Jika perusahaan lebih besar, maka pasar saham akan lebih luas dan saham lebih mudah diperoleh sehingga lebih likuid dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Upaya-upaya untuk meningkatkan pendapatan melalui *merger* juga harus disertai dengan efisiensi biaya, yaitu dengan perhitungan biaya modal secara cermat dan akurat.

Perhitungan biaya modal sangatlah penting, dengan alasan antara lain: pertama memaksimalkan nilai perusahaan yang mengharuskan biaya-biaya (termasuk biaya modal) diminimumkan, kedua adalah keputusan penganggaran modal (*capital budgeting*) memerlukan suatu estimasi tentang biaya modal, dan ketiga adalah keputusan-keputusan lain seperti *leasing* dan modal kerja. *Merger* atau penggabungan usaha diharapkan dapat meminimalkan suatu biaya modal agar lebih efisien. Berdasarkan tujuan tersebut maka kegiatan *merger* yang dilakukan oleh suatu perusahaan adalah untuk memperoleh laba yang maksimal dengan mengeluarkan biaya dalam jumlah tertentu. Efisien biaya modal perusahaan dapat diketahui dengan melakukan estimasi besarnya dana yang digunakan dalam perusahaan untuk beroperasi. Besarnya tingkat biaya modal

berdasarkan rata-rata tertimbang WACC dari tingkat bunga setelah pajak dan tingkat biaya modal atas ekuitas, sesuai dengan proporsi utang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan, sudah banyak dibahas dan diteliti.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan mengenai apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi antara tahun 2000-2001 (Susanti, 2006). Variabel yang digunakan yaitu Current Ratio, Total Debt to Equity Ratio, Total Debt to Asset Ratio, Total Asset Turn Over, Gross Profit Margin, Net Profit Margin, Return On Asset, Return On Equity, dan menghitung nilai EVA. Hasilnya terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi. Agustian (2007) meneliti tentang perbedaan return saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi *merger* dan akuisisi sektor industri manufaktur di BEJ. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat perbedaan return saham yang signifikan sebelum dan sesudah *merger* dan akuisisi. Penelitian yang sama mengenai dua perusahaan yang melakukan *merger* yaitu pada PT Ades Water Indonesia Tbk, dan PT Medco Energi Internasional Tbk, menunjukkan hasil analisis dapat diketahui perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah melakukan *merger* dan akuisisi, yang dari hasil tersebut dapat membuktikan bahwa pada rasio CR, DER, OPM, ITO, GPM, NPM, ROE, dan TATO dapat diketahui lebih besar sebelum melakukan *merger* dan akuisisi (Shinta, 2008).

Dari beberapa penelitian terdahulu, banyak perusahaan yang melakukan penggabungan usaha baik dalam bentuk *merger* maupun akuisisi mengalami perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi. Perbedaan kinerja keuangan yang dialami oleh perusahaan-perusahaan tersebut tidak semuanya berhubungan ke arah positif, namun ada beberapa yang tidak memberikan dampak sama sekali. Menarik bagi peneliti mengevaluasi kinerja keuangan jika dilihat dari efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* yang secara teoritis seharusnya akan berdampak positif yaitu biaya modal akan lebih efisien setelah melakukan *merger* dari pada sebelum *merger*.



## 1.2 Perumusan Masalah

Perhitungan biaya modal sangatlah penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang mengharuskan biaya-biaya (termasuk biaya modal) diminimumkan, keputusan penganggaran modal (*capital budgeting*) juga memerlukan suatu estimasi tentang biaya modal, dan keputusan-keputusan lain seperti *leasing* dan modal kerja. *Merger* dapat meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta diantara perusahaan yang di *merger* (David, 1998 dalam Nugroho, 2010:34). Oleh karena itu *merger* yang dilakukan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, diharapkan dapat meningkatkan skala ekonomi (*economies of scale*) perusahaan dan menciptakan sinergi atau peningkatan nilai perusahaan, yang berarti sumber daya dimanfaatkan secara lebih ekonomis dan sebagai konsekuensinya akan meningkatkan profitabilitas. Sumber utama penciptaan sinergi adalah pengurangan biaya modal yang terjadi sebagai hasil dari peningkatan ukuran atau skala operasi perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut maka pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah :

- a. bagaimana efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger* pada perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, ; dan
- b. apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

## 1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

### 1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. menganalisis efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, ; dan
- b. menentukan apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

### 1.3.2 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, yaitu perusahaan, investor, dan akademisi.

a. Bagi Perusahaan

Penelitian ini bermanfaat sebagai sumber informasi dan bahan pertimbangan bagi PT Bentoel Internasional Investama Tbk, untuk pengambilan keputusan dan menilai apakah sesudah *merger* biaya modal perusahaan lebih efisien daripada sebelum *merger*.

b. Bagi Investor

Diharapkan penelitian ini dapat memeberikan tambahan informasi tentang efisiensi biaya modal perusahaan dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, kaitannya dengan kinerja perusahaan setelah *merger*.

c. Bagi Akademisi dan Peneliti

- 1) Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk menambah pengetahuan mengenai *merger* khususnya yang berkaitan dengan efisiensi biaya modal.
- 2) Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini diharapkan dapat memberikan wacana, gambaran, dan menjadikan masukan bagi peneliti yang akan melakukan penelitian pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, atau bidang dan objek yang sejenis.

## BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Kajian Teoritis

#### 2.1.1. Biaya Modal

##### a. Pengertian Biaya Modal

Biaya modal adalah biaya dari tingkat pengembalian yang harus dicapai perusahaan atas investasi proyek untuk mempertahankan nilai pasar sahamnya (Sundjaja, 2001:129). Biaya modal juga dapat dianggap sebagai tingkat pengembalian yang diinginkan oleh penyedia dana untuk menarik dananya ke dalam perusahaan. Biaya modal diperkirakan untuk suatu waktu tertentu. Biaya modal mencerminkan rata-rata biaya permodalan yang akan datang berdasarkan data yang tersedia. Pandangan ini sesuai dengan penggunaan biaya modal untuk membuat keputusan investasi jangka panjang. Biaya modal mencerminkan hubungan aktivitas pembiayaan.

Konsep biaya modal tersebut dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan masing-masing sumber dana, dengan demikian menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana yang digunakan dalam perusahaan yang merupakan tingkat penggunaan biaya modal perusahaan (*the firm's cost of capital*) (Riyanto, 2001:245). Sedangkan menurut Gitosudarmo dan Basri (2000:35), modal adalah kekayaan atau aktiva yang diperlukan oleh perusahaan untuk menyelenggarakan kegiatan sehari-hari yang selalu berputar dalam periode tertentu.

Biaya modal perusahaan terdiri dari biaya utang dan biaya ekuitas. Dalam menghitung *Cost Of Equity* digunakan prinsip bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi berisiko (*risk free*) di tambah suatu *risk premium* (menggunakan prinsip model CAPM) (Menurut Roztoki, 2000). Secara umum modal diartikan sebagai semua barang konkrit yang terdapat pada neraca sebelah debit dan daya beli atau nilai tukar dari barang-barang tersebut yang tercatat di sebelah kredit (Sumarni, 1998:317).

Modal berasal dari dua sumber dana yaitu utang dan ekuitas. Besarnya tingkat biaya modal (WACC) berdasarkan rata-rata tertimbang dari tingkat bunga setelah pajak dan tingkat biaya modal atas ekuitas, sesuai dengan proporsi utang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, perhitungan WACC adalah dengan melihat proporsi struktur modal perusahaan yang terdiri dari utang (*debt*) dan modal saham (*equity*). Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat dinyatakan bahwa biaya modal adalah biaya yang berasal dari perusahaan yaitu biaya utang dan biaya ekuitas perusahaan guna memenuhi nilai pasarnya.

#### b. Jenis-Jenis Dana

Dalam memenuhi kebutuhan modal, perusahaan dapat menggunakan biaya modal yaitu biaya utang, biaya saham, dan biaya rata-rata tertimbang. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan biaya modal hanya dengan modal sendiri berarti seluruh aktivitas perusahaan dicukupi dengan modal sendiri yang berasal dalam perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dapat menggunakan biaya modalnya dengan biaya modal saham, maka perusahaan akan menjual asset perusahaan untuk memenuhi biaya modal perusahaan.

Menurut Riyanto (2001:209) menyatakan pada dasarnya sumber-sumber penawaran modal ditinjau dari asalnya, dapat dibedakan menjadi dua yaitu dana intern dan dana ekstern.

##### 1) Dana Intern

Dana intern yaitu modal atau dana yang dibentuk atau yang dihasilkan sendiri di dalam perusahaan. Sumber intern atau sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan adalah keuntungan yang ditahan (*retained net profit*) dan penyusutan (*depreciations*). Dana yang diperoleh dari dalam perusahaan yaitu:

- a) laba ditahan, yaitu sebagai laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham ;
- b) depresiasi, yaitu akumulasi depresiasi yang sebelumnya digunakan untuk menggantikan ;

- c) aktiva tetap dapat digunakan untuk membiayai perusahaan meskipun waktunya terbatas sampai saat pergantian ; dan
- d) modal sendiri, yaitu dana yang diperoleh dari modal perusahaan itu sendiri.

## 2) Dana Ekstern

Dana ekstern yaitu dana yang diperoleh dari luar perusahaan. Dana yang berasal dari sumber ekstern adalah dana yang berasal dari para kreditur atau pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Modal yang berasal dari para kreditur adalah merupakan utang bagi perusahaan yang bersangkutan dan modal yang berasal dari para kreditur tersebut ialah modal asing. Dana yang berasal dari luar perusahaan yaitu:

- 1) modal asing, yaitu dana yang diperoleh dari kreditur, misalnya Bank ; dan
- 2) utang lancar yang berasal dari luar perusahaan.

## c. Biaya Utang

Biaya utang adalah biaya yang harus dibayar perusahaan untuk mendapatkan utang jangka panjang yang waktu pengembaliannya lebih dari satu tahun (Sundjaja, 2001:134). Biaya jangka panjang atau sesudah pajak untuk mendapatkan biaya dari pinjaman yang diperoleh dari penerbitan dan penjualan obligasi. Biaya utang jangka pendek berasal dari utang perniagaan, utang wesel, kredit jangka pendek dari bank yang jangka waktunya tidak lebih dari satu tahun. Biaya utang dapat didefinisikan sebagai bagian yang harus diterima dari suatu investasi agar tingkat hasil minimum para kreditur terpenuhi. Jika perusahaan menggunakan obligasi sebagai sarana untuk memperoleh dana dari utang jangka panjang, maka biaya utang adalah sama dengan Kd atau *Yield To Maturity* (YTM) yaitu tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemegang atau pembeli obligasi.

Menurut Arifin (2005:92) menjelaskan bahwa semakin besar biaya utang perusahaan maka semakin kecil dana “menganggur” yang dapat dipakai menejer untuk mengeluarkan yang tidak perlu yang membuat menejer menjadi disiplin sehingga menggunakan asset menjadi produktif dan efisien yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan tingkat biaya utang yang tinggi,

maka manajemen berada pada posisi yang terdesak karena harus memastikan arus kas yang dihasilkan mencukupi pembayaran utang sehingga adanya utang dapat memotivasi manajemen untuk lebih disiplin. Selain itu perusahaan yang menggunakan utang akan lebih efisien karena manajemen berusaha menghilangkan biaya-biaya yang tidak perlu, sedangkan perusahaan dengan sedikit pinjaman memiliki kecenderungan untuk tidak terlalu mengawasi pemakaian biaya-biaya yang sebenarnya dapat dikurangi.

Penggunaan biaya utang memiliki biaya-biaya yang berbeda dengan ekuitas salah satunya adalah biaya kebangkrutan atau kepailitan. Perusahaan dengan pendanaan lebih banyak menggunakan utang memiliki tekanan yang tinggi dimasa yang akan datang karena semakin tinggi beban bunga yang harus dikeluarkan perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah pada kebangkrutan. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya sampai pada titik tertentu setelah titik tersebut. Penggunaan biaya utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan biaya utang tidak sebanding dengan biaya *financial distress* dan *agency problem*.

#### d. Biaya Modal Sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tentu lamanya (Riyanto, 2001:38). Modal sendiri berasal dari intern maupun sumber ekstern. Sumber modal intern berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan sumber ekstern berasal dari modal pemilik perusahaan.

Pendanaan dengan modal sendiri akan menimbulkan *opportunity cost*. Keuntungan dari pemilik saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung risiko perusahaan. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo. Setiap pemakaian modal sendiri dalam operasional perusahaan maka keuntungan yang diperoleh akan lebih besar dibandingkan dengan pemakaian

modal asing atau modal luar dalam operasional perusahaan dikarenakan adanya beban bunga yang harus dibayarkan (Amidipradja, 2005:117). Pembiayaan jangka panjang adalah sumber pembiayaan yang jatuh temponya melebihi dari 1 tahun, biasanya antara 5 tahun sampai dengan 20 tahun (Sundjaja dan Barlian, 2003:324). Menurut Sumarni (1998:334) jenis dan bentuk utama utang jangka panjang adalah sebagai pinjaman obligasi. Obligasi (*bond*) adalah surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi dana (dalam hal ini pemodal) dengan yang diberi dana (emiten). Penerbit membayar bunga atas obligasi tersebut pada tanggal-tanggal yang telah ditentukan secara periodik, dan pada akhirnya menembus nilai utang tersebut pada saat jatuh tempo dengan mengembalikan jumlah pokok pinjaman ditambah bunga yang terutang. Pada umumnya, instrumen ini memberikan bunga tetap secara periodik ( Sundjaja dan Barlian 2003:439 ). Menurut Sumarni (1998:334) jenis obligasi antara lain :

- 1) Obligasi biasa (*bond*) yaitu obligasi yang bunganya dibayarkan kepada debitur pada waktu tertentu.
- 2) Obligasi pendapatan (*income bonds*) adalah obligasi yang bunganya dibayar pada waktu debitur mendapat keuntungan.
- 3) Obligasi yang dapat ditukar (*convertible bonds*) adalah obligasi yang memberikan kesempatan kepada pemegang surat obligasi untuk menukarkannya dengan saham dari perusahaan yang bersangkutan.
- 4) Pinjaman hipotik adalah pinjaman jangka panjang terhadap barang tak bergerak agar barang itu bisa dijual untuk menutup tagihannya bila tidak bisa membayar.

Modal sendiri atau ekuitas yaitu sejumlah kekayaan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham yang berasal dari perusahaan itu sendiri (Sundjaja dan Barlian, 2003:284). Modal sendiri yang berasal dari sumber intern merupakan modal atau dana yang dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, misalnya modal atau dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan di dalam perusahaan (*retained earnings*). Sedangkan yang berasal dari sumber ekstern

penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi, kredit dari Bank. Modal sendiri dalam suatu perusahaan yang terbentuk Perseroan Terbatas ( PT ) terdiri dari modal saham dan laba ditahan (Sumarni, 1998:346).

#### 1) Modal Saham

Modal saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta Perseroan Terbatas ( PT ), dimana modal saham terdiri dari saham biasa dan saham preferen.

##### a) Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh investor, dimana pemilik saham ini memberikan prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

##### b) Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen adalah sekelompok saham yang memiliki fitur yang tidak dimiliki oleh saham biasa. Ciri umum saham preferen meliputi:

- (1) prioritas atas distribusi deviden, termasuk hak partisipasi dan kumulatif ;
- (2) dapat dikonversi menjadi saham biasa ;
- (3) tidak memiliki hak suara dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) ; dan
- (4) harga pembelian kembali, biasanya untuk melindungi pemegang saham preferen dari pembelian kembali yang terlalu awal.

#### 2) Laba Ditahan

Laba ditahan adalah modal yang dihasilkan oleh perusahaan (Subramanyam, 2005:221). Akun laba ditahan mencerminkan akumulasi laba atau rugi yang tidak dibagi sejak berdirinya perusahaan. Suatu perusahaan yang mendapatkan keuntungan akan memperbesar jumlah laba ditahan, yang berarti akan memperbesar modal sendiri. Sebaliknya kerugian akan diderita akan memperkecil jumlah modal sendiri. Laba ditahan adalah sisa laba dari keuntungan yang dibayarkan sebagai deviden. Komponen modal sendiri ini merupakan modal dalam perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko,



baik risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya. Modal sendiri ini tidak memerlukan adanya jaminan atau keharusan untuk membayar kembali dalam setiap keadaan maupun tidak adanya kepastian tentang jangka waktu pembayaran kembali modal yang disetor. Oleh karena itu tiap-tiap perusahaan harus mempunyai sejumlah minimum modal yang diperlukan untuk jaminan kelangsungan hidup perusahaan.

Modal sendiri yang bersifat permanen akan tetap tertanam dalam perusahaan dan dapat diperhitungkan pada setiap saat untuk memelihara nilai perusahaan serta melindungi perusahaan dari risiko kebangkrutan. Modal sendiri merupakan sumber dana perusahaan yang paling tepat untuk diinvestasikan pada aktiva tetap yang bersifat permanen daripada investasi-investasi yang menghadapi risiko kerugian yang relatif besar. Karena suatu kerugian atau kegagalan dari investasi tersebut dengan alasan apapun merupakan tindakan membahayakan bagi kontinuitas atau kelangsungan hidup perusahaan.

