



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENILAIAN DAN ANALISIS STRUKTUR TATA KELOLA  
PERUSAHAAN PADA AKUISISI  
BUMN FARMASI TBK DI INDONESIA**

**TESIS**

**CHRISTINA PUTRI R  
1006793170**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
DESEMBER 2011**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENILAIAN DAN ANALISIS STRUKTUR TATA KELOLA  
PERUSAHAAN PADA AKUISISI  
BUMN FARMASI TBK DI INDONESIA**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Manajemen**

**CHRISTINA PUTRI R  
1006793170**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
DESEMBER 2011**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : CHRISTINA PUTRI R**

**NPM : 1006793170**

**Tanda Tangan :**

**Tanggal : 30 Desember 2011**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : Christina Putri R.  
NPM : 1006793170  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul Tesis : Penilaian dan Analisis Struktur Tata Kelola  
Perusahaan Pada Akuisisi BUMN Farmasi Tbk.  
di Indonesia

Telah berhasil dipertahankan di depan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Dewi Hanggraeni, MBA

(*Dewi Hanggraeni*)

Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D

(*Rofikoh Rokhim*)

Penguji : Dr. Willem A. Makaliwe

(*Willem A. Makaliwe*)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 30 Desember 2011

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa karena atas berkat dan rahmat-Nya tesis ini dapat selesai tepat pada waktunya. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak dalam penyusunan tesis ini, sangat sulit bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD selaku ketua program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia;
2. Dr. Dewi Hanggraeni, MBA, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk membimbing, memberikan berbagai saran dan masukan. untuk penulis dalam penyusunan Karya Akhir ini;
3. Rofikoh Rokhim, Ph.D dan Dr. Willem A. Makaliwe sebagai dosen penguji yang telah bersedia meluangkan waktu untuk datang menguji serta memberikan saran dan kritik yang membangun bagi penelitian ini;
4. Bapak Junino Jahja, S.E., MBA dan Imo Gandakusuma, MBA yang telah memberikan masukan dalam penulisan tesis;
5. Seluruh dosen dan staf pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan berbagai pengalaman selama masa perkuliahan.
6. Ayah, ibu, dan kakak penulis yang telah memberikan inspirasi serta dukungan, doa, dan kasih sayang yang tidak terbatas.
7. Made Dony yang telah memberikan perhatian dan dukungan selama ini;
8. Bapak John Daniel Rembeth, sebagai mentor yang telah membagi pengalaman dan mengajarkan bagaimana cara bertahan dan menjadi sukses;

9. Teman-teman MMUI angkatan 2010 batch 1 pagi kelas A 101, dan KP 101, khususnya Diany A., Diany F., Filia Barkhalila, Septi, Acha, Amanda, Okthaleon yang telah membantu dalam proses penyelesaian tesis ini;
10. Staf Adpen, Perpustakaan, Resepsionis dan seluruh staf pegawai MMUI yang telah memberikan banyak bantuan selama ini;
11. Dan semua pihak yang telah membantu dengan tulus dan ikhlas hingga Karya Akhir ini selesai.

Akhir kata, penulis berharap Tuhan Yang Maha Esa membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu selesainya tesis ini. Semoga tesis ini memberikan manfaat bagi semua pihak.

Jakarta, Desember 2011

Penulis

## HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Christina Putri R  
NPM : 1006793170  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

### **Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Kebutuhan Modal Kerja**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneklusif ini Universitas Indonesia berhak atas menyimpan, mengalihmediakan atau formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal : Desember 2011  
Yang menyatakan

(Christina Putri R)

## ABSTRAK

Nama : Christina Putri R.  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Penilaian dan Analisis Struktur Tata Kelola Perusahaan  
Pada Akuisisi BUMN Farmasi Tbk. di Indonesia

Tesis ini membahas penilaian perusahaan BUMN Farmasi Tbk. yang menjadi target akuisisi dan analisis struktur tata kelola perusahaan setelah dilakukan akuisisi. Penelitian ini merupakan studi kasus terhadap rencana akuisisi PT Indofarma Tbk. oleh PT Kimia Farma Tbk. yang belum terjadi dan masih berupa kajian. Penilaian dilakukan dengan metode *free cash flow the firm* menunjukkan nilai perusahaan dan harga saham PT Indofarma Tbk. lebih tinggi dibandingkan dengan nilai pasar. Pada struktur tata kelola perusahaan setelah melakukan akuisisi dilengkapi dengan membentuk Direktur Pengembangan dan komite pemantau risiko.

Kata kunci:

Akuisisi, valuasi, *governance structure*



## ABSTRACT

Name : Christina Putri R.  
Study Program : Master of Management  
Title : Firm valuation and governance structure analysis in acquisition of Pharmaceutical State Owned Enterprise in Indonesia

The focus of this research is to value Pharmaceutical State Owned Enterprise that becomes the target of acquisition and to analyze form of governance structure after acquisition occurred. This research is a case study in the acquisition planning of PT Indofarma Tbk. by PT Kimia Farma Tbk that has not already been happened and is still being reviewed by Government. Free cash flow to the firm valuation shows value of the firm and share price of PT Indofarma Tbk is higher than its current market price. Governance structure after acquisition is completed by forming Development Director and business risk committee.

Key words:

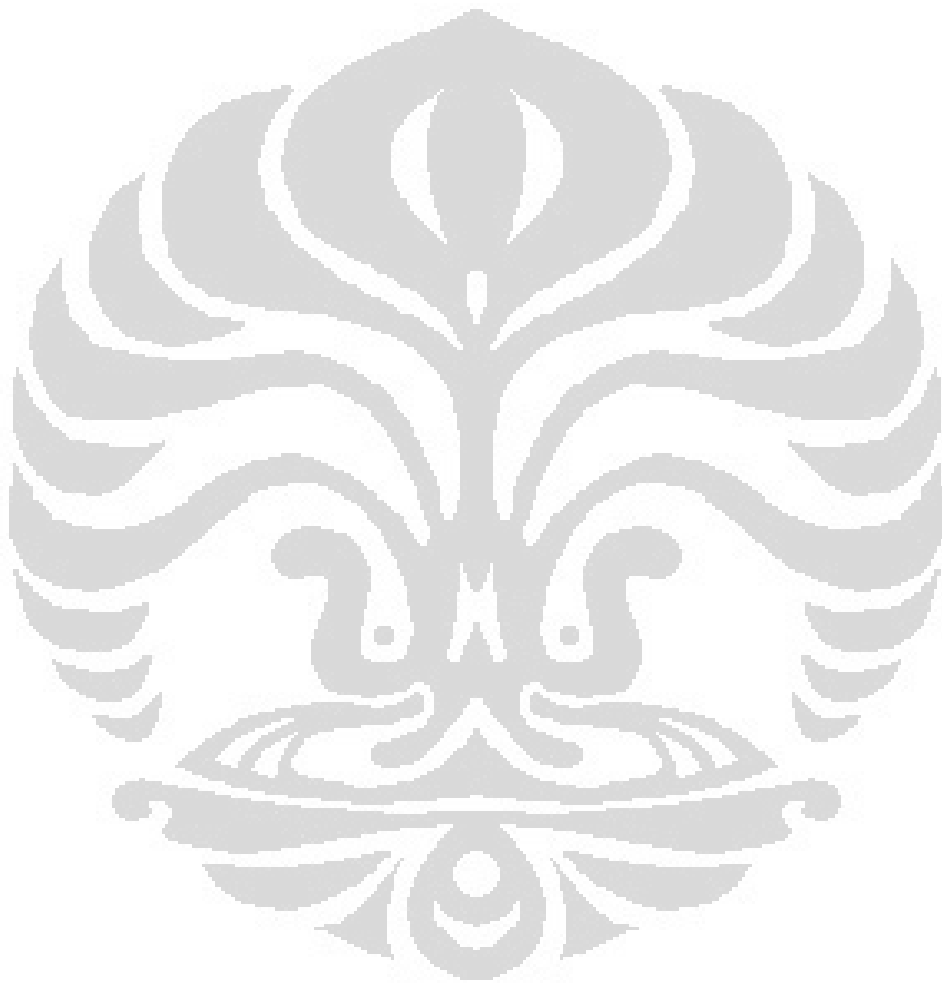
Acquisition, Valuation, governance structure

## DAFTAR ISI

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
<i>ABSTRACT</i> .....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR RUMUS.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	9
1.3 Tujuan Penelitian .....	10
1.4 Manfaat Penelitian .....	10
1.5 Ruang Lingkup .....	11
1.6 Keaslian Penelitian .....	11
1.7 Sistematika Penulisan .....	15
<b>2. LANDASAN TEORI .....</b>	<b>17</b>
2.1 Akuisisi .....	17
2.1.1 Pengantar Mengenai Akuisisi .....	17
2.1.2 Tipe-Tipe Akuisisi .....	18
2.1.3 Alasan Dilakukannya Akuisisi .....	19
2.1.4 Faktor-Faktor yang Menentukan Kesuksesan Akuisisi .....	21
2.2 Penilaian Perusahaan .....	23
2.3 <i>Corporate Governance</i> .....	25
2.3.1 Definisi Tata Kelola Perusahaan.....	25
2.3.2 Tujuan Penerapan <i>Good Corporate Governance</i> .....	26
2.3.3 Perangkat Tata Kelola Perusahaan .....	26
2.3.4 Prinsip-Prinsip <i>Governance</i> .....	27
2.3.5 Tipe-Tipe <i>Governance</i> .....	28
2.3.6 Struktur <i>Corporate Governance</i> .....	30
2.3.7 Pedoman Umum <i>Corporate Governance</i> di Indonesia.....	34
2.4 BUMN .....	36
<b>3. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN.....</b>	<b>38</b>
3.1 Perusahaan BUMN Farmasi Tbk di Indonesia .....	38
3.1.1 PT Kimia Farma Tbk .....	38
3.1.1.1 Visi dan Misi Perusahaan .....	38
3.1.1.2 Fokus Bisnis.....	39
3.1.1.3 Anak Perusahaan dan Kegiatan Distribusi .....	39

3.1.2 PT Indofarma Tbk .....	41
3.1.2.1 Visi dan Misi Perusahaan .....	41
3.1.2.2 Anak Perusahaan .....	42
<b>4 METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>43</b>
4.1 Metodologi Penelitian .....	43
4.1.1 Analisis Kuantitatif .....	43
4.1.2 Analisis Kualitatif .....	43
4.1.3 Teknik Pengumpulan Data .....	43
4.2 Metode Analisis Data .....	44
4.2.1 Analisis Industri .....	44
4.2.2 Analisis laporan keuangan PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk.....	44
4.2.2.1 Analisa Profitabilitas.....	44
4.2.2.2 Analisa Aktivitas.....	46
4.2.2.3 Analisa Solvabilitas.....	47
4.2.2.4 Analisa Likuiditas.....	48
4.2.3 Penilaian perusahaan dilakukan dengan metode <i>free cash flow to the                 firm</i> .....	49
<b>5. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>50</b>
5.1 Analisis Industri .....	50
5.2 Analisa Kinerja Keuangan PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. ....	57
5.2.1 Analisis Horizontal .....	57
5.2.2 Analisis Vertikal .....	64
5.2.3 Analisis Rasio Keuangan .....	66
5.2.3.1 Rasio Likuiditas .....	66
5.2.3.2 Rasio Profitabilitas .....	69
5.2.3.3 Rasio Solvabilitas .....	74
5.2.3.4 Rasio Aktivitas .....	75
5.3 Penilaian Perusahaan Target .....	78
5.3.1 Proyeksi Laba Rugi dan Neraca.....	79
5.3.2 <i>Free cash flow to the Firm</i> .....	80
5.3.3 Tingkat Diskonto ( <i>Cost of Capital</i> ) .....	80
5.3.4 Perhitungan Valuasi.....	81
5.3.4.1 <i>Free Cash Flow to the Firm</i> .....	81
5.3.4.2 <i>Net Asset</i> .....	82
5.4 Analisis Struktur Governance PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. ....	84
5.4.1 PT Kimia Farma Tbk .....	92
5.4.2 PT Indofarma Tbk .....	109
5.4.3 PT Kalbe Farma Tbk.....	120
5.5 Ringkasan Hasil .....	133
<b>6. KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>136</b>
6.1 Kesimpulan .....	136

6.2 Saran .....	136
<b>DAFTAR REFERENSI .....</b>	<b>139</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>	<b>143</b>



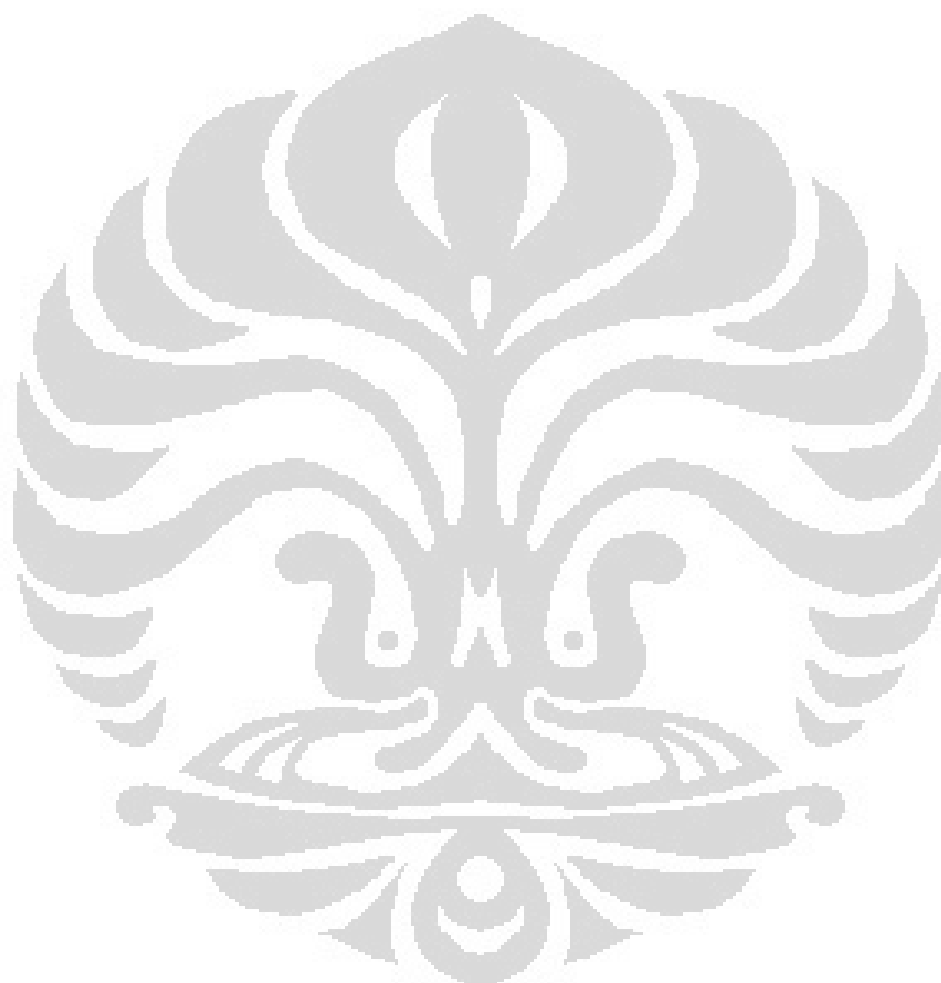
## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Penelitian-penelitian Terdahulu .....	12
Tabel 5.1	Perhitungan WACC PT. Indofarma Tbk. ....	81
Tabel 5.2	Perhitungan <i>value of the firm</i> dan nilai saham PT. Indofarma Tbk. dengan <i>free cash flow</i> .....	82
Tabel 5.3	Penilaian harga saham dengan metode <i>net asset</i> .....	82
Tabel 5.4	Komposisi pemegang saham PT. Kimia Farma Tbk. ....	93
Tabel 5.5	Kesesuaian Penerapan GCG di PT. Kimia Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi JCGN, IICD, dan KNKG.....	96
Tabel 5.6	Struktur Dewan Komisaris PT. Kimia Farma Tbk .....	100
Tabel 5.7	Struktur Direksi PT. Kimia Farma Tbk. tahun 2010.....	101
Tabel 5.8	Komite Penunjang Dewan Komisaris.....	103
Tabel 5.9	Pemegang saham PT Indofarma Tbk. ....	110
Tabel 5.10	Struktur Dewan Komisaris PT Indofarma Tbk. ....	110
Tabel 5.11	Kesesuaian Penerapan GCG PT. Indofarma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG.....	111
Tabel 5.12	Komite penunjang komisaris .....	115
Tabel 5.13	Struktur Direksi PT. Indofarma Tbk. ....	116
Tabel 5.14	Pemegang saham PT Kalbe Farma Tbk.....	121
Tabel 5.15	Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kalbe Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG.....	122
Tabel 5.16	Struktur Dewan Komisaris PT. Kalbe Farma Tbk.....	125
Tabel 5.17	Komite Penunjang Dewan Komisaris .....	126
Tabel 5.18	Struktur Direksi PT Kalbe Farma Tbk.....	127
Tabel 5.19	Perbandingan <i>governance structure</i> dan karakteristik masing-masing perusahaan.....	130

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Struktur Organisasi Internal Pada Perusahaan Publik di Indonesia .....	32
Gambar 2.2	Tripod <i>Governance</i> Perusahaan BUMN.....	33
Gambar 2.3	<i>Unitary Form Organization</i> .....	34
Gambar 2.4	<i>Holding Company Form</i> .....	34
Gambar 2.5	<i>Multidivisional Form Organization</i> .....	35
Gambar 2.6	<i>Matrix Form of Organization</i> .....	35
Gambar 5.1	Total Penjualan 10 besar farmasi global tahun 2010.....	50
Gambar 5.2	Total Penjualan Farmasi Global.....	51
Gambar 5.3	Penjualan dan Pertumbuhan Farmasi Indonesia tahun 2006-2009.....	52
Gambar 5.4	Penjualan 10 Besar Farmasi Indonesia per Q4 2009.....	54
Gambar 5.5	Total <i>Asset, Liabilities</i> , dan <i>Equity</i> PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) tahun 2006-2010 .....	58
Gambar 5.6	Total <i>Asset, Liabilities</i> , dan <i>Equity</i> PT. Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2006-2010 .....	59
Gambar 5.7	Penjualan Bersih PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2006-2010.....	61
Gambar 5.8	Laba Usaha PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2006-2010.....	62
Gambar 5.9	Laba Bersih PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2006-2010.....	63
Gambar 5.10	<i>Current Ratio</i> PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) .....	66
Gambar 5.11	<i>Acid Test Ratio</i> PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF).....	67
Gambar 5.12	<i>Collection Period</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	68
Gambar 5.13	<i>Profit Margin</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	69
Gambar 5.14	<i>Operating Margin</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	70
Gambar 5.15	<i>Gross Profit Margin</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	71
Gambar 5.16	<i>Return On Asset</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	72
Gambar 5.17	<i>Return On Equity</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	73
Gambar 5.18	<i>Debt to Equity Ratio</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	74
Gambar 5.19	<i>Time Interest Earned</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	75
Gambar 5.20	<i>Inventory Turnover</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	76

Gambar 5.21	<i>Receivable Turnover</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	77
Gambar 5.22	<i>Total Asset Turnover</i> PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010.....	78
Gambar 5.23	Perangkat Analisa <i>Corporate Governance</i> .....	87
Gambar 5.24	<i>Governance Model</i> .....	88



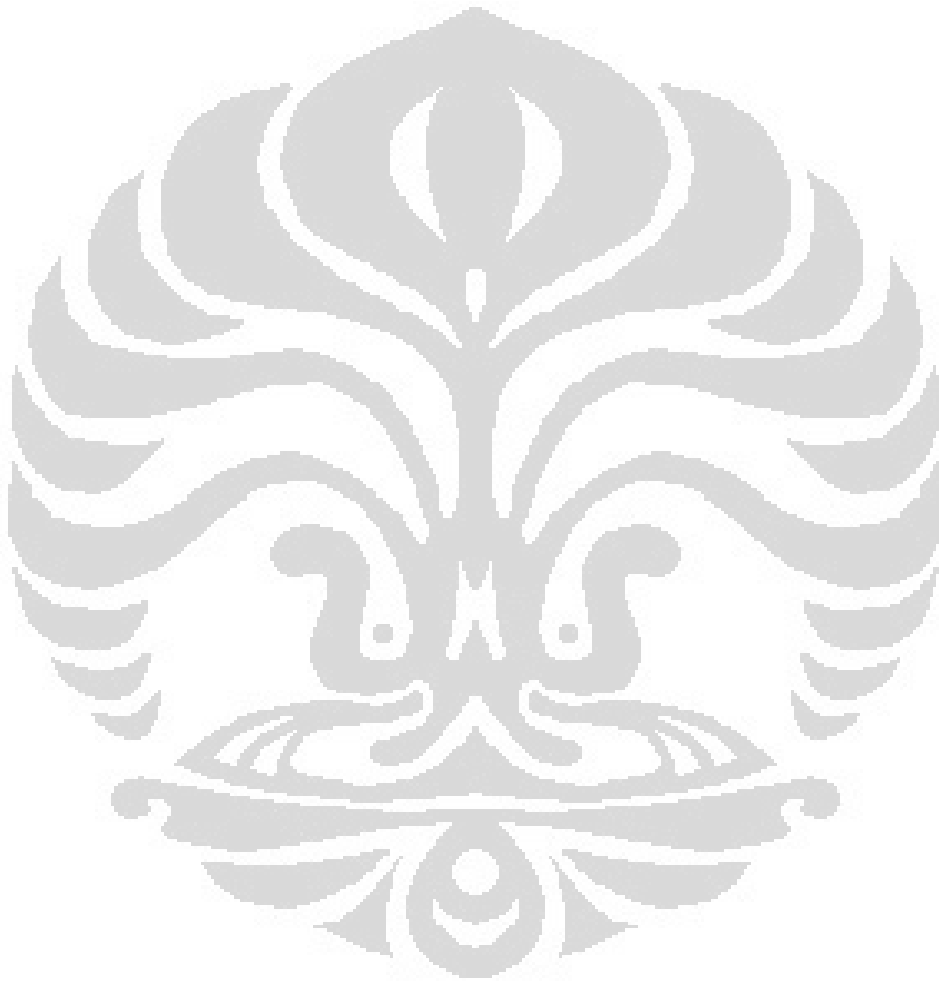
## DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1	<i>Value of equity</i> .....	24
Rumus 2.2	<i>Value of firm</i> .....	25
Rumus 4.1	<i>Profit margin</i> .....	45
Rumus 4.2	<i>Operating profit margin</i> .....	45
Rumus 4.3	<i>Gross profit margin</i> .....	45
Rumus 4.4	<i>Return on asset</i> .....	45
Rumus 4.5	<i>Return on equity</i> .....	46
Rumus 4.6	<i>Inventory turnover</i> .....	46
Rumus 4.7	<i>Receivable turnover</i> .....	46
Rumus 4.8	<i>Total asset turnover</i> .....	47
Rumus 4.9	<i>Debt to equity ratio</i> .....	47
Rumus 4.10	<i>Time interest earned</i> .....	47
Rumus 4.11	<i>Current ratio</i> .....	48
Rumus 4.12	<i>Quick ratio</i> .....	48
Rumus 4.13	<i>Collection period</i> .....	48
Rumus 4.14	<i>Free cash flow to the firm</i> .....	49
Rumus 4.15	<i>Terminal value</i> .....	49



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Proyeksi income statement tahun 1- tahun 5.....	143
Lampiran 2	Proyeksi balance sheet tahun 1- tahun 5.....	145
Lampiran 3	<i>Free cash flow to the firm</i> .....	148
Lampiran 4	Rasio Aktivitas.....	149
Lampiran 5	Rasio Likuiditas.....	151
Lampiran 6	Rasio solvabilitas.....	152
Lampiran 7	Rasio Profitabilitas.....	153



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Penilaian perusahaan (*business valuation*) merupakan suatu proses untuk mendapatkan perkiraan mengenai nilai (*value*) perusahaan. Valuasi Perusahaan bertujuan untuk mengestimasi *fair market value* suatu perusahaan dan maknanya bagi perusahaan tersebut (Nurhayati, 2009). Valuasi perusahaan dapat bervariasi, tergantung pada jenis bisnisnya dan alasan untuk melakukan valuasi tersebut. Nilai suatu perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangannya.

Penilaian perusahaan dapat digunakan untuk berbagai macam tujuan, diantaranya untuk: perusahaan yang *listed* di bursa (untuk membandingkan nilai yang diperoleh dengan nilai saham yang berada di pasar, sehingga dapat ditentukan harus menjual atau membeli saham tersebut), perusahaan yang melakukan IPO (untuk menentukan harga saham yang akan ditawarkan ke pasar), *strategic decision* (merupakan suatu penilaian untuk mengambil keputusan, contohnya dalam hal perusahaan ingin melakukan merger & akuisisi), *strategic planning* (dilakukan penilaian terhadap dampak suatu kebijakan dan strategi terhadap *value creation* perusahaan) (Fernandez, 2004). Proses penilaian ini sangat penting terutama bagi perusahaan yang ingin melakukan ekspansi eksternal (contoh: merger dan akuisisi). Salah satu proses yang harus dilakukan dalam akuisisi adalah penilaian terhadap perusahaan target, kesalahan penilaian dapat menyebabkan terjadinya dampak negatif bagi proses tersebut (Ulrich & Kummer, 2007).

Ada beberapa pendekatan untuk penilaian bisnis, yaitu *asset-based approach*, *income approach*, dan *market approach* (Ernst&Young, 2011; Nurhayati, 2009). *Asset-based approach* ini lebih terfokus pada melihat asset-aset perusahaan daripada melihat *cash flow* perusahaan. Pada pendekatan ini nilai perusahaan dihitung dengan menyesuaikan nilai buku menjadi nilai pasar dari angka-angka yang ada pada neraca. Metode *Income approach* dihitung berdasarkan pendapatan di masa yang akan datang atau kapasitas perusahaan untuk menghasilkan *cash flow*. Nilai perusahaan dihitung dengan mendiskontokan

*future cash flow. Market approach* dilakukan dengan membandingkan nilai perusahaan dengan perusahaan lain yang bergerak dalam bidang bisnis yang sama. Penilaiannya dengan menggunakan industri *average*, yaitu dengan membandingkan angka-angka rasio dari perusahaan dengan bisnis yang sama. Metode pendekatan pasar ini biasa dilakukan pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa, dan kekurangan metode ini adalah karena nilai pasar dipengaruhi oleh faktor spekulasi (Nurhayati, 2009).

Untuk menciptakan *value* bagi perusahaan, ada tiga macam strategi yang dapat dilakukan, yaitu: tumbuh (*growth*), *retrenchment*, dan *stabilized*. Sumber pertumbuhan yang dapat dilakukan perusahaan adalah meningkatkan *market share*, merger dan akuisisi, dan *portfolio momentum*. Salah satu strategi yang banyak dilakukan perusahaan adalah dengan merger dan akuisisi. Akuisisi adalah pembelian perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi, kemudian perusahaan target akan menjadi bagian perusahaan pengakuisisi (*bidder*) dan menyerap kegiatan operasional perusahaan yang menjadi targetnya (Thompson *et al.*, 2010).

Terdapat beberapa faktor yang mendorong terjadinya merger dan akuisisi, yaitu perubahan teknologi (teknologi selalu mengalami inovasi), efisiensi dalam proses operasional, globalisasi dan perdagangan bebas, perubahan dalam organisasi industri, regulasi dan deregulasi, kondisi ekonomi dan keuangan, tren ekonomi dan industri yang negatif, dan lain-lain (Weston *et al.*, 2004).

Menurut Al-Laham *et al.* (2010), akuisisi memberikan berbagai macam keuntungan, beberapa diantaranya yaitu akses dalam teknologi, produk, jalur distribusi, dan posisi pasar yang diinginkan. Salah satu hal yang tentunya menjadi pendorong untuk melakukan proses merger dan akuisisi adalah untuk mendapatkan sumber daya yang berharga. Akuisisi dapat dijadikan sebagai strategi untuk mengatasi permasalahan-permasalahan yang dihadapi oleh perusahaan, misalnya permasalahan mengenai kurangnya ilmu, biaya R&D, produk yang dimiliki terlalu sedikit.