#### 2.1.2. Biaya Rata-Rata Tertimbang / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC)

##### a. Pengertian WACC

WACC adalah biaya yang mencerminkan rata-rata biaya modal dimasa yang akan datang yang diharapkan perusahaan (Sundjaja, 2001:139). Biaya rata-rata tertimbang diperoleh dengan menimbang biaya dari setiap jenis modal tertentu sesuai dengan proporsinya pada struktur modal perusahaan. WACC digunakan di bidang keuangan untuk mengukur biaya modal perusahaan, tetapi menggunakan beberapa sumber dana misalnya, utang, saham istimewa, saham biasa. Dengan kasus yang demikian maka biaya modal perusahaan dapat dihitung berdasarkan menggunakan biaya rata-rata tertimbang.

WACC adalah biaya ekuitas dan biaya utang yang masing-masing dikalikan dengan presentase ekuitas dan utang dalam biaya modal (Prawironegoro dan Purwanti, 2008:35). Perusahaan dapat menghitung WACC dengan mengetahui hal-hal sebagai berikut:

- 1) jumlah utang dalam biaya modal pada nilai pasar;
- 2) jumlah ekuitas dalam biaya modal pada nilai pasar;
- 3) biaya utang;
- 4) tingkat pajak;
- 5) biaya ekuitas; dan
- 6) total investasi.

Faktor-faktor yang mempengaruhi WACC:

- 1) faktor yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan
  - a) tingkat suku bunga; dan
  - b) tarif pajak.
- 2) faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan
  - a) kebijakan struktur modal;
  - b) kebijakan deviden; dan
  - c) kebijakan investasi.
- b. Menentukan Biaya Modal ( *Cost Of Capital* )

Konsep yang paling penting dalam pembelanjaan perusahaan adalah biaya modal. Konsep ini dimaksud untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari investor. Biaya modal adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik dari utang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi perusahaan (Riyanto, 2001:245). Konsep biaya modal tersebut dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan masing-masing sumber dana, dengan demikian menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana yang digunakan dalam perusahaan yang merupakan tingkat penggunaan biaya modal perusahaan (*the firm's cost of capital*).

Biaya modal rata-rata atau *average cost of capital* biasanya dipergunakan sebagai ukuran untuk menentukan diterima atau ditolaknya suatu usulan investasi (*rate of return*) dari suatu usulan investasi dengan biaya modalnya. Karena tingkat pengembaliannya investasi ditentukan dengan menggunakan perhitungan setelah

pajak, maka biaya modalnya juga harus menggunakan perhitungan setelah pajak. Biaya modal perusahaan dapat dihitung dari pendekatan-pendekatan biaya utang, biaya modal saham dan biaya rata-rata tertimbang.

1) Biaya Utang (*Cost Of Debt*)

Biaya utang adalah biaya yang harus dibayar perusahaan untuk mendapatkan utang jangka panjang yang waktu pengembaliannya lebih dari satu tahun (Sundjaja, 2001:134). Perhitungan jangka panjang yang dimaksud adalah utang obligasi yang dilakukan dengan menghitung biaya utang sebelum pajak. Biaya utang dapat dihitung dengan mencari biaya utang sebelum pajak dan tingkat pajak yang dikenakan pada perusahaan tersebut. Rumus dalam perhitungan biaya utang dijelaskan oleh Sartono (2001:52).

2) Biaya Modal Saham (*Cost Of Equity*)

Biaya modal saham merupakan biaya dari modal sendiri. Biaya modal saham adalah tingkat pengembalian yang diharapkan investor karena adanya ketidakpastian tingkat laba atau biaya yang timbul sebagai akibat adanya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor karena telah menyetor sebagian dananya pada perusahaan. Rumus dalam perhitungan biaya modal saham dijelaskan oleh Baridwan dan Legowo (2002:141).

3) Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital*)

Menentukan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang yaitu dengan mengalikan biaya ekuitas dan biaya utang dengan persentase jumlah ekuitas dan utang yang digunakan oleh perusahaan dalam biaya modal. Biaya modal rata-rata tertimbang merupakan proporsi dari utang, saham preferen dan saham biasa dan digunakan untuk menghitung biaya modal secara menyeluruh. Untuk menghitung besarnya biaya modal perusahaan adalah dengan menggunakan rumus dari Bringham dan Houston (2006:484).

### 2.1.3. Penggabungan Usaha

#### a. Pengertian Penggabungan Usaha

Penggabungan usaha merupakan suatu strategi untuk mempertahankan kelangsungan hidup dan mengembangkan perusahaan. Secara umum,

penggabungan usaha merupakan penyatuan entitas-entitas usaha yang sebelumnya terpisah. Meskipun tujuan utama penggabungan usaha adalah profitabilitas, penggabungan usaha juga ditunjukkan untuk memperoleh efisiensi melalui integrasi operasi secara horozontal atau vertikal atau mendiversifikasikan risiko usaha melalui operasi konglomerasi (Beams, 2000:1)

Ikatan Akuntan Indonesia dalam Pernyataan Standart Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 22 (2002) mendefinisikan penggabungan usaha (*Business combination*) adalah penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain. Menurut Yunus dan Harnanto (2000), penggabungan usaha adalah usaha untuk menggabungkan suatu perusahaan dengan satu atau lebih perusahaan lain ke dalam satu kesatuan ekonomis.

Beberapa alasan yang mungkin untuk memilih penggabungan usaha sebagai alat perluasan (Beams, 2000:1), yaitu:

- 1) manfaat biaya (*cost advantage*). Sering kali lebih mudah bagi perusahaan untuk memperoleh fasilitas yang dibutuhkan melalui penggabungan dibandingkan melalui pengembangan;
- 2) risiko lebih rendah (*lower risk*). Membeli lini produk dan pasar yang telah didirikan biasanya lebih kecil risikonya dibandingkan dengan mengembangkan produk baru dan pasarnya. Penggabungan usaha kurang berisiko terutama ketika tujuannya adalah diversifikasi;
- 3) memperkecil keterlambatan operasi (*fower operating delays*). Fasilitas-fasilitas pabrik yang diperoleh melalui penggabungan usaha dapat diharapkan untuk segera beroperasi dan memenuhi peraturan yang berhubungan dengan lingkungan dan peraturan pemerintah yang lainnya;
- 4) mencegah pengambilalihan (*avoidance of takeovers*). Beberapa perusahaan bergabung untuk mencegah pengakuisisian di antara mereka, karena perusahaan yang lebih kecil cenderung lebih mudah diserang untuk diambil alih, beberapa diantara mereka memakai strategi pembeli yang agresif sebagai

pertahanan yang terbaik melawan usaha pengambilalihan oleh perusahaan lain;  
dan

5) akuisisi harta tak berwujud (*acquisition of intangible assets*). Penggabungan usaha melibatkan penggabungan sumber daya yang tidak berwujud maupun berwujud.

b. Bentuk Penggabungan Usaha

Menurut Payamta (2001:246), ada berbagai macam bentuk penggabungan badan usaha yang dapat dilaksanakan oleh perusahaan, antara lain:

- 1) *merger*, yaitu penggabungan dua atau lebih perusahaan di mana satu perusahaan tetap hidup sedangkan perusahaan yang lain dilikuidasi diambil alih oleh perusahaan yang masih berdiri dan meneruskan usahanya ;
- 2) akuisisi, yaitu pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambil alih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah ; dan
- 3) konsolidasi, yaitu perbuatan hukum yang dilakukan oleh dua perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara membentuk satu perseroan baru dan masing-masing perseroan yang meleburkan diri menjadi bubar.

2.1.4. *Merger*

a. Pengertian *Merger*

*Merger* adalah salah satu strategi perusahaan dalam mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. *Merger* berasal dari kata *merger* (latin) yang berarti bergabung, bersama, berkombinasi yang menyebabkan hilangnya identitas akibat penggabungan ini. *Merger* didefinisikan sebagai penggabungan usaha dari dua atau lebih perusahaan yang pada akhirnya bergabung kedalam salah satu perusahaan yang melakukan *merger*. Dengan kata lain bahwa *merger* adalah kesepakatan dua atau lebih perusahaan untuk bergabung yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitas atau bubar (Moin, 2003:5).

Dalam Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 27 Tahun 1988 mendefinisikan *merger* adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar. Dari pengertian beberapa pihak di atas, maka dapat disimpulkan bahwa *merger* adalah penggabungan usaha dari dua atau lebih perusahaan yang pada akhirnya hanya ada satu perusahaan yang masih hidup dan perusahaan yang lain akan bubar.

b. Klasifikasi *Merger*

Jika berdasarkan aktivitas ekonomik maka *merger* dapat diklasifikasikan dalam lima tipe, yaitu *merger* horisontal, *merger* vertikal, *merger* konglomerat, *merger* ekstensi pasar, dan *merger* ekstensi produk.

1) *Merger* Horisontal

*Merger* horisontal adalah *merger* antara dua atau lebih perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama.

2) *Merger* Vertikal

*Merger* vertikal adalah integrasi yang melibatkan perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam tahapan-tahapan proses produksi atau operasi. *Merger* dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang bermaksud untuk mengintegrasikan usahanya terhadap pemasok dan pengguna produk dalam rangka stabilitas pasokan dan pengguna.

3) *Merger* Konglomerat

*Merger* konglomerat adalah *merger* dua atau lebih perusahaan yang masing-masing bergerak dalam industri yang tidak terkait. *Merger* konglomerat terjadi apabila sebuah perusahaan berusaha mendiversifikasikan bidang bisnisnya dengan memasuki bidang bisnis yang berbeda sama sekali dengan bisnis yang semula.

4) *Merger* Ekstensi Pasar

*Merger* ekstensi pasar adalah *merger* yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk secara bersama-sama memperluas area pasar. *Merger* ekstensi pasar sering dilakukan oleh perusahaan-perusahaan lintas Negara dalam rangka ekspansi dan penetrasi pasar.

#### 5) *Merger* Ekstensi Produk

*Merger* ekstensi produk adalah *merger* yang dilakukan oleh dua atau lebih perusahaan untuk memperluas lini produk masing-masing perusahaan. *Merger* ini dilakukan dengan memanfaatkan kekuatan departemen riset dan pengembangan masing-masing untuk mendapatkan sinergi melalui fektifitas riset, sehingga lebih produktif dalam inovasi.

Pola adalah sistem bisnis yang diimplementasikan oleh sebuah perusahaan dan dalam hal ini pola *merger* adalah sistem bisnis yang akan diadopsi atau akan dijadikan acuan oleh perusahaan hasil *merger*. Klasifikasi berdasarkan pola *merger* terbagi dalam dua kategori, yaitu *mothership merger* dan *platform merger*.

##### 1) *Mothership Merger*

*Mothership merger* adalah pengadopsian satu pola atau sistem untuk dijadikan pola atau sistem pada perusahaan hasil *merger*. Biasanya perusahaan yang dipertahankan hidup adalah perusahaan yang dominan dan sistem pola bisnis perusahaan yang dominan inilah yang diadopsi.

##### 2) *Platform Merger*

*Platform Merger* adalah kekuatan masing-masing perusahaan tetap dipertahankan dan dioptimalkan. Artinya, semua sistem atau pola bisnis sepanjang itu baik, akan diadopsi oleh perusahaan hasil *merger*.

#### c. Motif *Merger*

Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan *merger*, yaitu motif ekonomi dan motif non-ekonomi (Moin, 2003:5). Motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sedangkan motif non-ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan tersebut, tetapi didasarkan pada keinginan subjektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan. Selain motif ekonomi dan non-ekonomi, terdapat beberapa motif yang mendorong perusahaan melakukan *merger*, diantaranya yaitu motif sinergi dan motif diversifikasi.

### 1) Motif Sinergi

Sinergi dihasilkan melalui kombinasi aktivitas secara simultan dari kekuatan dua atau lebih elemen-elemen perusahaan yang bergabung sedemikian rupa sehingga gabungan aktivitas tersebut menghasilkan efek yang lebih besar dibandingkan dengan penjumlahan aktivitas-aktivitas perusahaan jika mereka bekerja sendiri. Bentuk-bentuk sinergi terdiri dari: sinergi operasi, sinergi finansial, sinergi manajerial, sinergi teknologi, dan sinergi pemasaran.

### 2) Motif Diversifikasi

Diversifikasi dimaksudkan untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing. Disamping memberikan manfaat seperti transfer teknologi dan pengalokasian modal, diversifikasi juga membawa kerugian yaitu adanya subsidi silang.

#### d. Manfaat dan Risiko *Merger*

Beberapa manfaat yang mungkin dihasilkan dari proses *merger* menurut David (1998) dalam Nugroho (2010:34) antara lain:

- 1) meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta diantara perusahaan yang di *merger* ;
- 2) memperluas portofolio jasa yang ditawarkan yang akan berakibat pada bertambahnya sumber pendapatan bagi perusahaan ; dan
- 3) memperkuat daya saing perusahaan.

Namun selain manfaat yang mungkin dihasilkan, menurut David (1998) dalam Nugroho (2010:34) perlu juga diperhatikan risiko yang akan muncul sebagai hasil dari *merger*, yaitu:

- 1) seluruh kewajiban masing-masing perusahaan akan menjadi tanggungan perusahaan hasil *merger*, termasuk kewajiban pembayaran dan penyerahan produk kepada vendor yang masih terhutang ;
- 2) beban operasional, terutama dalam jangka pendek, akan semakin meningkat sebagai akibat dari proses penggabungan usaha ; dan



- 3) perbedaan budaya (*corporate culture*), sistem dan prosedur yang diterapkan di masing-masing perusahaan selama ini akan memerlukan penyesuaian dengan waktu yang relatif lama.

e. Langkah-Langkah *Merger*

Dalam proses melakukan *merger* terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan sebelum, dalam, maupun sesudah *merger* terjadi. Langkah-langkah yang harus diambil dapat dibagi menjadi tiga bagian (Estanol, 2004) dalam (Nugroho, 2010:41), yaitu tahap *pre-merger*, *merger stage*, dan *post-merger*.

- 1) *Pre-Merger*

Pada tahap ini, tugas dari seluruh jajaran direksi maupun manajemen kedua atau lebih perusahaan untuk mengumpulkan informasi yang kompeten dan signifikan untuk kepentingan proses *merger* perusahaan-perusahaan tersebut.

- 2) *Merger Stage*

Dalam tahap ini perusahaan harus menyesuaikan diri dan saling mengintegrasikan diri dengan *partner* mereka agar dapat berjalan sesuai dengan *partner* mereka.

- 3) *Post-merger*

Pada tahap ini, terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan oleh perusahaan. Langkah pertama yang harus dilakukan oleh perusahaan adalah dengan melakukan restrukturisasi, agar tidak terjadi dualisme kepemimpinan yang akan membawa pengaruh buruk dalam organisasi. Langkah kedua, yaitu dengan membangun suatu kultur baru, dimana kultur atau budaya perusahaan atau dapat juga budaya yang sama sekali baru bagi perusahaan. Langkah yang ketiga adalah dengan cara melancarkan transisi, dengan membangun suatu kerja sama berupa tim gabungan ataupun kerjasama Mutual.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai *merger* atau akuisisi telah banyak dilakukan dan menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian yang dilakukan oleh Payamta (2001) meneliti tentang pengaruh keputusan *merger* atau akuisisi terhadap perubahan kinerja perusahaan publik di Indonesia dengan periode penelitian 1990-1996. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari dua segi yaitu analisis laporan keuangan berupa rasio keuangan (*Current Ratio, Quick Ratio, Total Assets To Total Debt Ratio, Total Assets Turnover, Net Worth To Total Debt Ratio, Fixed Assets Turnover, ROI, ROE, NPM, dan OPM*) maupun dari segi fluktuasi saham. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya perbedaan kinerja yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi, baik dari harga saham maupun dari segi rasio keuangan. Meskipun ada beberapa rasio keuangan yaitu *total Asset turnover, fixed Asset turnover, ROI, dan ROE* yang memberikan indikasi adanya perbedaan yang signifikan untuk periode sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi, namun hasil ini hanya sementara dan tidak konsisten.

Penelitian yang dilakukan oleh Widyani (2005) dengan obyek PT Bank Mandiri Tbk, Analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan lima rasio keuangan, yaitu CAR, KAP, ROA, BOPO, LDR. Data yang digunakan adalah laporan keuangan antara tahun 1996-2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada kinerja PT Bank Mandiri Tbk, sebelum dan sesudah *merger*.

Widjanarko (2006) meneliti perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi pada tahun 1998-2002. Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan pada kinerja keuangan berdasarkan rasio profitabilitas dan *leverage*. Penelitian ini menyimpulkan penyebab kemungkinan tidak signifikan karena cara *merger* dan akuisisi dan pemilihan perusahaan target salah.

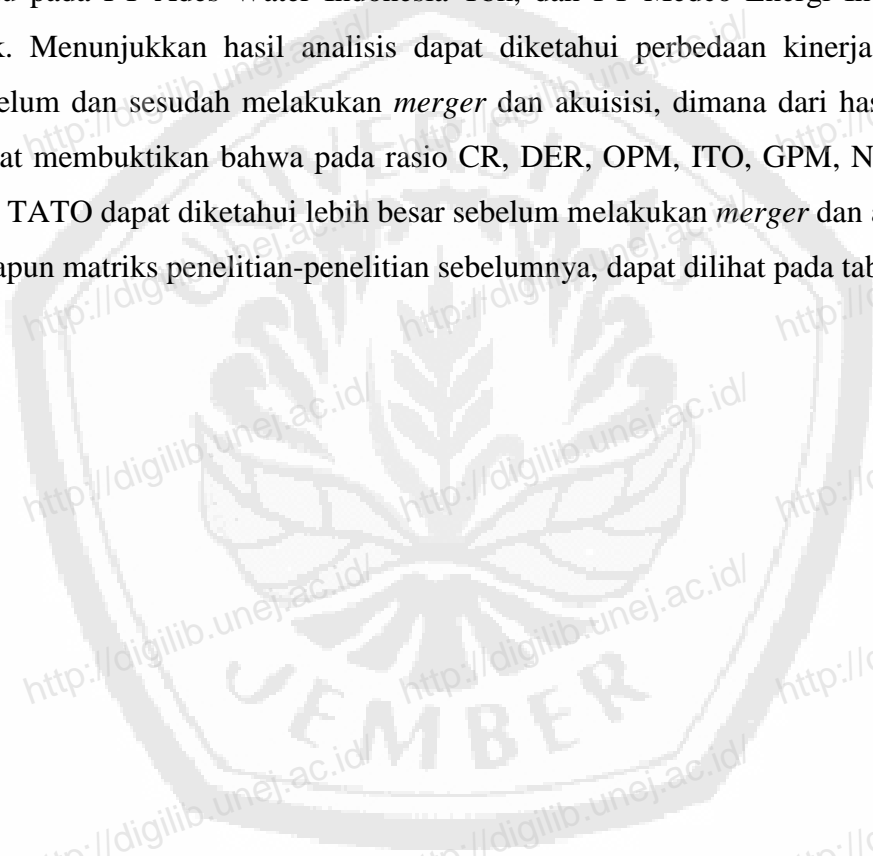
Susanti (2006) meneliti apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi antara tahun 2000-2001. Variabel yang digunakan yaitu *Current Ratio, Total Debt to Equity Ratio, Total Debt to Asset Ratio, Total Asset Turn Over, Gross Profit Margin, Net Profit Margin, Return On*

*Asset*, *Return On Equity*, dan menghitung nilai EVA. Hasilnya terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah *merger* atau akuisisi.

Agustian (2007) meneliti tentang perbedaan return saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi merger dan akuisisi sektor industri manufaktur di BEJ. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat perbedaan return saham yang signifikan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Shinta (2008) yang meneliti dua perusahaan yang melakukan *merger* yaitu pada PT Ades Water Indonesia Tbk, dan PT Medco Energi Internasional Tbk. Menunjukkan hasil analisis dapat diketahui perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah melakukan *merger* dan akuisisi, dimana dari hasil tersebut dapat membuktikan bahwa pada rasio CR, DER, OPM, ITO, GPM, NPM, ROE, dan TATO dapat diketahui lebih besar sebelum melakukan *merger* dan akuisisi.

Adapun matriks penelitian-penelitian sebelumnya, dapat dilihat pada tabel 2.1.



**Table 2.1 Matriks Hasil Penelitian Sebelumnya**

No.	Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Payamta (2001)	CR, QR, TATD, TAT, NWTD, FAT, ROI, ROE, NPM, dan OPM	Menunjukkan bahwa hanya beberapa rasio keuangan saja yang terindikasi adanya perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah M/A
2.	Widyani (2005)	CAR, KAP, ROA, BOPO, dan LDR	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan sesudah <i>merger</i>
3.	Widjanarko (2006)	Rasio keuangan: rasio profitabilitas dan <i>leverage</i>	Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan pada kinerja keuangan berdasarkan rasio profitabilitas dan <i>leverage</i>
4.	Susanti (2006)	Rasio keuangan : CR, DER, DAR, TATO, GPM, NPM, ROA, ROE dan nilai EVA	Dari semua rasio yang dipergunakan, maka hasilnya terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah <i>merger</i> atau akuisisi
5.	Agustian (2007)	Return saham	Terdapat perbedaan return saham yang signifikan sebelum dan sesudah <i>merger</i> dan akuisisi
6.	Shinta (2008)	CR, NPM, OPM, ITO, GPM, ROE, dan TATO	Terdapat perbedaan kinerja keuangan pada PT Ades Water Indonesia Tbk. dan PT Medco Energi Internasional Tbk. sebelum dan sesudah melakukan <i>merger</i> dan akuisisi

Sumber data: Payamta, 2001; Widyani, 2005; Widjanarko, 2006; Susanti 2006; Agustian 2007; Shinta, 2008.

Bila dibandingkan dengan penelitian terdahulu, penelitian ini memiliki beberapa persamaan, diantaranya:

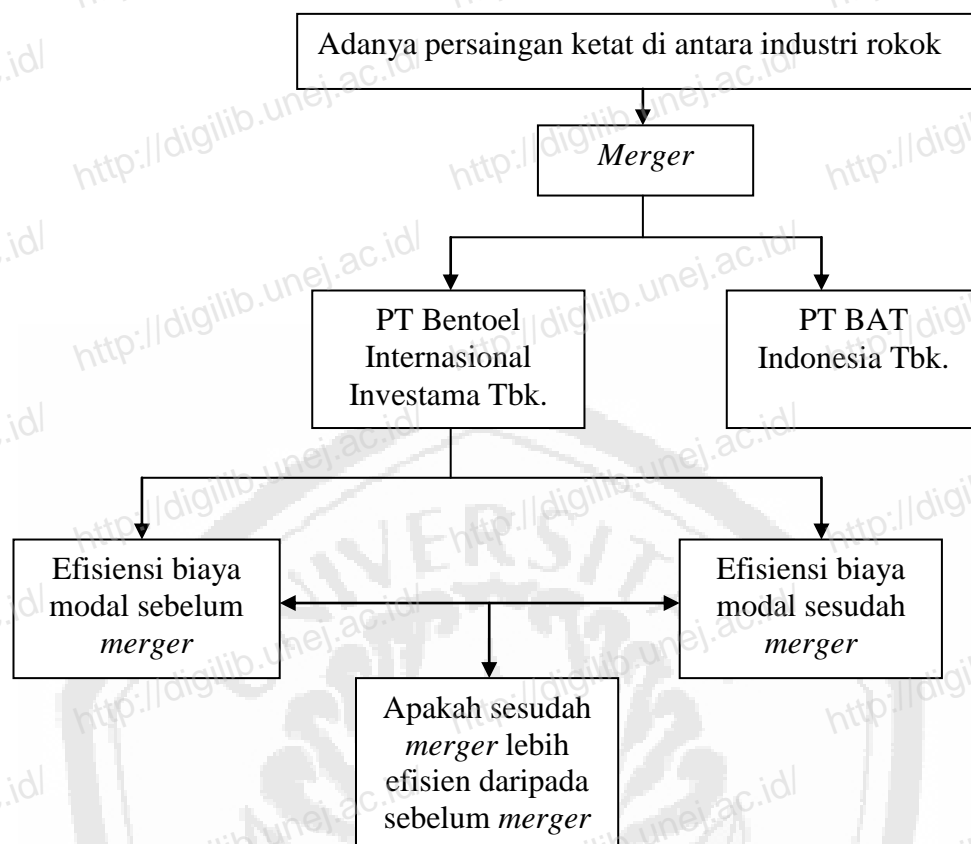
- a. penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan kinerja perusahaan dalam bidang keuangan sebelum dan sesudah melakukan *merger* ; dan
- b. penelitian ini menganalisis perusahaan yang telah melakukan *merger*.

Selain persamaan, penelitian ini juga memiliki perbedaan dengan penelitian terdahulu, yaitu:

- a. obyek penelitian ini adalah hanya satu perusahaan manufaktur yang melakukan *merger* pada tahun 2009, dengan periode penelitian dua tahun sebelum *merger* dan dua tahun sesudah *merger* ; dan
- b. penelitian ini tidak mengukur kinerja perusahaan dengan rasio keuangan, tetapi mengukur efisiensi biaya modal perusahaan.
- c. variabel yang digunakan yaitu biaya modal utang (*cost of debt*), menghitung biaya modal saham (*cost of equity*), dan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

### **2.3 Kerangka Konseptual**

Berdasar kajian teoritis dan empiris, dikemukakan kerangka konseptual yang bertujuan untuk mempermudah peneliti dalam menguraikan secara sistematis permasalahan dalam penelitiannya. Secara sederhana kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat pada gambar 2.1 sebagai berikut:



**Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian**

keterangan gambar :

→ : bagan alur

↔ : perbandingan

Persaingan usaha pada era pasar bebas diantara perusahaan industri rokok semakin ketat, maka PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh satu perusahaan yaitu *British American Tobacco* (BAT) melakukan *merger* guna untuk meningkatkan kelangsungan hidup (*going concern*). Perusahaan hasil *merger* tetap menggunakan nama PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dengan terlebih dahulu melakukan musyawarah. Penilaian efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger*, apakah biaya modal setelah *merger* lebih efisien dari pada sebelum *merger*, maka perlu dikaji dengan menggunakan cara menganalisis biaya modal. Perhitungan biaya modal terdiri dari biaya modal saham atau biaya modal

sendiri (*cost of equity*), biaya utang (*cost of debt*), dan biaya rata-rata tertimbang (WACC). Langkah selanjutnya akan dilakukan uji beda dengan membandingkan hasil perhitungan WACC dua tahun sebelum *merger* (2008-2009) dan dua tahun sesudah *merger* (2010-2011), yaitu untuk menguji apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger*.

#### 2.4 Hipotesis Penelitian

Persaingan usaha pada era pasar bebas diantara perusahaan-perusahaan yang ada semakin ketat. Strategi untuk menjadi perusahaan yang besar dan mampu bersaing salah satunya yaitu dengan melakukan pengembangan dimensi eksternal perusahaan antara lain rencana memperbesar skala perusahaan, dengan cara ekspansi atau melakukan penggabungan usaha dengan perusahaan lain. Penggabungan usaha pada umumnya dilakukan dalam bentuk *merger*.

Perusahaan melakukan *merger* mempunyai motif tertentu, salah satunya adalah untuk peningkatan skala ekonomi (*economies of scale*), yang berarti sumber daya dimanfaatkan secara lebih ekonomis dan sebagai konsekuensinya akan meningkatkan profitabilitas. *Merger* juga dianggap dapat menciptakan sinergi atau peningkatan nilai perusahaan. Sumber utama penciptaan sinergi adalah pengurangan biaya yang terjadi sebagai hasil dari skala ekonomi, hal tersebut mengimplikasikan penurunan biaya per-unit yang berasal dari peningkatan ukuran atau skala operasi perusahaan. Menurut David (1998) dalam Nugroho (2010:34) salah satu manfaat yang dapat dihasilkan dari proses *merger* adalah meningkatkan efisiensi melalui sinergi yang tercipta diantara perusahaan yang di *merger*. Sedangkan menurut Beams (2000:1), salah satu alasan mengapa perusahaan memilih penggabungan usaha sebagai alat perluasan yaitu manfaat biaya (*cost advantage*). Manfaat biaya sering kali lebih murah bagi perusahaan untuk memperoleh fasilitas yang dibutuhkan melalui penggabungan dibandingkan melalui pengembangan.

Penelitian yang pernah dilakukan mengenai *merger* yaitu pada PT Ades Water Indonesia Tbk, dan PT Medco Energi Internasional Tbk, menunjukkan hasil analisis dapat diketahui perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah

melakukan *merger* dan akuisisi, dimana dari hasil tersebut dapat membuktikan bahwa pada rasio CR, DER, OPM, ITO, GPM, NPM, ROE, dan TATO dapat diketahui lebih besar sebelum melakukan *merger* dan akuisisi (Shinta, 2008).

Berdasarkan telaah pustaka (kajian teoritis dan empiris) dan kerangka konseptual di atas, diajukan hipotesis penelitian : biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, lebih efisien daripada sebelum *merger*.





## **BAB 3. METODE PENELITIAN**

### **3.1 Rancangan Penelitian**

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif yang menggambarkan efisiensi biaya modal perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, sebelum dan sesudah merger dengan PT BAT Indonesia Tbk. Penelitian ini merupakan *hypothesis testing* atau pengujian hipotesis yaitu pengujian yang didasarkan pada hipotesis yang telah diajukan sebelumnya sehingga dapat ditarik kesimpulan. Obyek penelitian pada penelitian ini adalah PT Bentoel Internasional Investama Tbk, Perusahaan ini merupakan perusahaan yang melakukan *merger* dengan PT BAT Indonesia Tbk, melalui *British American Tobacco (BAT)*, perusahaan terbesar kedua yang bergerak dalam industri tembakau.

### **3.2 Jenis dan Sumber Data**

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari website di internet yaitu [www.bentoel.co.id](http://www.bentoel.co.id) yang digunakan untuk mendapatkan laporan keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Periode data yang digunakan adalah laporan keuangan periode 2008 sampai dengan 2011 yang meliputi dua tahun sebelum *merger* yaitu tahun 2008 sampai 2009, dan dua tahun sesudah *merger* yaitu tahun 2010 sampai 2011. Sedangkan data dalam mencari harga saham PT Bentoel Internasional Investama Tbk dan harga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berasal dari website internet yaitu <http://finance.yahoo.com>. Data untuk mencari tingkat suku bunga SBI berasal dari sumber [www.bi.com](http://www.bi.com).

### **3.3 Definisi Operasional Variabel**

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu biaya modal rata-rata tertimbang / *Weighted Average Cost Of Capital (WACC)* sebelum *merger* dan WACC sesudah *merger*.

a. WACC Sebelum *Merger*

WACC sebelum *merger* merupakan proporsi dari utang, saham preferen dan saham biasa dan digunakan untuk menghitung biaya modal secara menyeluruh sebelum perusahaan melakukan *merger*.

b. WACC Sesudah *Merger*

WACC sesudah *merger* merupakan proporsi dari utang, saham preferen dan saham biasa dan digunakan untuk menghitung biaya modal secara menyeluruh sesudah perusahaan melakukan *merger*.

### 3.4 Metode Analisis Data

Untuk menjawab permasalahan tentang efisiensi biaya modal maka akan digunakan tahap analisis sebagai berikut : menghitung biaya modal saham (*cost of equity*), menghitung biaya modal utang (*cost of debt*), dan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

a. Biaya Modal Saham (*Cost Of Equity*)

Biaya modal saham merupakan biaya dari modal sendiri. Biaya modal saham adalah tingkat pengembalian yang diharapkan investor karena adanya ketidakpastian tingkat laba atau biaya yang timbul sebagai akibat adanya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor karena telah menyeter sebagian dananya pada perusahaan.

Untuk menghitung biaya modal yang berasal dari modal saham digunakan rumus (Baridwan dan Legowo, 2002:141):

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$$

keterangan :

$K_e$  = tingkat return pada saham biasa atau biaya modal saham

$R_m$  = tingkat pengembalian portofolio pasar

$R_f$  = tingkat suku bunga investasi bebas risiko

$\beta_i$  = koefisien beta saham atau faktor risiko sistematis

untuk perhitungan biaya modal saham ini urutan atau langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut:

## 1) Tingkat Pengembalian Portofolio Pasar (Rm)

Rm dapat dihitung dengan rumus (Baridwan dan Legowo, 2002:143) :

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

keterangan :

$Rm_t$  = tingkat hasil pengembalian dari portofolio pasar periode t

$IHSG_t$  = indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$  = indeks Harga Saham Gabungan sebelum periode t

## 2) Tingkat Pengembalian Harga Saham (Ri)

Ri dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Baridwan dan Legowo, 2002:144) :

$$Ri = \frac{(Pi_t - Pi_{t-1})}{Pi_{t-1}}$$

keterangan :

$Ri$  = Tingkat pengembalian harga saham I pada periode t

$Pi_t$  = Harga saham I pada periode t

$Pi_{t-1}$  = Harga saham I sebelum periode t

3) Koefisien  $\beta_i$  (risiko sistematis)

faktor risiko sistematis dapat dihitung dengan rumus (Baridwan dan Legowo, 2002:144) :

$$\beta_i = \frac{\sum [(Rm - Rf) (Ri - Rf)] - n [\overline{(Rm - Rf)} \overline{(Ri - Rf)}]}{\sum (Rm - Rf)^2 - n (\overline{Rm - Rf})^2}$$

keterangan:

$\beta_i$  = faktor tingkat risiko sistematis

$\overline{(Rm - Rf)}$  = rata-rata (Rm-Rf) / rata-rata *return of market*

$\overline{(Ri - Rf)}$  = rata-rata (Ri-Rf) / rata-rata *return of stock*

$n$  = jumlah periode penelitian

b. Biaya Utang (*Cost Of Debt*)

Biaya utang merupakan nilai yang harus dibayar oleh perusahaan pasar sekarang untuk mendapatkan utang jangka panjang. Perhitungan jangka panjang yang dimaksud adalah utang obligasi yang dilakukan dengan menghitung biaya utang sebelum pajak. Untuk menghitung besarnya biaya modal yang berasal dari utang jangka panjang digunakan rumus (Sartono 2001:52) :

$$Kd = Kb ( 1 - T )$$

keterangan :

$Kd$  = biaya utang (*Cost Of Debt*) setelah pajak

$Kb$  = biaya utang (*Cost Of Debt*) sebelum pajak

$T$  = tingkat pajak

c. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital*)

Setelah biaya modal utang dan biaya modal sendiri sudah dihitung, maka dapat dihitung biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan. Untuk menghitung besarnya biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan adalah dengan menggunakan rumus (Bringham dan Houston 2006:484) :

$$WACC = Wd.Kd + We.Ke$$

keterangan:

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

$Wd$  = Proporsi utang yang digunakan

$We$  = Proporsi modal saham yang digunakan

$Kd$  = Biaya utang (*Cost Of Debt*) setelah pajak

$Ke = Rj$  = Biaya modal saham (*Cost Of Equity*)

### 3.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis bertujuan untuk menguji apakah biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. lebih efisien dari pada sebelum *merger*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t *Paired Samples*

Uji *t Paired Samples* digunakan untuk menguji perbedaan efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. sebelum dan sesudah *merger*. Langkah-langkah yang digunakan dalam uji *t Paired Samples* sebagai berikut:

1) Membuat hipotesis

$H_0 : \mu_{\text{sebelum}} \leq \mu_{\text{sesudah}}$  artinya biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, tidak lebih efisien daripada sebelum *merger*.