Duncan & Mtar (2006) meneliti dalam suatu studi kasus bahwa akuisisi dapat meningkatkan *operating profit*, *operating margin*, dan memperoleh sinergi. Arzach (2005) berpendapat bahwa peningkatan *value* pada akuisisi dapat terjadi karena adanya efisiensi dan *cost saving*. Namun tidak semua proses merger

ataupun akuisisi berakhir dengan kesuksesan dan meningkatnya nilai perusahaan. Menurut Christensen *et al.* (2011), sekitar 70-90% aktivitas merger dan akuisisi berakhir dengan terjadinya kegagalan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Gelombang merger dan akuisisi terjadi karena perusahaan ingin tumbuh dan bertahan dalam menghadapi persaingan global. Kegagalan dalam proses akuisisi dapat terjadi karena harga yang terlalu mahal (premium); salah memilih kandidat (perusahaan yang diakuisisi) sehingga tujuan tidak tercapai; terlalu optimis dalam menilai perusahaan target; dan gagal dalam mengintegrasikan kultur, proses, dan sistem perusahaan karena dengan terjadinya merger dan akuisisi maka semuanya akan menjadi semakin kompleks (Steger&Kummer, 2007; Weston *et al.*, 2004)

Merger dan akuisisi di Indonesia menjadi suatu strategi yang cukup banyak digunakan baik perusahaan pemerintah (BUMN) atau pun swasta sebagai cara untuk ekspansi. Pada era globalisasi ini, ekonomi global semakin berhubungan. Menurut Krueger (1999) dalam Ibrahim (2010), nilai perdagangan dunia tumbuh lebih dari dua kali lipat dari pertumbuhan produk domestik bruto (PDB). Hal yang serupa juga diungkapkan oleh Miles & Scott (2005), bahwa perdagangan dunia meningkat lebih cepat daripada PDB. Perdagangan internasional adalah perdagangan yang dilakukan antara penduduk suatu negara dengan penduduk negara lain atas dasar kesepakatan bersama. Perkembangan perdagangan internasional mengarah pada perdagangan yang lebih bebas dengan disertai terbentuknya kerja sama antar negara. Lebih bebasnya perdagangan dunia memberikan dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi dunia (Ibrahim dkk., 2010). Dalam hal ini Indonesia sebagai salah satu negara yang ikut berperan serta tentunya harus memperkuat diri dalam menghadapi tantangan ekonomi global. Akuisisi merupakan salah satu cara yang berperan dalam memperkuat akses pasar dan meningkatkan daya saing perusahaan untuk menghadapi tantangan tersebut. Baik perusahaan swasta atau pun BUMN dapat melakukan akuisisi atau pun merger supaya dapat bekerja sama dan tidak tergerus oleh perusahaan multinasional yang beroperasi di Indonesia.

Peraturan yang membahas mengenai merger dan akuisisi di Indonesia diatur dalam Undang-undang No.1/1995 (mengenai Perseroan Terbatas), Peraturan Pemerintah No. 27/1998 (mengenai Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas), Peraturan Pemerintah No. 28/1999

(mengenai Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank), serta peraturan-peraturan lain yang terkait dengan merger dan akuisisi. Kementerian BUMN sebagai instansi pemerintah memiliki peran yang penting dan strategis baik dalam mengawasi, menentukan kebijakan-kebijakan, dan membina perusahaan-perusahaan BUMN sebagai upaya untuk meningkatkan perekonomian nasional.

Menurut UU No. 19 Tahun 2003, definisi BUMN yaitu: "Badan Usaha Milik Negara, yang selanjutnya disebut BUMN, adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan.". Maksud dan tujuan didirikannya BUMN berdasarkan UU No. 19 Tahun 2003, yaitu : "memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya; mengejar keuntungan; menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak; menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh sektor swasta dan koperasi; turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi, dan masyarakat."

Pada tahun 2009 jumlah BUMN yaitu 141 perusahaan yang tersebar dalam 19 sektor usaha. BUMN melakukan restrukturisasi untuk mencapai jumlah dan skala BUMN yang lebih ideal (*rightsizing*). Pilihan-pilihan yang dapat dilakukan untuk *rightsizing* diantaranya yaitu *Stand Alone*, Merger/Konsolidasi,  *Holding*, Divestasi, dan Likuidasi (*Master Plan* BUMN 2010-2014). Presiden selaku Kepala Negara memiliki visi dan misi selama periode 2010-2014.

Berdasarkan Master Plan BUMN 2010-2014, dalam mewujudkan visi dan misi pembangunan nasional 2010-2014, telah ditetapkan lima agenda utama pembangunan nasional 2010-2014, yaitu: (1) Pembangunan Ekonomi dan Peningkatan Kesejahteraan Rakyat; (2) Perbaikan Tata Kelola Pemerintahan; (3) Penegakan Pilar Demokrasi; (4) Penegakkan Hukum Dan Pemberantasan Korupsi; (5) Pembangunan Yang Inklusif Dan Berkeadilan. Visi dan Misi tersebut dirumuskan ke dalam sejumlah program sehingga lebih mudah diimplementasikan dan diukur tingkat keberhasilannya, yaitu: (1) reformasi birokrasi dan tata kelola; (2) pendidikan; (3) kesehatan; (4) penanggulangan kemiskinan; (5) ketahanan

pangan; (6) infrastruktur; (7) iklim investasi dan usaha; (8) energi; (9) lingkungan hidup dan bencana; (10) daerah tertinggal, terdepan, terluar, dan paskakonflik; serta (11) kebudayaan, kreativitas, dan inovasi teknologi.

Dalam kajian ini yang dibahas adalah mengenai sektor industri farmasi. Industri farmasi Indonesia berkembang cukup pesat dan merupakan pasar farmasi yang terbesar di ASEAN (Spillane, 2010). Dalam periode 25 tahun terakhir ini perusahaan farmasi banyak melakukan merger dan akuisisi yang melibatkan perusahaan domestik maupun luar negeri (Spillane, 2010: 334). Data BPOM RI tahun 2005 menyatakan bahwa pertumbuhan industri farmasi di Indonesia mencapai 14,1% per tahun. Total angka penjualan tahun 2004, 2005, dan 2006 secara berturut-turut mencapai  $\pm$  Rp. 20 Triliun, Rp. 22,8 Triliun, dan Rp. 26 Triliun. Namun apabila dilihat dari sisi penjualan secara global, pasar farmasi Indonesia tidak lebih dari 0,44% dari total farmasi dunia. Terdapat 188 industri farmasi yang aktif di Indonesia, yang terdiri dari 4 BUMN, 30 PMA/MNC (*Multi Nasional Company*), dan 154 industri farmasi swasta nasional (Sarmoko, 2009, [www.moko31.wordpress.com](http://www.moko31.wordpress.com) 03/11/2011 jam 14:01).

Sebagai sektor industri yang juga memegang peran untuk mewujudkan visi dan misi pembangunan nasional, sektor farmasi berperan dalam bidang kesehatan, yaitu dengan penyebaran obat secara merata bagi masyarakat Indonesia. Dalam pelayanan kesehatan, obat merupakan komponen yang strategis dari segi biaya karena biaya obat lebih dari 60% dari biaya pelayanan kesehatan (Spillane, 2010). Tujuan BUMN untuk memenuhi kebutuhan hidup masyarakat, salah satu caranya dapat diwujudkan melalui Jamkesmas yang dicanangkan oleh Kementerian Kesehatan RI. Program ini dilakukan untuk menjamin kesehatan masyarakat yang kurang mampu (miskin) untuk memperoleh hak-nya dalam bidang kesehatan (<http://www.hukor.depkes.go.id> 13/10/2011 11:39). Untuk kelancaran program Jamkesnas ini perlu ada kesepakatan kerja sama dengan BUMN farmasi untuk menjamin ketersediaan obat dan vaksin untuk masyarakat.

Seperti yang telah diketahui, bahwa PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. merupakan produsen penghasil obat generik. Industri farmasi obat generik mengalami pertumbuhan yang cukup cepat, dan mengalami kompetisi yang cukup berat karena tidak hanya perusahaan milik pemerintah saja yang

berada pada industri ini, tetapi juga perusahaan farmasi swasta. Banyak perusahaan farmasi lebih memilih untuk melakukan merger dan akuisisi daripada melakukan pertumbuhan secara organik. Lebih dipilihnya merger dan akuisisi untuk melakukan pertumbuhan perusahaan, karena cara pertumbuhan tersebut dapat menyediakan akses yang cepat pada teknologi, produk, jalur-jalur distribusi, dan posisi pasar yang diinginkan (Al-Laham *et al.*, 2010).

Dalam kajian ini BUMN yang akan dibahas adalah mengenai sektor Farmasi, yang terdiri dari PT. Kimia Farma Tbk., PT. Indofarma Tbk., dan PT. Bio Farma. Pilihan metode *rightsizing* yang dilakukan adalah dengan merger/konsolidasi atau alternatif lain adalah akuisisi. Pemerintah mengumumkan kemungkinan PT. Kimia Farma Tbk. akan mengakuisisi PT. Indofarma Tbk., karena masih bergerak dalam bidang yang sama, yaitu menghasilkan obat generik, sedangkan PT. Bio Farma tidak disertakan karena bergerak dalam bidang yang berbeda yaitu menghasilkan vaksin, oleh karena itu pemerintah menetapkan PT. Bio Farma untuk *Stand Alone* (Masterplan BUMN 2010-2014).

*Rightsizing* merupakan restrukturisasi sektoral yang dilakukan oleh pemerintah untuk memperbaiki kinerja perusahaan-perusahaan BUMN dan meningkatkan nilai perusahaannya. Disamping itu juga perlu ditingkatkan daya saing perusahaan-perusahaan BUMN terhadap perusahaan swasta local atau pun milik asing. Perbaikan tata kelola merupakan hal yang tidak terpisahkan dalam memenangkan daya saing (Masterplan BUMN 2010-2014). Stanwick & Stanwick (2010), *Corporate governance* memegang peran penting dalam *long term financial survival* suatu perusahaan. Aksi yang dilakukan oleh *Board of Directors* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, oleh karena itu perusahaan harus dapat memilih orang yang sesuai (*the right person*) untuk menduduki posisi tersebut.

Pada negara berkembang (contohnya: Indonesia), peningkatan tata kelola dapat membantu dalam mencapai tujuan kebijakan publik. Tata kelola yang baik dapat mengurangi kemungkinan suatu negara berkembang untuk mengalami krisis, mengurangi biaya transaksi dan biaya modal, serta mengarah pada perkembangan pasar modal. Beberapa penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa praktek tata kelola yang baik dapat meningkatkan nilai tambah (*Economic*

*Value Added*) suatu perusahaan, meningkatkan produktivitas, dan mengurangi risiko kegagalan keuangan negara (<http://www.bapepam.go.id> 06/10/2011 07: 44).

BUMN merupakan suatu badan usaha yang menyangkut hajat hidup orang banyak, memiliki aset yang berjumlah besar, juga menyerap tenaga kerja yang banyak. Oleh karena itu, keberhasilan pengelolaan BUMN tentunya akan memberikan dampak yang berarti bagi negara. Menurut Syakhroza (2005), secara umum struktur *governance* di BUMN dapat dibedakan dalam arti sempit dan arti luas. Dalam artian sempit, struktur *governance* di BUMN membentuk tripod yang terdiri dari: RUPS, Dewan Komisaris, dan Dewan Direksi. Dalam pengertian luas, struktur *governance* di BUMN membentuk tripod yang terdiri dari: Dewan Perwakilan Rakyat (DPR), Kementerian BUMN (serta Departemen Keuangan dan Departemen Teknis), pihak pengawas (Dewan Komisaris), dan pengelola (Dewan Direksi).

Namun apabila dilihat lagi, penerapan *governance* di BUMN belum sesuai dengan aturan/ketentuan yang ada, sehingga masih tetap ada masalah-masalah yang belum terselesaikan seperti tidak efisien, memiliki daya saing yang rendah, dan belum profesional (Syakhroza, 2005). *Fraud* di perusahaan BUMN pun pernah terjadi, seperti korupsi, *overstated* (penjualan dan persediaan) laba bersih, penipuan-penipuan yang terjadi di sektor perbankan, dan skandal-skandal keuangan lainnya. Hal ini dapat disebut sebagai *earning management*, yang dapat diartikan sebagai cara yang dilakukan oleh manajemen dalam membuat suatu keputusan yang terkait dengan laporan keuangan dan transaksi untuk mengubah laporan keuangan sebagai dasar penilaian kinerja perusahaan (Avianti, 2006).

Masing-masing perusahaan farmasi BUMN ini tentunya memiliki struktur organisasinya masing-masing dan berusaha untuk menerapkan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai fondasi bisnis yang kuat. GCG merupakan struktur dan proses dalam suatu perusahaan untuk menjalankan visi dan misi perusahaan sehingga dapat mencapai keberhasilan usaha yang dijalankan. Penerapan GCG ini dilakukan supaya perusahaan dapat menjalankan bisnisnya dengan cara yang seharusnya, dan apabila diterapkan dengan baik maka perusahaan dapat menunjukkan kinerja yang lebih baik dari pada perusahaan lain, dengan kinerja yang lebih baik akan dicapai *long term shareholder value* (Ghazali, 2010).



Penerapan GCG yang baik dapat mendorong pertumbuhan dan stabilitas ekonomi. Teori *corporate governance* diformulasikan dalam beberapa model, yaitu : *finance model (agency theory)*, *stewardship model*, *stakeholders model*, dan *political model* (Syakhroza, 2003).

Wacana pemerintah untuk melakukan *rightsizing* BUMN farmasi Tbk yaitu PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. merupakan salah satu langkah strategis yang dilakukan pemerintah untuk meningkatkan kinerja, nilai perusahaan, dan daya saing industri farmasi BUMN di Indonesia. Akuisisi PT. Indofarma Tbk. oleh PT. Kimia Farma Tbk. ini diharapkan dapat memberikan nilai lebih serta memberikan kontribusi bagi kesehatan masyarakat melalui kerja sama yang akan dilakukan. Dengan dilakukannya proses akuisisi BUMN farmasi ini berpotensi menghasilkan sinergi bagi perusahaan, ini juga merupakan salah satu cara untuk meningkatkan daya saing, karena perusahaan farmasi Indonesia tentunya tidak dapat menghindarkan diri dari persaingan global dan juga regional. Dari teori-teori yang ada, dikatakan bahwa proses merger dan akuisisi dapat menciptakan *value* bagi perusahaan. *Value* yang tercipta karena adanya sinergi dan efisiensi. Penilaian terhadap perusahaan target juga harus dilakukan dengan benar, sehingga diharapkan tidak akan berdampak negatif pada kinerja setelah akuisisi dan tentunya dapat memberikan nilai tambah. Dan dengan dilakukannya akuisisi tentunya harus memperhatikan keputusan para pemegang saham, karena dengan dilakukannya akuisisi maka dapat berdampak terhadap struktur tata kelola perusahaan sebagai salah satu perangkat tata kelola perusahaan. Perangkat tata kelola perusahaan meliputi tiga hal, yaitu struktur, mekanisme, dan prinsip tata kelola (Syakhroza, 2005). Beberapa penelitian mengatakan bahwa metode pembayaran yang dilakukan untuk membiayai proses akuisisi dapat berdampak pada perubahan struktur kepemilikan (*ownership structure*) perusahaan. Oleh karena itu dilakukan penelitian mengenai penilaian perusahaan pada akuisisi PT. Indofarma Tbk. oleh PT. Kimia Farma Tbk., serta melakukan analisis terhadap struktur tata kelola perusahaan paska dilakukannya akuisisi.

## 1.2 Rumusan Masalah

Akuisisi merupakan salah satu sumber pertumbuhan perusahaan, selain *market share* dan momentum. Akuisisi merupakan pengambilalihan perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi (*bidder*) yang berpotensi untuk meningkatkan kinerja dan menghasilkan sinergi bagi perusahaan. *Corporate governance* berkaitan dengan pengarahan dan pengendalian sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi kepentingan pemegang saham dan *stakeholder* lainnya yang terkait. Struktur tata kelola merupakan salah satu aspek yang dapat dilihat sebagai dampak dilakukannya akuisisi.

Terdapat masalah-masalah di dalam PT.Kimia Farma Tbk. dan PT.Indofarma Tbk., diantaranya: terjadi *fraud* (ada indikasi *overstated*, kesalahan dalam penilaian persediaan barang, dan kesalahan pencatatan penjualan) yang mengindikasikan adanya *earning management*, masalah mengenai sistem kepatuhan dan pengendalian, dan pengembangan produk obat-obatan yang minim (www.bapepam.go.id siaran pers badan pengawas pasar modal 10/10/2011 12:36; Avianti, 2006). Selain itu, menurut ahli manajemen, direksi PT.Indofarma Tbk. pada tahun 2003 tidak bisa merespon perubahan lingkungan (tidak ada subsidi, harga obat generik yang tidak naik, dan berkembangnya era ekonomi) (Spillane, 2010: 16). Selain dari masalah-masalah tersebut juga terkait dengan kebijakan pemerintah untuk melakukan *rightsizing*, karena dinilai jumlah BUMN terlalu banyak dan kinerja yang ditunjukkan belum optimal. BUMN sektor Farmasi dengan melakukan akuisisi. Hal ini dilakukan berdasarkan isu-isu yang beredar di seputar BUMN Farmasi, yaitu: untuk memperoleh efisiensi dan pengembangan pasar, sebagai upaya mengatasi masalah impor bahan baku, untuk menghadapi persaingan obat-obat kimia dengan obat herbal.

Dari latar belakang dan permasalahan tersebut ditarik pertanyaan penelitian sebagai berikut:

- a. Berapakah nilai PT. Indofarma Tbk. sebagai perusahaan target dalam proses akuisisi yang akan dilakukan?
- b. Bagaimana struktur tata kelola perusahaan (*corporate governance*) setelah dilakukan akuisisi?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah dirumuskan, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Untuk mengetahui nilai PT. Indofarma Tbk. sebagai perusahaan target dalam proses akuisisi yang akan dilakukan
- b. Untuk mempelajari dampak akuisisi terhadap struktur tata kelola perusahaan (*corporate governance*)

### 1.4 Manfaat Penelitian

Beberapa manfaat yang diharapkan dari penelitian ini akan dijelaskan sebagai berikut:

- a. Bagi Kementerian BUMN

Sebagai institusi pemerintahan yang berfungsi untuk membantu presiden dalam merumuskan kebijakan dan koordinasi di bidang pembinaan BUMN, maka penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat pada kementerian BUMN untuk membuat kebijakan dan mengawasi pelaksanaan tugas BUMN sehingga dapat menunjukkan kinerja yang lebih baik. Dan penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai struktur tata kelola perusahaan pasca akuisisi.

- b. Bagi perusahaan yang bersangkutan

Diharapkan dapat memberikan gambaran bagi perusahaan-perusahaan yang bersangkutan mengenai nilai perusahaan apabila dilakukan akuisisi dan kelayakan harga perusahaan target, serta memberikan gambaran mengenai struktur organisasi yang kemungkinan diterapkan pasca akuisisi. Dan mungkin dari penelitian yang telah dilakukan dapat memberikan inisiatif bagi perusahaan untuk mengembangkan produk dan memperbaiki sistem tata kelola sehingga kinerja perusahaan dapat menjadi lebih baik.

- c. Bagi Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi Bapepam dalam membuat peraturan untuk meningkatkan kualitas manajemen perusahaan termasuk pengembangan tata kelola perusahaan, terutama BUMN farmasi,

sehingga dapat meningkatkan perannya dalam perekonomian dan memiliki daya saing global.

d. Bagi akademisi dan peneliti selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pustaka di bidang keuangan dan dapat dijadikan acuan bagi peneliti selanjutnya.

### 1.5 Ruang lingkup

Pada penelitian ini obyek yang dikaji adalah perusahaan BUMN yang bergerak di industri farmasi, yaitu : PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. Objek yang dipilih adalah BUMN karena merupakan badan usaha yang menyangkut hajat hidup orang banyak. Lebih spesifik meneliti pada sektor farmasi karena merupakan sektor yang berperan dalam bidang kesehatan, yaitu dengan penyebaran obat secara merata bagi masyarakat Indonesia. Hal yang dikaji/dipelajari meliputi penilaian perusahaan target pada proses akuisisi yang akan terjadi. Periode waktu yang digunakan adalah 5 tahun sebelum 2011 untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, dan juga dilakukan penilaian dengan metode *free cash flow to the Firm* perusahaan target selama 5 tahun ke depan. Metode lain yang juga digunakan dalam perhitungan adalah *net asset* dan *market value*. Selain itu juga dibatasi pada menganalisis struktur tata kelola (*governance structure*) perusahaan paska akuisisi dengan melihat *governance structure* pada masing-masing perusahaan yang ada sekarang (sebelum akuisisi).

### 1.6 Keaslian Penelitian

Sebelum penelitian ini dilakukan, ada penelitian-penelitian yang telah membahas mengenai penilaian perusahaan yang akan melakukan merger dan akuisisi, melihat bagaimana dampak merger dan akuisisi tersebut terhadap kinerja perusahaan, menghitung sinergi, dan juga penelitian-penelitian yang membahas mengenai pengaruh merger dan akuisisi terhadap struktur tata kelola perusahaan (Tabel 1.1).

Tabel 1.1 Penelitian-penelitian Terdahulu

Judul Penelitian	Peneliti dan tahun	Uraian	Metode penelitian
Analisis penilaian perusahaan dan kelayakan harga saham pada kemungkinan merger antara PT. Bank Niaga Tbk. dan PT. Bank Lippo Tbk. dalam wacana <i>Single Presence Policy</i> serta penilaian sinergi dan kinerja bank pasca merger	Novianti, 2006	Melakukan penilaian terhadap perusahaan target merger dan melihat kelayakan harga sahamnya, serta menghitung sinergi dan kinerja perusahaan pasca merger.	Metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif kuantitatif. Menganalisis nilai perusahaan dan kelayakan harga saham pada perusahaan target, menghitung sinergi yang diperoleh dari proses merger, dan menghitung kinerja perusahaan setelah merger
Valuasi nilai transaksi akuisisi Matahari Department Store dengan menggunakan metode <i>Discounted Cash Flow</i>	Octaviani, 2010	Tesis ini membahas mengenai penilaian perusahaan ( <i>Value of the firm</i> ) yang menjadi target akuisisi, sehingga dapat diketahui nilai transaksi yang terjadi <i>fair, overvalue</i> atau <i>undervalue</i> .	Metode perhitungan yang digunakan adalah <i>discounted cash flow</i> melalui perhitungan <i>free cash flow to equity</i> dan <i>free cash flow to the firm</i> .
<i>Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the M&amp;A as R&amp;D type of acquisition</i>	Al-Laham et al., 2010	Penelitian ini mempelajari mengenai pengaruh pengalaman dalam akuisisi terhadap tingkat <i>post acquisition patent</i> , pengaruh pengalaman aliansi antara <i>bidder</i> dan target terhadap tingkat <i>post acquisition patent</i> , pengaruh similaritas sektor antara <i>bidder</i> dan target terhadap tingkat <i>post acquisition patent</i> .	Penelitian ini merupakan studi empiris pada perusahaan bioteknologi, dengan <i>dependent variabelnya</i> adalah <i>post acquisition patent</i> . Independent variabel yang digunakan yaitu cumulative number of prior. acquisition experience, dummy variable yang mengindikasikan bahwa target akuisisi adalah partner aliansi sebelum akuisisi, dan sektor industri partner
<i>Effect of merger and acquisition on drug discovery: perspective from a case study of Japanese Pharmaceutical Company</i>	Shibayama et al., 2008	Perusahaan farmasi yang melakukan M&A biasanya mengurangi input untuk internal R&D, karena mereka melakukan M&A untuk tambahan teknologi, sehingga pendanaan untuk internal R&D dikurangi dan cenderung bergantung pada R&D eksternal	Penelitian ini merupakan case studi pada perusahaan farmasi.
<i>Corporate Governance Convergence Through Cross-border Merger: The Case of Aventis</i>	Bris and Cabolis, 2007	Peran <i>cross-border merger</i> dalam konvergensi <i>corporate governance</i> . Melakukan analisis terhadap merger yang terjadi di antara perusahaan yang	Melihat karakteristik <i>corporate governance</i> di masing-masing negara. Menganalisis perbedaan <i>code of corporate governance</i> pada masing-masing negara. Kemudian <i>governance structure</i> yang terbentuk pada perusahaan yang baru merupakan gabungan

Tabel 1.1 Penelitian-penelitian Terdahulu (lanjutan)

Judul Penelitian	Peneliti dan tahun	Uraian	Metode penelitian
		terletak pada negara yang berbeda, kemudian menghasilkan suatu perusahaan yang baru. Dan melihat pengaruh merger tersebut terhadap pembentukan <i>corporate governance</i> di perusahaan yang baru	dari sistem <i>corporate governance</i> . masing-masing perusahaan sebelumnya. Membandingkan governance structure perusahaan yang baru dengan dua perusahaan sebelumnya
<i>Determinants of international success: Lessons from FirstGroup in North America</i>	Duncan and Mtar, 2006	Penelitian ini mengusulkan suatu proses dan integrative model yang merupakan factor penentu dalam cross-border acquisition success yang digambarkan dalam konsep manajemen strategi, organisasi, dan <i>learning theories</i> . Adapun variable-variabel yang berperan dalam menentukan kesuksesan kinerja akuisisi antara lain: <i>acquiring firm's previous acquisition experience, strategic fit, focus on core business, cultural fit, dan integration process</i> .	Penelitian ini dilakukan dengan melakukan in-depth review dari literature-literatur yang relevan. Metode yang dilakukan adalah in-depth interview dengan eksekutif, dan juga menggunakan <i>extensive archival data</i> .
<i>What determines financing decision in corporatae takeover: cost of capital, agency problem, or the means of payment?</i>	Martynova and Renneboog, 2009	Penelitian ini menceritakan mengenai hal-hal yang mempengaruhi metode pendanaan akuisisi yang dilakukan oleh bidder, yaitu dengan menguji apakah pilihan pendanaan yang digunakan tergantung pada <i>bidder characteristic (cash flow, debt capacity, corporate governance regime, dan growth opportunities)</i> dan pada project yang akan dilakukan ( <i>takeover</i> ).	Penelitian ini merupakan penelitian empiris dengan menggunakan multinomial logit dan nested logit. Multinomial logit mengasumsikan pilihan pendanaan yang diambil bidder (kas, <i>debt, debt &amp; equity, equity</i> ). Nested logit memperluas framework multinomial logit dengan memberikan kelonggaran bagi bidder untuk mengkondisikan keputusan pendanaan .

Sumber: <http://sciencedirect.com/>

Dari beberapa penelitian terdahulu yang dituliskan pada Tabel 1.1 Dapat disimpulkan bahwa terjadinya merger dan akuisisi disebabkan oleh beberapa faktor, antara lain: tekanan daya saing dalam industri, memperoleh sinergi, efisiensi, dan lain-lain. Salah satu alasan perusahaan farmasi ingin melakukan

merger atau akuisisi adalah biaya penelitian dan pengembangan (R & D) mahal dan keinginan untuk masuk ke pasar yang baru (ekspansi). Namun tidak semua proses merger dan akuisisi yang dilakukan berakhir pada kesuksesan. Kesuksesan suatu akuisisi ditentukan oleh beberapa faktor (*determinant*), yaitu : *acquiring firm's previous acquisition experience, strategic fit, focus on core business, cultural fit, dan integration process*. Penelitian lain menemukan bahwa pengalaman akuisisi, pengalaman aliansi antara *bidder* dan target, dan similaritas sektor antara *bidder* dan target berpengaruh positif terhadap tingkat *post acquisition paten*. Untuk mencapai kesuksesan dalam akuisisi, pihak-pihak yang bersangkutan harus benar-benar memahami dan teliti dalam menjalani setiap tahapan proses akuisisi. Tidak semua proses akuisisi berakhir dengan kesuksesan, hal ini dapat terjadi karena kegagalan dalam mengintegrasikan kultur perusahaan, dan tidak memenuhi variabel-variabel yang menentukan kesuksesan akuisisi.

Octaviani (2010) melakukan penelitian mengenai penilaian perusahaan yang menjadi target akuisisi, yaitu menggunakan metode *Discounted cash flow* dengan menghitung *free cash flow to the firm* (FCFF) dan *free cash flow to equity* (FCFE). Dari perhitungan yang dilakukan maka dapat diketahui nilai transaksi yang terjadi *fair, overvalue, atau undervalue*. Perhitungan yang dilakukan menggunakan asumsi-asumsi yang terkait

Martynova and Renneboog (2009) melakukan penelitian yang terkait dengan metode pendanaan yang dilakukan untuk mendanai akuisisi. Penelitian ini menguji apakah pemilihan sumber pendanaan untuk membiayai proses *takeover* dipengaruhi oleh karakteristik *bidder* (perusahaan pengakuisisi) dan dipengaruhi oleh *investment project* yang akan dilakukan (*takeover*). Faktor-faktor penentu sumber pendanaan yang digunakan yaitu: 1) *cost of capital*. Investor mempertimbangkan bahwa pembayaran dengan menggunakan ekuitas merupakan sinyal perusahaan tersebut *overvalued*. Pendanaan dengan menggunakan ekuitas dilakukan ketika perusahaan tidak memiliki kecukupan kas dan terbatas untuk melakukan pinjaman, 2) *regulatory environment*. Adanya perlindungan yang kuat terhadap pemegang saham (*shareholders*) meningkatkan keinginan untuk melakukan pendanaan dengan ekuitas, 3) *agency problem between corporate claimant, 4) means of payment consideration*.