$H_a : \mu_{\text{sebelum}} > \mu_{\text{sesudah}}$  artinya biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, lebih efisien daripada sebelum *merger*.

2) Menentukan *level of significant* ( $\alpha$ )

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5% ( $\alpha=5\%$ )

3) Menghitung nilai  $t_{\text{hitung}}$

Nilai  $t_{\text{hitung}}$  diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Saleh, 2001:188):

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)}{\sqrt{S_p^2 \left( \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}}$$

dengan 
$$S_p^2 = \frac{(n_1-1)S_1^2 + (n_2-1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

dimana:  $\bar{x}_1$  = nilai rata-rata sampel ke-1

$\bar{x}_2$  = nilai rata-rata sampel ke-2

$s_1$  = standar deviasi sampel ke-1

$s_2$  = standar deviasi sampel ke-2

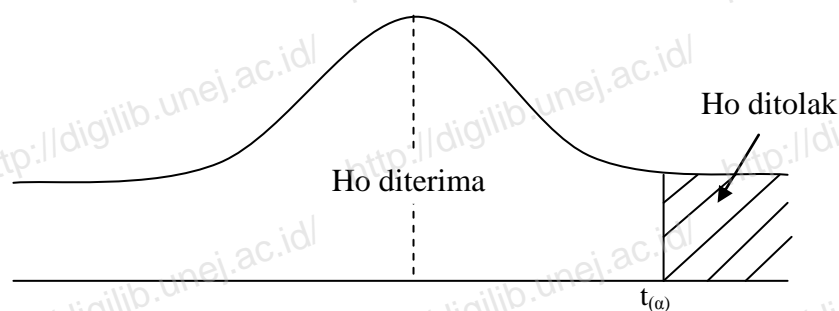
$S_p^2$  = varian dari sampel gabungan

$n_1$  = jumlah observasi sampel ke-1

$n_2$  = jumlah observasi sampel ke-2

4) Membuat kriteria pengujian

Uji hipotesis yang digunakan adalah uji satu sisi (*one tailed*) dengan kriteria pengujian:



**Gambar 3.1 Kurva penerimaan dan penolakan hipotesis**

Keterangan:

Ho diterima jika  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$

Ho ditolak jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$

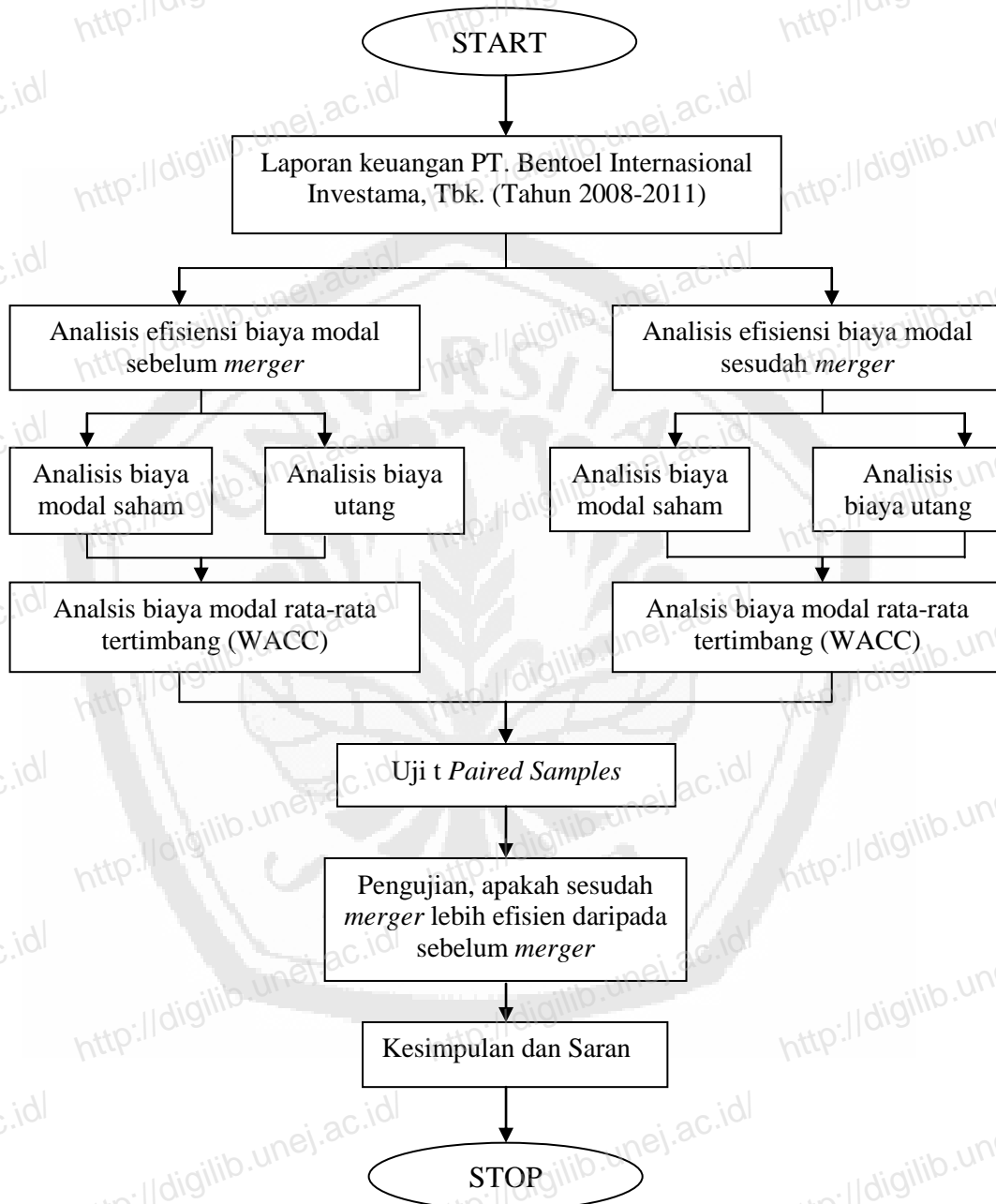
5) Menarik kesimpulan

Jika Ho diterima maka Ha ditolak, artinya biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, tidak lebih efisien daripada sebelum *merger*; dan

Jika Ho ditolak maka Ha diterima, artinya biaya modal sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, lebih efisien daripada sebelum *merger*.

### 3.6 Kerangka Pemecahan Masalah

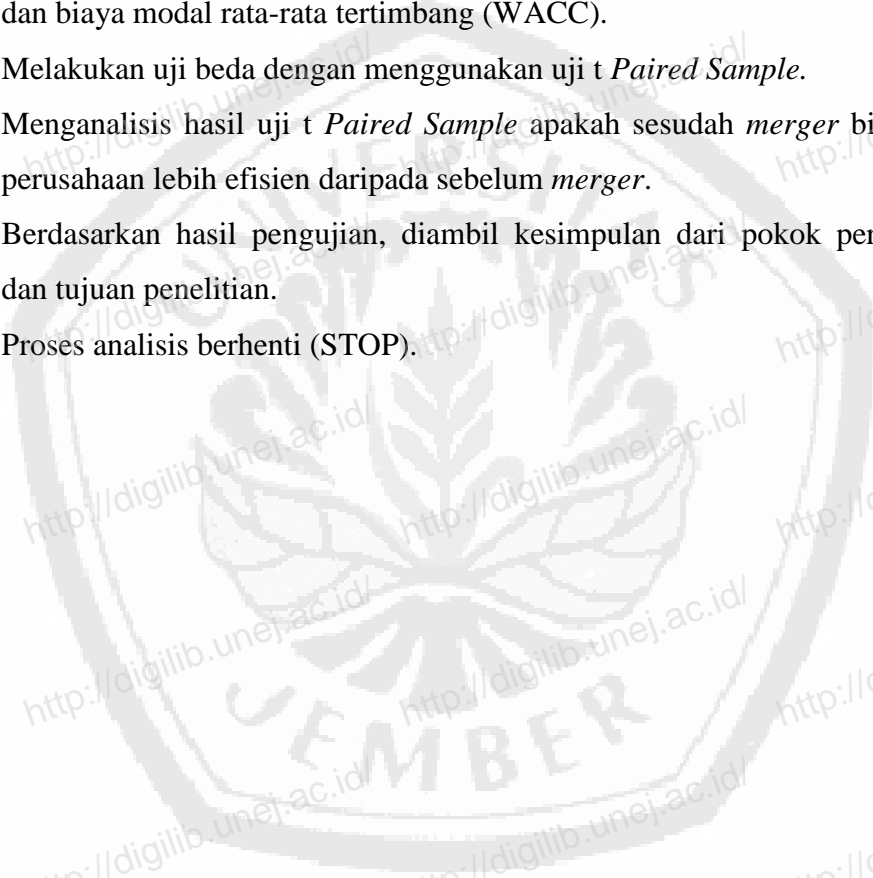
Kerangka pemecahan masalah dalam penelitian ini dapat ditunjukkan dalam Gambar 3.2 berikut ini:



**Gambar 3.2 Kerangka pemecahan masalah**

Keterangan :

1. Start.
2. Mengumpulkan dan menentukan data laporan keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk. mulai periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.
3. Menganalisis biaya modal sebelum dan sesudah *merger* yang meliputi perhitungan biaya modal saham (*cost of equity*), biaya utang (*cost of debt*), dan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).
4. Melakukan uji beda dengan menggunakan uji t *Paired Sample*.
5. Menganalisis hasil uji t *Paired Sample* apakah sesudah *merger* biaya modal perusahaan lebih efisien daripada sebelum *merger*.
6. Berdasarkan hasil pengujian, diambil kesimpulan dari pokok permasalahan dan tujuan penelitian.
7. Proses analisis berhenti (STOP).





## **BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **4.1 Gambaran Umum PT Bentoel Internasional Investama Tbk.**

PT Bentoel Internasional Investama Tbk, merupakan salah satu perusahaan manufaktur yang bergerak dalam industri rokok. PT Bentoel Internasional Investama Tbk, mulai berdiri pada tahun 1930 oleh Ong Hok Liong dengan nama Strootjes Fabriek Ong Hok Liong. PT Bentoel Internasional Investama Tbk, telah beberapa kali melakukan pergantian nama, hingga pada tahun 1987 nama yang digunakan adalah PT Rimba Niaga Idola dan pada tahun 1990 perusahaan ini mulai mendaftarkan diri di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES).

Nama PT Bentoel Internasional Investama Tbk, mulai dipakai pada tahun 2000. Pada bulan Juni tahun 2009 *British American Tobacco* (BAT) yang merupakan kelompok usaha tembakau terbesar kedua di dunia berdasarkan pangsa pasar global yang beroperasi di lebih dari 180 negara mengakuisisi kurang lebih 85,13% saham dari PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan kemudian melakukan penawaran tender kepada masyarakat untuk sisa saham dari PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Penawaran tender kepada masyarakat yang dilakukan oleh BAT berhasil diselesaikan pada bulan Agustus 2009, sehingga BAT berhasil meningkatkan kepemilikan sahamnya di PT Bentoel Internasional Investama Tbk, hingga menjadi 99,74%. BAT juga mempunyai saham di BAT Indonesia Tbk, kurang lebih 79%. Setelah dilakukannya penawaran tender dari PT Bentoel Internasional Investama Tbk, suatu penilaian strategis dilakukan untuk menilai cara-cara yang dapat diambil untuk melakukan suatu sinergi usaha yang mungkin ada antara PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk. Setelah dilakukan penilaian, Direksi dan dewan Komisaris dari PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, mempunyai suatu pemahaman yang sama bahwa penggabungan usaha antara PT Bentoel Internasional Investama Tbk. dan PT BAT Indonesia Tbk. akan memberikan suatu kesempatan yang menarik untuk menggabungkan kekuatan kedua perusahaan.

Pada tanggal 21 Oktober 2009 PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT BAT Indonesia Tbk, mengumumkan rencana penggabungan sebagaimana telah diumumkan PT Bursa Efek Indonesia No.Peng-M-00001/BEI.PSR/10-2009 tanggal 21 Oktober 2009. Penggabungan ini diharapkan dapat membentuk suatu perusahaan rokok tunggal yang lebih kuat di Indonesia yang dapat bersaing dan berkembang lebih baik lagi dalam industri rokok Indonesia yang semakin kompetitif. Selain itu, penggabungan tersebut diharapkan memberikan suatu keuntungan yang lebih kepada para pemegang saham dari kedua perusahaan yang akan melakukan penggabungan.

Saat ini PT Bentoel Internasional Investama Tbk, merupakan produsen rokok ke-4 terbesar di Indonesia dengan pangsa pasar sekitar 8%. PT Bentoel Internasional Investama Tbk, memproduksi dan memasarkan serangkaian produk yang beragam pada segmen rokok kretek mesin, rokok kretek tangan, dan rokok putih. Brand-brand lokal dari PT Bentoel Internasional Investama Tbk, meliputi Sejati, Star Mild, Tali Jagat, Bintang Buana, unO Mild, X Mild, Club Mild, NeO Mild, Joged, Rawit, Prins1p, Country, Ardath, dan Bentoel Biru Slim dan juga brand-brand arahan global (GDB) seperti Dunhill, Lucky Strike dan Pall Mall. Aktivitas bisnis PT Bentoel Internasional Investama Tbk, meliputi perdagangan umum antara lain impor dan ekspor, memproduksi rokok kretek, rokok putih dan rokok lainnya, dan jasa kecuai jasa di bidang hukum dan pajak.

Data mengenai proses merger antara PT Bentoel Internasional Investama Tbk. dan PT BAT Indonesia Tbk. adalah sebagai berikut:

<i>Tanggal Pengumuman Penggabungan</i>	: 21 Oktober 2009
<i>Tanggal Efektif Penggabungan</i>	: 1 Januari 2010
<i>Perusahaan yang Menerima Penggabungan</i>	: PT Bentoel Internasional Investama Tbk.
<i>Perusahaan yang Menggabungkan Diri</i>	: PT BAT Indonesia Tbk.
<i>Perusahaan Hasil Penggabungan</i>	: PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Setiap kegiatan usaha memiliki visi dan misi dalam mencapai tujuan perusahaan. Begitupun PT Bentoel Internasional Investama Tbk, yang memiliki visi dan misi sebagai berikut:

**a. Visi**

Menjadi perusahaan tembakau dengan pertumbuhan tercepat di Indonesia

**b. Misi**

- 1) Pertumbuhan
- 2) Produktivitas
- 3) Tanggung Jawab
- 4) Organisasi Juara

PT Bentoel Internasional Investama Tbk, ingin menjadi perusahaan rokok dengan pertumbuhan tercepat di Indonesia dengan menumbuhkan pangsa pasar di Indonesia dan memberikan kepuasan pada konsumen dengan lebih baik dan lebih menguntungkan. Dalam mencapai tujuan tersebut, PT Bentoel Internasional Investama Tbk, memastikan bahwa dalam memasarkan produk dengan bertanggung jawab dan memperhatikan lingkungan sekitar. Menurut PT Bentoel Internasional Investama Tbk, keunggulan bukan hanya mengenai pangsa pasar, keunggulan harus merupakan keunggulan kualitatif di mata perusahaan dan juga di mata pemangku kepentingan.

## 4.2 Hasil Analisis Penelitian

Penelitian ini menganalisis efisiensi biaya modal PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yaitu dengan menghitung biaya modal perusahaan. Konsep ini digunakan dalam menilai efisiensi biaya modal perusahaan dengan menguji beda biaya modal rata-rata tertimbang / *weighted average cost of capital* (WACC).

### 4.2.1 Hasil Perhitungan Analisis Biaya Modal Perusahaan

a. Perhitungan Biaya Modal Saham (*Cost Of Equity*).