Beberapa hal yang juga dipertimbangkan oleh *bidder* dalam pemilihan sumber pendanaan, yaitu dengan melakukan *risk sharing*. Apabila nilai perusahaan belum dapat diprediksi secara baik maka *bidder* lebih memilih menggunakan ekuitas daripada kas untuk melakukan pembayaran. Banyak dari kasus akuisisi yang gagal terjadi karena *bidder* menilai perusahaan target terlalu tinggi. Disamping itu juga ada ancaman terjadinya perubahan kontrol apabila transaksi dilakukan dengan menggunakan ekuitas. Hal ini dapat terjadi apabila pemegang saham terbesar pada *bidder* memegang *intermediate control*, sementara target memiliki *concentrated control*.

Penelitian yang saya lakukan adalah sebuah kajian pada proses akuisisi perusahaan BUMN yang bergerak pada sektor farmasi. Saya melakukan penilaian perusahaan target yang akan melakukan akuisisi dengan menggunakan metode *free cash flow to the firm*. Perhitungan lainnya dilakukan dengan menghitung *net asset* dan *market value*. Hal lain yang saya teliti adalah mengenai pembentukan *governance structure* perusahaan paska dilakukannya akuisisi. Karena akuisisi ini belum terjadi, perhitungan dilakukan berdasarkan asumsi-asumsi dan untuk pembentukan *governance structure* dilakukan dengan cara *benchmarking* dengan perusahaan yang memiliki rating *corporate governance* yang baik (yang bergerak dalam industri yang sama) dan juga dengan mempertimbangkan pada *governance structure* masing-masing perusahaan sebelum dilakukan akuisisi. Pada penelitian ini yang dilihat adalah struktur *governance*, karena akuisisi ini belum terjadi sehingga belum bisa dilihat sampai tahap mekanisme *governance*. Struktur *governance* dianalisis dengan melihat kelengkapannya dan kesesuaiannya dengan peraturan-peraturan yang ada.

## 1.7 Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari 6 bab yang berkaitan satu sama lain, ada pun isi dari bab-bab tersebut dapat diuraikan sebagai berikut:

### Bab 1 Pendahuluan

Pada bab pendahuluan ini membahas mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penulisan.



## Bab 2 Tinjauan Pustaka

Pada bab ini akan dibahas mengenai landasan teori dalam penelitian ini yang berkaitan dengan akuisisi, alasan dilakukan akuisisi, factor-faktor yang menentukan kesuksesan akuisisi, penilaian perusahaan, hal-hal yang terkait dengan *corporate governance* (definisi, perangkat, prinsip-prinsip, dan tipe-tipenya), *rightsizing BUMN*.

## Bab 3 Gambaran Umum Perusahaan

Bab ini menjelaskan sekilas mengenai perusahaan yang diteliti, mencakup visi, misi, anak perusahaan dan hal-hal lain yang terkait dengan perusahaan.

## Bab 4 Metodologi Penelitian

Bab ini memberikan arahan mengenai penyelesaian masalah dalam penelitian ini, yang terdiri dari: tahapan penelitian, pengumpulan data, metode untuk penelitian dan menganalisis data.

## Bab 5 Analisis dan Pembahasan

Bab ini membahas mengenai analisis industri farmasi, analisa kinerja keuangan, sertai menganalisis dan membahas data hasil perhitungan yang telah diperoleh. Membahas mengenai penilaian perusahaan target dan struktur tata kelola perusahaan paska akuisisi.

## Bab 6 Kesimpulan dan Saran

Bab ini membahas mengenai kesimpulan yang diperoleh setelah dilakukan analisis terkait dengan data yang diperoleh. Kesimpulan menjawab permasalahan dan tujuan yang telah dituliskan sebelumnya. Selain itu, bab ini juga memberikan saran bagi pihak-pihak yang berkaitan dengan dilakukannya aktivitas akuisisi, dan juga bagi akademisi dan peneliti selanjutnya.

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Akuisisi

##### 2.1.1 Pengantar Mengenai Akuisisi

Pada era globalisasi ini, perekonomian global semakin berhubungan. Menurut Krueger (1999) dalam Ibrahim dkk. (2010), nilai perdagangan dunia tumbuh lebih dari dua kali lipat dari pertumbuhan produk domestik bruto (PDB). Hal yang serupa juga diungkapkan oleh Miles & Scott (2005), bahwa perdagangan dunia meningkat lebih cepat daripada PDB. Perkembangan perdagangan internasional mengarah pada perdagangan yang lebih bebas dengan disertai terbentuknya kerja sama antar negara. Lebih bebasnya perdagangan dunia memberikan dampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi dunia (Ibrahim dkk., 2010). Oleh karena itu, perdagangan internasional dapat menjadi salah satu faktor yang meningkatkan GDP suatu negara (Miles & Scott, 2005). Globalisasi memang memberikan dampak terhadap pertumbuhan ekonomi negara-negara di dunia, namun di lain sisi juga memberikan masalah yang cukup serius. Dengan terjadinya globalisasi maka daya saing pun semakin meningkat, dan setiap perusahaan harus bisa bertahan dan tumbuh agar tidak terkikis oleh globalisasi, oleh karena itu perusahaan harus meningkatkan nilainya di mata para investor.

Menurut Thompson *et al.*(2010), salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan untuk meningkatkan nilainya adalah dengan melakukan aliansi strategis dengan perusahaan lain. Dengan aliansi strategis, perusahaan dapat melakukan *bundling* baik terhadap kompetensi dan sumber daya yang dimiliki dan menghasilkan suatu nilai yang lebih baik dari pada perusahaan berdiri sendiri-sendiri.

Untuk menciptakan value bagi perusahaan, ada tiga macam strategi yaitu: tumbuh (*growth*), *retrenchment*, dan *stabilized*. Banyak perusahaan yang memilih strategi untuk tumbuh, karena dengan tentunya setiap perusahaan perlu untuk tumbuh

dan dengan bersatunya perusahaan diharapkan dapat memiliki daya saing yang lebih. Terdapat sumber pertumbuhan perusahaan ada tiga, yaitu: *market share gain* (organik), *merger&acquisition* (inorganik), *portfolio momentum* (market

growth). Akuisisi adalah pengambilalihan oleh perusahaan lain (Ross *et al.*, 2010). Perusahaan yang diambil alih/dibeli ini akan menjadi bagian perusahaan yang mengakuisisi (*bidder*).

### 2.1.2 Tipe-Tipe Akuisisi

Akuisisi merupakan salah satu sumber pertumbuhan inorganik yang digunakan oleh perusahaan. Saat membicarakan mengenai akuisisi atau *takeovers* ada berbagai macam jenis transaksi yang dapat dilakukan perusahaan dalam upaya untuk mengambilalih/mendapatkan perusahaan lain. Sebuah perusahaan dapat diambilalih baik oleh perusahaan lain ataupun oleh pihak manajemen dan investor luar (Damodaran, 2002).

Dalam hal diambil alih oleh perusahaan lain, terdapat 4 transaksi yang dapat terjadi menurut Damodaran (2002), yaitu merger, konsolidasi, *tender offer*, dan akuisisi asset, yang akan dijelaskan sebagai berikut:

- a. Dalam kasus merger, *board of director* masing-masing perusahaan setuju untuk dilakukannya penggabungan, dan minimal 50% shareholder dari perusahaan target dan bidder setuju atas proses penggabungan tersebut. Dalam merger, perusahaan target akan menjadi bagian dari perusahaan pengakuisisi (*bidder*), dan perusahaan bidder akan tetap *exist*.
- b. Dalam konsolidasi, akan terbentuk suatu perusahaan baru setelah terjadinya penggabungan, dan *stockholder* dari perusahaan *bidder* dan target memperoleh saham di perusahaan baru tersebut.
- c. Dalam *Tender offer*, suatu perusahaan menawarkan untuk membeli saham perusahaan lain dalam suatu harga yang spesifik, dan mengkomunikasikan rencana ini melalui pemberitaan dan menuliskan surat pada *stockholder*. Apabila dilihat dari mekanismenya, maka dalam transaksi ini tidak melalui persetujuan manajemen ataupun *board of directors* dari perusahaan target. Oleh karena itu, *tender offer* dapat mengakibatkan terjadinya *hostile takeover*. Perusahaan target akan tetap ada selama masih ada sekelompok kecil (*minority*) *stockholder* yang tidak setuju atas proses tersebut. Pada akhirnya *tender offer* dapat berubah menjadi merger apabila perusahaan *bidder* dapat memperoleh kontrol perusahaan target. Ross *et al.* (2010) mengatakan bahwa

pihak manajemen perusahaan target biasanya menolak untuk diakuisisi sahamnya. Resistensi oleh manajemen perusahaan target dapat menyebabkan biaya akuisisi lebih mahal daripada biaya untuk melakukan merger.

- d. Dalam hal akuisisi aset, suatu perusahaan akan membeli aset milik perusahaan lain. Seluruh aset milik perusahaan target akan menjadi milik perusahaan bidder, pada akhirnya perusahaan target akan dilikuidasi.

Cara yang terakhir yaitu dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan atau investor dari luar perusahaan dengan cara *buyout*, dan biasanya pembelian ini dilakukan melalui *tender offer*. Setelah dilakukan transaksi, maka perusahaan target bisa berubah status dari perusahaan publik menjadi perusahaan privat. Apabila transaksi ini dilakukan oleh manajemen, maka dapat disebut sebagai *management buyouts*. Dan apabila transaksi ini didanai oleh utang, maka disebut sebagai *leveraged buyout*.

### 2.1.3 Alasan dilakukannya akuisisi

Banyak perusahaan yang memilih untuk melakukan akuisisi. Salah satu hal yang tentunya menjadi pendorong untuk melakukan proses akuisisi adalah untuk mendapatkan sumber daya yang berharga. Akuisisi dapat dijadikan sebagai strategi untuk mengatasi permasalahan-permasalahan yang dihadapi oleh perusahaan, misalnya permasalahan mengenai kurangnya ilmu, biaya R&D, produk yang dimiliki terlalu sedikit (Al-Laham *et al.*, 2010). Biaya yang dibutuhkan untuk R&D dapat dikatakan cukup besar, sehingga kadang hal tersebut menjadi suatu masalah baik bagi perusahaan Bioteknologi atau pun farmasi yang berbasis pada inovasi. Untuk selalu berkembang diperlukan alokasi biaya yang cukup besar untuk R&D, dan juga tentunya *knowledge* untuk memperkaya dan memiliki *insight* mengenai suatu temuan, oleh karena itu dilakukannya akuisisi diharapkan dapat membantu suatu perusahaan (dalam hal ini farmasi) untuk mengatasi masalah yang salah satu diantaranya adalah untuk mengatasi pembiayaan R&D.

Menurut Christensen *et al.* (2011) ada berbagai macam alasan untuk melakukan merger dan akuisisi, namun biasanya dua hal ini yang menjadi pertimbangan untuk melakukan akuisisi, yaitu: 1) untuk meningkatkan kinerja

perusahaan (*boosting company performance*). Meningkatkan kinerja perusahaan dapat ditunjukkan dengan membuat nilai perusahaan menjadi berada pada posisi premium, menurunkan biaya-biaya, dan lain-lain. Namun dalam hal ini, terkadang CEO tidak realistis dalam menilai perusahaan target (terlalu optimis/memiliki ekspektasi yang terlalu tinggi), membayar terlalu mahal untuk perusahaan target, dan mengalami kesulitan/tidak faham mengenai cara integrasi dengan perusahaan target; 2) *reinvent business model* dan *redirect company*. Business model adalah *money maker machine*, yaitu mengenai cara perusahaan dalam menjalankan perusahaannya untuk menghasilkan profit (Thompson *et al.*, 2010). Menurut Weston *et al.* (2004), semakin meningkatnya aktifitas merger dan akuisisi disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu: perubahan teknologi; *economies of scale*; globalisasi dan perdagangan bebas; perubahan dalam organisasi industri, industri baru; deregulasi dan regulasi; dan lain-lain.

Terdapat salah satu hal yang diperoleh dari akuisisi, yaitu efisiensi. Apabila perusahaan melakukan merger dan akuisisi, maka diharapkan dapat memperbaiki operasional perusahaan, menurunkan biaya operasional perusahaan, menurunkan *capital spending* perusahaan, sehingga dari hal tersebut dapat berpengaruh terhadap cash flow perusahaan. perusahaan dapat menghasilkan *cash flow* yang positif (*higher operating profit*).

Namun tidak selamanya merger dan akuisisi berhasil sesuai dengan ekspektasi, bahkan 70-90% merger dan akuisisi yang dilakukan berakhir dengan kegagalan, yaitu gagal untuk meningkatkan nilai dan kinerja perusahaan (Christensen *et al.*, 2011). Walaupun demikian, namun merger dan akuisisi tetap diminati, karena: 1). *Quest&pressure for growth*. Setiap perusahaan pasti ingin tumbuh dan memang harus tumbuh untuk menghadapi persaingan global, selain itu dengan merger juga dapat lebih cepat dalam tumbuh. Selain itu, merger dan akuisisi juga dilakukan apabila tidak ada pilihan atau kesulitan untuk melakukan pertumbuhan secara organik; 2) *being a consolidator*. Dalam hal ini berhubungan dengan kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam kondisi kompetitor bergabung untuk menjalankan bisnis, sehingga hal tersebut dapat mengganggu/membahayakan posisi perusahaan di pasar. Oleh karena itu, perusahaan juga melakukan aktivitas merger dan akuisisi untuk dapat bertahan

dalam menghadapi persaingan; 3) *Testimonial & success stories*. Dalam hal ini perusahaan tetap memilih merger dan akuisisi sebagai sumber pertumbuhan karena melihat bukti dan cerita mengenai keberhasilan merger yang dapat meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Namun sebenarnya hal tersebut juga dipengaruhi oleh hal-hal tertentu, karena bisa berbeda hasilnya, dan tergantung pada : situasi, faktor-faktor transaksi, jenis industri, *life cycle* perusahaan, masalah spesifik yang dihadapi perusahaan, *timing of the deal*, dan *strategic intention* (Ulrich&Kummer, 2007).

Proses merger dan akuisisi atau *corporate restructuring* memiliki aturan-aturan tersendiri dalam pelaksanaannya. Menurut Karimsyah (2005), peraturan-peraturan yang membahas mengenai merger dan akuisisi yaitu: Undang-undang No. 1/1995 tanggal 7 Maret 1995 tentang Perseroan Terbatas (berlaku tanggal 7 Maret 1996); Undang-undang No. 5/1999 tentang Larangan Praktek Monopoli Dan Persaingan Tidak Sehat tanggal 5 Maret 1999 (berlaku tanggal 5 Maret 2000); Peraturan Pemerintah No. 27/1998 tanggal 24 Februari 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas; Peraturan Pemerintah No. 28 Tahun 1999 tanggal 7 Mei 1999 tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank; serta peraturan-peraturan lain yang terkait dengan merger dan akuisisi. Kementerian BUMN sebagai instansi pemerintah memiliki peran yang penting dan strategis baik dalam mengawasi, menentukan kebijakan-kebijakan, dan membina perusahaan-perusahaan BUMN sebagai upaya untuk meningkatkan perekonomian nasional.

#### **2.1.4 Faktor-Faktor yang Menentukan Kesuksesan Akuisisi**

Menurut Al-Laham *et al.* (2010), terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kesuksesan akuisisi. Faktor-faktor tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

##### **a. Pengalaman dalam akuisisi**

Semakin sering perusahaan tersebut melakukan akuisisi maka akan lebih terbiasa dalam melakukan *screening* terhadap target dan dapat menentukan harga yang sesuai untuk target, disamping itu dengan pengalaman yang telah dialami

akan memberikan *insight* bagi perusahaan dalam mengelola integrasi proses akuisisi.

b. Pengalaman aliansi antara *bidder* dan target

Pengalaman yang dimiliki dengan partner yang spesifik (*partner-specific experience*) dalam bentuk aliansi *pre-acquisition* memberikan pengaruh positif terhadap *post acquisition patent* (dalam hal ini perusahaan yang diteliti adalah perusahaan bioteknologi). Aliansi-aliansi dengan partner yang spesifik dapat membantu memperbaiki kinerja. Merupakan hal yang umum apabila perusahaan bioteknologi melakukan aliansi dengan target sebelum dilakukannya akuisisi, hal ini dapat membantu untuk mempelajari target (*target-specific learning*). Sebagai perusahaan pengakuisisi sebaiknya memiliki kemampuan untuk membangun *partner-specific absorptive capacity*, menciptakan suatu susunan untuk pemecahan masalah yang dihadapi bersama, meningkatkan *interpersonal learning* dan *tacit knowledge*, dan untuk menciptakan suatu iklim “*trust*” dan “*reciprocity exchange*”.

c. Similaritas sektor antara *bidder* dan target

Melakukan kerja sama dengan perusahaan yang bergerak dalam sektor usaha yang serupa. Dari penelitian yang dilakukan memperoleh hasil bahwa dengan dilakukannya kerja sama dengan sektor usaha yang serupa maka akan menghasilkan kesuksesan dalam proses akuisisi. Contohnya, perusahaan farmasi dan *biochemichal* cenderung memiliki struktur yang formal dan level hierarki yang tinggi, pengambilan keputusan yang cenderung lama, dan cenderung *risk-averse* dibandingkan dengan perusahaan bioteknologi. Perbedaan-perbedaan seperti itu salah satunya dapat menyebabkan kegagalan dalam proses akuisisi, hal-hal tersebut terkait dengan kultur dan internal perusahaan.

Duncan & Mtar (2006), berpendapat bahwa kinerja akuisisi ditentukan oleh variabel strategi dan organizational. Variabel-variabel yang dipilih sebagai penentu kesuksesan akuisisi adalah *acquiring firm's previous acquisition experience*, *strategic fit*, *focus on core business*, *cultural fit*, dan *integration process*.

Pengalaman perusahaan dalam melakukan akuisisi merupakan faktor penentu kesuksesan dalam proses akuisisi tersebut. Pengalaman tersebut

memberikan manfaat karena dua alasan, yaitu: 1) proses tersebut terjadi secara berulang dan dapat mempertajam keahlian, dan 2) perusahaan akan lebih memiliki pengetahuan mengenai hal-hal yang terkait dengan akuisisi, seperti proses integrasi dan kebudayaan, dan hal tersebut akan menjadi pelajaran. Selain itu, pemilihan target juga menjadi faktor penentu dalam kesuksesan akuisisi, sehingga antara *bidder* dan target dapat melakukan negosiasi mengenai pembayaran premium pada *shareholder* perusahaan target.

*Strategic fit* dari akuisisi merupakan hal yang penting untuk melakukan kapitalisasi sinergi. Akuisisi dapat memperdalam kehadiran perusahaan pada pasar yang telah ada, dengan cara memperluas produk, pasar, atau bisa juga membawa perusahaan ke dalam suatu pasar yang baru. Hasil akuisisi yang dilakukan harus sesuai dengan keseluruhan strategi perusahaan *bidder* (tujuan perusahaan target harus sejalan dengan *bidder*).

Salah satu elemen yang penting dalam *strategic fit* adalah tingkat diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi. Fokus pada *core business* dapat membantu perusahaan untuk memperoleh *long term competitive advantage*. Hitt *et al.* dalam Duncan & Mtar (2006) mengatakan bahwa dengan melakukan akuisisi terhadap perusahaan yang bergerak dalam *core business* yang sama akan memberikan dampak positif, yaitu terciptanya sinergi.

Kultur perusahaan juga merupakan faktor penentu dalam akuisisi. Perusahaan yang memiliki kultur yang berbeda dapat menyebabkan terjadinya konflik, hal ini merupakan salah satu penyebab M&A mengalami kegagalan. Proses integrasi merupakan salah satu kunci kesuksesan akuisisi. Hubbard (2001) dalam Duncan & Mtar (2006) mengatakan bahwa umumnya perusahaan memilih salah satu cara dari empat cara integrasi, yaitu: *total autonomy*, *restructuring* yang diikuti dengan *financial control*, sentralisasi atau integrasi dalam fungsi utama, dan integrasi secara keseluruhan.

## 2.2. Penilaian Perusahaan

Penilaian perusahaan merupakan suatu proses yang dilakukan untuk mengetahui perkiraan nilai sebuah perusahaan (Nurhayati, 2009). Penilaian perusahaan digunakan untuk berbagai macam tujuan, diantaranya untuk :



perusahaan yang *listed* di bursa (untuk membandingkan nilai yang diperoleh dengan nilai saham yang berada di pasar, sehingga dapat ditentukan harus menjual atau membeli saham tersebut), perusahaan yang melakukan IPO (untuk menentukan harga saham yang akan ditawarkan ke pasar), *strategic decision* (merupakan suatu penilaian untuk mengambil keputusan, contohnya dalam hal perusahaan ingin melakukan merger & akuisisi), *strategic planning* (dilakukan penilaian terhadap dampak suatu kebijakan dan strategi terhadap *value creation* perusahaan) (Fernandez, 2004).

Proses penilaian ini sangat penting terutama bagi perusahaan yang ingin melakukan ekspansi eksternal (contoh: merger dan akuisisi), karena dari hasil penilaian ini dapat diketahui nilai wajar bagi perusahaan tersebut. Menurut Damodaran (2002), salah satu cara untuk melakukan penilaian perusahaan, yaitu *Discounted cash flow*.

Pada metode ini dilakukan estimasi terhadap nilai intrinsik suatu asset berdasarkan fundamentalnya. Nilai suatu asset merupakan nilai sekarang (*present value*) dari harapan arus kas di masa yang akan datang (*expected future cash flow*). Nilai intrinsik adalah nilai sebenarnya suatu perusahaan, yang meliputi nilai arus kas di masa yang akan datang dan juga tingkat diskonto untuk arus kas tersebut. Menurut Damodaran (2002), terdapat tiga garis besar dalam *discounted cash flow valuation*, yaitu: *equity valuation*, *firm valuation*, dan *adjusted present value valuation*.

Nilai ekuitas (*value of equity*) diperoleh dari mendiskontokan arus kas ekuitas yang diharapkan (*expected cash flow to equity*) atas *cost of equity* (tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor suatu perusahaan) (Damodaran, 2002: 365). Rumus untuk menghitung *value of equity* adalah sebagai berikut:

$$\text{Value of equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(Ke - g)} \quad (2.1)$$

Keterangan: *Free cash flow to equity (FCFE)* = *expected cash flow to equity* pada periode *t*

*Ke* = *cost of equity*

Nilai perusahaan (*value of the firm*) diperoleh dengan mendiskontokan arus kas perusahaan yang diharapkan (arus kas setelah memenuhi semua beban operasional, *reinvestment needs*, pajak, pembayaran hutang atau *equity holders*) dengan WACC (*weighted average cost of capital*). Rumus *value of the firm* (Damodaran, 2002: 387) adalah sebagai berikut:

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2.2)$$

Keterangan: *Free cash flow to the firm t (FCFF t) = expected cash flow to firm pada periode t*

WACC = *weighted average cost of capital*

Dalam menghitung DCF ada beberapa tahap yang harus dilakukan, yaitu: 1) analisa kinerja keuangan, 2) proyeksi laporan keuangan, 3) menghitung *cost of capital*, 4) menghitung *terminal value*, dan 5) melakukan perhitungan harga saham dan menginterpretasikannya.

Menurut Ross *et al.* (2010), nilai pasar (*market value*) adalah suatu nilai atau harga dari aset yang akan diperjualbelikan/digunakan dalam transaksi antara penjual dan pembeli di pasar. *Market value* bersifat lebih volatil daripada *book value*, oleh karena itu dikatakan lebih sesuai dalam mencerminkan nilai sebenarnya suatu perusahaan, karena nilai suatu perusahaan juga dapat mengalami perubahan dari waktu ke waktu dengan adanya informasi yang beredar di pasaran. *Market value of equity* dapat diestimasi dengan cara mengalikan jumlah saham yang beredar di pasaran dengan harga saham saat ini (*current stock price*).

## 2.3 Corporate Governance

### 2.3.1 Definisi tata Kelola Perusahaan

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) merupakan struktur dan proses dalam suatu perusahaan untuk menjalankan visi dan misi perusahaan sehingga dapat mencapai keberhasilan usaha dan meningkatkan akuntabilitas perusahaan, sehingga dapat terciptanya *long term shareholder's value*. Implementasi tata kelola perusahaan ini berkaitan dengan kepercayaan terhadap

perusahaan dan iklim usaha di suatu negara, karena dengan pelaksanaan yang sesuai dengan aturan-aturan yang telah ditentukan maka dapat menciptakan suatu iklim usaha yang kondusif. *Corporate governance* merupakan suatu sistem dalam perusahaan yang terdiri dari organ-organ perusahaan yang mengarahkan dan mengontrol jalannya bisnis suatu perusahaan (Cadbury, 1992). Menurut Nelson (2005), *corporate governance* merupakan seperangkat aturan/ketentuan-ketentuan yang diterapkan dalam suatu perusahaan, sehingga dapat mengalokasikan sumber daya yang ada, dan semua tersebut dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

### **2.3.2 Tujuan penerapan *Good Corporate Governance***

Menurut Daniri (2006), penerapan *corporate governance* ini didorong oleh dua hal, yaitu etika dan peraturan. Untuk menerapkan tata kelola perusahaan yang baik tentunya diperlukan setiap individu yang sadar akan etika dalam menjalankan praktek bisnis, termasuk cara untuk memperoleh profit dengan jalan yang benar, karena hal ini tentunya akan berpengaruh terhadap kesinambungan perusahaan dan kinerjanya. Peraturan dibuat untuk mengatur dan mengarahkan supaya cara kerja setiap individu berada pada jalur yang benar yang sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Dengan dua aspek tersebut diharapkan dapat memberikan motivasi bagi setiap individu dalam menjalankan praktek bisnis dan menciptakan suatu iklim bisnis yang kondusif. Dengan penerapan dengan baik diharapkan perusahaan dapat menunjukkan kinerja yang lebih baik dari pada perusahaan lain, dengan kinerja yang lebih baik akan dicapai *long term shareholder value* (Ghazali, 2010).

### **2.3.3 Perangkat tata kelola perusahaan**

Menurut Syakhroza (2005), implementasi tata kelola perusahaan melibatkan tiga perangkat, yaitu: struktur tata kelola, mekanisme tata kelola, dan prinsip-prinsip tata kelola. Ketiga perangkat tersebut saling mendukung dalam pelaksanaannya untuk mencapai tujuan perusahaan sesuai yang diinginkan. Struktur tata kelola terkait dengan pengendalian perusahaan dan menggambarkan/menjelaskan koordinasi antara pihak-pihak yang berhubungan

dalam perusahaan. Mekanisme adalah suatu prosedur dan garis koordinasi antara pihak-pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan pengendalian. Mekanisme tata kelola terdiri dari pengendalian internal dan eksternal. Prinsip-prinsip tata kelola perusahaan terdiri dari: transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan kewajaran.

#### 2.3.4 Prinsip-prinsip Governance

Setiap perusahaan harus memastikan implementasi *corporate governance* dapat berjalan dengan baik dan sesuai aturan yang berlaku. Untuk itu setelah terbentuknya suatu struktur tata kelola perusahaan, kemudian ditentukan mekanisme kerja, dan setiap aktivitas harus dipastikan sesuai/dapat menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan supaya tercapainya kesinambungan perusahaan dan senantiasa memperhatikan para *stakeholder*. Berdasarkan KNKG (2006), kelima prinsip-prinsip tersebut, yaitu:

##### a. Transparansi

Dalam menjalankan bisnis, keterbukaan mengenai informasi yang relevan tentang perusahaan sangat diperlukan untuk para pemilik kepentingan. Selain itu juga diperlukan keterbukaan dalam proses dan pengambilan keputusan.

##### b. Akuntabilitas

Kejelasan dalam setiap fungsi, pelaksanaan, dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan dapat berjalan dengan efektif. Prinsip ini merupakan syarat bagi perusahaan agar dapat mencapai kesinambungan (*sustainability*).

##### c. Responsibilitas

Dalam menjalankan bisnisnya perusahaan harus memiliki rasa tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan tempatnya mendirikan perusahaan. Selain itu dalam melaksanakan praktek bisnis harus sesuai dengan aturan-aturan yang telah ditetapkan dalam perundang-undangan. Implementasi yang baik dan benar dapat membawa perusahaan mencapai kesinambungan (*sustainability*) dan mendapatkan pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

#### d. Independensi

Dalam menjalankan bisnis tentunya harus bersifat profesional terhadap fungsi masing-masing dan tidak terbentur dengan kepentingan pihak-pihak tertentu, sehingga tidak ada dominasi atau intervensi dari pihak-pihak tertentu.