Dalam perhitungan biaya modal saham dapat ditentukan pertama adalah tingkat suku bunga investasi bebas risiko ( $R_f$ ) dengan asumsi bahwa tingkat

keuntungan bebas risiko (*risk free rate*) dihitung berdasarkan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) satu bulanan yang berlaku pada Bank Indonesia periode Januari 2008 sampai Desember 2011. Adapun data beserta perhitungan Rf pada tahun 2008 sampai tahun 2011 di sajikan pada tabel 4.1 .

**Tabel 4.1 Perhitungan Tingkat Suku Bunga Investasi Bebas Risiko Tahun 2008-2011**

Bulan	Rf			
	Tahun 2008	Tahun 2009	Tahun 2010	Tahun 2011
Januari	0,0067	0,0073	0,0054	0,0054
Februari	0,0067	0,0069	0,0054	0,0056
Maret	0,0067	0,0065	0,0054	0,0056
April	0,0067	0,0062	0,0054	0,0056
Mei	0,0069	0,0060	0,0054	0,0056
Juni	0,0071	0,0058	0,0054	0,0056
Juli	0,0073	0,0056	0,0054	0,0056
Agustus	0,0075	0,0054	0,0054	0,0056
September	0,0077	0,0054	0,0054	0,0056
Oktober	0,0079	0,0054	0,0054	0,0054
November	0,0079	0,0054	0,0054	0,0050
Desember	0,0077	0,0054	0,0054	0,0050

Sumber : Lampiran 2, diolah

Pada tabel 4.1 diatas menunjukkan bahwa Rf pada tahun 2008 – 2011 yang dapat diperoleh dari tingkat suku bunga investasi yang ditetapkan oleh Bank Indonesia (BI) mempunyai nilai Rf tertinggi 0,0079 dicapai pada bulan Oktober dan November tahun 2008 yang artinya pemerintah pasti membayar bunga sesuai dengan yang dijanjikan sebesar 0,79% atas investasi di pasar uang dalam segala kondisi pasar di Indonesia. Nilai terendah Rf dicapai pada bulan November dan Desember tahun 2011 dengan nilai 0,005 yang artinya pemerintah pasti membayar bunga sesuai dengan yang dijanjikan sebesar 0,5% atas investasi di pasar uang dalam segala kondisi pasar di Indonesia.

Kedua, adalah menghitung tingkat pengembalian portofolio pasar (Rm). Hasil perhitungan Rm pada tahun 2008-2011 disajikan pada tabel 4.2 .

**Tabel 4.2 Prhitungan Tingkat Pengembalian Portofolio Pasar Tahun 2008-2011**

Bulan	Rm			
	Tahun 2008	Tahun 2009	Tahun 2010	Tahun 2011
Januari	-0,0432	-0,0168	0,0302	-0,0795
Februari	0,0360	-0,0354	-0,0237	0,0179
Maret	-0,1009	0,1156	0,0895	0,0600
April	-0,0583	0,2013	0,0698	0,0383
Mei	0,0607	0,1126	-0,0587	0,0045
Juni	-0,0390	0,0574	0,0417	0,0134
Juli	-0,0190	0,1463	0,0534	0,0623
Agustus	-0,0601	0,0232	0,0041	-0,0700
September	-0,1539	0,0380	0,1361	-0,0762
Oktober	-0,3142	-0,0405	0,0383	0,0681
November	-0,0121	0,0203	-0,0286	-0,0200
Desember	0,0917	0,0491	0,0488	0,0289

Sumber : Lampiran 2, diolah

Pada tabel 4.2 diatas menunjukkan bahwa Rm pada tahun 2008-2011 yang dapat diperoleh dari peggurangan tingkat pengembalian pasar bulan perhitungan dan tingkat pengembalian pasar sebelum bulan perhitungan dibagi tingkat pengembalian pasar sebelum bulan perhitungan mempunyai nilai tertinggi sebesar 0,2013 dicapai pada bulan April tahun 2009 yang artinya tingkat bunga yang didapat dari investasi pada pasar modal pada saat itu sebesar 20,13% dan nilai terendah dicapai pada bulan Oktober tahun 2008 dengan nilai -0,3142 yang artinya tingkat bunga yang didapat dari investasi pada pasar modal pada saat itu sebesar -31,42%.

Ketiga, adalah menghitung tingkat pengembalian harga saham (Ri). Hasil perhitungan Ri pada tahun 2008-2011 disajikan pada tabel 4.3 .

**Tabel 4.3 Perhitungan Tingkat Pengembalian Harga Saham Tahun 2008-2011**

Bulan	Ri			
	Tahun 2008	Tahun 2009	Tahun 2010	Tahun 2011
Januari	-0,2054	-0,0577	-0,0769	-0,1250
Februari	0,0112	-0,1837	-0,3167	-0,0571
Maret	-0,0444	0,1500	-0,0244	0,2576
April	-0,0930	-0,0109	0,0625	0,0361
Mei	0,2051	0,3626	-0,1529	-0,0116
Juni	0,1702	0,3548	0,0972	-0,0235
Juli	-0,0182	0,0238	0,3165	0,1205
Agustus	0,2407	-0,1860	0	-0,1935
September	0,0298	-0,0857	0,8077	0,0267
Oktober	-0,1884	0,0625	-0,1064	0,0909
November	-0,3661	0,0294	-0,0238	-0,0833
Desember	0,4648	-0,0714	-0,0244	0,0260

Sumber : Lampiran 2, diolah

Pada tabel 4.3 diatas menunjukkan bahwa Ri pada tahun 2008-2011 yang dapat diperoleh dari pengurangan tingkat pengembalian harga saham bulan perhitungan dan tingkat pengembalian harga saham sebelum bulan perhitungan dibagi tingkat pengembalian harga sebelum saham bulan perhitungan mempunyai nilai tertinggi sebesar 0,8077 yang dicapai pada bulan September tahun 2010, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, pada saat itu memiliki tingkat pengembalian investasi dari suatu saham sebesar 80,77% dan nilai terendah dicapai pada tahun 2008 bulan November dengan nilai -0,3661, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, pada saat itu memiliki tingkat pengembalian investasi dari suatu saham sebesar -36,61% .

Keempat, adalah menentukan beta saham atau risiko sistematis. Berdasarkan rumus diatas, diperoleh hasil perhitungan dari faktor risiko sistematis atau beta ( $\beta$ ) pada tahun 2008-2011 disajikan pada tabel 4.4 .

**Tabel 4.4 Perhitungan Beta Pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.  
Tahun 2008-2011**

No	Tahun	$\beta_i$
1	2008	1,1198
2	2009	1,1198
3	2010	1,1198
4	2011	1,1198

Sumber : Lampiran 2, diolah

Pada tabel 4.4 diatas menunjukkan bahwa besarnya  $\beta_i$  padatahun 2008-2011 pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, yang menggambarkan besarnya risiko sistematis yang akan mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan mempunyai nilai sebesar 1,1198. Beta lebih dari 1 menggambarkan bahwa portfolio investasi lebih fluktuatif dibandingkan dengan pasar atau index.

Berdasarkan hasil perhitungan diatas akan digunakan untuk menghitung biaya modal saham ( $K_e$ ) pada tahun 2008 sampai tahun 2011 yang hasilnya disajikan pada tabel 4.5 .

**Tabel 4.5 Perhitungan Biaya Modal Saham Tahun 2008-2011**

Tahun	$R_f$ (1)	$R_m$ (2)	$\beta_i$ (3)	$K_e = (1) + [3(2-1)]$	$K_e$ (%)
2008	0,0925	0,0917	1,1198	0,18656320	18,6563
2009	0,0650	0,0491	1,1198	0,11393526	11,3935
2010	0,0650	0,0488	1,1198	0,11359932	11,3599
2011	0,0600	0,0288	1,1198	0,08665124	8,6651

Sumber : Lampiran 2, diolah

Hasil perhitungan pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa  $K_e$  yang merupakan hasil penjumlahan tingkat suku bunga investasi bebas risiko dengan faktor risiko sistematis kemudian dikalikan dengan tingkat pengembalian pasar setelah dikurangi tingkat suku bunga investasi bebas risiko menghasilkan nilai dalam bentuk persentase secara berturut-turut sebesar 18,66%; 11,39%; 11,36%; dan 8,66%. Biaya modal saham tertinggi dicapai pada tahun 2008 yaitu 18,66%, artinya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham sebesar 18,66%, sedangkan biaya modal saham terendah dicapai pada tahun 2011 yaitu sebesar 8,66%, artinya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham sebesar 8,66%.

b. Perhitungan Biaya Utang ( *Cost Of Debt* )

Perhitungan biaya utang untuk komponen biaya utang sebelum pajak (Kb) diperoleh dari tingkat suku bunga yang dikenakan pada utang jangka panjang. Hasil dari perhitungan Kb secara ringkas disajikan dalam tabel 4.6 .

**Tabel 4.6 Perhitungan Biaya Utang Sebelum Pajak Tahun 2008-2011**

Tahun	Jumlah pinjaman (Rp)	Kb	Kb (%)
2008	1.363.294.642.865	0,10521	10,521
2009	1.360.580.357.157	0,10517	10,517
2010	1.350.000.000.000	0,10500	10,500
2011	1.350.000.000.000	0,10500	10,500

Sumber : Lampiran 2, diolah

Hasil perhitungan pada tabel 4.6 menunjukkan hasil Kb tahun 2008-2011 menghasilkan nilai dalam bentuk persentase secara berturut-turut sebesar 10,521%; 10,517%; 10,500%; 10,500%.

Perhitungan tingkat efektif pajak (t) diperoleh berdasarkan tarif pajak yang ditetapkan dalam Undang-Undang Pajak Penghasilan No. 36 tahun 2008 pengganti UU pajak No 7/1983. Hasil perhitungan tingkat efektif pajak secara ringkas disajikan dalam tabel 4.7 .

**Tabel 4.7 Perhitungan Tingkat Efektif Pajak Tahun 2008-2011**

No	Tahun	pajak (t) (%)
1	2008	30
2	2009	28
3	2010	25
4	2011	25

Sumber : UU PPh No. 36 tahun 2008

Hasil perhitungan pada tabel 4.7 menunjukkan hasil perhitungan tingkat efektif pajak tahun 2008-2011 menghasilkan nilai dalam bentuk persentase secara berturut-turut sebesar 30%; 28%; 25%; dan 25%.

Perhitungan biaya modal utang setelah pajak (Kd) yang hasilnya dapat dinyatakan pada tabel 4.8 .



**Tabel 4.8 Perhitungan Biaya Utang Setelah Pajak Tahun 2008-2011**

Tahun	t	Kb	Kd= Kb [1-t]	Kd (%)
2008	0,30	0,10521	0,07365	7,365
2009	0,28	0,10517	0,07572	7,572
2010	0,25	0,10500	0,07875	7,875
2011	0,25	0,10500	0,07875	7,875

Sumber : Lampiran 2, diolah

Hasil perhitungan pada tabel 4.8 menunjukkan hasil perhitungan Kd yang diperoleh dari perkalian biaya utang sebelum pajak tahun perhitungan dengan hasil pengurangan dari 1 (satu) dan tingkat efektif pajak menghasilkan nilai persentase sebesar 7,365%; 7,572%; 7,875%; dan 7,875%. Biaya modal utang setelah pajak tertinggi dicapai pada tahun 2010 dan 2011 yaitu sebesar 7,875%, artinya perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, harus menghasilkan tingkat pengembalian dari suatu investasi minimal sebesar 7,875% untuk mendapatkan utang jangka panjang, sedangkan nilai terendah dicapai pada tahun 2008 yaitu sebesar 7,365%, artinya perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, harus menghasilkan tingkat pengembalian dari suatu investasi minimal sebesar 7,365% untuk mendapatkan utang jangka panjang.

c. Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang / *Weighted Average Cost Of Capital (WACC)*.

Biaya modal rata-rata tertimbang merupakan proporsi dari utang, saham preferen dan saham biasa dan digunakan untuk menghitung biaya modal secara menyeluruh. Setelah biaya utang dan modal sendiri dihitung, maka dapat dihitung biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

Hasil perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang dapat dinyatakan pada tabel 4.9 .

**Tabel 4.9 Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang Tahun 2008-2011**

Tahun	Jenis Modal	Jumlah (dalam juta Rp) (1)	Proporsi Modal (2)	Biaya Modal (3)	WACC (2) X (3)	WACC (%)
2008	Utang	1.493.413	0,4633	0,0736	0,0341	
	Ekuitas	1.730.201	0,5367	0,1866	0,1001	
	Total	3.223.614	1	0,2602	0,1342	13,425
2009	Utang	1.497.711	0,4604	0,0757	0,0349	
	Ekuitas	1.755.366	0,5396	0,1139	0,0615	
	Total	3.253.077	1	0,1896	0,0963	9,634
2010	Utang	1.551.779	0,4215	0,0787	0,0332	
	Ekuitas	2.129.527	0,5785	0,1136	0,0657	
	Total	3.681.306	1	0,1923	0,0989	9,891
2011	Utang	257.529	0,1028	0,0788	0,0081	
	Ekuitas	2.247.284	0,8972	0,0866	0,0777	
	Total	2.504.813	1	0,1654	0,0858	8,584

Sumber : Lampiran 2, diolah

Berdasarkan perhitungan pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa proporsi ekuitas pada tahun 2008 sampai dengan 2011 lebih kecil dibandingkan dengan proporsi utang. Adapun nilai WACC pada tahun 2008 sampai dengan 2011 secara berturut-turut adalah sebesar 13,425%; 9,634%; 9,891%; dan 8,584%. Nilai WACC tertinggi dicapai pada tahun 2008 yaitu sebesar 13,425% dengan proporsi utang sebesar 46,33% dan proporsi ekuitas sebesar 53,67%, artinya rata-rata tingkat hasil yang diharapkan atas investasi suatu perusahaan sebesar 13,425%, sedangkan nilai terendah dicapai pada tahun 2011 yaitu sebesar 8,584% dengan proporsi utang sebesar 10,28% dan proporsi ekuitas sebesar 89,72%, artinya rata-rata tingkat hasil yang diharapkan atas investasi suatu perusahaan sebesar 8,584%.

#### 4.2.2 Pengujian Hipotesis

Dalam uji t *Paired Samples* tingkat toleransi ( $\alpha$ ) yang digunakan sebesar 5%. Apabila nilai *Asymp. Sig.* > 0,05 maka  $H_0$  diterima dan menolak  $H_a$ , sedangkan apabila nilai *Asymp. Sig.* < 0,05 maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_a$ . Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) mengalami perbedaan secara signifikan sesudah *merger*. Hasil pengujian hipotesis untuk menilai apakah efisiensi biaya modal sesudah

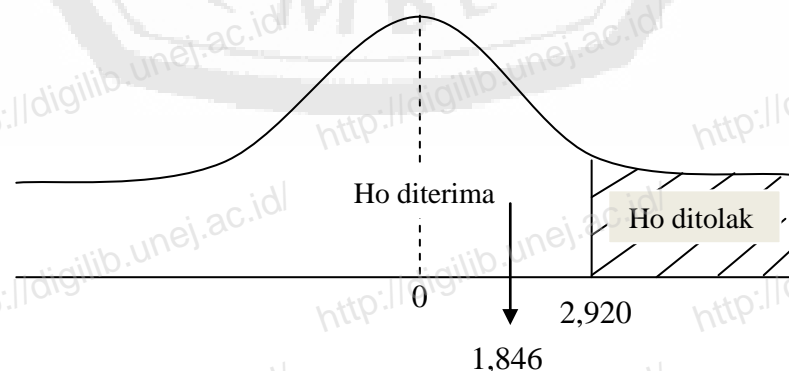
*merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur biaya modal rata-rata tertimbang yang dapat dilihat pada tabel 4.10.

**Tabel 4.10 Hasil Uji t *Paired Samples* untuk WACC sebelum dan sesudah *merger***

Keterangan	Hasil Uji Beda				Keputusan
	Mean	$t_{hitung}$	$t_{tabel}$ ( $df=1, \alpha=5\%$ )	Nilai Sig.	
WACC Sebelum	11,5298	1,846	2,920	0,316	Ho diterima
WACC Sesudah	9,2374				

Sumber: Lampiran 3, diolah

Berdasarkan tabel 4.10 di atas hasil uji beda efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur berdasarkan WACC sebelum dan sesudah *merger* menunjukkan bahwa untuk pengujian satu sisi dengan  $\alpha = 0,05$  dan  $df = 1$  maka diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 2,920 dan nilai  $t_{hitung}$  sebesar 1,846. Nilai  $t_{hitung}$  berada pada daerah Ho diterima karena nilai  $t_{hitung}$  lebih kecil dari  $t_{tabel}$  atau  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ . Hal ini berarti bahwa efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur berdasarkan WACC sesudah *merger* tidak lebih efisien daripada sebelum *merger* secara signifikan. Daerah pengujian satu sisi uji t *Paired Samples* untuk WACC sebelum dan sesudah *merger* disajikan pada gambar 4.1 berikut ini:



**Gambar 4.1 Daerah pengujian satu sisi uji t *Paired Samples* untuk WACC sebelum dan sesudah *merger***

### 4.3 Pembahasan Hasil Penelitian

Keputusan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, untuk melakukan *merger* memberikan pengaruh terhadap efisiensi biaya modal perusahaan. Penelitian ini pertama bertujuan untuk menganalisis efisiensi biaya modal sebelum dan sesudah *merger* yang diukur dengan tingkat biaya modal rata-rata tertimbang. Tujuan yang kedua adalah untuk menentukan apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger*. Perhitungan biaya modal terdiri dari biaya modal saham atau biaya modal sendiri (*cost of equity*), biaya utang (*cost of debt*), dan WACC. Periode penelitian yang digunakan yaitu dua tahun sebelum *merger* (2008-2009) dan dua tahun sesudah *merger* (2010-2011).

Pembahasan dalam penelitian ini meliputi analisis efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, sebelum dan sesudah *merger* dan menentukan apakah biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk, sebagai berikut :

#### 4.3.1. Analisis Efisiensi Biaya Modal Sebelum dan Sesudah *Merger* Pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai biaya modal sesudah *merger* secara absolut lebih efisien daripada biaya modal sebelum *merger*. Hasil ini ditunjukkan berdasarkan nilai WACC pada tabel 4.9 tahun 2008 yang sebesar 13,425% hasilnya tidak lebih efisien jika dibandingkan tahun 2010 sesudah *merger* yang sebesar 9,891%. Hal ini disebabkan karena nilai  $R_f$  pada tahun 2008 yang cukup tinggi yang mengakibatkan meningkatnya biaya utang. Oleh karena itu perusahaan harus membayar pemegang obligasi dengan suku bunga yang lebih tinggi untuk memperoleh modal utang.

Pada tahun 2009 nilai WACC turun menjadi 9,634%. Jika dibandingkan dengan WACC tahun 2010, WACC tahun 2009 lebih efisien daripada tahun 2010 yang sebesar 9,891%. Hal ini dikarenakan belum adanya perubahan struktur modal perusahaan sesudah melakukan *merger* dan masih menggunakan struktur modal sebelum perusahaan melakukan *merger*.

Nilai WACC tahun 2008 yang sebesar 13,425% tidak lebih efisien jika dibandingkan dengan WACC tahun 2011 sebesar 8,584%. Hal ini dikarenakan nilai  $R_f$  yang tinggi dan mengakibatkan biaya utang meningkat. Selain nilai  $R_f$ , juga dipengaruhi oleh tarif pajak yang tinggi pada tahun 2008.

Nilai WACC tahun 2009 yang sebesar 9,634% tidak lebih efisien dibandingkan dengan WACC tahun 2011 sebesar 8,584%. Hal ini disebabkan karena sudah adanya perubahan struktur modal perusahaan pada periode ke dua sesudah *merger*, yang secara keseluruhan dapat dinyatakan bahwa nilai WACC PT Bentoel Internasional Investama Tbk, sudah mengarah pada tujuan *merger* perusahaan yaitu biaya modal sesudah *merger* lebih efisien daripada sebelum *merger*, walaupun penurunan WACC terlihat pada periode ke dua sesudah *merger*. Jika dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya, penelitian ini lebih menyempurnakan riset sebelumnya yang hanya membandingkan kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio keuangan antara sebelum dan sesudah *merger*. Sedangkan pada penelitian ini melakukan analisis pada efisiensi biaya modal perusahaan untuk mengetahui apakah strategi *merger* yang telah dilakukan sudah tepat atau belum jika dilihat dari efisiensi biaya modal.

#### 4.3.2. Menentukan Apakah Biaya Modal Sesudah *Merger* Lebih Efisien daripada Sebelum *Merger* Pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Hasil uji statistik yaitu uji *t Paired Samples* yang mengukur apakah terdapat perbedaan efisiensi biaya modal antara sebelum *merger* dan sesudah *merger* pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk. yang diukur berdasarkan nilai biaya modal rata-rata tertimbang yang diperoleh nilai *mean* yang lebih besar pada saat sebelum *merger* yang berarti bahwa pada saat sebelum *merger* PT Bentoel Internasional Investama Tbk. masih belum mampu untuk memilih sumber dana yang efektif yang dapat meningkatkan profitabilitas dengan biaya yang efisien dibandingkan pada saat sesudah *merger*. Pada tabel 4.10 memberikan hasil bahwa  $H_0$  diterima. Hal ini berarti bahwa efisiensi biaya modal pada PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

yang diukur berdasarkan WACC sesudah *merger* tidak lebih efisien daripada sebelum *merger* secara signifikan. Jika dibandingkan dengan hasil uji statistik pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Susanti (2006), Agustian (2007), dan Shinta (2008) hasilnya menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan kinerja keuangan antara sebelum dan sesudah *merger*, tetapi pada penelitian ini hasil uji statistik menunjukkan tidak adanya perbedaan efisiensi biaya modal yang signifikan antara sebelum dan sesudah *merger*.

#### 4.4 Keterbatasan Penelitian

Beberapa hal yang harus diperhatikan berkenaan dengan hasil penelitian ini yang sekaligus merupakan keterbatasan penelitian. Keterbatasan tersebut yaitu:

- a. Periode penelitian ini memiliki periode pengamatan yang cukup pendek, yang mana hanya digunakan dua tahun sebelum dan dua tahun setelah *merger*. Pendeknya periode penelitian dikarenakan *merger* yang dilakukan PT Bentoel Internasional Investama Tbk. baru efektif pada awal tahun 2010 sehingga hasil penelitian ini belum mampu mencerminkan bentangan waktu yang lebih efektif. Diharapkan pada peneliti selanjutnya untuk menambah periode penelitian agar diperoleh hasil yang lebih baik yang mencerminkan efisiensi biaya modal perusahaan.
- b. Penelitian ini menggunakan analisis biaya modal rata-rata tertimbang tertimbangannya / *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) menggunakan komponen biaya modal saham dan biaya utang. Pada komponen biaya modal saham tidak terperinci secara lengkap yang pada dasarnya terdapat komponen biaya modal saham preferen, biaya modal saham biasa, dan biaya modal laba ditahan dikarenakan data pada neraca laporan keuangan hanya menyebutkan biaya ekuitas dan biaya utang. Oleh karena itu, hasil perhitungan biaya modal saham kurang spesifik.

## BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan diperoleh kesimpulan sebagai jawaban atas pokok permasalahan hasilnya adalah

- a. Secara absolut hasil dari perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) ini sudah mengarah pada harapan perusahaan yaitu sesudah *merger* biaya modal perusahaan lebih efisien, walaupun penurunan nilai WACC terjadi pada periode ke dua sesudah *merger*. Nilai WACC tertinggi dicapai pada tahun 2008 yaitu sebesar 13,4253% sedangkan nilai terendah dicapai pada tahun 2011 yaitu sebesar 8,5839% walaupun terdapat peningkatan dari tahun 2009 ke tahun 2010 tetapi tidak begitu besar perbedaannya. Hal ini menunjukkan bahwa pada saat sebelum *merger* perusahaan belum mampu untuk memilih sumber dana yang efektif yang dapat meningkatkan profitabilitas dengan biaya yang efisien dibandingkan pada saat sesudah *merger*.
- b. Secara uji statistik nilai biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) sesudah *merger* tidak lebih efisien daripada sebelum *merger*.

### 5.2 Saran

Memperhatikan hasil analisis, pembahasan dan kesimpulan, maka beberapa saran yang diajukan kepada perusahaan, bagi investor, bagi akademisi, dan peneliti lain adalah sebagai berikut:

#### a. Bagi Perusahaan

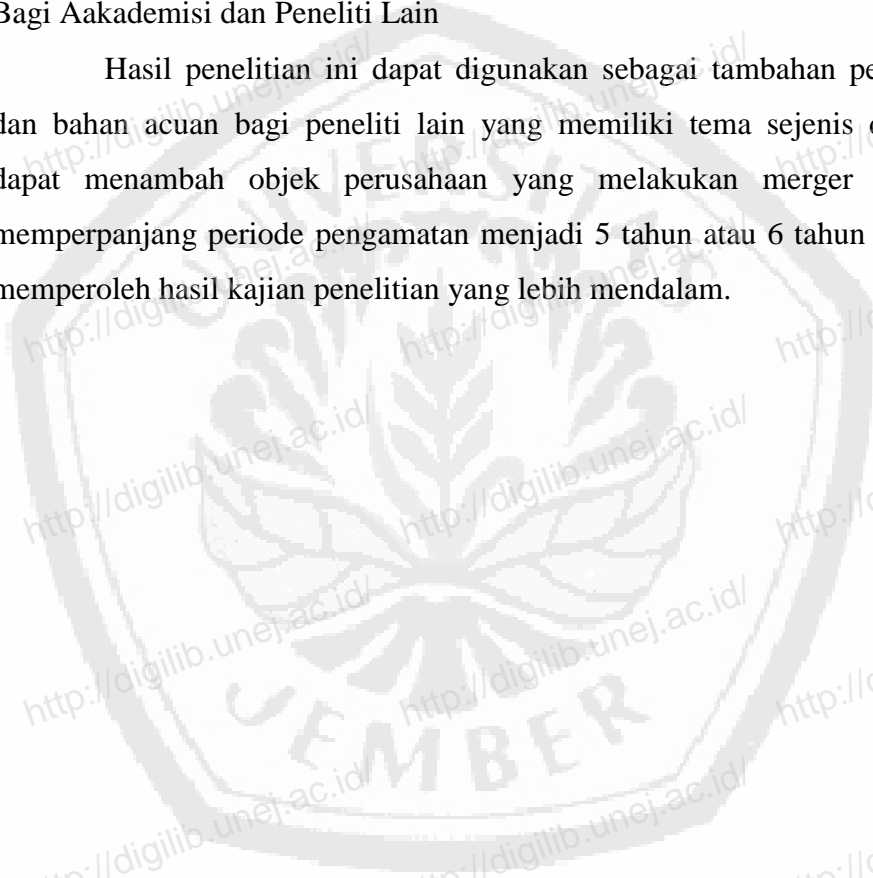
Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dalam upaya mencari struktur modal yang optimum agar dapat meminimumkan biaya modal sehingga dapat memaksimumkan harga saham.

b. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu acuan untuk dan bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan berinvestasi terhadap perusahaan yang akan melakukan *merger*. Selain itu juga untuk mengetahui apakah suatu perusahaan tersebut mampu memberikan nilai tambah atas dana yang akan diinvestasikan dengan melihat secara teliti kinerja dan masa depan perusahaan tersebut.

c. Bagi Akademisi dan Peneliti Lain

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan pengetahuan dan bahan acuan bagi peneliti lain yang memiliki tema sejenis diharapkan dapat menambah objek perusahaan yang melakukan *merger* dan lebih memperpanjang periode pengamatan menjadi 5 tahun atau 6 tahun agar dapat memperoleh hasil kajian penelitian yang lebih mendalam.





## DAFTAR PUSTAKA

- Agustian, F. A. 2007. *Analisis perbedaan return saham dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah publikasi merger dan akuisisi sektor industri manufaktur di BEJ*. Skripsi. Jember: Universitas Jember.
- Amidipradja, T. Dan Wirasasmitu, R. 2005. *Neraca Koperasi*. Bandung: Pionir Jaya.
- Arifin. 2005. *Analisis Struktur Modal Dalam Perusahaan Serta Prospek Keuangan Dimasa Yang Akan Datang Pada CV Agung Di Lumajang*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
- Baridwan dan Legowo. 2002. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Beams, F.A. dan Amir Abadi Yusuf. 2000. *Akuntansi Keuangan Lanjutan di Indonesia*. Buku Satu. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham dan Houston. 2006. *Manajemen Keuangan*. Buku 2. Jakarta : Salemba Empat.
- Gitosudarmo, I. Dan Basri. 2000. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hadiwidjaja. 2001. *Modal Dalam Keuangan Perusahaan*. Bandung: Pioner Jaya.
- Husnan, S. Dan Pudjiastuti, E. 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Pertama. Yogyakarta: UPPAMD YKPM.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Lienenpu. 2006. *Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Penerbit Ekonesia FE UII.
- Moin, A. 2003. *Merger dan Akuisisi, Latar Belakang dan Faktor-faktor yang mempengaruhinya*. Kajian Bisnis. No. 13, Januari-April: 71-82.
- Napa, J.A. 1999. *Manajemen Keuangan Pendekatan Matematis*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Nugroho, M.A. 2010. *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Pada perusahaan*

- Pengakuisisi, Periode 2002-2003*). Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Payamta. 2001. *Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi Terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi IV: 238-261.
- Peraturan Pemerintah Republik Indonesia. No 27 Tahun 1988. *Tentang Penambahan Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia Ke Dalam Modal Saham Perusahaan*.
- Prawironegoro dan Purwanti. 2008. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep Aplikasi Dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Cetakan Keempat. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Yayasan Badan Penerbitan Gajah Mada.
- Roztock, N. 2001. *EVA For Small Manufacturing*. Jurnal.
- Saleh, S. 2001. *Statistik Induktif*. Edisi Revisi. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Santoso, S. 2010. *Statistik Nonparametrik: Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo
- Sartono, A. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. BPFE. Yogyakarta:
- Sawir, A. 2005. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Sbramanyam, K.R. 2005. *Analisis Laporan Keuangan 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Shinta, H.A. E. 2008. *Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah merger dan akuisisi (Studi pada perusahaan manufaktur yang melakukan merger dan akuisisi yang tercatat pada BEJ)*. Universitas Muhammadiyah. Malang:
- Sjahrial, D. 2007. *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media. Jakarta:
- Sjahrial, D. 2006. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sumarni, M. 1998. *Pengantar Bisnis: Dasar-Dasar Ekonomi Perusahaan*. Yogyakarta: Liberty.

Sundjaja, R. dan barlian, I. 2003. *Manajemen keuangan*. Edisi Keempat Jilid Dua. Jakarta: Literata Lintas Media.

Suparwoto. 1997. *Akuntansi Keuangan lanjutan : Laporan Keuangan Konsolidas Pendekatan Terpadu*. BPFE. Yogyakarta.

Susanti, N. I. 2006. *Analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger atau akuisisi pada perusahaan manufaktur yang listed di BEJ*. Skripsi. Jember: Universitas Jember.

Syamsudin, L. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan Konsep dan Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengembalian Keputusan*. Cetakan Keempat. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.

Weston, J. F. dan Eugene F. B. 1993. *Manajemen Keuangan (Managerial Finance)*. Edisi Ketujuh. Jakarta: Erlangga.

Widjanarko, H. 2006. *Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur*. Buletin Ekonomi. Vol. 2, No. 2.

Widyani, I. P. 2005. *Penilaian Kinerja Perusahaan Perbankan antara Sebelum dan Sesudah Merger (Studi Kasus pada PT. Bank Mandiri, Tbk.)*. Skripsi. Jember: Universitas Jember.

Yunus, H. dan Harnanto. 2000. *Akuntansi Keuangan Lanjutan*. Yogyakarta: BPFE.

Internet

[www.bentoel.co.id](http://www.bentoel.co.id)

[www.google.com](http://www.google.com)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.bi.co.id](http://www.bi.co.id)

[www.yahoo.com](http://www.yahoo.com)

# Lampiran 1

Laporan Keuangan Tahunan  
PT Bentoel Internasional Investama Tbk.  
Tahun 2008 - Tahun 2011 yang Berakhir  
Pada 31 Desember

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
NERACA KONSOLIDASI  
31 DESEMBER 2009 DAN 2008

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS  
DECEMBER 31, 2009 AND 2008

	2009 Rp	Catatan/ Notes	2008 Rp	
<b>ASET</b>				<b>ASSETS</b>
<b>ASET LANCAR</b>				<b>CURRENT ASSETS</b>
Kas dan setara kas	84.310.801.719	3g,4	76.694.242.894	Cash and cash equivalents
Piutang usaha				Trade accounts receivable
Pihak ketiga - setelah dikurangi penyisihan piutang ragu-ragu sebesar Rp 6.737.611.685 tahun 2009 dan Rp 4.200.785.377 tahun 2008	174.309.061.823	3i,5	136.669.487.704	Third parties - net of allowance for doubtful accounts of Rp 6,737,611,685 in 2009 and Rp 4,200,785,377 in 2008
Piutang lain-lain				Other accounts receivable
Pihak hubungan istimewa - setelah dikurangi penyisihan piutang ragu-ragu sebesar nihil tahun 2009 dan Rp 15.476.336.275 tahun 2008	-	3e,3i,6	-	Related parties - net of allowance for doubtful accounts of nil in 2009 and Rp 15,476,336,275 in 2008
Pihak ketiga - setelah dikurangi penyisihan piutang ragu-ragu sebesar Rp 31.128.289.422 tahun 2009 dan 2008	625.226.410	3i,7	1.162.360.562	Third parties - net of allowance for doubtful accounts of Rp 31,128,289,422 in 2009 and 2008
Persediaan - setelah dikurangi penyisihan penurunan nilai persediaan sebesar Rp 2.272.523.548 tahun 2009 dan Rp 563.914.648 tahun 2008	2.401.087.075.723	3j,8	2.644.168.608.078	Inventories - net of allowance for decline in value of Rp 2,272,523,548 in 2009 and Rp 563,914,648 in 2008
Pajak dibayar dimuka	106.475.757.473	3s,9	171.258.334.485	Prepaid taxes
Biaya dibayar dimuka	21.710.911.904	3k	14.527.501.723	Prepaid expenses
Uang muka pembelian	2.515.571.455		8.584.712.359	Advance payment
<b>Jumlah Aset Lancar</b>	<u>2.791.034.406.507</u>		<u>3.053.065.247.805</u>	<b>Total Current Assets</b>
<b>ASET TIDAK LANCAR</b>				<b>NONCURRENT ASSETS</b>
Deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya	-	10	32.000.000.000	Restricted time deposits
Piutang kepada pihak hubungan istimewa - setelah dikurangi penyisihan piutang ragu-ragu sebesar Rp 12.395.265.139 tahun 2009 dan 2008	-	3e,3i,11,36	-	Accounts receivable from related parties - net of allowance for doubtful accounts of Rp 12,395,265,139 in 2009 and 2008
Uang muka pembelian aset tetap	130.296.465.143	12	185.490.748.153	Advance payment for property and equipment
Aset pajak tangguhan	104.803.484.914	3s,34	102.828.209.084	Deferred tax assets
Investasi saham	715.376.220	3h	715.376.220	Investment in shares of stocks
Aset tetap - setelah dikurangi akumulasi penyusutan sebesar Rp 606.159.087.017 tahun 2009 dan Rp 486.554.020.050 tahun 2008	1.209.997.621.762	3i,13,40	1.040.992.186.452	Property and equipment - net of accumulated depreciation of Rp 606,159,087,017 in 2009 and Rp 486,554,020,050 in 2008
Klaim pengembalian pajak	34.157.501.233	14	-	Claims for tax refund
Goodwill	29.407.171.151	3c,15	38.944.632.060	Goodwill
Aset lainnya	2.247.151.235	16,40	1.495.563.953	Other assets
<b>Jumlah Aset Tidak Lancar</b>	<u>1.511.624.771.658</u>		<u>1.402.466.715.922</u>	<b>Total Noncurrent Assets</b>
<b>JUMLAH ASET</b>	<u>4.302.659.178.165</u>		<u>4.455.531.963.727</u>	<b>TOTAL ASSETS</b>

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasi yang merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasi.