#### e. Kewajaran

Dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus senantiasa adil dan setara dalam memenuhi hak para pemegang kepentingan (*stakeholder*).

### 2.3.5 Tipe-tipe Governance

Berbagai landasan filosofis mengenai *corporate governance* telah berkembang sebelumnya dan menjadi dasar terbentuknya model-model *corporate governance*. Menurut Syakhroza (2003), terdapat empat model *corporate governance*, yaitu:

#### a. Finance model (*agency theory*)

Asumsi dalam model ini adalah pihak manajemen perusahaan berusaha mengambil keuntungan dari perusahaan, dengan lebih memperhatikan kepentingan pribadi daripada kepentingan pemegang saham. Dengan kata lain terjadinya konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Hal tersebut dapat menyebabkan terjadinya *agency cost* seperti pemberian insentif yang lebih pada pihak manajemen. *Agency cost* dapat menyebabkan nilai perusahaan menjadi tidak maksimal.

Dalam kondisi tersebut diperlukan *corporate governance* untuk meyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham. Dalam perangkat tata kelola perusahaan diketahui adanya mekanisme tata kelola untuk pengendalian perusahaan yang terdiri dari mekanisme kontrol pasar (eksternal) dan mekanisme kontrol internal. Mekanisme control eksternal dapat dilakukan melalui efektivitas dan efisiensi pasar modal, pasar produk dan jasa, dan pasar sumber daya managerial. Untuk pengendalian internal dapat dilakukan dengan pengendalian dewan komisaris atau dengan skema insentif yang menarik dan kompetitif bagi pihak manajemen.

*b. Stewardship model*

Asumsi dari model ini adalah seorang manajer dapat bekerja dengan baik dan sesuai dengan aturan yang berlaku untuk mencapai tujuan organisasi, sehingga dapat memberikan tingkat pengembalian modal yang tinggi bagi pemilik saham. Dalam model ini keberadaan pengawasan dewan komisaris tidak terlalu efektif, karena pihak manajemen sudah dapat mengetahui tugasnya dan dapat mengerjakannya dengan cerdas sehingga diperoleh laba yang tinggi.

*c. Stakeholders model*

Asumsi model ini yaitu perusahaan-perusahaan merupakan sistem jaringan stakeholders yang beroperasi dalam masyarakat yang menyediakan infrastruktur bagi aktivitas perusahaan, dan memiliki tujuan untuk menciptakan nilai bagi stakeholders dengan menciptakan barang dan jasa yang kemudian akan disalurkan kepada konsumen. Dalam model ini, *corporate governance* dirancang untuk memungkinkan dilakukannya *check and balance mechanism*, sehingga menjamin terkendalinya organisasi baik secara internal maupun eksternal, serta kepentingan pihak-pihak yang bersangkutan dapat terpenuhi dan tidak menimbulkan kerugian bagi *stakeholders*.

*d. Political model*

Asumsi dalam model ini adalah alokasi kekuasaan sangat ditentukan oleh pertimbangan-pertimbangan politis atau berdasarkan mekanisme politis. Alokasi kekuasaan harus dilihat dari perspektif budaya. Sebagai konsekuensi yaitu efektivitas model ini disesuaikan dengan budaya yang berlaku, jadi tidak ada satu model tata kelola yang dapat digunakan di semua negara, oleh karena itu model tata kelola perusahaan terus dikembangkan sesuai dengan kebudayaan tempatnya akan diterapkan.

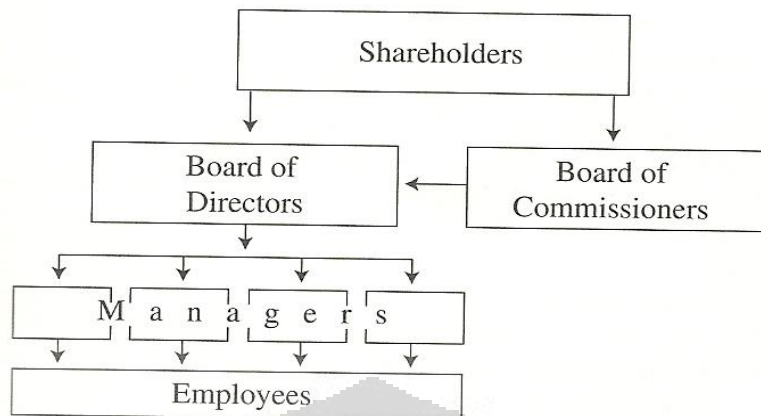
Untuk di Indonesia terdapat Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdiri dari banyak perusahaan yang berada pada pengawasan pemerintah, dan salah satu tujuannya adalah menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak. Dalam menjalankan fungsinya, setiap BUMN berhubungan dengan banyak pihak, diantaranya Kementerian Negara BUMN, Departemen Keuangan, dan lain-lain (Hanggraeni, 2008). Banyaknya

pihak (*stakeholders*) yang terlibat dalam pengelolaan BUMN, maka model yang sesuai untuk diterapkan di Indonesia adalah *Stakeholders model*.

### 2.3.6 Struktur *Corporate Governance*

Salah satu perangkat dari tata kelola perusahaan adalah struktur tata kelola perusahaan yang terkait dengan pengendalian perusahaan dan menggambarkan atau memperlihatkan koordinasi antara pihak-pihak yang berhubungan dalam perusahaan. berdasarkan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006), organ perusahaan terdiri dari : Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Dewan Komisaris dan Direksi. Organ perusahaan tersebut memiliki peran yang penting dalam implementasi *corporate governance* yang efektif dalam suatu perusahaan. *Governance structure* adalah suatu struktur kontraktual yang bersifat formal dan digunakan untuk mengatur hubungan (*partnership*) dalam suatu aliansi. Tujuan pembentukan *governance structure* yaitu sebagai kerangka dalam perusahaan yang berfungsi untuk menghubungkan satu pihak dengan pihak lain, dimana dalam hubungan-hubungan tersebut berpotensi terjadinya suatu konflik dan tentunya juga ada kesempatan untuk memperoleh keuntungan. Mode dari suatu *governance* tergantung pada intensitas insentif, kontrol administrative, dan aturan-aturan hukum yang berlaku (Arranz *et al.*, 2007).

Struktur organisasi internal perusahaan menentukan cara *shareholder* melakukan kontrol terhadap manajemen. Menurut Zhuang *et al.* (2001), tipe struktur organisasi pada perusahaan terbuka (*publicly listed*) dapat dilihat pada Gambar 2. *Shareholder* berada pada tingkat teratas organisasi. *Board of director* (BOD) memimpin perusahaan untuk mengambil keputusan-keputusan strategis dan operasional, kemudian manajer bertugas melaksanakan keputusan yang telah dibuat oleh BOD dan memimpin para karyawan yang berada pada departemen mereka. *Board of Commissioners* (BOC) sebagai representative dari pemilik perusahaan dan bertugas untuk mengawasi kerja direktur. BOC memiliki hak untuk mendapatkan semua informasi yang terkait dengan perusahaan.



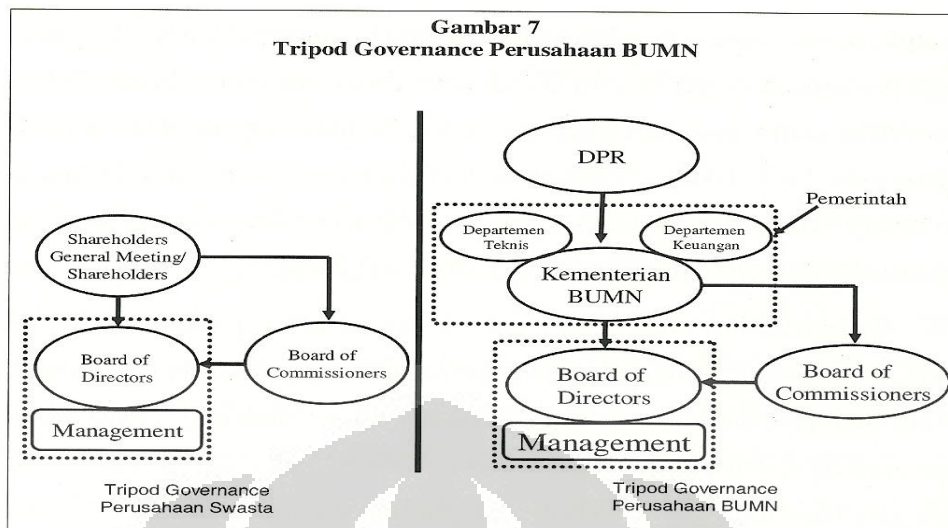
**Gambar 2.1 Struktur organisasi internal pada perusahaan publik di Indonesia.**

Sumber: Zhuang et al., 2001 Halaman 25.

Perusahaan BUMN memiliki struktur *governance* yang relatif lebih spesifik daripada perusahaan swasta, karena BUMN merupakan badan usaha yang berperan dalam hajat hidup orang banyak (menjaga kepentingan masyarakat luas/publik) sehingga dalam strukturnya banyak stakeholder yang terlibat, hal ini supaya dapat dilakukan *check and balance mechanism* serta memastikan bahwa kepentingan masing-masing pihak yang bersangkutan dapat terpenuhi dan tidak menimbulkan kerugian bagi *stakeholders*. Dapat dikatakan bahwa tipe *governance* pada BUMN adalah *stakeholders model* (Syakhroza, 2005).

Struktur *governance* perusahaan BUMN (Gambar 2.2) dapat dibedakan dalam arti sempit dan luas. Dalam artian sempit (struktur *governance* internal BUMN), struktur *governance* di BUMN membentuk tripod yang terdiri dari: RUPS (diwakili oleh Kementerian BUMN), Dewan Komisaris, dan Dewan Direksi. Dalam pengertian luas (struktur *governance* eksternal BUMN), struktur *governance* di BUMN membentuk tripod yang terdiri dari: Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) yang dalam hal ini berperan sebagai penyampai aspirasi rakyat (mewakili kepentingan publik), Kementerian BUMN (serta Departemen Keuangan dan Departemen Teknis), pihak pengawas (Dewan Komisaris), dan pengelola (Dewan Direksi).

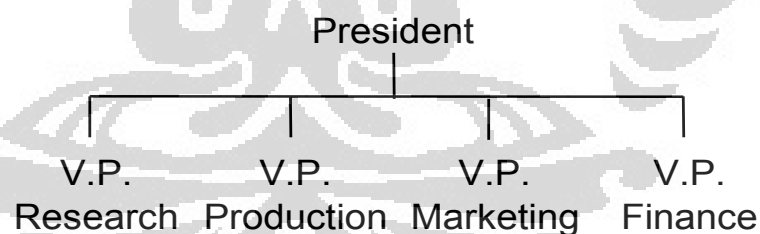




**Gambar 2.2 Tripod Governance Perusahaan BUMN**

Sumber: Syakhroza, 2005 Halaman 36.

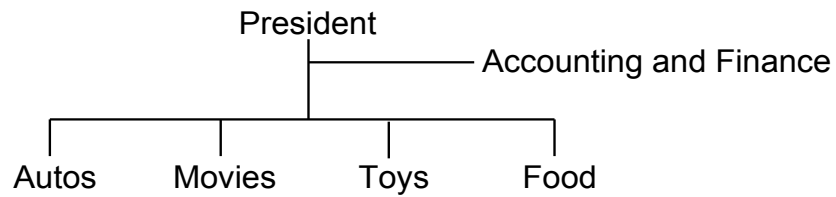
Strategi dan struktur memiliki hubungan dalam menjalankan bisnis, dan terdapat beberapa alternatif struktur organisasi serta implikasinya dalam strategi untuk melakukan akuisisi (Weston *et al.*, 2004). Struktur organisasi tersebut, antara lain: *Unitary form* atau *U-form*, *Holding company* atau *H-form*, *Multidivisional organization* atau *M-form*, dan *matrix form organization*.



**Gambar 2.3 Unitary form organization**

Sumber: Weston *et al.*, 2004 Halaman 120.

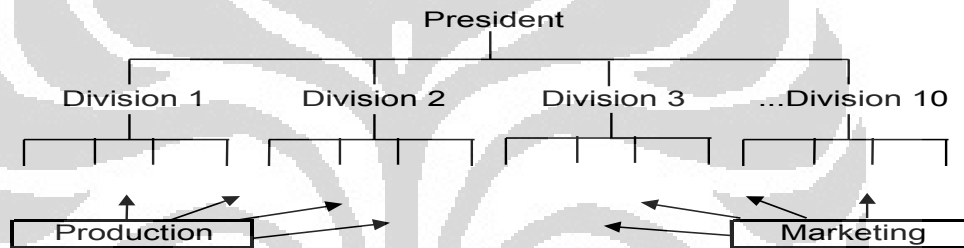
*Unitary form organization* (Gambar 2.3) merupakan satu bentuk yang paling sederhana dan bersifat sentralisasi. Pada struktur ini, bentuk akuisisi yang sesuai adalah akuisisi yang bersifat horizontal atau melakukan diversifikasi yang related, karena pada struktur ini susah untuk menanggapi terlalu banyak produk



**Gambar 2.4 Holding company form**

Sumber: Weston *et al.*, 2004 Halaman 120.

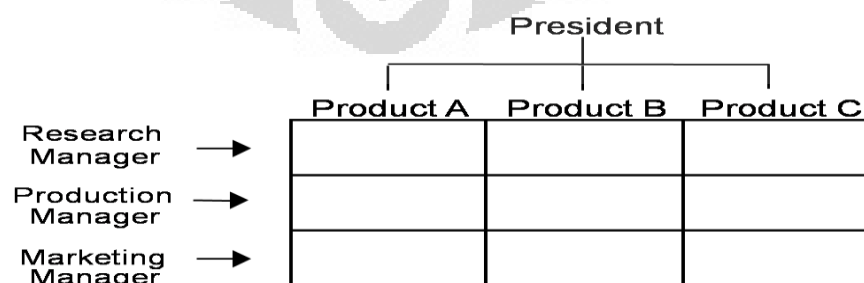
*Holding company* atau *H-form* (Gambar 2.4) memperlihatkan bahwa bisnis beroperasi pada bidang yang tidak berhubungan atau berbeda-beda (*unrelated*), dan bersifat desentralisasi. Bentuk diversifikasi yang sesuai adalah yang *unrelated*.



**Gambar 2.5 Multidivisional form organization**

Sumber: Weston *et al.*, 2004 Halaman 121.

*Multidivisional organization* atau *M-form* (Gambar 2.5) merupakan suatu struktur gabungan antara sentralisasi *U-form* dan desentralisasi *H-form*, setiap divisi memiliki otonomi sebagai profit center. Perusahaan multidivisional dapat menangani *related product* dan *geographic market extension*.



**Gambar 2.6 Matrix form of organization**

Sumber: Weston *et al.*, 2004 Halaman 121.

*Matrix form organization* (Gambar 2.6) terdiri dari departemen-departemen fungsional. Karyawan yang berada pada setiap departemen ditugaskan di subunit yang telah diatur berdasarkan produk, geografi, dan kriteria-kriteria lainnya. Bentuk prganisasi seperti ini sesuai/ efektif diterapkan pada perusahaan yang memiliki banyak proyek atau produk baru. Bentuk matrix ini sesuai untuk menangani akuisisi *related product* atau *geographic market expansion*.

Proses akuisisi dapat memberikan pengaruh bagi tata kelola perusahaan. Salah satunya adalah bisa menyebabkan terjadinya perubahan struktur tata kelola perusahaan (*governance structure*). Dengan dilakukannya merger dan akuisisi salah satu hal yang diharapkan adalah terjadinya efisiensi. Efisiensi juga bisa dipengaruhi oleh struktur *governance* suatu institusi, karena yang dilakukan adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan, sehingga *governance structure* pasca merger dan akuisisi harus disesuaikan lagi dengan tujuan dan kompleksitas perusahaan (Wan&Peterson, 2007). *Inefficiency* yang terjadi dalam merger dapat terjadi karena desain sistem *governance* yang kurang sesuai.

### **2.3.7 Pedoman umum *Corporate Governance* di Indonesia**

Pedoman umum pelaksanaan *Good Corporate Governance* (GCG) di Indonesia dibuat oleh Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG). Akan dijelaskan beberapa hal mengenai penerapan pedoman GCG di Indonesia (Purwanti dkk., 2010), yaitu:

#### **a. Metode penerapan GCG di Indonesia**

Pelaksanaan pedoman GCG baik bagi perusahaan tertutup atau pun terbuka di Indonesia umumnya secara *comply and explain*, yaitu semua perusahaan diharapkan dapat melaksanakan aspek-aspek GCG dan menuliskannya pada laporan tahunan perusahaan dan mengungkapkan aspek GCG yang belum dijalankan.

#### **b. Ruang lingkup GCG**

Pedoman ini mencakup prinsip dasar dan pokok dalam pelaksanaan GCG, yaitu yang mencakup: 1) peran negara, dunia usaha, dan masyarakat dalam menciptakan iklim yang kondusif untuk pelaksanaan GCG; 2) lima prinsip GCG; 3) etika bisnis dan pedoman berperilaku; 4) Rapat Umum Pemegang Saham; 5)

Komposisi, persyaratan, pengangkatan/pemberhentian, tugas dan fungsi, komite penunjang dan pertanggungjawaban Dewan Komisaris; 6) Komposisi, persyaratan, pengangkatan/pemberhentian, tugas dan fungsi, dan pertanggungjawaban Direksi; 7) hak dan tanggung jawab pemegang saham; 8) Pemangku kepentingan yang meliputi karyawan, mitra bisnis dan masyarakat serta pengguna produk atau jasa perusahaan; 9) Pernyataan tentang penerapan Pedoman *Good Corporate Governance*; 10) Pedoman Praktis Penerapan *Good Corporate Governance*.

c. Komposisi dan prasyarat komisaris independen

Kriteria yang ditetapkan oleh komisaris independen adalah memiliki latar belakang pendidikan di bidang keuangan atau akuntansi; Berasal dari luar Emiten atau Perusahaan Publik; tidak mempunyai saham Emiten atau Perusahaan Publik baik langsung maupun tidak langsung; tidak mempunyai hubungan Afiliasi dengan Komisaris; Direksi dan Pemegang saham Utama Emiten atau Perusahaan Publik; tidak mempunyai hubungan usaha dengan Emiten atau Perusahaan Publik baik langsung maupun tidak langsung. Untuk jumlah tidak ditetapkan secara pasti, yang terpenting adalah dapat efektif dalam pengambilan keputusan. Dalam peraturan BAPEPAM-LK mewajibkan minimal ada satu komisaris independen, sementara Bursa Efek Indonesia mewajibkan minimal 30% dari dewan komisaris adalah komisaris independen.

d. Komposisi/jumlah direksi

Tidak dijelaskan berapa seharusnya jumlah dan komposisi direksi, namun jumlah anggota direksi tetap harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dan tetap memperhatikan efektifitas dalam pengambilan keputusan.

e. Komite yang dibentuk komisaris

Dalam melakukan pengawasan, dewan komisaris dapat membentuk suatu komite untuk membantu dalam menjalankan tugasnya. Untuk perusahaan yang listing di bursa efek, perusahaan negara, perusahaan yang menghasilkan produk dan jasa yang digunakan oleh masyarakat luas, serta perusahaan yang mempunyai dampak terhadap kelestarian lingkungan, paling tidak harus membentuk komite audit. Pembentukan komite yang lain-lain dilakukan sesuai dengan kebutuhan. Komite-komite lain yang membantu tugas dewan komisaris, yaitu : komite

nomominasi dan remunerasi, komite kebijakan risiko; dan komite kebijakan *corporate governance*.

f. Fungsi internal audit

Fungsi pengawasan internal bertugas untuk membantu dewan direksi dalam memastikan tercapainya tujuan dan *sustainability* perusahaan dengan cara: 1) evaluasi terhadap program yang dilakukan di perusahaan; 2) memberi saran untuk efektifitas proses pengendalian risiko; 3) evaluasi kepatuhan perusahaan terhadap peraturan perusahaan, pelaksanaan GCG dan perundangundangan; 4) memfasilitasi kelancaran proses audit yang dilakukan oleh auditor eksternal. Jumlah auditor disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dan minimal satu orang.

g. Etika bisnis dan pedoman perilaku

Dalam proses implementasi GCG di perusahaan diperlukan integritas yang tinggi dan diperlukan pedoman berperilaku yang dapat menjadi acuan bagi organ-organ perusahaan dan semua karyawan dalam menanamkan nilai-nilai dan etika bisnis sehingga dapat membudaya dalam perusahaan.

h. Remunerasi dewan komisaris dan direksi

Pedoman Umum GCG tidak mengatur keterbukaan informasi mengenai remunerasi bagi dewan komisaris dan direksi. Namun bagi emiten dan perusahaan Publik, Bapepam-LK mewajibkan pengungkapan dalam laporan tahunan. Kewajiban ini diatur dalam peraturan Bapepam-LK No.X.K.6 tahun 2006 tentang Kewajiban Penyampaian laporan tahunan bagi Emiten dan Perusahaan Publik.

## 2.4 BUMN

Indonesia memiliki badan usaha yang dikelola oleh pemerintah yang disebut dengan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Pada tahun 2009 jumlah BUMN yaitu 141 perusahaan yang tersebar dalam berbagai sektor. Menurut UU No. 19 Tahun 2003, definisi BUMN yaitu: "Badan Usaha Milik Negara, yang selanjutnya disebut BUMN, adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan". Maksud dan tujuan didirikannya BUMN berdasarkan UU No. 19 Tahun 2003, yaitu: "memberikan sumbangan bagi

perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya; mengejar keuntungan; menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak; menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh sektor swasta dan koperasi; turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi, dan masyarakat.”.

BUMN melakukan restrukturisasi untuk mencapai jumlah dan skala BUMN yang lebih ideal (*rightsizing*). Pilihan-pilihan yang dapat dilakukan untuk *rightsizing* diantaranya yaitu Stand Alone, Merger/Konsolidasi, Akuisisi, Divestasi, dan Likuidasi (Master Plan BUMN 2010-2014). *Stand alone* yaitu apabila perusahaan tetap berdiri sendiri tanpa melakukan *rightsizing*, contohnya adalah PT.Bio farma yang tetap berdiri sendiri dan tidak diikutsertakan dalam akuisisi PT.Kimia Farma Tbk. dengan PT.Indofarma Tbk. yang sama-sama merupakan produsen obat generik sementara PT.Bio Farma memproduksi vaksin.

## **BAB 3**

### **GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN**

#### **3.1. Perusahaan BUMN Farmasi Tbk di Indonesia**

##### **3.1.1. PT. Kimia Farma Tbk.**

PT. Kimia Farma merupakan perusahaan publik (BUMN) yang bergerak di bidang industri farmasi. Kimia Farma merupakan perusahaan industri farmasi pertama di Indonesia yang telah didirikan sejak tahun 1817. Pada saat awal didirikan, nama perusahaan ini adalah NV Chemicalien Handle Rathkamp & Co. Kemudian dilakukan nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda yang ada di Indonesia, termasuk salah satunya NV Chemicalien Handle Rathkamp & Co., yang oleh Pemerintah RI dilebur dengan perusahaan-perusahaan farmasi lainnya menjadi PNF Bhineka Kimia Farma. Kemudian pada tanggal 16 Agustus 1971, bentuk badan hukum PNF diubah menjadi Perseroan Terbatas, kemudian namanya berubah menjadi PT. Kimia Farma (Persero).

PT. Kimia Farma (Persero) menjadi perusahaan publik pada tanggal 14 September 2000, yang kemudian statusnya menjadi Perusahaan Terbuka (Tbk.), dan kemudian pada tanggal 4 Juli 2001 melakukan privatisasi, dan saham perusahaan dicatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (yang sekarang sudah dimerger, dan namanya berubah menjadi Bursa Efek Indonesia).

##### **3.1.1.1 Visi dan Misi Perusahaan**

Adapun visi perusahaan yaitu berkomitmen untuk meningkatkan kualitas kehidupan, kesehatan dan lingkungan. Sedangkan misinya antara lain:

- a. Mengembangkan industri kimia dan farmasi dengan melakukan penelitian dan pengembangan produk yang kreatif.
- b. Mengembangkan bisnis pelayanan kesehatan terpadu yang berbasis jaringan distribusi dan jaringan apotek.
- c. Meningkatkan kualitas SDM dan mengembangkan sistem informasi perusahaan.

Perusahaan (Perseroan) memiliki bidang usaha utama, yaitu industri yang didukung oleh riset dan pengembangan, pemasaran, distribusi, retail informasi, laboratorium klinik dan klinik kesehatan.

### **3.1.1.2 Fokus Bisnis**

Kegiatan usaha industri dikelola oleh holding yang memproduksi obat jadi, obat tradisional, minyak nabati, yodium dan kina serta produk turunannya. Industri tersebut saat ini memiliki 5 (lima) fasilitas produksi, yang dikenal dengan istilah “plant” yang letaknya tersebar beberapa kota di Indonesia sebagai berikut :

a. Plant Jakarta

Merupakan satu-satunya pabrik di Indonesia yang ditugaskan oleh pemerintah untuk memproduksi obat golongan Narkotika dan Anti Retro Viral (ARV).

b. Plant Bandung

Merupakan pabrik yang memproduksi bahan baku kina dan turunannya serta Alat Kontrasepsi Dalam Rahim (AKDR).

c. Plant Semarang

Merupakan pabrik yang khusus memproduksi minyak jarak, minyak nabati dan kosmetika (bedak).

d. Plant Jombang (Watudakon)

Merupakan satu-satunya pabrik di Indonesia sebagai pengolah yodium.

e. Plant Medan

Merupakan pabrik yang memproduksi obat dalam sediaan tablet, krim dan kapsul.

### **3.1.1.3 Anak Perusahaan dan Kegiatan Distribusi**

Kegiatan distribusi perusahaan dilakukan oleh 2 (dua) anak perusahaan sebagai berikut:

**a. PT. Kimia Farma Trading & Distribution (KFTD)**

KFTD merupakan anak perusahaan yang berperan penting dalam meningkatkan penjualan produk, mengingat wilayah layanan yang ditangani meliputi 33 (tiga puluh tiga) propinsi dan 466 (empat ratus enam puluh enam) Kabupaten atau Kota.



- Peranan KFTD

KFTD memiliki 2 (dua) peranan yang relatif penting sbb. :

1. Bidang Penyedia Jasa Layanan Distribusi

Dalam peranannya sebagai penyedia jasa layanan distribusi, KFTD menyalurkan aneka produk perseroan, produk dari pinsipal lainnya, serta produk-produk non prinsipal. KFTD menyalurkan produk-produk tersebut melalui penjualan reguler ke Apotek (Apotek Kimia Farma dan Non Kimia Farma), Rumah Sakit, Toko Obat, Supermarket, Restoran dan Cafe.

2. Bidang Jasa Perdagangan (*Trading*)

Dalam perannya di bidang *trading*, KFTD melayani dan membantu program-program pemerintah untuk memenuhi kebutuhan obat-obatan bagi rakyat di seluruh Indonesia, misalnya Kementerian Kesehatan, Dinas Kesehatan dan BKKBN.

#### **b. PT. Kimia Farma Apotek (KFA)**

Maksud dan tujuan KFA adalah menjalankan kegiatan usaha dalam bidang pengelolaan apotek, optik, klinik dan jasa kesehatan lainnya, dimana kegiatan usaha retail farmasi melalui pengelolaan apotek merupakan kegiatan yang memberikan pendapatan paling besar. Pada akhir tahun 2010, KFA memiliki 390 (tiga ratus sembilan puluh) apotek.

#### **c. Anak Perusahaan**

PT. Kimia farma Diagnostika (KFD) merupakan anak perusahaan KFA yang bergerak di bidang Laboratorium Klinik guna mendukung layanan *one stop health care service*, dimana pada akhir tahun 2010 KFD memiliki 38 (tiga puluh delapan) laboratorium klinik.

Upaya-upaya yang telah dilakukan pada tahun 2010 antara lain intensifikasi pemasaran dan penambahan outlet di beberapa kota besar, meningkatkan penjualan melalui kerjasama dengan beberapa perusahaan BUMN dan Swasta terkait *medical check-up* karyawannya, melakukan akreditasi Kementerian Kesehatan dan implementasi sistem manajemen mutu.

### **3.1.2. PT. Indofarma Tbk.**

PT. Indofarma merupakan perusahaan publik (BUMN) dimana inti usahanya bergerak di bidang produksi dan pemasaran produk-produk farmasi. Adapun produk yang dihasilkan dan selanjutnya dipasarkan antara lain obat-obat esensial dan generik, Obat dengan Nama Dagang (OND), baik etikal maupun OTC, obat tradisional (herbal) dan makanan kesehatan.