See accompanying notes to consolidated financial statements which are an integral part of the consolidated financial statements.

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
NERACA KONSOLIDASI  
31 DESEMBER 2009 DAN 2008 (Lanjutan)

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS  
DECEMBER 31, 2009 AND 2008 (Continued)

	2009	Catatan/ Notes	2008	
	Rp		Rp	
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>				<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>				<b>CURRENT LIABILITIES</b>
Hutang usaha		17		Trade accounts payable
Pihak hubungan istimewa	34.756.447.042	3e,36	-	Related parties
Pihak ketiga	98.866.640.195		220.126.544.469	Third parties
Hutang lain-lain	8.963.333.662		6.661.497.810	Other accounts payable
Hutang pajak	484.946.130.008	3s,18	563.496.812.030	Taxes payable
Biaya yang masih harus dibayar	164.929.055.039	3f,19	107.890.951.977	Accrued expenses
Pendapatan ditangguhkan	-		6.999.996	Unearned income
Hutang bank	253.406.246.170	20	331.021.614.239	Bank loans
Hutang bank jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun	3.714.285.736	21	2.714.285.708	Current maturities of long-term bank loans
Jumlah Kewajiban Lancar	1.049.582.137.852		1.231.918.706.229	Total Current Liabilities
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>				<b>NONCURRENT LIABILITIES</b>
Pendapatan ditangguhkan	-		21.000.028	Unearned income
Hutang bank jangka panjang setelah dikurangi bagian yang jatuh tempo dalam satu tahun	6.866.071.421	21	10.580.357.157	Long-term bank loans - net of current maturity
Hutang obligasi	1.346.005.913.287	3o,22	1.344.596.235.631	Bonds payable
Kewajiban imbalan pasca kerja	144.839.369.793	3p,23	138.215.089.792	Post-employment benefits obligation
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	1.497.711.354.501		1.493.412.682.608	Total Noncurrent Liabilities
<b>EKUITAS</b>				<b>EQUITY</b>
Modal saham - nilai nominal Rp 50 per saham				Capital stock - Rp 50 par value per share
Modal dasar - 21.546.000.000 saham				Authorized - 21,546,000,000 shares
Modal ditempatkan dan disetor - 6.733.125.000 saham	336.656.250.000	25	336.656.250.000	Subscribed and paid-up - 6,733,125,000 shares
Tambahan modal disetor	350.813.599.007	3o,3q,26	350.813.599.007	Additional paid-in capital
Selisih nilai transaksi restrukturisasi entitas sepengendali	106.071.687.225	3b,27	106.071.687.225	Difference in value of restructuring transactions with entities under common control
Saldo laba	961.824.149.580		936.659.038.658	Retained earnings
Jumlah Ekuitas	1.755.365.685.812		1.730.200.574.890	Total Equity
<b>JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>	<b>4.302.659.178.165</b>		<b>4.455.531.963.727</b>	<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasi yang merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasi.

See accompanying notes to consolidated financial statements which are an integral part of the consolidated financial statements.

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN  
LAPORAN LABA RUGI KONSOLIDASI  
UNTUK TAHUN-TAHUN YANG BERAKHIR 31 DESEMBER 2009 DAN 2008

P.T. BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA Tbk AND ITS SUBSIDIARIES  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME  
FOR THE YEARS ENDED DECEMBER 31, 2009 AND 2008

	2009	Catatan/ Notes	2008	
	Rp		Rp	
PENJUALAN DAN PENDAPATAN BERSIH	6.081.726.161.346	3r,29	5.940.801.161.593	NET SALES AND REVENUES
BEBAN POKOK PENJUALAN DAN BEBAN LANGSUNG	<u>(4.959.473.890.044)</u>	3r,30	<u>(4.824.168.058.193)</u>	COST OF GOODS SOLD AND DIRECT COSTS
LABA KOTOR	<u>1.122.252.271.302</u>		<u>1.116.633.103.400</u>	GROSS PROFIT
BEBAN USAHA		3r,31		OPERATING EXPENSES
Penjualan	564.999.376.189		477.809.412.043	Selling
Umum dan administrasi	<u>291.784.372.844</u>		<u>228.683.756.023</u>	General and administrative
Jumlah Beban Usaha	<u>856.783.749.033</u>		<u>706.493.168.066</u>	Total Operating Expenses
LABA USAHA	<u>265.468.522.269</u>		<u>410.139.935.334</u>	INCOME FROM OPERATIONS
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN		3r		OTHER INCOME (CHARGES)
Penghasilan bunga deposito dan jasa giro	1.603.777.620	4	17.651.107.236	Interest income on time deposits and current accounts
Keuntungan atas penjualan aset tetap	12.295.948.867	3l,13	12.295.490.572	Gain on sale of property and equipment
Keuntungan penjualan barang sisa	8.032.575.445		9.894.635.190	Gain on sale of scrap
Penghasilan sewa	1.550.280.000	33	464.059.090	Rent income
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing - bersih	4.462.413.069	3d	(3.460.796.581)	Profit (loss) on foreign exchange - net
Denda pajak	-	9	(12.130.751.236)	Tax penalty expense
Kerugian rokok rusak	(12.974.093.489)	3j	(9.996.393.299)	Loss on damaged cigarettes
Beban bunga dan keuangan	(182.499.956.358)	32	(176.770.182.758)	Interest and financial charges
Lain-lain-bersih	<u>(8.822.651.771)</u>		<u>(3.909.918.002)</u>	Others - net
Beban Lain-lain - Bersih	<u>(176.351.706.617)</u>		<u>(165.962.749.788)</u>	Other Charges - Net
LABA SEBELUM PAJAK	89.116.815.652		244.177.185.546	INCOME BEFORE TAX
BEBAN PAJAK	<u>(63.951.704.730)</u>	3s,34	<u>(5.039.304.547)</u>	TAX EXPENSE
LABA BERSIH	<u>25.165.110.922</u>		<u>239.137.880.999</u>	NET INCOME
LABA PER SAHAM DASAR	3,74	3t,35	35,52	BASIC EARNINGS PER SHARE

Lihat catatan atas laporan keuangan konsolidasi yang merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasi.

See accompanying notes to consolidated financial statements which are an integral part of the consolidated financial statements.

**PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA TBK  
DAN ENTITAS ANAK/AND SUBSIDIARIES**

Lampiran 1/1 Schedule

**LAPORAN POSISI KEUANGAN  
KONSOLIDASIAN  
31 DESEMBER 2011 DAN 2010**  
(Angka dalam tabel dinyatakan dalam  
jutaan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

**CONSOLIDATED STATEMENTS OF  
FINANCIAL POSITION  
AS AT 31 DECEMBER 2011 AND 2010**  
(Figures in tables are expressed in  
millions of Rupiah, unless otherwise stated)

	2011	Catatan/ Notes	2010	
<b>ASET LANCAR</b>				<b>CURRENT ASSETS</b>
Kas dan setara kas	88,338	3	88,376	Cash and cash equivalents
Piutang usaha:				Trade receivables:
- Pihak berelasi	397	4	801	Related parties -
- Pihak ketiga, setelah dikurangi provisi penurunan nilai piutang usaha Rp 9.200 (2010: Rp 8.265)	279,948	4	189,042	Third parties, net of provision - for impairment of trade receivable Rp 9,200 (2010: Rp 8,265)
Persediaan	3,553,159	5	2,483,453	Inventories
Pajak dibayar dimuka:				Prepaid taxes:
- Pajak penghasilan badan	98,690	12a	95,809	Corporate income tax -
- Pajak lainnya	194,953	12b	140,306	Other taxes -
Biaya dibayar dimuka dan uang muka	71,783		55,347	Prepayments and advances
<b>Jumlah aset lancar</b>	<b>4,287,268</b>		<b>3,053,134</b>	<b>Total current assets</b>
<b>ASET TIDAK LANCAR</b>				<b>NON-CURRENT ASSETS</b>
Uang muka pembelian aset tetap	-		5,866	Advances for fixed assets
Aset pajak tangguhan	63,171	12f	80,897	Deferred tax assets
Aset tetap, setelah dikurangi akumulasi penyusutan dan provisi penurunan nilai sebesar Rp 713.913 (2010: Rp 626.424)	1,921,194	6	1,713,400	Fixed assets, net of accumulated depreciation and provision for impairment of Rp 713,913 (2010: Rp 626,424)
Aset yang dimiliki untuk dijual	21,792		22,770	Assets held for sale
Aset lain-lain	40,532		26,530	Other assets
<b>Jumlah aset tidak lancar</b>	<b>2,046,689</b>		<b>1,849,463</b>	<b>Total non-current assets</b>
<b>JUMLAH ASET</b>	<b>6,333,957</b>		<b>4,902,597</b>	<b>TOTAL ASSETS</b>

Catatan atas laporan keuangan konsolidasian merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasian.

The accompanying notes form an integral part of these consolidated financial statements.



**PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA TBK  
DAN ENTITAS ANAK/AND SUBSIDIARIES**

Lampiran 1/2 Schedule

**LAPORAN POSISI KEUANGAN  
KONSOLIDASIAN**  
31 DESEMBER 2011 DAN 2010  
(Angka dalam tabel dinyatakan dalam  
jutaan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

**CONSOLIDATED STATEMENTS OF  
FINANCIAL POSITION**  
AS AT 31 DECEMBER 2011 AND 2010  
(Figures in tables are expressed in  
millions of Rupiah, unless otherwise stated)

	2011	Catatan/ Notes	2010	
<b>LIABILITAS JANGKA PENDEK</b>				<b>CURRENT LIABILITIES</b>
Pinjaman jangka pendek	877,713	7	343,624	Short-term borrowings
Utang usaha:				Trade payables:
- Pihak berelasi	43,724	8	5,256	Related parties -
- Pihak ketiga	142,143	8	89,539	Third parties -
Utang cukai	881,782	23	262,524	Excise payables
Utang lainnya - pihak ketiga	13,857		5,475	Other payables - third parties
Akrual	442,872	9	420,154	Accruals
Utang pajak:				Taxes payable:
- Pajak penghasilan badan	52,852	12c	70,614	Corporate income tax -
- Pajak lainnya	25,376	12d	24,105	Other taxes -
Utang obligasi	1,348,825	10	-	Bonds payable
<b>Jumlah liabilitas jangka pendek</b>	<b>3,829,144</b>		<b>1,221,291</b>	<b>Total current liabilities</b>
<b>LIABILITAS JANGKA PANJANG</b>				<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>
Utang obligasi	-	10	1,347,416	Bonds payable
Liabilitas pajak tangguhan	24,602	12f	20,800	Deferred tax liabilities
Liabilitas imbalan kerja	232,927	11	183,563	Employee benefits obligation
<b>Jumlah liabilitas jangka panjang</b>	<b>257,529</b>		<b>1,551,779</b>	<b>Total non-current liabilities</b>
<b>EKUITAS</b>				<b>EQUITY</b>
Modal saham:				Share capital:
- Modal dasar - 21.546.000.000 saham dengan nilai nominal Rp 50 (Rupiah penuh) per saham				Authorised - 21,546,000,000 - shares with par value of Rp 50 (full Rupiah) per share
- Modal ditempatkan dan disetor penuh 7.240.005.000 saham	362,000	13	362,000	Issued and fully paid - 7,240,005,000 shares
Tambahan modal disetor	616,419		616,419	Additional paid-in capital
Seisih nilai transaksi restrukturisasi entitas sepengendali	(361,491)	15	(361,491)	Difference in value arising from restructuring transactions of entities under common control
Saldo laba belum dicadangkan	1,630,356		1,512,599	Unappropriated retained earnings
<b>Jumlah ekuitas</b>	<b>2,247,284</b>		<b>2,129,527</b>	<b>Total equity</b>
<b>JUMLAH LIABILITAS DAN EKUITAS</b>	<b>6,333,957</b>		<b>4,902,597</b>	<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>

Catatan atas laporan keuangan konsolidasian merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasian.

The accompanying notes form an integral part of these consolidated financial statements.

**PT BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA TBK  
DAN ENTITAS ANAK/D SUBSIDIARIES**

**Lampiran 2 Schedule**

**LAPORAN LABA RUGI KOMPREHENSIF  
KONSOLIDASIAN  
UNTUK TAHUN YANG BERAKHIR  
31 DESEMBER 2011 DAN 2010**  
(Angka dalam tabel dinyatakan dalam  
jutaan Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

**CONSOLIDATED STATEMENTS OF  
COMPREHENSIVE INCOME  
FOR THE YEARS ENDED  
31 DECEMBER 2011 AND 2010**  
(Figures in tables are expressed in  
millions of Rupiah, unless otherwise stated)

	2011	Catatan/ Notes	2010	
Pendapatan bersih	10,070,175	17	8,904,568	<b>Net revenue</b>
Beban pokok penjualan	(7,756,010)	18	(6,960,270)	<b>Cost of goods sold</b>
<b>Laba bruto</b>	<b>2,314,165</b>		<b>1,944,298</b>	<b>Gross profit</b>
<b>(Beban)/pendapatan operasi</b>				<b>Operating (expenses)/income</b>
Beban penjualan	(1,076,774)	19a	(894,844)	<i>Selling expenses</i>
Beban umum dan administrasi	(585,694)	19b	(574,617)	<i>General and administrative expenses</i>
Pendapatan sewa	2,985		2,387	<i>Rental income</i>
	(1,659,483)		(1,467,074)	
<b>Laba usaha</b>	<b>654,682</b>		<b>477,224</b>	<b>Operating income</b>
<b>(Beban)/penghasilan lain-lain</b>				<b>Other (expenses)/income</b>
Beban bunga	(160,183)		(153,860)	<i>Interest expenses</i>
Beban pajak	(47,938)		(9,052)	<i>Tax expenses</i>
(Kerugian)/keuntungan atas selisih kurs, bersih	(1,830)		2,964	<i>Foreign exchange (loss)/gain, net</i>
Penghasilan bunga	11,852		6,716	<i>Interest income</i>
Keuntungan/(kerugian) atas pelepasan aset tetap	9,030	6	(2,595)	<i>Gain/(loss) on disposal of fixed assets</i>
Keuntungan penjualan barang sisa	7,306		13,568	<i>Gain on sale of scrap</i>
Lain-lain, bersih	12,318		32,483	<i>Others, net</i>
	(169,445)		(109,776)	
<b>Laba sebelum pajak penghasilan</b>	<b>485,237</b>		<b>367,448</b>	<b>Profit before income tax</b>
Beban pajak penghasilan	(179,240)	12e	(148,827)	<b>Income tax expense</b>
<b>Laba tahun berjalan</b>	<b>305,997</b>		<b>218,621</b>	<b>Profit for the year</b>
<b>Pendapatan komprehensif lainnya</b>	<b>-</b>		<b>-</b>	<b>Other comprehensive income</b>
<b>Total pendapatan komprehensif tahun berjalan</b>	<b>305,997</b>		<b>218,621</b>	<b>Total comprehensive income for the year</b>
<b>Laba yang dapat diatribusikan ke pemilik entitas induk</b>	<b>305,997</b>		<b>218,621</b>	<b>Profit attributable to owners of the parent</b>
<b>Laba komprehensif yang dapat diatribusikan ke pemilik entitas induk</b>	<b>305,997</b>		<b>218,621</b>	<b>Comprehensive income attributable to owners of the parent</b>
<b>Laba bersih per saham-dasar dan dilusian (Rupiah penuh)</b>	<b>42,26</b>	16	<b>30,20</b>	<b>Net earnings per share-basic and diluted (full Rupiah)</b>

Catatan atas laporan keuangan konsolidasian merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan konsolidasian.