Untuk menjaring peluang yang lebih baik, pada tahun 2000, Indofarma memisahkan bisnis distribusi dan trading produk farmasi dan alat kesehatan dengan membentuk anak perusahaan yang diberi nama PT. Indofarma Global medika (IGM). Dengan melakukan pengembangan ini, merupakan suatu cara supaya Indofarma dapat fokus pada bisnis inti di bidang produksi dan pemasaran produk-produk farmasi.

Pada tahun 2001 Indofarma melakukan IPO dan mendaftarkan perusahaannya ke Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (yang sekarang telah melakukan merger dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia). Pada tahun 2007, PT. Indofarma memproduksi 218 jenis obat dimana 53 diantaranya sangat aktif beredar di pasaran. Pada tahun yang sama, perusahaan meluncurkan 22 jenis produk baru, dimana satu diantaranya adalah OND dan selebihnya adalah OGB dan 12 jenis Indo Obat Serbu yang merupakan produk OTC khas Indofarma.

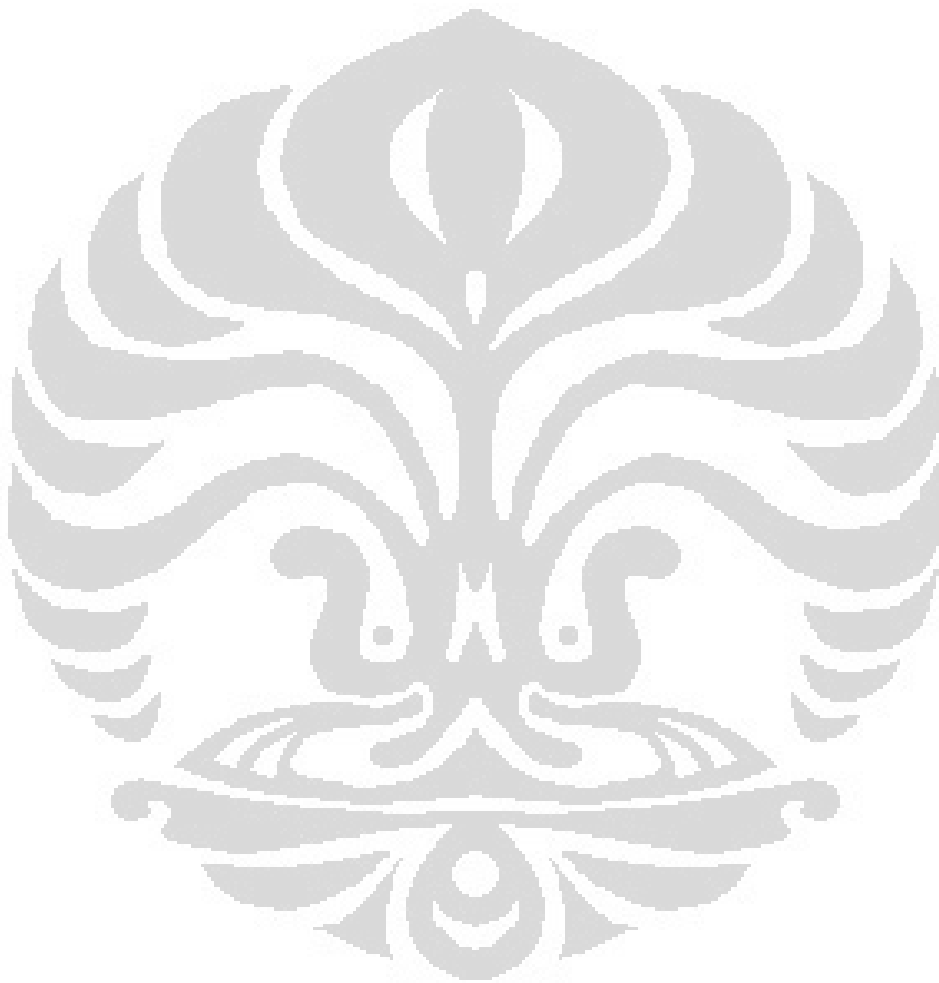
#### **3.1.2.1 Visi dan Misi Perusahaan**

Visi Perusahaan yaitu menjadi perusahaan yang berperan signifikan pada perbaikan kualitas hidup manusia dengan memberi solusi terhadap masalah kesehatan dan kesejahteraan masyarakat. Sedangkan misinya antara lain sbb:

- a. Menyediakan produk dan layanan berkualitas dengan harga terjangkau untuk masyarakat.
- b. Melakukan penelitian dan pengembangan produk yang inovatif dengan prioritas untuk mengobati penderita penyakit dengan tingkat prevalensi tinggi.
- c. Mengembangkan kompetensi SDM sehingga memiliki kepedulian, profesionalisme dan kewirausahaan yang tinggi.

### 3.1.2.2 Anak Perusahaan

PT. Indofarma Global Medika (IGM) merupakan anak perusahaan PT. Indofarma Tbk. yang bergerak di bidang distribusi serta *trading* produk dan alat kesehatan. Saat ini IGM memiliki 30 (tiga puluh) kantor cabang di seluruh Indonesia. Pada awal tahun 2007, IGM mengalami reorganisasi dengan membentuk divisi Distribusi yang fokus ke pasar reguler dan divisi Trading yang fokus ke pasar institusi.



## BAB 4

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 4.1 Metodologi penelitian

Penelitian yang dilakukan merupakan *case study*. Metode penelitian yang digunakan adalah eksplanatori. Penelitian dilakukan dengan analisis kuantitatif dan kualitatif. Penjelasan mengenai analisis tersebut akan dijabarkan sebagai berikut:

##### 4.1.1 Analisis Kuantitatif

Analisis kuantitatif yang dilakukan dengan melakukan analisis penilaian perusahaan dengan metode *free cash flow to the firm* (FCFF). Selain itu juga melakukan analisis keuangan yang meliputi analisis vertikal, horizontal, dan rasio keuangan.

##### 4.1.2 Analisis Kualitatif

Menganalisis struktur tata kelola masing-masing perusahaan sebelum dilakukannya *takeover* dan menganalisis struktur tata kelola perusahaan setelah dilakukannya *takeover* (akuisisi). Metode untuk analisis kualitatif ini dilakukan dengan studi kepustakaan (literatur), yaitu dengan menelaah *code corporate governance* pada masing-masing perusahaan sesuai dengan ketentuan-ketentuan yang berlaku dan kemudian dilakukan *benchmark* struktur tata kelola perusahaan. *Benchmark* dilakukan dengan memilih perusahaan pada industri farmasi terbuka (Tbk.) yang memiliki rating paling baik diantara perusahaan farmasi Tbk. lainnya.

##### 4.1.3 Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data diperoleh melalui *text book*, jurnal, artikel, studi pustaka (literatur), dan juga melalui media online (internet).

## **4.2 Metode analisis data**

### **4.2.1 Analisis Industri**

Analisis industri dilakukan karena merupakan hal yang penting untuk melakukan analisis pada industri dimana perusahaan melakukan aktivitas bisnisnya. Setiap industri memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Analisis industri pada penelitian ini diawali dengan melihat pertumbuhan dan pemain dalam industri farmasi global dan dilanjutkan dengan menganalisis industri farmasi secara nasional di Indonesia.

### **4.2.2 Analisis laporan keuangan PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk.**

Analisis kinerja keuangan dilakukan dengan melakukan analisis vertikal, horizontal, dan rasio keuangan. Analisa laporan keuangan yang dilakukan meliputi analisa vertikal, horizontal, dan rasio keuangan. Analisa vertikal adalah analisa yang dilakukan dengan membandingkan suatu pos laporan keuangan dengan pos lain yang dijadikan sebagai tolok ukur. Pada neraca yang dijadikan tolok ukur adalah total asset dan pada laporan laba rugi yang dijadikan tolok ukur adalah penjualan (*sales*). Dalam analisis neraca, analisis menekankan pada dua faktor, yaitu: sumber pendanaan dan komposisi asset (Bernstein & Wild, 1998).

Analisa horizontal dilakukan dengan cara menganalisis neraca dan laporan laba rugi secara berurutan dari satu periode ke periode berikutnya (Bernstein & Wild, 1998). Analisis horizontal yang dilakukan dalam jangka panjang akan membentuk analisis tren. Dalam analisis horizontal ini juga dilihat kondisi perekonomian yang terjadi pada periode dilakukannya analisis. Analisis rasio yang dilakukan meliputi analisis profitabilitas, aktivitas, solvabilitas, dan likuiditas.

#### **4.2.2.1 Analisa Profitabilitas**

Analisa profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Analisa profitabilitas dilakukan dengan mengukur *profit margin*, *operating margin*, *gross profit margin*, ROA, ROE.

### a. Profit margin

*Profit margin* mengukur laba bersih yang dihasilkan untuk setiap rupiah penjualan (Anthony et al., 2007: 382). Semakin tinggi rasio-nya, maka laba yang dihasilkan perusahaan semakin besar, hal tersebut menunjukkan perusahaan menguntungkan.

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \quad (4.1)$$

### b. Operating profit margin

Laba usaha merupakan laba yang diperoleh sebelum dikurangi bunga dan pajak. Operating margin menunjukkan seberapa efektif perusahaan mengelola komponen-komponen yang ada pada laporan laba rugi (Bernstein & Wild, 1998: 31). Akun-akun yang mempengaruhi operating profit margin meliputi penjualan, harga pokok penjualan, dan beban usaha (administrasi dan umum, beban penjualan).

$$\text{Operating Profit Margin} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Sales}} \quad (4.2)$$

### c. Gross Profit Margin

Laba kotor merupakan hasil penjualan setelah dikurangi dengan beban pokok penjualan. Jadi semakin tinggi laba kotor yang dihasilkan menunjukkan perusahaan tersebut mampu mengelola biaya produksi sehingga bisa lebih efisien (Anthony et al., 2007: 382).

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Sales} - \text{COGS}}{\text{Sales}} \quad (4.3)$$

### d. Return on Asset

*Return on asset* atau tingkat pengembalian terhadap aset menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *profit* dari setiap aset yang dimilikinya (Ross et al., 2010: 55). Semakin tinggi rasio-nya menunjukkan profit yang dihasilkan dari setiap aset adalah besar, sehingga dapat dikatakan perusahaan cukup produktif.

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \quad (4.4)$$

**e. Return on equity**

*Return on Equity* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan ekuitas (pendanaan yang diinvestasikan oleh *shareholder*) yang dimiliki (Ross *et al.*, 2010: 55). Pengukuran ini dilihat sebagai indikator penting yang menunjukkan *value creation* bagi *shareholder*.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \quad (4.5)$$

**4.2.2.2 Analisa aktivitas**

Analisa aktivitas mengukur efisiensi dan efektivitas perusahaan dalam mengelola asset yang dimiliki, sehingga bisa dikonversi dalam bentuk cash (Ross, 2010). Analisis aktivitas dilakukan dengan mengukur *inventory turnover*, *receivable turnover*, dan *total asset turnover*.

**a. Inventory turnover**

*Inventory turnover* mengukur tingkat perputaran *inventory* suatu perusahaan. Semakin tinggi rasionya, menunjukkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam mengelola *inventory*-nya (Ross *et al.*, 2010: 52).

$$\text{inventory turn over} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{inventory}} \quad (4.6)$$

**b. Receivable turnover**

*Receivable turnover* mengukur seberapa cepat perusahaan dalam mengumpulkan piutangnya dalam satu periode (Ross *et al.*, 2010: 53). Semakin tinggi rasio *receivable turnover*, menunjukkan bahwa penjualan juga semakin tinggi dan dalam bentuk kas atau lebih cepat dikonversi dalam kas.

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Account Receivable}} \quad (4.7)$$

### c. *Total asset turn over*

*Total asset turn over* mengukur efisiensi perusahaan dalam menciptakan penjualan dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar rasio TATO menunjukkan bahwa perusahaan dapat menggunakan aset yang dimiliki secara optimal untuk penjualan dan memperoleh pendapatan (Ross *et al.*, 2010: 54).

$$\text{total asset turn over} = \frac{\text{sales}}{\text{total asset}} \quad (4.8)$$

### 4.2.2.3 Analisa Solvabilitas

Analisa solvabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi utang jangka panjang (Anthony *et al.*, 2007). Analisa solvabilitas dilakukan dengan mengukur *debt to equity ratio* dan *time interest earned*.

#### a. *Debt equity ratio*

*Debt to equity ratio* untuk mengukur jumlah utang untuk setiap rupiah dana yang diinvestasikan oleh kreditur. Rasio ini menunjukkan tingkat pendanaan dengan pinjaman dibanding dengan pendanaan internal perusahaan. Semakin tinggi rasionya, menunjukkan bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan utang sebagai pendanaan.

$$\text{Debt equity Ratio} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total Equity}} \quad (4.9)$$

#### b. *Times Interest Earned*

*Time interest earned* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban membayar bunga (Ross *et al.*, 2010: 51). Semakin tinggi rasionya, maka kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dari laba yang dihasilkan juga semakin tinggi.

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{Earning Before income and Tax}}{\text{Interest}} \quad (4.10)$$



#### 4.2.2.4 Analisa likuiditas

Analisa likuiditas dilakukan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar utang jangka pendeknya (Ross, 2010: 49). Analisa likuiditas dapat dilakukan dengan mengukur *current ratio*, *acid-test ratio (Quick ratio)*, dan *collection period*.

##### a. *Current Ratio*

*Current ratio* mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang akan jatuh tempo (Ross, 2010: 49). Semakin tinggi *current ratio* menunjukkan perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Namun jika *current ratio* terlalu tinggi menunjukkan bahwa perusahaan kurang mampu dalam memanfaatkan aktiva perusahaan (ada yang *idle*).

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current asset}}{\text{current liabilities}} \quad (4.11)$$

##### b. *Quick Ratio*

*Quick ratio (acid test ratio)* digunakan untuk mengevaluasi posisi likuiditas perusahaan dalam jangka pendek/mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam memenuhi pembayaran utang jangka pendek (Ross, 2010: 49).

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Current Asset} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}} \quad (4.12)$$

##### c. *Collection Period*

*Collection period* adalah lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mengkonversi piutang yang dimiliki perusahaan menjadi kas (Bernstein & Wild, 1998: 30).

$$\text{collection period} = \frac{\text{receivables}}{\text{sales: 365}} \quad (4.13)$$

### 4.2.3 Penilaian perusahaan dilakukan dengan metode *free cash flow to the firm*

*Free cash flow of the firm* diproyeksikan sepanjang 5 tahun ke depan. Rumus perhitungan *Free Cash Flow to the Firm* (Damodaran, 2002: 383) adalah sebagai berikut:

$$FCFF = EBIT (1 - \text{tax rate}) + \text{depresiasi} - \text{capital expenditure} - \Delta \text{working capital} \quad (4.14)$$

Kemudian setelah itu, dilakukan penghitungan *terminal value* (Damodaran, 2002: 305) yang merupakan cerminan nilai perusahaan pada saat tersebut. Rumus terminal value adalah sebagai berikut:

$$\text{Terminal Value}_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{n+1} - g_n)} \quad (4.15)$$

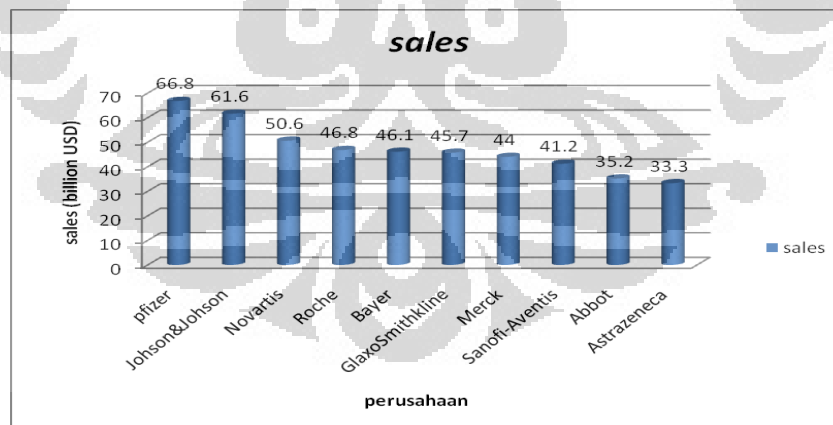
## BAB 5

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 5.1 Analisis Industri

Analisis prospek perusahaan dimulai dari perekonomian secara luas, karena situasi global dapat memberikan pengaruh pada aktivitas perusahaan (Oktaviani, 2010). Industri tempat perusahaan beroperasi juga dapat menentukan prospek perusahaan. Investasi yang baik dapat dilakukan dalam industri yang memiliki tingkat pertumbuhan relatif sama dengan pertumbuhan ekonomi, namun apabila pertumbuhan industri menunjukkan pertumbuhan yang lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi, maka dapat dikatakan bahwa industri tersebut memiliki prospek dan dapat menghasilkan keuntungan yang lebih besar.

Industri Farmasi merupakan sektor usaha yang bergerak di bidang kesehatan. Pemain dalam industri farmasi cukup banyak dan tidak hanya terdiri dari pemain nasional saja, tetapi juga internasional. Secara global, terdapat 15 besar pemain dalam industri farmasi, yaitu: Pfizer, Johnson&Johnson, Novartis, Roche, Bayer, GlaxoSmithkline, Merck, Sanofi-Aventis, Abbot, AstraZeneca (<http://www.imap.com> 05/01/2012 07:55).

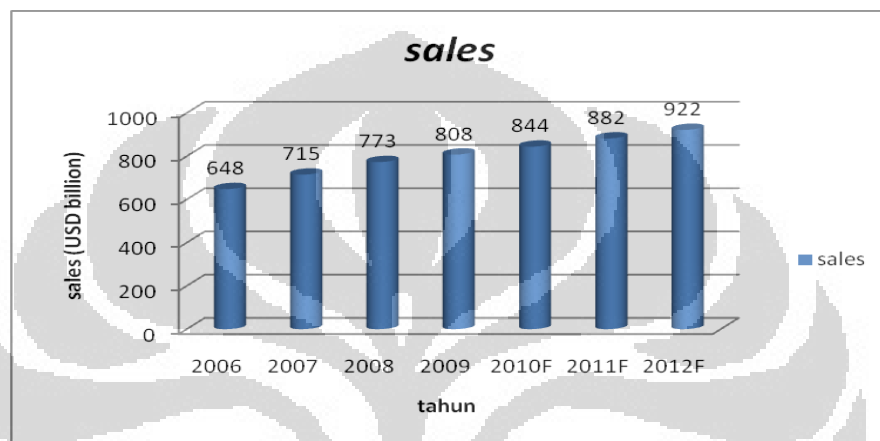


**Gambar 5.1 total penjualan 10 besar farmasi global tahun 2010**

Sumber: <http://www.imap.com> 05/01/2012 07:55

Pada Gambar 5.1 dapat dilihat penjualan 10 besar perusahaan farmasi dunia tersebut rata-rata rata-rata 47,13 billion USD dengan penjualan paling

rendah adalah 33,3 billion USD. Perusahaan global yang penjualannya di atas rata-rata tren penjualan farmasi global tahun 2010 (Gambar 5.2) adalah Pfizer, Johnson&Johnson, dan Novartis. Ketiga perusahaan tersebut berkontribusi 7,9% (Pfizer); 7,3% (Johnson&Johnson); dan 5,9% (Novartis) atas penjualan farmasi global. Biaya R&D yang dikeluarkan oleh 10 besar perusahaan farmasi global tersebut di atas 3 billion (USD <http://www.imap.com> 05/01/2012 07:55).



**Gambar 5.2 total penjualan farmasi global**

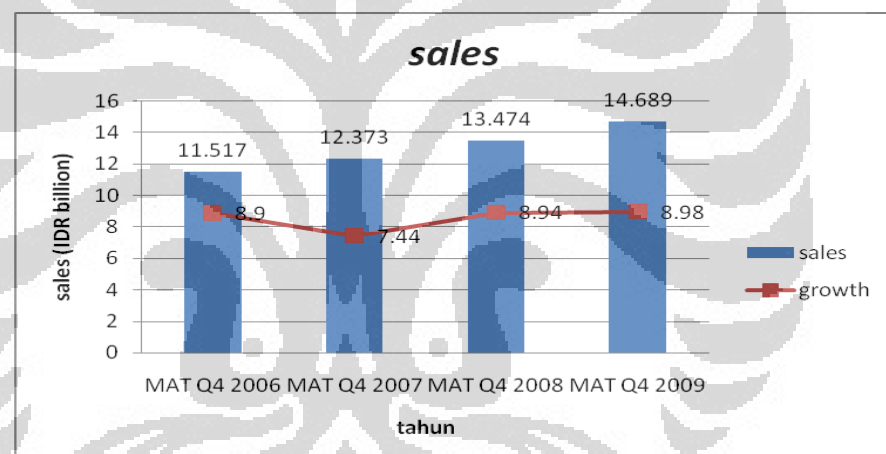
Sumber: [http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas\\_Industri.pdf](http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas_Industri.pdf) 04/01/2012 13:00

Pada Gambar 5.2 dapat dilihat bahwa tren penjualan farmasi secara global akan terus meningkat. Seiring dengan perkiraan peningkatan jumlah penduduk dunia bisa mencapai 350 juta jiwa (<http://nationalgeographic.co.id/lihat/berita> 04/01/2012 14:59). Semakin banyak jumlah penduduk, maka kebutuhan akan konsumsi dalam bidang kesehatan dan pelayanan untuk kesehatan akan semakin meningkat, sehingga secara global, prospek industri farmasi cukup menjanjikan.

Secara nasional, tren penjualan perusahaan farmasi di Indonesia juga mengalami peningkatan pada periode 2006-2009 (Gambar 5.3). Pertumbuhan industri farmasi apabila dilihat dari penjualannya, mengalami pertumbuhan yang cukup baik, dan di atas pertumbuhan ekonomi pada periode yang sama. Pertumbuhan ekonomi yang dilihat dari Produk Domestik Bruto (PDB) yang pada tahun 2006, 2007, 2008, dan 2009 secara berturut-turut adalah 5,5%; 6,3%; 6,01%; 4,58%, dan pada tahun 2010 meningkat menjadi 6,1% yang menunjukkan kondisi ekonomi semakin membaik. Hal tersebut menunjukkan bahwa investasi

pada industri farmasi menjanjikan/dapat memberi keuntungan apabila pengelolaannya dilakukan dengan baik.

Prospek pasar farmasi di Indonesia dapat dilihat dari jumlah penduduk terus meningkat, pada tahun 2010 jumlah penduduk Indonesia mencapai 237.641.326 penduduk (<http://www.bps.go.id> 18/12/2011 16:24), berdasarkan data estimasi IMF pada tahun 2011 jumlah penduduk Indonesia meningkat menjadi 240,439 juta penduduk (<http://www.imf.org> 18/12/2011 16:42). Dan juga dilihat dari data Badan Pusat Statistik, bahwa persentase penduduk yang mengalami keluhan kesehatan cenderung meningkat dan pada tahun 2010 mencapai 30,97%; persentase penduduk yang melakukan pengobatan sendiri pada tahun 2010 mencapai 68,71%; persentase penduduk yang berobat jalan mencapai 43,99% (<http://www.bps.go.id> 05/01/2012 10:00).



**Gambar 5.3 Penjualan dan pertumbuhan penjualan Farmasi Indonesia tahun 2006-2009**

Sumber:[http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas\\_Industri.pdf](http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas_Industri.pdf) 04/01/2012 13:00

Apabila dilihat dari karakteristiknya, maka dapat dikatakan struktur pasar industri farmasi adalah Oligopoli (Hanggraeni, 2008). Karakteristik-karakteristik yang menentukan struktur pasar adalah jumlah perusahaan, produk yang dihasilkan, *entry/exit barrier*, *controlover price*. Dalam hal ini, perusahaan dikatakan masuk karakteristik struktur Oligopoli apabila berjumlah kurang dari sepuluh dan bersifat *mutually interdependent* (Baye, 2010). Jumlah perusahaan farmasi di Indonesia ada 238 perusahaan, namun kurang dari sepuluh pemain

yang memegang pangsa pasar terbesar. Sepuluh besar pemain dalam pasar farmasi Indonesia dapat dilihat pada Gambar 5.4.

Pengertian dari *mutually interdependent* adalah tindakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dipengaruhi oleh tindakan yang dilakukan oleh perusahaan lain (Baye, 2010). Jadi sebelum membuat suatu keputusan, perusahaan harus mempertimbangkan bagaimana perusahaan lain akan bereaksi terhadap keputusan yang diambil perusahaan karena kan berpengaruh terhadap profit yang diperoleh. Dilihat dari produk yang dihasilkan, ada yang bersifat standard (dapat diproduksi oleh semua perusahaan), tetapi ada juga yang berbeda (*differentiated*). *Entry barrier*-nya cukup tinggi, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa regulasi yang dibuat pemerintah dapat menjadi *entry barrier* bagi perusahaan lain yang ingin memasuki pasar. Pemerintah membuat regulasi mengenai harga jual obat (generik), yaitu Pabrik obat dan pedagang besar farmasi dalam menyalurkan obat kepada Pemerintah, Rumah Sakit, Apotek, dan instansi-instansi kesehatan lainnya harus menggunakan Harga Netto Apotek ditambah dengan Pajak Pertambahan Nilai (PPN) sebagai harga patokan, PPN yang dikenakan sebesar 10%, hal ini tertuang dalam Keputusan Menteri Kesehatan RI No.HK.03.01/Menkes/146/I/2010 tanggal 27 Januari 2010.

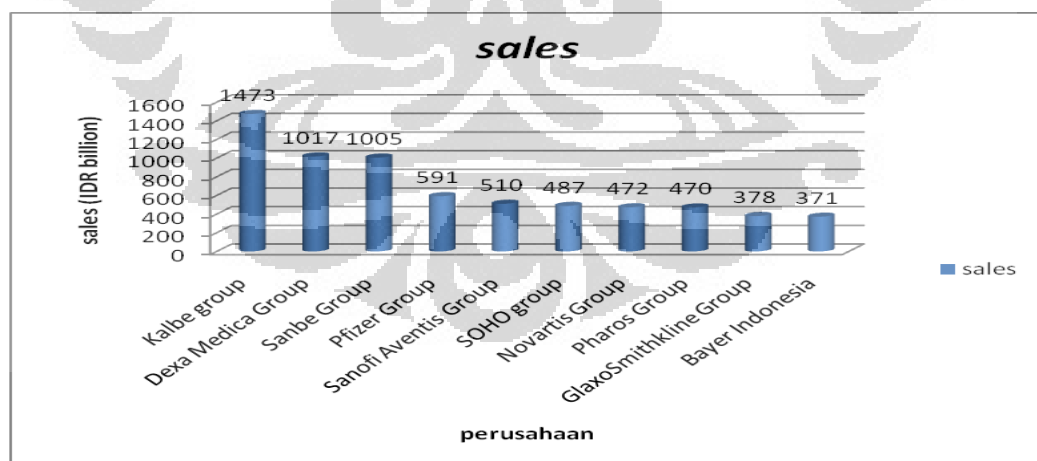
Selain regulasi, teknologi dan *knowledge* juga dapat menjadi suatu *barrier*, karena industri ini *highly knowledge intensive*. Salah satu usaha Pemerintah dalam menciptakan *entry barrier* untuk melindungi perusahaan farmasi nasional adalah dengan melarang perusahaan farmasi asing untuk menjual produknya di Indonesia tanpa memiliki fasilitas produksi di Indonesia. Selain itu, kualitas yang ditetapkan sebagai standar dapat menjadi suatu *barrier* bagi pesaing untuk memasuki pasar di Indonesia.

Untuk jenis obat-obatan terdapat dua macam, yaitu obat resep (*ethical*) dan obat bebas (*over the counter*-OTC). Obat resep (*ethical*) menjadi kontributor terbesar dalam pasar farmasi Indonesia pada tahun 2010. Pertumbuhan rata-rata obat resep selama periode 2005-2010 sekitar 7,6%. Pangsa pasar obat bebas lebih rendah daripada obat resep, namun pertumbuhan rata-rata obat bebas per tahun lebih besar daripada obat resep. Hal ini dapat terjadi karena saat ini masyarakat memiliki kecenderungan untuk melakukan pengobatan sendiri tanpa harus

menggunakan resep dokter selama penyakit masih bisa ditoleransi. Pasar obat resep dapat dibagi menjadi tiga macam, yaitu obat paten, obat generik bermerek, dan obat generik berlogo (OGB).

Pasar obat resep di Indonesia sebagian besar dipegang oleh obat generik bermerek (67%), lalu obat paten (25%), dan OGB sekitar 8%. Pasar OGB di Indonesia masih sangat rendah. Hal ini dapat disebabkan karena sosialisasi yang dilakukan pemerintah masih kurang sehingga edukasi masyarakat mengenai OGB masih kurang, sehingga persepsi yang muncul adalah OGB merupakan obat kelas dua yang kurang terjamin kualitasnya. Untuk mengatasi hal ini Pemerintah melakukan dukungan mengenai kewajiban fasilitas pelayanan kesehatan masyarakat untuk menggunakan obat generik, sehingga dengan ini diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan OGB di masa yang akan datang (<http://www.bankmandiri.co.id/> 16/12/2011 19:13).