The accompanying notes form an integral part of these consolidated financial statements.

# Lampiran 2

Hasil Perhitungan Biaya Modal PT  
Bentoel Internasional Investama Tbk.



## Lampiran 2

### Hasil Perhitungan Tingkat Suku Bunga Bebas Resiko (Rf) Tahun 2008-2011

Tahun	2008		2009		2010		2011	
	Rf tahunan	Rf bulanan	Rf tahunan	Rf bulanan	Rf tahunan	Rf bulanan	Rf tahunan	Rf bulanan
januari	0,08	0,0066667	0,0875	0,007292	0,065	0,00541667	0,065	0,0054167
februari	0,08	0,0066667	0,0825	0,006875	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
maret	0,08	0,0066667	0,0775	0,006458	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
april	0,08	0,0066667	0,075	0,00625	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
mei	0,0825	0,006875	0,0725	0,006042	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
juni	0,085	0,0070833	0,07	0,005833	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
juli	0,0875	0,0072917	0,0675	0,005625	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
agustus	0,09	0,0075	0,065	0,005417	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
september	0,0925	0,0077083	0,065	0,005417	0,065	0,00541667	0,0675	0,005625
oktober	0,095	0,0079167	0,065	0,005417	0,065	0,00541667	0,065	0,0054167
november	0,095	0,0079167	0,065	0,005417	0,065	0,00541667	0,06	0,005
desember	0,0925	0,0077083	0,065	0,005417	0,065	0,00541667	0,06	0,005

Sumber: [www.bi.co.id](http://www.bi.co.id)

### Hasil Perhitungan Tingkat Pengembalian Saham (Ri) Tahun 2008-2011

Tahun	2008		2009		2010		2011	
	Pt	$Ri = \frac{Pt - (Pt-1)}{(Pt-1)}$	Pt	$Ri = \frac{Pt - (Pt-1)}{(Pt-1)}$	Pt	$Ri = \frac{Pt - (Pt-1)}{(Pt-1)}$	Pt	$Ri = \frac{Pt - (Pt-1)}{(Pt-1)}$
januari	445	-0,2054	490	-0,0577	600	-0,0769	700	-0,125
februari	450	0,0112	400	-0,1837	410	-0,3167	660	-0,057
maret	430	-0,0444	460	0,15	400	-0,0244	830	0,258
april	390	-0,093	455	-0,0109	425	0,0625	860	0,036
mei	470	0,2051	620	0,36264	360	-0,1529	850	-0,012
juni	550	0,1702	840	0,35484	395	0,09722	830	-0,024
juli	540	-0,0182	860	0,02381	520	0,31646	930	0,12
agustus	670	0,2407	700	-0,186	520	0	750	-0,194
september	690	0,0299	640	-0,0857	940	0,80769	770	0,027
oktober	560	-0,1884	680	0,0625	840	-0,1064	840	0,091
november	355	-0,3661	700	0,02941	820	-0,0238	770	-0,083
desember	520	0,4648	650	-0,0714	800	-0,0244	790	0,026

Sumber: [www.yahoo.com](http://www.yahoo.com)

## Lampiran 2

Hasil Perhitungan Tingkat Pengembalian Pasar (Rm) Tahun 2008-2011

Tahun	2008		2009		2010		2011	
	IHSG	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	IHSG	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	IHSG	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	IHSG	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$
januari	2627,3	-0,043	1332,67	-0,017	2610,8	0,03016	3409,17	-0,079
februari	2721,9	0,036	1285,48	-0,035	2549,03	-0,0237	3470,35	0,0179
maret	2447,3	-0,101	1434,07	0,1156	2777,3	0,08955	3678,67	0,06
april	2304,5	-0,058	1722,77	0,2013	2971,25	0,06983	3819,62	0,0383
mei	2444,4	0,0607	1916,83	0,1126	2796,96	-0,0587	3836,97	0,0045
juni	2349,1	-0,039	2026,78	0,0574	2913,68	0,04173	3888,57	0,0134
juli	2304,5	-0,019	2323,24	0,1463	3069,28	0,0534	4130,8	0,0623
agustus	2165,9	-0,06	2377,25	0,0232	3081,88	0,00411	3841,73	-0,07
september	1832,5	-0,154	2467,59	0,038	3501,3	0,13609	3549,03	-0,076
oktober	1256,7	-0,314	2367,7	-0,04	3635,32	0,03828	3790,85	0,0681
november	1241,5	-0,012	2415,84	0,0203	3531,21	-0,0286	3715,08	-0,02
desember	1355,4	0,0917	2534,36	0,0491	3703,51	0,04879	3821,99	0,0288

Sumber: www.yahoo.com

## Lampiran 2

### Hasil Perhitungan Resiko Sistematis / Beta ( $\beta$ ) Tahun 2008-2011

Tahun	Bulan	Ri	Rm	Rf	Rm-Rf	Ri-Rf	(Rm-Rf) <sup>2</sup>	(Rm-Rf)(Ri-Rf)
2008	januari	-0,205	-0,0432	0,0067	-0,0499	-0,212	0,00249	0,01057
	februari	0,0112	0,03604	0,0067	0,0294	0,00457	0,00086	0,00013
	maret	-0,044	-0,1009	0,0067	-0,1076	-0,0511	0,01157	0,0055
	april	-0,093	-0,0583	0,0067	-0,065	-0,0997	0,00423	0,00648
	mei	0,2051	0,06068	0,0069	0,0538	0,19825	0,00289	0,01067
	juni	0,1702	-0,039	0,0071	-0,0461	0,16313	0,00212	-0,0075
	juli	-0,018	-0,019	0,0073	-0,0263	-0,0255	0,00069	0,00067
	agustus	0,2407	-0,0601	0,0075	-0,0676	0,23324	0,00457	-0,0158
	september	0,0299	-0,1539	0,0077	-0,1617	0,02214	0,02613	-0,0036
	oktober	-0,188	-0,3142	0,0079	-0,3221	-0,1963	0,10377	0,06324
	november	-0,366	-0,0121	0,0079	-0,02	-0,374	0,0004	0,00747
	desember	0,4648	0,09172	0,0077	0,084	0,45708	0,00706	0,0384
2009	januari	-0,058	-0,0168	0,0073	-0,0241	-0,065	0,00058	0,00156
	februari	-0,184	-0,0354	0,0069	-0,0423	-0,1905	0,00179	0,00806
	maret	0,15	0,11559	0,0065	0,1091	0,14354	0,01191	0,01567
	april	-0,011	0,20132	0,0063	0,1951	-0,0171	0,03805	-0,0033
	mei	0,3626	0,11264	0,006	0,1066	0,3566	0,01136	0,03801
	juni	0,3548	0,05736	0,0058	0,0515	0,34901	0,00266	0,01798
	juli	0,0238	0,14627	0,0056	0,1406	0,01818	0,01978	0,00256
	agustus	-0,186	0,02325	0,0054	0,0178	-0,1915	0,00032	-0,0034
	september	-0,086	0,038	0,0054	0,0326	-0,0911	0,00106	-0,003
	oktober	0,0625	-0,0405	0,0054	-0,0459	0,05708	0,00211	-0,0026
	november	0,0294	0,02033	0,0054	0,0149	0,024	0,00022	0,00036
	desember	-0,071	0,04906	0,0054	0,0436	-0,0768	0,0019	-0,0034
2010	januari	-0,077	0,03016	0,0054	0,0247	-0,0823	0,00061	-0,002
	februari	-0,317	-0,0237	0,0054	-0,0291	-0,3221	0,00085	0,00936
	maret	-0,024	0,08955	0,0054	0,0841	-0,0298	0,00708	-0,0025
	april	0,0625	0,06983	0,0054	0,0644	0,05708	0,00415	0,00368
	mei	-0,153	-0,0587	0,0054	-0,0641	-0,1584	0,00411	0,01015
	juni	0,0972	0,04173	0,0054	0,0363	0,09181	0,00132	0,00333
	juli	0,3165	0,0534	0,0054	0,048	0,31104	0,0023	0,01493
	agustus	0	0,00411	0,0054	-0,0013	-0,0054	1,7E-06	7,1E-06
	september	0,8077	0,13609	0,0054	0,1307	0,80228	0,01708	0,10484
	oktober	-0,106	0,03828	0,0054	0,0329	-0,1118	0,00108	-0,0037
	november	-0,024	-0,0286	0,0054	-0,0341	-0,0292	0,00116	0,001
	desember	-0,024	0,04879	0,0054	0,0434	-0,0298	0,00188	-0,0013

2011	januari	-0,125	-0,0795	0,0054	-0,0849	-0,1304	0,00721	0,01107
	februari	-0,057	0,01795	0,0056	0,0123	-0,0628	0,00015	-0,0008
	maret	0,2576	0,06003	0,0056	0,0544	0,25195	0,00296	0,01371
	april	0,0361	0,03832	0,0056	0,0327	0,03052	0,00107	0,001
	mei	-0,012	0,00454	0,0056	-0,0011	-0,0173	1,2E-06	1,9E-05
	juni	-0,024	0,01345	0,0056	0,0078	-0,0292	6,1E-05	-0,0002
	juli	0,1205	0,06229	0,0056	0,0567	0,11486	0,00321	0,00651
	agustus	-0,194	-0,07	0,0056	-0,0756	-0,1992	0,00572	0,01506
	september	0,0267	-0,0762	0,0056	-0,0818	0,02104	0,00669	-0,0017
	oktober	0,0909	0,06814	0,0054	0,0627	0,08549	0,00393	0,00536
	november	-0,083	-0,02	0,005	-0,025	-0,0883	0,00062	0,00221
	desember	0,026	0,02878	0,005	0,0238	0,02097	0,00057	0,0005
jumlah		<b>1,2162</b>	<b>0,50771</b>	<b>0,289</b>	<b>0,2187</b>	<b>0,92722</b>	<b>0,33233</b>	<b>0,37525</b>
Rata2		<b>0,0253</b>	<b>0,01058</b>	<b>0,006</b>	<b>0,0046</b>	<b>0,01932</b>		
Beta								<b>1,1198</b>

#### Hasil Perhitungan Biaya Modal Saham (Ke) Tahun 2008-2011

Tahun	Rf (1)	Rm (2)	$\beta_i$ (3)	Ke= (1)+[3(2-1)]	% Ke
2008	0,0925	0,0917	1,1198	0,18656320	18,6563
2009	0,0650	0,0491	1,1198	0,11393526	11,3935
2010	0,0650	0,0488	1,1198	0,11359932	11,3599
2011	0,0600	0,0288	1,1198	0,08665124	8,6651

#### Hasil Perhitungan Biaya Hutang Sebelum Pajak (Kb) Tahun 2008-2011

jenis hutang	jumlah (1)	proporsi hutang (2)	suku bunga (3)	biaya hutang (2) x (3)	persentase (Kb)
BRI	9.000.000.000	0,006601654	0,1275	0,000841711	0,084171093
Bank OCBC NISP	4.294.642.865	0,003150194	0,125	0,000393774	0,039377427
obligasi	1.350.000.000.000	0,990248151	0,105	0,103976056	10,39760559
<b>Total Th 2008</b>	<b>1.363.294.642.865</b>	<b>1</b>		<b>0,105211541</b>	<b>10,52115411</b>
BRI	7.000.000.000	0,005144863	0,1275	0,00065597	0,065597008
Bank OCBC NISP	3.580.357.157	0,002631493	0,125	0,000328937	0,032893658
obligasi	1.350.000.000.000	0,992223644	0,105	0,104183483	10,41834826
<b>Total Th 2009</b>	<b>1.360.580.357.157</b>	<b>1</b>		<b>0,105168389</b>	<b>10,51683893</b>

obligasi	1.350.000.000.000	1	0,105	0,105	10,5
<b>Total Th 2010</b>	<b>1.350.000.000.000</b>	<b>1</b>	<b>0,105</b>	<b>0,105</b>	<b>10,5</b>
obligasi	1.350.000.000.000	1	0,105	0,105	10,5
<b>Total Th 2011</b>	<b>1.350.000.000.000</b>	<b>1</b>	<b>0,105</b>	<b>0,105</b>	<b>10,5</b>

<b>Tahun</b>	<b>Jumlah pinjaman (Rp)</b>	<b>Kb</b>	<b>% Kb</b>
2008	1.363.294.642.865	0,10521	10,521
2009	1.360.580.357.157	0,10517	10,517
2010	1.350.000.000.000	0,10500	10,500
2011	1.350.000.000.000	0,10500	10,500

Sumber: Laporan keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Hasil Perhitungan Tingkat Pajak (t) Tahun 2008-2011

<b>Tahun</b>	<b>% pajak (t)</b>
2008	30
2009	28
2010	25
2011	25

Sumber: UU PPh No. 36 Tahun 2008

Hasil Perhitungan Biaya Modal Hutang (Kd) Tahun 2008-2011

<b>Tahun</b>	<b>t</b>	<b>Kb</b>	<b>Kd= Kb [1-t]</b>	<b>% Kd</b>
2008	0,30	0,10521	0,07365	7,365
2009	0,28	0,10517	0,07572	7,572
2010	0,25	0,10500	0,07875	7,875
2011	0,25	0,10500	0,07875	7,875



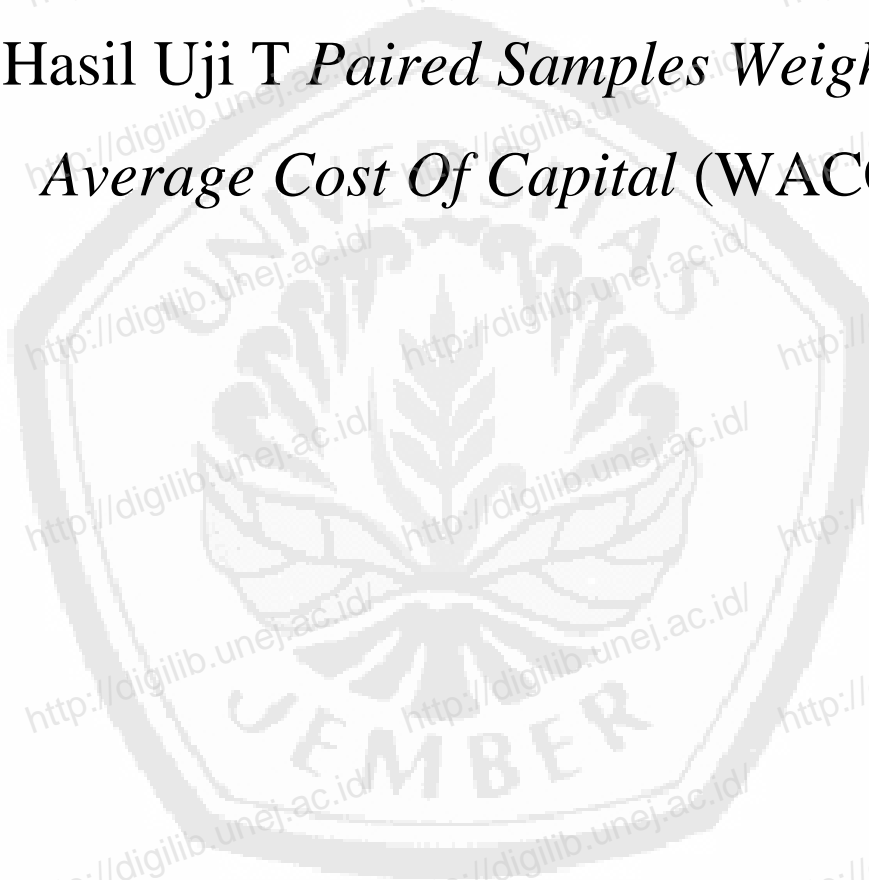
## Lampiran 2

Hasil Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC)  
Tahun 2008-2011

Tahun	Jenis Modal	Jumlah (dalam juta Rp) (1)	Proporsi Modal (2)	Biaya Modal (3)	WACC (2) X (3)	% WACC
2008	Hutang	1.493.413	0,4633	0,0736	0,0341	
	Ekuitas	1.730.201	0,5367	0,1866	0,1001	
	Total	3.223.614	1	0,2602	0,1342	13,4253
2009	Hutang	1.497.711	0,4604	0,0757	0,0349	
	Ekuitas	1.755.366	0,5396	0,1139	0,0615	
	Total	3.253.077	1	0,1896	0,0963	9,6342
2010	Hutang	1.551.779	0,4215	0,0787	0,0332	
	Ekuitas	2.129.527	0,5785	0,1136	0,0657	
	Total	3.681.306	1	0,1923	0,0989	9,8909
2011	Hutang	257.529	0,1028	0,0788	0,0081	
	Ekuitas	2.247.284	0,8972	0,0866	0,0777	
	Total	2.504.813	1	0,1654	0,0858	8,5839

# Lampiran 3

*Hasil Uji T Paired Samples Weighted  
Average Cost Of Capital (WACC)*



### Lampiran 3

#### Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SEBELUM	11.5298	2	2.68071	1.89555
	SESUDAH	9.2374	2	.92419	.65350

#### Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	SEBELUM & SESUDAH	2	1.000	.000

#### Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	PBVsebelum - PBVsesudah	2.29235	1.75652	1.24205	-13.48939	18.07409	1.846	1	.316