Apabila dilihat dari 10 besar pemain di pasar farmasi Indonesia (Gambar 5.4), maka dapat dikatakan 50% pemain dalam industri farmasi Indonesia dikuasai oleh asing, sementara 50% sisanya dimainkan oleh perusahaan farmasi lokal. Pasar farmasi secara nasional (di Indonesia) dalam 5 tahun terakhir ini terus mengalami pertumbuhan, dan pada tahun 2011 diperkirakan mencapai 12% (<http://www.bankmandiri.co.id/> 16/12/2011 19:13).



**Gambar 5.4 Penjualan 10 besar perusahaan farmasi Indonesia per Q4 2009**

Sumber: [http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas\\_Industri.pdf](http://gpfarmasi.org/images/GP/pdf/Rakernas_Industri.pdf) 04/01/2012 13:00

Perusahaan BUMN Farmasi tbk penghasil obat-obatan (Kimia Farma dan Indofarma) tidak masuk ke dalam 10 besar pemain pada pasar farmasi Indonesia

(Gambar 5.4), hal ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan belum cukup baik untuk dapat bersaing dengan perusahaan lokal atau pun asing. Hal ini penting untuk diperhatikan oleh pemerintah untuk mengoptimalkan kinerja BUMN farmasi tersebut, sehingga perusahaan BUMN farmasi tbk dapat bersaing dengan perusahaan-perusahaan farmasi lainnya. Langkah pemerintah untuk melakukan restrukturisasi BUMN farmasi tbk diharapkan memberikan hasil yang lebih baik bagi pertumbuhan kedua BUMN farmasi tersebut, sehingga kinerja dan nilai perusahaan dapat lebih meningkat (Masterplan BUMN 2010-2014).

Restrukturisasi yang akan dilakukan juga diharapkan dapat meningkatkan utilisasi kapasitas mesin pada perusahaan BUMN tersebut, hal ini terkait dengan konsumsi obat Indonesia merupakan konsumsi yang terendah di ASEAN (Ariffianto, 2010). Tingkat konsumsi obat yang rendah tersebut berakibat pada rendahnya kapasitas perusahaan dalam melakukan produksi. rata-rata utilisasi berada pada kisaran 40% dan maksimal 50%. Untuk perusahaan BUMN utilisasi kapasitas bisa lebih kecil dari 50% (Ariffianto, 2010). Dari hal tersebut dapat diindikasikan apabila BUMN farmasi dapat mengoptimalkan penggunaan kapasitas produksinya dan memperbaiki pengelolaannya, maka diharapkan dapat bersaing dengan perusahaan farmasi local dan asing yang ada di Indonesia.

Sebagai industri yang berbasis pada inovasi, maka sangat penting bagi perusahaan farmasi untuk selalu mengikuti perkembangan teknologi yang ada dan melakukan penelitian untuk melakukan penemuan dalam produk obat-obatan, sehingga bisa dipatenkan. Kehilangan paten yang dimiliki oleh suatu perusahaan dapat menyebabkan penurunan pendapatan, karena harga obat akan mengalami penurunan tanpa paten. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan farmasi harus selalu melakukan inovasi untuk menciptakan produk baru, sehingga dapat meningkatkan penjualan melalui produk baru yang dikeluarkan, oleh karena itu investasi pada bagian R&D sangatlah penting bagi perusahaan yang berdasarkan pada inovasi seperti farmasi dan bioteknologi.

Untuk melakukan hal seperti ini dapat menimbulkan risiko, sehingga bagi perusahaan yang ingin tumbuh, bertahan dalam menghadapi perubahan-perubahan yang terjadi, memperkuat R&D perusahaan, dan menurunkan risiko dalam penemuan suatu produk obat disarankan untuk melakukan suatu bentuk aliansi



strategis. Salah satu bentuk kerja sama yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan akuisisi, merger, dan lain-lain. Kegiatan konsolidasi dan aliansi akan terus berlanjut sebagai upaya untuk beradaptasi dengan kondisi industry yang berubah-ubah. Perusahaan farmasi akan melakukan merger dan akuisisi untuk mengkonsolidasikan bisnis inti mereka, dan untuk mendapatkan akses ke area yang baru sehingga dapat terus bertumbuh (<http://www.imap.com> 05/01/2012 07:55).

Hal ini sejalan dengan penelitian Al-Laham et al. (2010) yang mengatakan perusahaan farmasi cenderung memilih untuk melakukan pertumbuhan secara anorganik karena berbagai macam alasan, beberapa diantaranya adalah memperoleh akses yang cepat untuk teknologi, produk, jalur distribusi, dan posisi pasar yang diinginkan. Tidak dapat dipungkiri bahwa biaya untuk teknologi, riset dan pengembangan, dan lain-lain yang diperlukan perusahaan untuk tumbuh dan supaya produk yang dimiliki dapat memenuhi kebutuhan masyarakat tentunya memerlukan pendanaan yang besar. Sehingga dengan melibatkan pihak lain melalui pertumbuhan anorganik suatu perusahaan, diharapkan dapat meringankan biaya dan memperoleh akses yang cepat untuk beberapa hal yang menjadi tujuan perusahaan (teknologi, posisi pasar, dan lain-lain.).

Menurut penelitian Shibayama *et al.* (2008), para eksekutif di perusahaan farmasi menjelaskan berbagai macam alasan dilakukannya merger dan akuisisi, diantaranya yaitu: a) memperkaya produk, b) akuisisi teknologi terbaru, c) *economy of scale* dalam R&D dan pemasaran, karena biaya yang dibutuhkan untuk R&D dan pemasaran tidaklah sedikit sehingga dengan melakukan akuisisi diharapkan dapat lebih meringankan biaya R&D, d) ekspansi kontrol korporasi. Dari semua hal tersebut, ada alasan dasar yang mendorong perusahaan farmasi untuk melakukan M&A, yaitu kelangkaan “*pipeline*” dan susahny atau mengalami hambatan dalam memproduksi obat baru, serta berakhirnya paten. Dengan berakhirnya paten (*expiration*), maka perusahaan tidak memiliki hak istimewa lagi atas sebuah produk dan produk tersebut akan bebas untuk diproduksi oleh pihak-pihak lain. Terbatasnya biaya yang dialokasikan untuk R&D menyebabkan perusahaan mengalami hambatan dalam memproduksi obat-

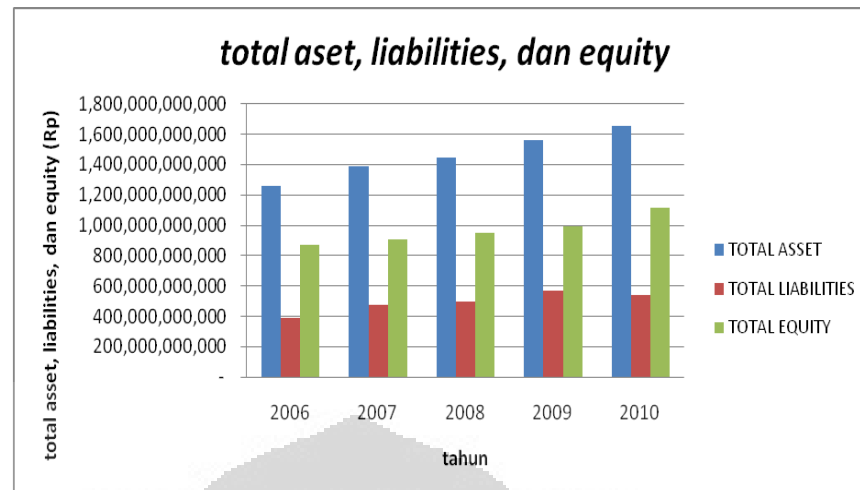
obat baru, padahal daya saing perusahaan farmasi bergantung pada *scientist* R&D karena merupakan industri yang bergerak dalam *highly knowledge intensive*.

Berbagai macam aturan diciptakan oleh pemerintah untuk menjaga kelangsungan jalannya aktivitas bisnis dalam industri farmasi. Kementerian Keuangan melakukan harmonisasi tariff dengan mengeluarkan Peraturan Menteri Keuangan No.241/PMK.011/2010 tentang Penetapan Sistem Klasifikasi Barang dan Pembebanan Tarif Bea Masuk atas Barang Impor. Berdasarkan peraturan tersebut, produk bahan baku yang diimpor, salah satunya farmasi, mengalami kenaikan bea masuk sekitar 5%. Hal tersebut akan menjadi salah satu pertimbangan untuk menaikkan harga obat sebesar 5%, karena bea masuk bahan baku obat mengalami kenaikan 5%. Sebagian besar bahan baku pembuatan obat perusahaan farmasi masih mengandalkan impor dari negara China (75%), India (20%), selebihnya dari Amerika dan Eropa. Bahan baku memiliki kontribusi yang besar dalam beban pokok untuk memproduksi obat (sekitar 70%), sehingga meningkatnya harga bahan baku juga berdampak pada meningkatnya harga obat. Namun selama nilai tura rupiah dengan negara-negara yang bersangkutan tersebut, terutama dollar relative stabil, maka kondisi bisnis akan tetap kondusif (<http://www.bankmandiri.co.id/> 16/12/2011 19:13).

## **5.2 Analisa Kinerja Keuangan PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk.**

### **5.2.1 Analisis Horizontal**

Analisa horizontal dilakukan dengan cara menelaah neraca dan laporan laba rugi pada PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. dari satu periode ke periode lainnya. Dalam penelitian ini, rentang waktu yang digunakan untuk menganalisis kinerja keuangan kedua BUMN Farmasi adalah 2006-2010.



**Gambar 5.5 Total aset, liabilities, dan equity PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) tahun 2006-2010**

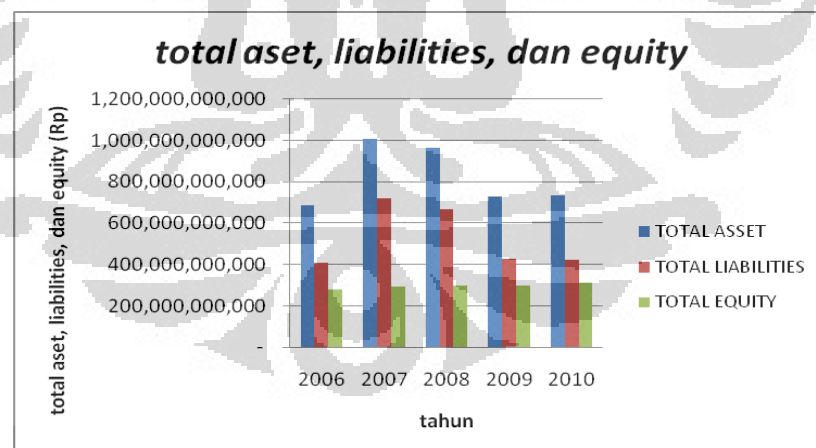
Sumber: telah diolah kembali

Total aset/aktiva terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tidak lancar. Aktiva lancar (*current asset*) adalah kas dan aset-aset lainnya yang dapat dikonversi menjadi kas, dijual, atau pun dikonsumsi dalam periode siklus operasional perusahaan yaitu dalam waktu satu tahun (Anthony *et al.*, 2007). Dari Gambar 4.5 dapat dilihat bahwa trend total aset KAEF dari tahun 2006 sampai tahun 2010 cenderung meningkat. Total aset terdiri dari aset lancar (*current asset*) dan aset tidak lancar (*non current asset*). Apabila dilihat pada neraca, maka yang berpengaruh cukup besar pada perusahaan di tahun 2006, yaitu *inventory &* kas dan setara kas. Sedangkan pada tahun 2007-2009, yang memberikan sumbangan cukup besar bagi aktiva lancar adalah *inventory*, kas dan setara kas, serta piutang usaha dari pihak ketiga. Pada tahun 2006-2007, kas dan setara kas, piutang, dan *inventory* mengalami peningkatan. Untuk tahun 2007-2008, kas dan setara kas serta piutang usaha mengalami penurunan dan *inventory* meningkat. Pada tahun 2008-2009 terjadi peningkatan piutang dan *inventory* perusahaan, sementara terjadi penurunan akun kas dan setara kas. Kemudian di akhir 2010 terjadi peningkatan kas dan setara kas serta piutang, dan jumlah *inventory* mengalami penurunan. Peningkatan kas dan setara kas dapat terjadi karena adanya pemasukan pendapatan dari pelanggan. Peningkatan piutang usaha dapat terjadi karena adanya peningkatan piutang pada instansi pemerintah dan swasta sebagai

dampak kenaikan penjualan pada kedua pelanggan tersebut. Secara keseluruhan dapat dilihat bahwa yang memberikan dampak cukup besar bagi aktiva lancar sepanjang tahun 2006-2010 adalah akun kas dan setara kas, *inventory*, serta piutang pihak ke-tiga. Piutang usaha pihak ke-tiga didapat baik dari lokal maupun ekspor. Sedangkan yang berkontribusi cukup besar dalam *non-current asset* adalah aktiva tetap dan aktiva lain-lain.

Pada gambar juga dapat dilihat bahwa trend total aset yang meningkat diiringi dengan peningkatan *total equity*. Total ekuitas cenderung mengalami peningkatan pada periode 2006-2010 karena terjadinya peningkatan pada saldo laba.

Pada total liabilities/total kewajiban juga mengalami peningkatan, namun tidak sebesar peningkatan ekuitas. Total kewajiban terdiri dari kewajiban lancar dan kewajiban tidak lancar. Apabila dilihat selama periode 2006-2010, maka kewajiban lancar yang cenderung memberikan kontribusi cukup besar yaitu utang bank dan utang usaha. Pada tahun 2006-2008 terjadi peningkatan pada utang bank dan utang usaha. Pada tahun 2008- 2010 terjadi penurunan utang bank, sementara utang usaha mengalami peningkatan dari tahun 2008 ke 2009 dan mengalami penurunan pada tahun 2009 sampai 2010.



**Gambar 5.6 Total aset, liabilities, dan equity PT. Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2006-2010**

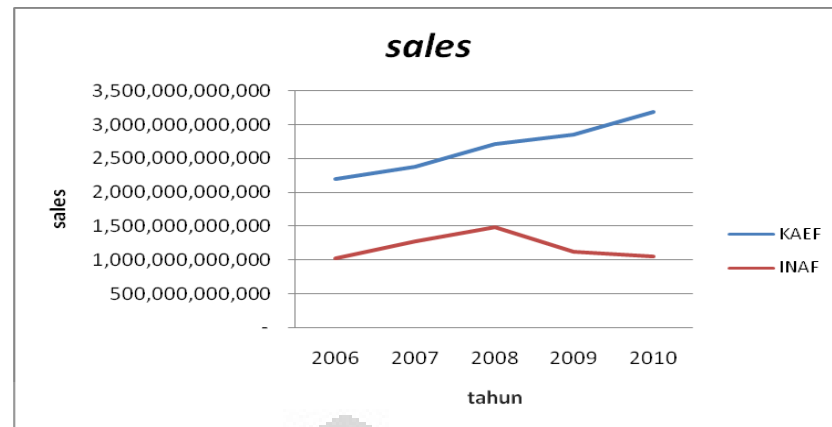
Sumber: Telah diolah kembali

Apabila dilihat pada Gambar 5.6 total aset dan total kewajiban INAF tidak stabil, mengalami peningkatan dan penurunan selama periode waktu 2006-2011. Peningkatan dan penurunan total aset seiring dengan peningkatan dan penurunan

total kewajiban. Total ekuitas INAF selama periode waktu 2006-2011 cukup stabil, mengalami peningkatan dan penurunan namun dalam jumlah yang tidak begitu besar dibanding peningkatan dan penurunan total kewajiban.

Pada bagian *current asset*, yang memberikan kontribusi cukup besar adalah akun kas dan setara kas, piutang usaha, dan *inventory*. Pada tahun 2006-2007 terjadi peningkatan pada akun kas dan setara kas, piutang usaha pihak ketiga, dan *inventory*. Pada bagian *non current asset* yang berkontribusi cukup besar adalah aktiva tetap dan aktiva lain-lain. Pada tahun 2006-2007 terjadi penurunan aktiva tetap dan peningkatan aktiva lain-lain. Secara keseluruhan, terjadi peningkatan total aset pada tahun 2006-2007. Pada tahun yang bersamaan terjadi peningkatan pada total kewajiban yang disebabkan oleh meningkatnya utang usaha, uang muka penjualan, biaya yang masih harus dibayar, serta peningkatan pada akun *non current liabilities* (kewajiban manfaat karyawan). Kondisi perekonomian pada tahun 2007 menunjukkan perbaikan pertumbuhan ekonomi, dan tingkat suku bunga Bank Indonesia mengalami penurunan dengan tujuan untuk meningkatkan aktivitas sektor riil, oleh karena itu pada tahun ini juga terjadi peningkatan utang bank (peminjaman pada bank tahun ini meningkat).

Pada tahun 2007-2009, akun total aset dan total kewajiban mengalami penurunan. Kemudian pada tahun 2009-2010, total aset dan total ekuitas mengalami peningkatan, sementara total kewajiban mengalami penurunan. Total aset mengalami peningkatan karena adanya peningkatan pada akun kas dan setara kas, investasi jangka pendek, *inventory*. Sementara piutang usaha dan aktiva tetap mengalami penurunan. Total kewajiban mengalami penurunan karena terjadinya penurunan pada utang bank, utang usaha, beban yang masih harus dibayar, serta penurunan *non current liabilities*. Pada tahun 2010, inflasi relatif tinggi dan suku bunga pinjaman juga cukup tinggi, sehingga utang pada bank juga mengalami penurunan.

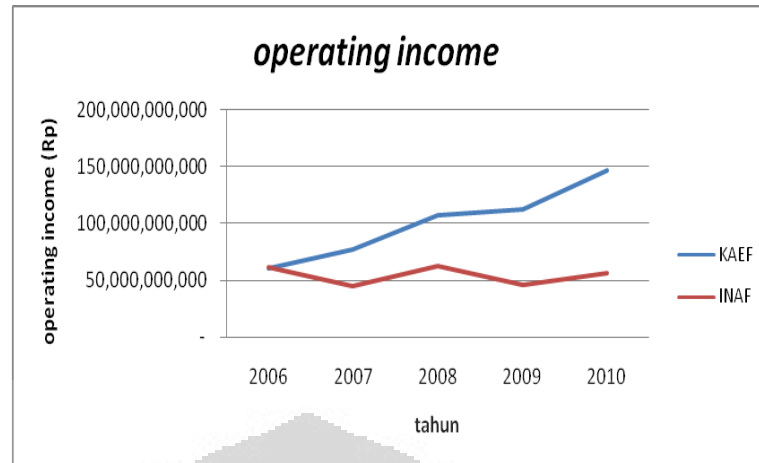


**Gambar 5.7 Penjualan bersih PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

Apabila dilihat pada Gambar 5.7 tren penjualan bersih PT. Kimia Farma Tbk. cenderung mengalami peningkatan pada periode 2006-2010. Peningkatan penjualan terjadi karena transaksi di dalam akun tersebut juga meningkat, seperti peningkatan penjualan lokal baik pada pihak ketiga maupun pihak yang memiliki hubungan istimewa, peningkatan penjualan produksi perusahaan (penjualan obat generik, obat etikal, OTC, dan alat-alat kesehatan), disamping itu penjualan untuk ekspor juga mengalami peningkatan. Pada tahun 2009-2010, penjualan untuk ekspor mengalami penurunan, walaupun demikian, total penjualan tahun tersebut mengalami peningkatan, karena peningkatan penjualan lokal, produksi perusahaan, dan penjualan produksi pada pihak ketiga mengalami peningkatan yang lebih besar dibanding penurunan penjualan ekspor.

Sementara pada PT. Indofarma Tbk., penjualan bersih mengalami peningkatan pada periode 2006-2008. Namun paska 2008 sampai dengan tahun 2010, total penjualan mengalami penurunan. Hal ini dapat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian pada saat itu yang terkena dampak krisis global sehingga daya beli menjadi turun, inflasi yang cukup volatil, dan tentunya ada alasan lain seperti: penurunan penjualan bersih dan beban usaha. Walaupun beban usaha mengalami penurunan, perubahan penurunan penjualan bersih lebih besar daripada penurunan beban usaha.

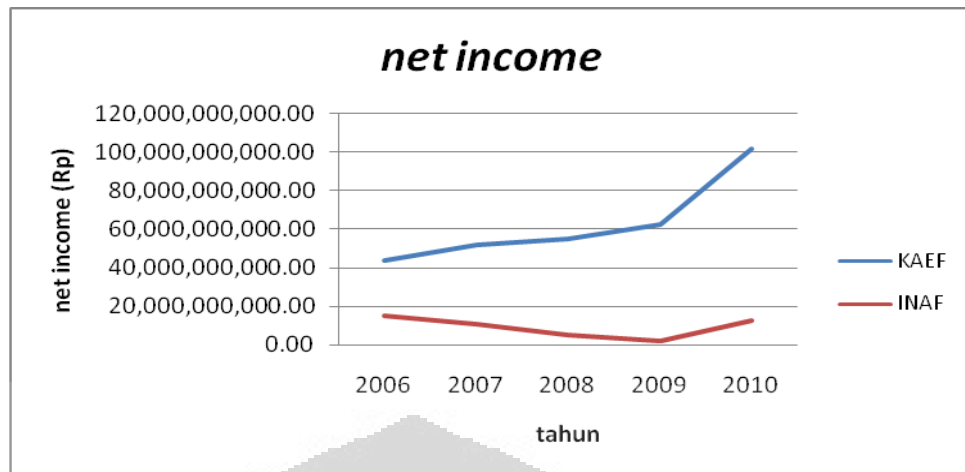


**Gambar 5.8 Laba usaha PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

Laba usaha (*operating income*) adalah laba kotor setelah dikurangi dengan beban usaha (beban penjualan, beban umum dan administrasi). Apabila dilihat pada Gambar 5.8 laba usaha pada KAEF cenderung mengalami peningkatan pada periode tahun 2006-2010, sedangkan laba usaha pada INAF lebih fluktuatif pada periode tersebut. Pada KAEF, laba usaha mengalami peningkatan karena meningkatnya penjualan dan efisiensi harga pokok penjualan.

Untuk PT. Indofarma Tbk., laba usaha lebih fluktuatif. Pada tahun 2006-2007, laba usaha mengalami penurunan. Pada tahun 2007-2008, laba usaha mengalami peningkatan. Pada tahun 2008-2009 mengalami penurunan dan pada tahun berikutnya (2009-2010) mengalami peningkatan. Pada tahun 2008-2009 penjualan bersih, harga pokok penjualan, dan beban usaha mengalami penurunan. Pada tahun 2009-2010 terjadi penurunan penjualan bersih dan HPP, dan peningkatan beban usaha, namun laba usaha tetap mengalami peningkatan



**Gambar 5.9. Laba bersih PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. indofarma Tbk. (INAF) pada tahun 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

Pada Gambar 5.9 dapat dilihat bahwa trend laba bersih KAEF mengalami peningkatan pada periode 2006-2010. Apabila dilihat, kenaikan laba bersih pada tahun 2009-2010 terlihat lebih tinggi dibandingkan dengan kenaikan laba bersih pada tahun-tahun sebelumnya, hal ini terjadi karena peningkatan penjualan dan efisiensi HPP, sehingga laba usaha juga meningkat, dan didukung dengan peningkatan penghasilan lain-lain. Disamping itu, pada tahun 2010 pasar farmasi mengalami pertumbuhan, mulai dari pasar etikal, pasar OTC, dan pasar generik, hal ini dapat menjadi peluang bagi KAEF untuk menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi.

Sedangkan pada INAF, dapat dilihat bahwa pada tahun 2006-2009, trend laba bersih perusahaan cenderung menurun, dan baru meningkat pada tahun 2010. Penurunan laba bersih pada tahun 2007 terjadi karena kenaikan harga bahan baku mengalami peningkatan, sementara harga obat generik sangat rendah, padahal obat generik merupakan produk utama dari INAF, hal ini berdampak pada menurunnya laba usaha INAF pada periode tersebut. Selain itu juga, penghasilan lain-lain pada periode 2006-2009 mengalami penurunan. Tetapi pada tahun 2010, walaupun inflasi dan tingkat bunga pinjaman meningkat, namun INAF dapat menunjukkan peningkatan laba bersih. Laba usaha mengalami peningkatan dan pasar farmasi juga mengalami peningkatan (pasar etikal, OTC, dan generik) sehingga menjadi peluang bagi INAF untuk meningkatkan laba bersih perusahaan.



### 5.2.2 Analisis Vertikal

Analisa vertikal adalah analisa yang dilakukan dengan membandingkan suatu pos laporan keuangan dengan pos lain yang dijadikan sebagai tolok ukur. Pada neraca yang dijadikan tolok ukur adalah total aset dan pada laporan laba rugi yang dijadikan tolok ukur adalah penjualan (*sales*). Dalam analisis neraca, analisis menekankan pada dua faktor, yaitu: sumber pendanaan dan komposisi aset (Bernstein & Wild, 1998: 26).

Apabila dilihat dari persentase total aset lancar dan aset tidak lancar selama periode 2006-2010 terhadap total aktiva perusahaan. Pada PT. Kimia Farma Tbk. dapat dilihat bahwa *current asset* memiliki kontribusi lebih banyak terhadap total aset, dan dari tahun ke tahun cenderung meningkat. Sementara kontribusi aset tidak lancar terhadap total aset cenderung sedikit dan mengalami penurunan dari tahun 2006-2010. Apabila dilihat komposisinya, maka pada aset lancar yang memberikan kontribusi paling besar untuk total aset adalah persediaan. Piutang usaha juga berkontribusi namun tidak sebesar kontribusi persediaan. Persediaan terkait dengan bahan-bahan kimia, farmasi, biologi, dan jenis lainnya yang digunakan sebagai bahan produksi obat, dan lain-lain. Sementara pada aset tidak lancar, yang banyak memberikan kontribusi bagi total aset adalah aktiva tetap. Peningkatan pada aktiva tetap terjadi karena pembelian tanah dan bangunan sebagai upaya mendukung kegiatan operasional perusahaan.

Sementara pada PT. Indofarma Tbk. yang memberikan kontribusi paling banyak terhadap total aset yaitu aset lancar, namun menurun di tahun 2010. Pada aset lancar yang cukup banyak memberikan kontribusi adalah piutang usaha, kas, dan persediaan. Pada bagian *noncurrent asset* terjadi peningkatan persentase pada tahun 2009 dan 2010, yang disebabkan oleh meningkatnya aset pajak tangguhan. Piutang usaha terkait dengan pihak-pihak yang memiliki utang usaha pada PT. Indofarma Tbk. dan belum dilakukannya pembayaran. Persediaan terkait dengan bahan-bahan yang digunakan untuk produksi obat-obatan.

Pada PT. Kimia Farma Tbk., bagian kewajiban yang memberikan kontribusi paling besar terhadap total aset adalah bagian *noncurrent liabilities* (kewajiban tidak lancar). Kewajiban tidak lancar fluktuatif sepanjang periode 2006-2011, dan pada akhirnya menurun pada tahun 2010. Kewajiban tidak lancar

adalah kewajiban jangka panjang, hal ini berarti PT. Kimia Farma Tbk. banyak mengeluarkan dana untuk hal-hal yang terkait dengan *noncurrent liabilities* dan terkait dengan aktivitasnya. Kewajiban jangka panjang meliputi utang sewa jangka panjang dan *employee benefit obligation*.

Sementara pada PT. Indofarma Tbk., yang cenderung berkontribusi terhadap total asset adalah *current liabilities*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan *current liabilities* dalam melakukan aktivitasnya/mengelola asetnya. Kewajiban jangka pendek meliputi utang usaha, utang bank, utang pajak, dan lain-lain. Namun apabila dilihat dari persentasenya, pada tahun 2010 sudah terjadi penurunan pada *current liabilities* PT. Indofarma Tbk.

Apabila dilihat dari proporsinya, proporsi total ekuitas terhadap total kewajiban dan total ekuitas cenderung menurun namun masih tetap stabil, yaitu dari tahun 2006 sebesar 69% dan pada tahun 2010 menjadi 67%. Pada PT. Kimia Farma Tbk., total ekuitas berada di atas 50% dalam 5 tahun terakhir ini, hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar pengelolaan asset milik perusahaan atau aktivitas dibiayai dengan ekuitas.

Pada PT. Indofarma Tbk., proporsi total ekuitas terhadap total ekuitas dan total liabilities dapat dikatakan cukup stabil walaupun sempat mengalami fluktuasi pada tahun 2006-2008 (41%, 29%, 31%), tetapi setelah itu mengalami peningkatan menjadi 41% di tahun 2009 dan 42% di tahun 2010. Apabila dilihat dari persentase total ekuitas di bawah 50%, maka dapat dikatakan, PT. Indofarma Tbk. lebih banyak menggunakan utang daripada ekuitas sebagai sumber pendanaannya.

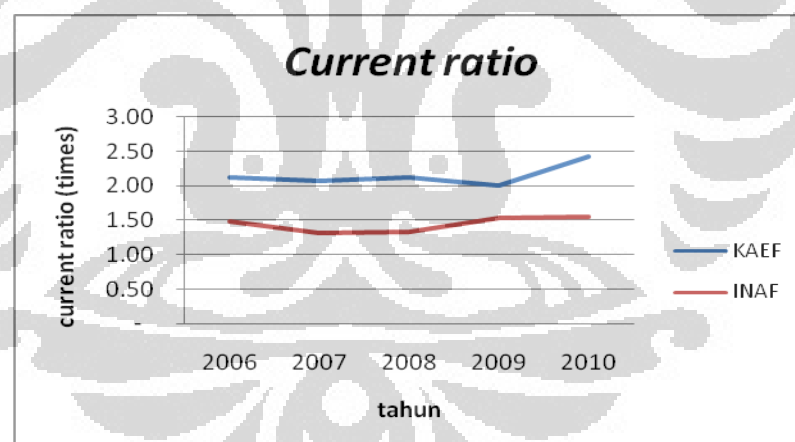
Besar proporsi beban pokok penjualan terhadap penjualan terlihat stabil, baik pada PT. Kimia Farma Tbk. atau pun PT. Indofarma Tbk. namun apabila dilihat, proporsi beban pokok terhadap penjualan begitu tinggi. Hal tersebut menunjukkan bahwa biaya yang diperlukan untuk produksi cukup tinggi, hal ini bisa terjadi karena bahan baku yang digunakan untuk memproduksi obat masih bergantung pada impor, saat keadaan perekonomian kurang baik, sehingga terkena risiko nilai tukar dan terkena biaya-biaya lainnya sebelum sampai Indonesia, sehingga menyebabkan biaya untuk bahan baku jadi lebih mahal.

Proporsi beban usaha terhadap penjualan pada PT. Kimia Farma cenderung stabil. Pada tahun 2006-2007, proporsinya adalah 24%, setelah itu turun menjadi 23%, dan naik lagi menjadi 24% pada 2010. Proporsi ini menunjukkan bahwa beban usaha (administrasi dan umum, serta beban penjualan) yang digunakan untuk proses produksi cenderung kecil. Pada PT. Indofarma Tbk. juga demikian, proporsi beban usaha relative kecil apabila dibandingkan dengan proporsi beban pokok penjualan yang cukup besar, yaitu rata-rata 70%. Sementara proporsi laba bersih terhadap penjualan yang dilakukan relatif kecil, hal ini bisa terjadi karena dilakukan pengurangan terhadap bunga dan juga pajak.

### 5.2.3 Analisa Rasio Keuangan

#### 5.2.3.1 Rasio likuiditas

Rasio likuiditas merupakan suatu rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek tepat pada waktunya. Rasio likuiditas diantaranya dapat dilihat dengan melakukan perhitungan *current ratio*, *acid test ratio*, *collection period*.



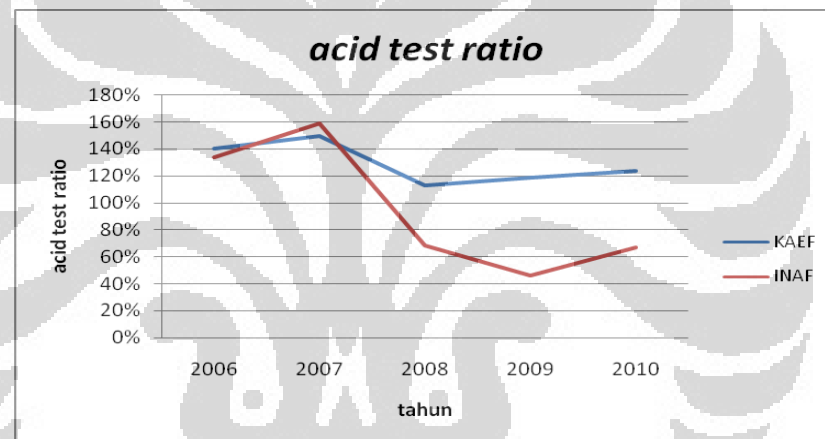
Gambar 5.10 *Current ratio* PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF)

Sumber: Telah diolah kembali

*Current ratio* merupakan cara untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang akan jatuh tempo. Apabila dilihat pada gambar, maka dapat dikatakan bahwa *current ratio* KAEF lebih tinggi daripada INAF. Kedua perusahaan tersebut memiliki *current ratio* yang lebih dari satu, yang menunjukkan bahwa asset lancar mereka lebih banyak

daripada kewajiban lancarnya, yang berarti perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya. *Current ratio* yang memiliki nilai kurang dari satu menunjukkan bahwa kewajiban lancar perusahaan tersebut lebih besar daripada aktiva lancar yang mereka miliki untuk dapat membayar utang tersebut.

Dalam perusahaan manufaktur, *current ratio* yang diinginkan adalah sekitar 1-2 (Anthony *et al.*, 2007: 41). *Current ratio* INAF memasuki range tersebut, sementara *current ratio* KAEF menunjukkan angka yang lebih tinggi/diatas range tersebut. Namun *current ratio* yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut kurang efisien dalam menggunakan asset-asetnya/kurang mampu dalam memanfaatkan aktiva perusahaan.

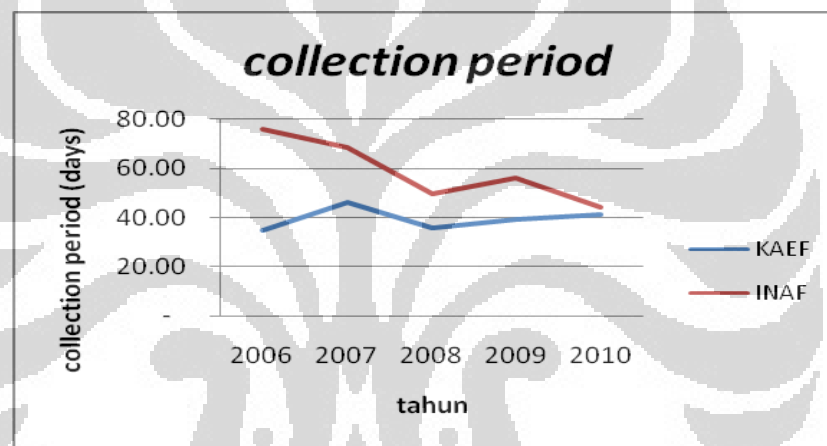


**Gambar 5.11 acid test ratio pada PT. Kimia Farma Tbk. (KAEF) dan PT. Indofarma Tbk. (INAF)**

Sumber: Telah diolah kembali

*Acid test ratio* digunakan untuk mengevaluasi posisi likuiditas perusahaan dalam jangka pendek/mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam memenuhi pembayaran utang jangka pendek. Hanya saja pada perhitungannya yang digunakan adalah *monetary current asset* (*current asset* yang dikurangi dengan *inventory* dan *prepaid item*). *Inventory* tidak dimasukkan ke dalam perhitungan karena *inventory* termasuk ke dalam aktiva lancar yang untuk mengkonversi menjadi kas dibutuhkan proses yang lebih lama (menjadi piutang terlebih dahulu, kemudian baru menjadi kas) atau dapat dikatakan paling tidak *liquid*. Pada tahun 2010, acid test ratio KAEF mencapai 124%.

Pada Gambar 5.11 dapat dilihat bahwa secara keseluruhan, *acid test ratio* pada PT. Kimia Farma Tbk. cukup bagus, dengan perbandingan *monetary current asset* yang lebih tinggi dari kewajiban lancarnya. Sementara pada PT. Indofarma Tbk., pada tahun 2006-2007, perbandingan *monetary current asset*-nya lebih besar daripada kewajiban lancar. Sementara pada tahun 2008-2010, *monetary current asset*-nya lebih kecil daripada kewajiban lancar perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki pinjaman/utang lebih banyak sehingga ditakutkan adanya kendala dalam pelunasan kewajiban jangka pendeknya. *Acid test ratio* INAF turun dari 159% pada 2007 menjadi 46% pada 2009. Namun di tahun 2010 meningkat menjadi 67%.



**Gambar 5.12 Collection period PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Collection period* adalah lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mengkonversi piutang yang dimiliki perusahaan menjadi kas (Bernstein & Wild, 1998: 30). Waktu ini menunjukkan term pembayaran kredit yang ditawarkan oleh perusahaan, dan apabila terjadi perubahan pada rasio mengindikasikan terjadinya perubahan kebijakan kredit perusahaan atau perubahan kemampuan perusahaan untuk mengkonversi piutangnya menjadi kas (Anthony et al., 2007: 128). Perubahan ini bisa saja terjadi karena pihak ketiga atau pihak-pihak lain yang memiliki piutang mengalami keterlambatan dalam pembayaran piutang.

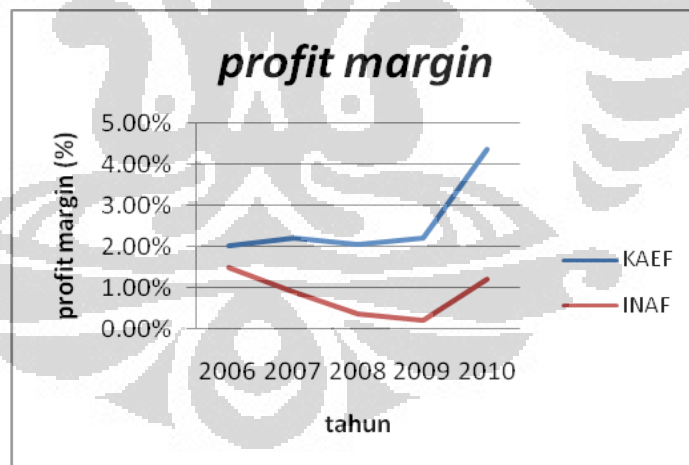
Pada Gambar 5.12 dapat dilihat bahwa PT. Kimia Farma Tbk. membutuhkan waktu yang lebih sedikit untuk pengumpulan piutang perusahaan

dan mengubahnya menjadi kas, serta range waktu yang dibutuhkan untuk mengkonversi piutang menjadi kas juga tidak terlalu fluktuatif sepanjang periode 2006-2010, hal ini menunjukkan pihak-pihak yang memiliki piutang usaha dan lain-lain dapat memenuhi kewajibannya dengan baik/dalam waktu yang seharusnya.

Apabila dilihat *collection period* pada PT. Indofarma Tbk. cenderung lebih lama daripada Kimia Farma, hal ini menunjukkan bahwa waktu yang diperlukan PT. Indofarma untuk mengkonversi piutang menjadi kas adalah lebih lama.

### 5.2.3.2 Rasio Profitabilitas

Rasio *profitabilitas* merupakan ukuran kinerja dan kesuksesan perusahaan secara keseluruhan. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Untuk melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, dapat dilihat dari *profit margin*, *operating margin*, *gross profit margin*, *return on asset*, dan *return on equity*.



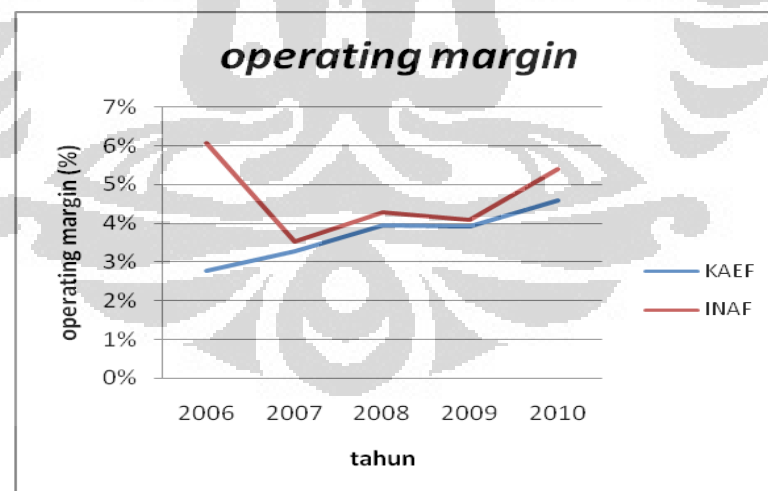
**Gambar 5.13 Profit margin PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Profit margin* mengukur laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan untuk setiap rupiah penjualan yang dilakukan. Semakin besar rasio *profit margin*, maka menunjukkan perusahaan memperoleh keuntungan yang selalu meningkat.

Pada Gambar 5.13 dapat dilihat bahwa *profit margin* yang diperoleh oleh PT. Kimia Farma Tbk. pada periode 2006-2010 cenderung meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cukup menguntungkan dilihat dari laba bersih yang dihasilkannya. Pada tahun 2010, profit margin KAEF mencapai 3,19%.

Pada PT. Indofarma Tbk. *profit margin* mengalami penurunan pada periode 2006-2009, dari tahun 2006 sebesar 1,48% menjadi 0,19% pada tahun 2009. Hal ini menunjukkan perusahaan memiliki kinerja yang kurang baik pada periode tersebut, jumlah penjualan yang dilakukan tidak sebanding dengan laba yang diperoleh, hal ini bisa saja dipengaruhi oleh berbagai macam hal seperti kenaikan harga bahan baku yang memperkecil perolehan laba bersih perusahaan, disamping itu juga harga obat generik yang rendah (produk utama PT. Indofarma Tbk. adalah obat generik). Tetapi memasuki tahun 2010, *profit margin* PT. Indofarma Tbk. mengalami peningkatan yang cukup tinggi, hal ini dapat terjadi karena pada tahun 2010 pertumbuhan ekonomi semakin membaik dan pasar farmasi mengalami peningkatan (pasar *ethical*, OTC, generik) sehingga ini dapat menjadi sebuah peluang bagi INAF untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan meningkatkan laba perusahaannya.



**Gambar 5.14** *Operating margin* PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010

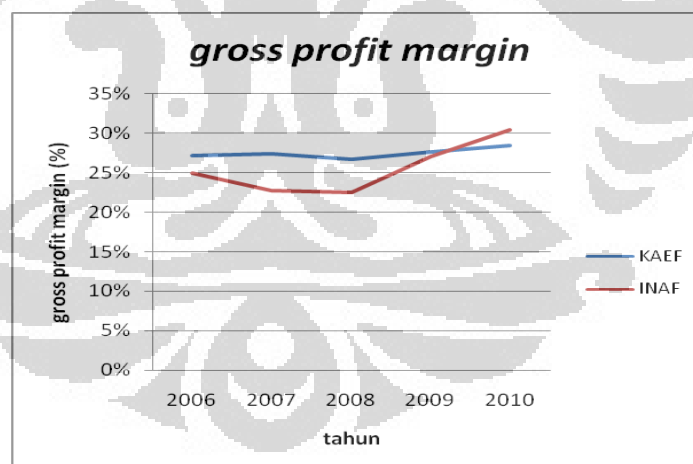
Sumber: Telah diolah kembali

*Operating margin* berusaha mengaitkan pos laporan laba rugi dengan penjualan, atau dengan kata lain berusaha untuk memperlihatkan seberapa efektif

perusahaan mengelola komponen-komponen terkait yang berada pada laporan laba rugi. Komponen-komponen yang dilihat antara lain jumlah produk yang dijual, beban pokok penjualan, dan beban usaha lainnya (beban penjualan, umum, dan administrasi).

Apabila dilihat dari Gambar 5.14 *operating margin* pada PT. Kimia Farma Tbk. memang terlihat lebih rendah daripada Indofarma, namun menunjukkan tren yang terus meningkat sampai tahun 2010. Hal ini menunjukkan bahwa PT. Kimia Farma mampu mengelola/mengendalikan biaya-biaya produksi dan beban-beban, sehingga laba usaha yang diperoleh juga menjadi lebih besar dan diiringi dengan peningkatan penjualan. Pada tahun 2010, *operating margin* KAEF adalah 5%.

Pada PT. Indofarma Tbk., *operating margin* perusahaan lebih tinggi namun terlihat fluktuatif. *Operating margin* yang tinggi adalah hal yang bagus, namun fluktuatifnya (bisa terjadi karena dampak perekonomian) menunjukkan kalau strategi perusahaan dalam merespon hal-hal yang terkait dengan perubahan ekonomi masih belum optimal. *Operating margin* INAF yang paling tinggi adalah pada tahun 2006, yaitu 10%.



**Gambar 5.15. Gross profit margin PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. pada periode 2006-2010**

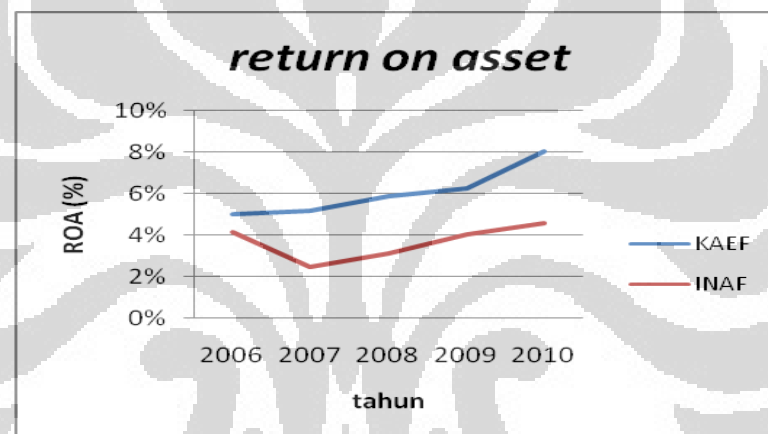
Sumber: Telah diolah kembali

*Gross profit margin* menunjukkan keuntungan yang diperoleh dari penjualan setelah dikurangi harga pokok. Semakin tinggi *gross profit* menunjukkan bahwa perusahaan mampu menjual produk dengan harga di atas



biaya produksi, atau bisa juga perusahaan mampu melakukan efisiensi sehingga beban pokok penjualan/biaya untuk memproduksi produk menjadi lebih kecil.

Apabila dilihat pada Gambar 5.15. *gross profit margin* PT. Kimia Farma Tbk. cenderung mengalami peningkatan sepanjang 2006-2010. Hal ini menunjukkan bahwa Kimia Farma sudah cukup bisa melakukan efisiensi dalam biaya-biaya produksi, sehingga peningkatan penjualan juga diiringi dengan peningkatan laba kotor. *Gross profit margin* pada PT. Indofarma Tbk. pada periode 2006-2007 cenderung turun dan mulai meningkat pada periode 2008-2010, hal ini menunjukkan bahwa Indofarma sudah mulai mampu melakukan efisiensi dalam biaya produksi.

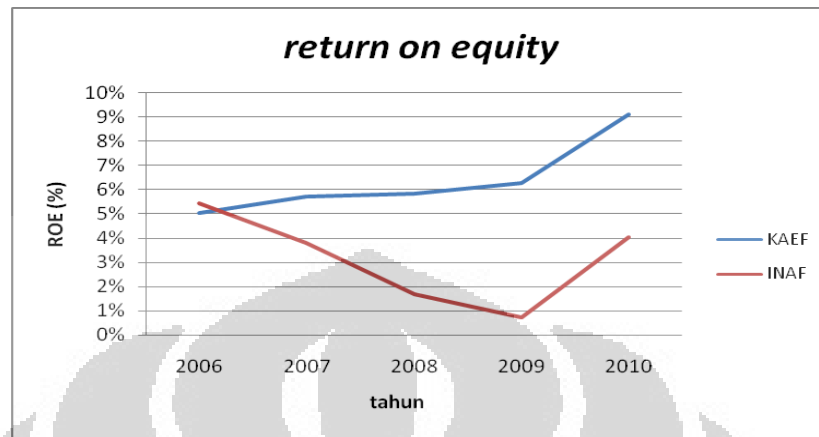


**Gambar 5.16. Return on Asset PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Return on asset* (pendapatan total aset) mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan aktiva yang dimiliki. Anthony et al. (2007) berpendapat bahwa ROA merefleksikan seberapa besar yang dihasilkan suatu perusahaan melalui investasi semua sumber daya finansial yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Pada Gambar 5.16 dapat dilihat bahwa ROA PT. Kimia Farma Tbk. cenderung meningkat pada periode 2006-2010. Sampai pada tahun 2010, ROA Kimia Farma 8%, hal ini menunjukkan bahwa setiap Rp. 1 investasi aset menghasilkan 8 sen laba tahunan sebelum dikurangi bunga setelah pajak. Pada PT. Indofarma Tbk., ROA perusahaan pada tahun 2007-2010 cenderung meningkat, dan pada tahun 2010 nilai ROA 5%, yang berarti dalam Rp. 1

investasi aset menghasilkan 5 sen laba tahunan sebelum dikurangi bunga setelah pajak.



**Gambar 5.17 Return on Equity PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

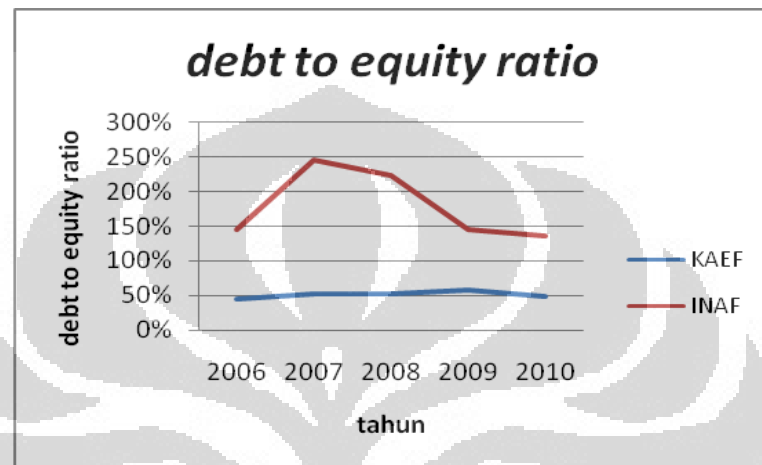
Sumber: Telah diolah kembali

*Return on equity* (ROE) mengukur tingkat pengembalian atas investasi para pemilik saham (*shareholders*). Pengukuran ini dilihat sebagai indikator penting yang menunjukkan *value creation* bagi *shareholder*. Pada Gambar 4.16 dapat dilihat bahwa ROE PT. Kimia Farma Tbk. mengalami peningkatan sepanjang 2006-2010. Pada tahun 2010 ROE Kimia Farma adalah 9%, yang berarti Kimia Farma menghasilkan 9 sen per tahun untuk setiap Rp. 1 investasi ekuitas.

Sementara pada PT. Indofarma Tbk. terjadi penurunan ROE pada tahun 2006-2009, pada tahun 2009 memberikan tingkat pengembalian 7%, hal ini menunjukkan tingkat pengembalian untuk *shareholder* sepanjang tahun 2006-2009 rendah. Kemudian pada tahun 2010, ROE Indofarma mengalami peningkatan menjadi 4%, hal ini menunjukkan sudah adanya perbaikan pengelolaan pada pos-pos yang terkait dengan laba rugi, sehingga laba bersih perusahaan mengalami peningkatan.

### 5.2.3.3 Rasio Solvabilitas

Analisis solvabilitas terkait dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Untuk melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya dapat dilihat dengan mengukur *debt to equity ratio* dan *time interest earned ratio*.



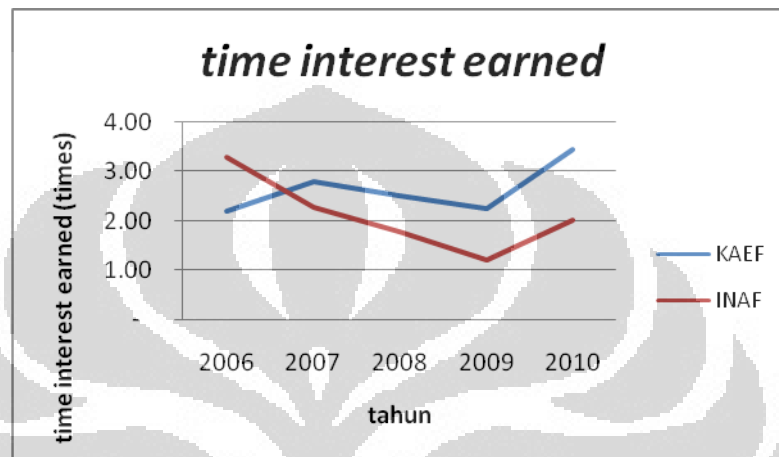
**Gambar 5.18 Debt to equity ratio PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Debt to equity ratio* untuk mengukur jumlah utang untuk setiap rupiah dana yang diinvestasikan oleh kreditor. Rasio ini menunjukkan tingkat pendanaan dengan pinjaman dibanding dengan pendanaan internal perusahaan. Semakin tinggi rasionya, menunjukkan bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan utang sebagai pendanaan. Pada Gambar 5.18 dapat dilihat bahwa *debt to equity ratio* PT. Kimia Farma cenderung stabil sepanjang 2006-2010. Pada tahun 2010, *debt to equity ratio* Kimia Farma adalah 49% (jumlah ini menurun dari tahun sebelumnya yang sebesar 57%), ini berarti untuk setiap Rp. 1 pendanaan ekuitas, terdapat Rp. 49 pendanaan jangka panjang dari kreditor. Dengan menurunnya *debt to equity ratio* Kimia Farma di tahun 2010, maka proporsi utang perusahaan berkurang.

PT. Indofarma Tbk. menunjukkan *debt to equity ratio* yang jauh lebih tinggi daripada Kimia Farma, ini berarti Indofarma lebih banyak menggunakan utang sebagai pendanaan dibanding Kimia Farma, sehingga risiko Indofarma lebih

besar. *Debt to equity ratio* yang tertinggi adalah pada tahun 2007 yaitu 246%. Pada tahun 2007, Indofarma tidak melakukan pembayaran utang, melainkan menerima pinjaman dari kreditur. Kemudian pada tahun 2008-2010, *debt to equity ratio*-nya berkurang, hal ini menunjukkan bahwa Indofarma telah melakukan pembayaran utang pada kreditur, sehingga utangnya berkurang.

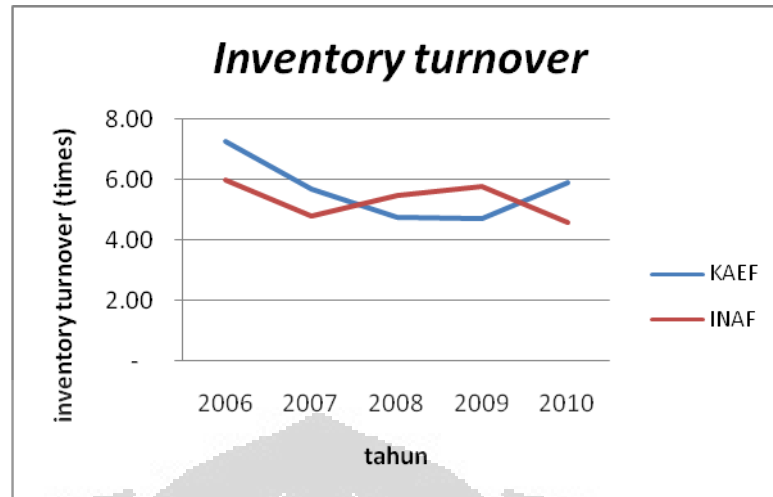


**Gambar 5.19** *Time interest earned* PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010

*Time interest earned* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban membayar bunga. Semakin tinggi rasionya, maka kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dari laba yang dihasilkan juga semakin tinggi. Pada Gambar 5.19 dapat dilihat bahwa *time interest earned* Kimia Farma tertinggi adalah pada tahun 2010. Sementara pada Indofarma, *time interest earned* mengalami penurunan pada periode 2006-2009, dan kemudian meningkat kembali pada tahun 2010.

#### 5.2.3.4 Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas mengukur seberapa efektif dan efisien perusahaan memanfaatkan asset yang dimiliki untuk menghasilkan pendapatan (Ross *et al.*, 2010). Semakin cepat perputaran, maka penjualan akan semakin tinggi. Rasio aktivitas suatu perusahaan dapat diwakili dengan perhitungan sebagai berikut: *inventory turnover*, *receivable turnover*, dan *total asset turnover* (TATO).

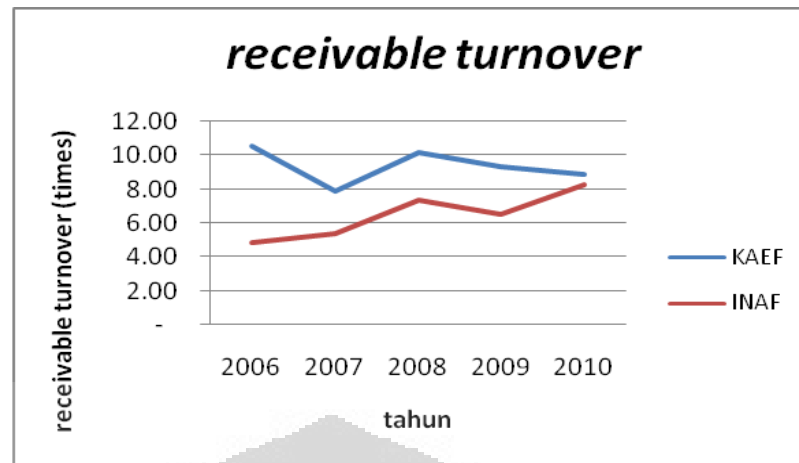


**Gambar 5.20 *Inventory turnover* PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Inventory turnover* mengukur tingkat perputaran persediaan suatu perusahaan. Semakin tinggi rasionya, menunjukkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam mengelola persediaannya (Ross *et al.*, 2010: 52). Pada Gambar dapat dilihat bahwa *Inventory turnover* PT. Kimia Farma Tbk. mengalami penurunan pada tahun 2006-2009. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode tersebut PT. Kimia Farma Tbk. memiliki banyak *inventory* yang belum terjual atau penjualan semakin melambat. Tetapi setelah itu, *inventory turnover* mengalami peningkatan pada tahun 2010. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan penjualan, yang mungkin dipengaruhi oleh kondisi ekonomi yang lebih baik dan pertumbuhan pasar farmasi.

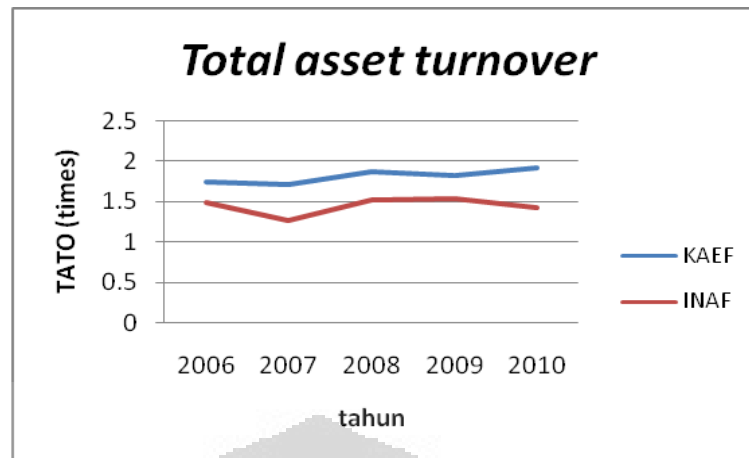
Pada PT. Indofarma Tbk. terjadi sebaliknya, pada tahun 2010 *inventory turnover* mengalami penurunan drastis dari tahun sebelumnya. Pada tahun 2010 beban pokok penjualan mengalami penurunan dan penjualan juga mengalami penurunan, sehingga jumlah *inventory* meningkat sehingga perputaran *inventory* menjadi lebih kecil dari tahun sebelumnya.



**Gambar 5.21 Receivable turnover pada PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Receivable turnover* mengukur seberapa cepat perusahaan dalam mengumpulkan piutangnya dalam satu periode. Semakin tinggi rasio *receivable turnover*, menunjukkan bahwa penjualan juga semakin tinggi dan dalam bentuk kas atau lebih cepat dikonversi dalam kas. Pada Gambar 5.21 dapat dilihat bahwa *receivable turnover* Kimia Farma mengalami penurunan pada tahun 2006-2007, pada tahun 2007 penjualan mengalami peningkatan, tetapi piutang juga mengalami peningkatan yang lebih besar daripada peningkatan penjualan. Pada tahun 2008 mengalami peningkatan, karena penjualan meningkat dan piutang berkurang. Pada tahun-tahun berikutnya, *receivable turnover* mengalami penurunan terus walaupun penjualan meningkat, tetapi piutang mengalami peningkatan lebih banyak daripada penjualan. Sementara pada PT. Indofarma Tbk. *receivable turnover* cenderung mengalami peningkatan sampai tahun 2010, hanya saja sempat turun pada tahun 2009.



**Gambar 5.22 Total asset turnover PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk. periode 2006-2010**

Sumber: Telah diolah kembali

*Total asset turnover* mengukur efisiensi perusahaan dalam menciptakan penjualan dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar rasio TATO menunjukkan bahwa perusahaan dapat menggunakan aset yang dimiliki secara optimal untuk penjualan dan memperoleh pendapatan. Pada Gambar 5.22 dilihat bahwa TATO PT. Kimia Farma Tbk. cenderung mengalami peningkatan sepanjang periode 2006-2010. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan aset yang dimiliki secara optimal dalam melakukan penjualan. PT. Indofarma Tbk. menunjukkan penurunan rasio TATO pada tahun 2007 dan 2010, hal ini menunjukkan perusahaan belum cukup optimal dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan.

### 5.3 Penilaian Perusahaan Target

Menurut Thompson et al. (2010), akuisisi adalah kombinasi dari suatu perusahaan dengan perusahaan lain, pihak yang melakukan akuisisi (*bidder*) membeli perusahaan target, dan perusahaan target akan menjadi bagian dari *bidder*. Pihak yang memiliki ukuran yang lebih besar akan membelipihak yang berukuran lebih kecil. Seperti pada studi kasus akuisisi PT. Indofarma Tbk. oleh PT. Kimia Farma Tbk, total aset yang dimiliki Kimia Farma lebih besar daripada Indofarma. Total aset yang dimiliki Kimia Farma per 31 Desember 2010 (*Annual report* PT. Kimia Farma Tbk.) adalah Rp. 1.657.291.834.312 sedangkan total aset

Indofarma per 31 Desember 2010 (*Annual report* PT. Indofarma Tbk.) yaitu Rp. 733.957.862.391,-.

Damodaran (2002) menyatakan bahwa untuk mengakuisisi suatu perusahaan dilakukan langkah-langkah sebagai berikut: a) mengembangkan alasan dan strategi untuk melakukan akuisisi, b) pemilihan perusahaan target akuisisi dan melakukan valuasi terhadap perusahaan target, c) menentukan harus membayar seberapa besar kepada perusahaan target, serta menentukan metode pembayaran dengan menggunakan kas, saham, atau kombinasi keduanya, dan d) langkah terakhir yaitu membuat akuisisi dapat berjalan setelah dilakukannya persetujuan antara kedua belah pihak (*dealing*).

Pada penelitian ini, yang dilakukan adalah penilaian perusahaan target dalam transaksi akuisisi tersebut. Salah satu penyebab proses akuisisi gagal adalah *over price*, yaitu *bidder* menilai perusahaan target terlalu tinggi (Martynova & Renneboog, 2009). Setelah melalui tahapan valuasi ini, proses yang dilakukan adalah *due diligence* (Ulrich & Kummer, 2007).

Metode penilaian perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini dibagi menjadi 2 yaitu berdasarkan data proyeksi keuangan dan berdasarkan data historis. Metode yang digunakan berdasarkan proyeksi keuangan adalah *free cash flow* dan menggunakan metode *net asset* berdasarkan data historis. Namun, akuisisi PT. Indofarma Tbk. oleh PT. Kimia Farma Tbk. masih berupa kajian dalam Kementerian BUMN dan belum dilaksanakan, sehingga data-data yang digunakan dalam perhitungan adalah data-data historis dan dilakukan asumsi-asumsi berdasarkan data historis.

### 5.3.1 Proyeksi Laba rugi dan neraca

Dalam proyeksi laba rugi yang pertama kali ditentukan adalah pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan diasumsikan 12% dan konstan selama 5 tahun ke depan. Pertumbuhan akun-akun yang lain mengikuti pertumbuhan penjualan.

Proyeksi neraca dilakukan dengan menggunakan pendekatan *common size balance sheet relationship* (Octaviani, 2010). Pendekatan ini menggunakan asumsi bahwa total asset akan meningkat berdasarkan penjualan, kemudian akan



dialokasikan masing-masing ke dalam akun neraca sesuai dengan proporsi historisnya. Metode tersebut menggunakan *total asset turnover* untuk memproyeksikan perubahan total asset selama 5 tahun ke depan. *Total asset turnover* yang digunakan berdasarkan data historis tahun 2006-2010 dan di rata-rata yaitu 1,45.

### 5.3.2 *Free cash flow to the firm*

*Free cash flow to the firm* merupakan jumlah *cash flow* atas semua pemilik kepentingan (*claim holders*) yang terdapat di perusahaan, termasuk di dalamnya adalah *stockholders*, *bondholders*, dan *preferred stockholders* (Damodaran, 2002: 382).

Asumsi-asumsi yang digunakan untuk perhitungan ini, yaitu:

- a). Proyeksi dilakukan selama 5 tahun ke depan, mulai dari tahun ke-1 sampai tahun ke-5.
- b). Pertumbuhan penjualan ke depannya diasumsikan tumbuh 12% (dari proyeksi laba rugi).
- c). Tingkat pajak yang digunakan mengikuti pajak perusahaan yang ada sekarang, yaitu 25%.
- d). Komponen-komponen perhitungan lainnya diperoleh dari estimasi yang dilakukan terhadap proyeksi laporan laba rugi dan neraca tahun 1 sampai tahun 5.

### 5.3.3 Tingkat Diskonto (*Cost of capital*)

Tingkat diskonto yang digunakan dalam perhitungan adalah *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), yang komponen-komponennya terdiri dari *cost of debt* dan *cost of equity*. Jadi dari sini diestimasi proporsi ekuitas dan utang yang digunakan untuk membiayai suatu investasi. Untuk nilai *cost of equity*, asumsi yang digunakan adalah nilai *risk free* (Rf) menggunakan tingkat suku bunga Bank Indonesia yaitu 6,75%. *Risk premium* yang digunakan adalah 6,68% (Damodaran, 2011: 52). Untuk perhitungan beta digunakan regresi data historis return harian PT. Indofarma Tbk. dan return harian IHSG.

Asumsi-asumsi yang digunakan untuk mendapatkan tingkat diskonto adalah:

- a). *Cost of debt* diasumsikan 10%
- b). Beta ( $\beta$ ) PT. Indofarma Tbk. dengan melihat *slope* dari data historis *return* harian PT. Indofarma Tbk. dan *return* IHSG, sehingga diperoleh  $\beta = 0,654$
- c). *Risk premium* sebesar 6,68%
- d). Proporsi pendanaan dengan utang dan modal sendiri (ekuitas) PT. Indofarma Tbk. dapat dilihat dengan cara menghitung proporsi penggunaan utang dan modal sendiri, sehingga diperoleh proporsi penggunaan utang W(D) adalah 23% dan proporsi penggunaan ekuitas W(E) adalah 77%

Dengan menggunakan asumsi-asumsi di atas, maka diperoleh nilai *Weighted Averaged Cost of Capital* (WACC) seperti pada Tabel 5.1.

**Tabel 5.1 Perhitungan WACC PT. Indofarma Tbk.**

	biaya ( <i>cost</i> )	Weight (%)	WACC (%)
Utang:			
<i>Cost of debt</i>	10%	23	1,73
<i>Tax (Tc)</i>	25%		
Ekuitas:			
<i>Risk free</i>	6,75%	77	8,52
<i>Risk premium</i>	6,68%		
<i>Beta</i> ( $\beta$ )	0,645		
<i>Cost of equity</i>	11,06%		
<b>WACC</b>			<b>10,25</b>

Sumber: Telah diolah kembali

WACC yang diperoleh dari perhitungan adalah 10,25% dan diasumsikan konstan selama 5 tahun ke depan.

### 5.3.4 Perhitungan valuasi

#### 5.3.4.1 *Free Cash Flow to the Firm*

Berdasarkan proyeksi *free cash flow* dan estimasi nilai WACC yang telah dibuat, maka diperoleh value of the firm dan nilai saham perusahaan sebagai berikut:

**Tabel 5.2 Perhitungan value of the firm dan nilai saham PT. Indofarma Tbk. dengan *free cash flow***

Keterangan	Jumlah (Rp)
NPV <i>free cash flow</i>	139.845.646.760
NPV <i>terminal value</i>	1.605.913.703.325
<i>Total value of the firm</i>	1.745.759.350.085
Jumlah saham = 3099267500	
Harga saham per lembar	563

Sumber: Telah diolah kembali

Berdasarkan perhitungan diperoleh *total value of the firm* Indofarma adalah Rp. 1.745.759.350.085,- dan harga saham PT. Indofarma Tbk. adalah Rp. 563,- per lembar saham. Hasil perhitungan *free cash flow to the firm* menunjukkan harga yang lebih tinggi dari perhitungan *market value* dan *net asset* perusahaan.

#### 5.3.4.2 *Net asset dan Market Value*

Perhitungan harga saham dengan metode *Net asset* dapat dilakukan dengan cara mengurangi total aktiva perusahaan dengan total kewajiban. Harga saham berdasarkan metode *net asset* dapat dilihat pada Tabel 5.3.

**Tabel 5.3 penilaian harga saham dengan metode *net asset***

Keterangan	Jumlah (Rp.)
Jumlah aktiva per 31 Desember 2010	733.957.862,391
Jumlah kewajiban	422.689.679.147
Net asset	311.268.183.244
Jumlah saham = 3099267500	
Harga saham	100

Berdasarkan metode *net asset*, maka diperoleh kelayakan harga saham PT. Indofarma Tbk. adalah Rp. 100,- per lembar saham. Untuk perhitungan nilai perusahaan berdasarkan *market value* diperoleh berdasarkan harga pasar saham pada tanggal 20 Desember 2011 yaitu Rp. 155,- per lembar saham ([www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)), dan diperoleh nilai perusahaan Rp. 480.386.462.506,-.

Dari ke-tiga metode perhitungan menunjukkan hasil yang berbeda. Metode *spread sheet projection* dengan melakukan proyeksi pada *free cash flow to the firm* menunjukkan hasil yang berbeda jauh dengan harga pasar saham yang ada. Saat ini harga pasar saham INAF sekitar Rp. 155,- per lembar saham. Proyeksi yang dilakukan dengan mengasumsikan pertumbuhan pada masing-

masing komponen dalam *Free cash flow*, namun harga yang diperoleh sepertinya terlalu tinggi (*overvalued*) jika dibandingkan dengan harga pasar saham sekarang. Hal ini dapat terjadi karena asumsi yang digunakan adalah melihat pada *historical growth* perusahaan target, selama beberapa tahun ke belakang yang kemudian di rata-rata dan dijadikan *growth* untuk ke depannya. Hal yang dilakukan sejalan dengan yang dilakukan oleh Martynova & Renneboog (2009) yang mengestimasi pertumbuhan dengan melihat pertumbuhan penjualan selama 3 tahun terakhir dan dirata-rata. Ada kelebihan dan kekurangan dalam menggunakan pendekatan asumsi tersebut, kelebihanannya adalah perhitungan pertumbuhan tidak dipengaruhi oleh perbedaan kebijakan akuntansi pada perusahaan yang akan menjadi partner dalam proses akuisisi, namun cara asumsi seperti ini juga memiliki kekurangan yaitu melihat pada aktivitas masa lalu, sementara yang akan dilihat adalah pertumbuhan pada masa yang akan datang (Martynova & Renneboog, 2009). Penggunaan asumsi ini mungkin dengan memperkirakan bahwa trend di masa yang akan datang berasal dari masa yang lalu (*historical*).

Asumsi untuk *growth* diambil mulai tahun 2006-2010 supaya sejalan dengan analisa kinerja keuangan yang dilakukan pada perusahaan. Disamping itu pada tahun 2002 dan 2003 hasil kinerja keuangan, laba bersih dan laba usaha mengalami penurunan yang sangat besar, dan mulai meningkat pada tahun 2004. Namun pada tahun 2004 perusahaan mengalami permasalahan terkait dengan laporan keuangan yang mengindikasikan adanya *earning management* (Avianti, 2006: 829), sehingga laba bersih perusahaan meningkat Rp. 28,87 Milyar karena dampak dari penilaian persediaan barang yang lebih tinggi dari yang seharusnya, sehingga harga pokok penjualan mengalami *understated* dan laba usaha meningkat. Menurut Siregar dan Utama (2008), *earning management* dimotivasi oleh *opportunistic behavior*, yaitu suatu usaha yang dilakukan oleh manajemen atau sekelompok tertentu dalam memaksimalkan laba yang diperoleh. Hal ini tentunya mempengaruhi asumsi perhitungan *growth* sehingga diperoleh pertumbuhan yang meningkat cukup tinggi dan berdasarkan *free cash flow* yang telah dihitung, nilai perusahaan dan harga sahamnya cukup tinggi jika dibandingkan dengan harga pasar sahamnya. Hal ini seperti yang dikatakan oleh Ulrich & Kummer (2007), premium yang dibayarkan bisa menjadi lebih mahal,

dan perhitungan dengan *free cash flow* dapat menghasilkan nilai yang terlalu tinggi (*overrated*) dan sinergi yang dihitung juga bisa jadi terlalu tinggi.

Sementara penilaian perusahaan dengan *net asset* per Desember 2010 menunjukkan bahwa harga saham Indofarma per lembarnya adalah Rp. 100,- sementara harga pasar saham pada akhir Desember 2010 adalah Rp. 80,-. Hal tersebut menunjukkan adanya selisih antara harga pasar dengan nilai wajar yang diperoleh dari *net asset* merupakan *goodwill*. Metode *net asset* dengan melakukan pengurangan asset dan kewajiban yang dimiliki perusahaan merupakan gambaran dari nilai pasar wajar ekuitas (Nurhayati, 2009: 4). Semakin tinggi asset dan semakin rendah kewajiban yang dimiliki perusahaan, maka nilai pasar wajar ekuitas akan semakin tinggi. Aset perusahaan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan sehat, dalam artian perusahaan mampu membayar utang dan terhindar dari risiko kebangkrutan, namun terlalu besarnya asset yang dimiliki menunjukkan bahwa perusahaan kurang mampu mengoptimalkan asset perusahaan yang dimiliki.

#### **5.4. Analisis Governance Structure PT. Kimia Farma Tbk. dan PT. Indofarma Tbk.**

Struktur tata kelola (*governance structure*) merupakan salah satu perangkat tata kelola perusahaan. Pada penelitian ini salah satu hal yang akan dibahas adalah mengenai struktur tata kelola BUMN Farmasi setelah dilakukan akuisisi. Untuk menentukan struktur setelah merger, dilakukan dengan cara menganalisis struktur tata kelola masing-masing BUMN Farmasi yang akan melakukan proses akuisisi, kemudian dilakukan *benchmark* terhadap tiga perusahaan, yaitu: BUMN Tbk. yang memiliki tata kelola yang paling baik (PT. Antam Tbk.), BUMN non-Tbk. yang memiliki tata kelola yang baik (PT. Jamsostek), dan perusahaan yang bergerak di farmasi yang memiliki tata kelola yang baik (PT. Kalbe Farma Tbk.).

Tujuan dilakukannya *benchmark* yaitu untuk mengetahui implementasi *corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan yang sangat terpercaya versi IICG dan dapat digunakan sebagai informasi mengenai rujukan perusahaan-perusahaan yang memiliki predikat baik dan terpercaya

(<http://swamediainc.com/events/2011/12/indonesia-good-corporate-governance-award-the-most-trusted-companies-2011> 03/01/2012 22:00). Dua perusahaan yang digunakan dalam *benchmark* ini yaitu PT. Antam Tbk. dan PT. Jamsostek. Kedua perusahaan tersebut merupakan perusahaan BUMN. Kedua perusahaan ini masuk dalam *rating* CGPI 2010, yaitu sebagai perusahaan sangat terpercaya (PT. Antam Tbk.) dan terpercaya (PT. Jamsostek) menurut data CGPI 2010 ([http://www.mitrariset.com/DATA\\_CGPI.html](http://www.mitrariset.com/DATA_CGPI.html) 03/01/2012 22:49), sehingga seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa penerapan *corporate governance* dalam perusahaan-perusahaan tersebut dapat dijadikan *benchmark*, karena objek penelitian juga merupakan perusahaan BUMN. Untuk penerapannya pada BUMN farmasi yang bersangkutan disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan tersebut setelah akuisisi.

Disini juga digunakan Kalbe Farma sebagai perusahaan *benchmark*, karena perusahaan sama-sama bergerak dalam industri farmasi dan memiliki pangsa pasar paling besar yaitu 14% ([http://www.bankmandiri.co.id/Industry\\_UpdateVol\\_4\\_Feb1.pdf](http://www.bankmandiri.co.id/Industry_UpdateVol_4_Feb1.pdf) diunduh tanggal 16/12/2011 19:13). Kalbe Farma merupakan satu-satunya perusahaan farmasi yang masuk dalam *Jakarta SE Composite 35* (<http://www.knkg-indonesia.com/KNKG/index.asp> 03/01/2012 23:00). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan farmasi yang memiliki tata kelola paling baik dibandingkan perusahaan farmasi lainnya per tahun 2010 adalah Kalbe Farma, sehingga penerapan tata kelola perusahaan dapat dijadikan sebagai *benchmark*, namun mengenai kelengkapan struktur dan lain-lainnya mengikuti atau menyesuaikan kebutuhan perusahaan yang bersangkutan serta mempertimbangkan ketentuan-ketentuan yang berlaku.

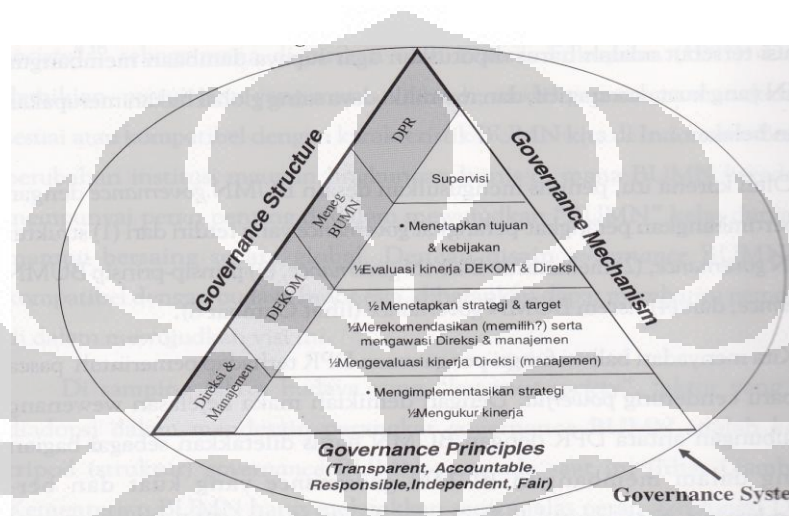
Shleifer dan Vishny (1997) dalam Denis dan McConnel (2003) berpendapat bahwa *corporate governance* adalah suatu mekanisme yang mendasari pengelola perusahaan dalam membuat suatu keputusan, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau memaksimalkan *shareholder value* sebagai pemilik modal. Menurut Denis dan McConnel (2003), konsep perkembangan *corporate governance* sampai pada awal abad 21 telah melalui dua tahapan generasi, yaitu: Pada generasi pertama ini membahas mengenai mekanisme tata

kelola, yang meliputi komposisi dewan (*board composition*) dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Dalam suatu perusahaan modern, semakin berkembangnya suatu perusahaan, maka pengelolaan perusahaan harus diserahkan pada kaum profesional. Dalam hal pemindahan pengelolaan perusahaan kepada pihak lain, maka hal yang perlu diperhatikan adalah perlunya memastikan bahwa manajemen yang dipilih dapat menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik, sehingga tidak ada suatu konflik kepentingan dalam pengelolaan yang dapat merugikan pihak-pihak tertentu.

Generasi kedua dalam perkembangan *corporate governance* menekankan pada sistem hukum suatu negara. Denis dan McConnel (2003) berpendapat bahwa, sistem hukum suatu negara memiliki dampak yang sangat mendasar pada struktur pasar di suatu negara, struktur tata kelola yang diadopsi oleh perusahaan di negara tersebut, dan keefektifan sistem tata kelola tersebut. Kondisi perlindungan hukum yang kuat bagi para pemegang saham merupakan hal yang diperlukan. Pada generasi pertama menekankan konflik kepentingan antara pemilik modal dengan pengelola/manajemen perusahaan. LLSV (1999) dalam Syakhroza (2005) berpendapat bahwa di berbagai negara di luar Amerika dan Inggris, kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, sehingga konflik kepentingan terjadi antara pemilik mayoritas (memiliki posisi yang kuat) dengan pemilik minoritas (memiliki posisi yang lemah). Jadi secara umum dapat ditarik kesimpulan bahwa permasalahan *corporate governance* akan selalu muncul selama belum teratasinya konflik kepentingan dalam perusahaan tersebut. Berdasarkan Denis dan McConnel (2003), konflik kepentingan tersebut dapat terjadi karena ada perbedaan kepentingan (antara pemilik modal dan pengelola) dan perbedaan kekuatan (antara mayoritas dan minoritas).

Dari masalah-masalah tersebut maka muncul suatu kebutuhan akan seperangkat aturan yang jelas dalam menjalankan sebuah bisnis /organisasi, sehingga perangkat-perangkat organisasi dalam sebuah sistem dapat menjalankan fungsinya dengan optimal (Syakhroza, 2005). Apabila dihubungkan dengan *corporate governance*, sistem tersebut membutuhkan perangkat dalam menjalankan bisnisnya. *Corporate governance* terdiri dari tiga perangkat, yaitu: struktur tata kelola, mekanisme tata kelola, dan prinsip-prinsip tata kelola

(Gambar 5.23). Perangkat-perangkat *governance* tersebut bertindak sebagai satu kesatuan dalam bentuk sistem *governance* yang akan berinteraksi dengan lingkungan internal dan eksternal perusahaan (Syakhroza, 2005). Dengan penerapan *corporate governance* yang baik pada suatu perusahaan diharapkan dapat menjamin kepentingan pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan dan dapat memberikan dampak positif bagi perkembangan perusahaan dan juga perkembangan perekonomian.



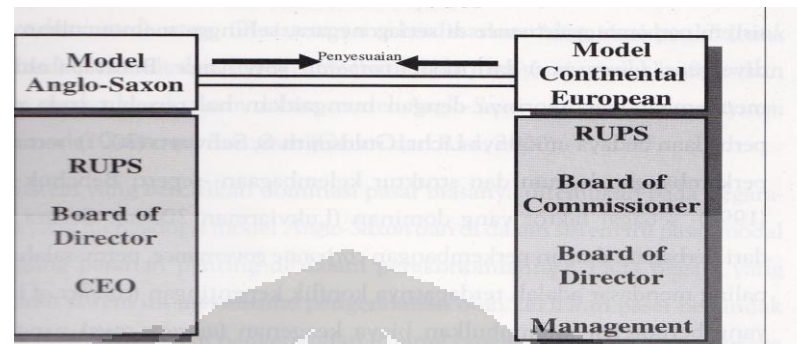
**Gambar 5.23. Perangkat Analisa Corporate Governance**

Sumber: Syakhroza, 2005 Halaman 44.

Charkman (1995) dan Garrat (2003) dalam Syakhroza (2005) menyatakan bahwa praktek *governance* dapat dibedakan menjadi dua model, yaitu: *Model Anglo-Saxon* dan *Model Continental Europeans* (Gambar 5.24). Pada *Model Anglo-Saxon*, struktur *governance* menganut model *single (unitary) board*. Pada model ini, CEO bertindak langsung sebagai *Chairman of the Board Director* dan ada kemungkinan beberapa anggota manajemen masuk dalam jajaran *Board of Director*. Kelompok negara yang menganut model *Anglo-Saxon* ini memiliki hukum yang berbasis pada *Common-Law Tradition*. *Common-Law Tradition* merupakan hukum kebiasaan, kebiasaan yang terjadi dalam masyarakat menjadi suatu hukum. Dalam model *Continental European*, struktur *governance* menganut model *two tier board system*. Kelompok negara yang menganut model ini memiliki hukum yang berbasis pada *Civil-Law Tradition*. *Civil-law tradition*



dikodifikasikan dan kode-kode hukum terus diperbaharui mengikuti perkembangan yang ada.



**Gambar 5.24 Governance Model**

Sumber: Syakhroza, 2005 Halaman 17.

Dari kedua model tersebut dapat dilihat bahwa penerapan *corporate governance* di berbagai negara tidak dapat disamakan, hal tersebut terkait dengan sistem hukum yang berlaku di negara masing-masing. OECD (1999) dan Turnbull (1997) dalam Syakhroza (2005) juga berpendapat bahwa tidak ada suatu sistem *governance* yang spesifik dan sesuai antar organisasi dan dalam suatu negara. Perbedaan tersebut menurut Mayer (1997) dapat disebabkan oleh faktor seperti struktur ekonomi dan regulasi. Sejarah perkembangan dunia usaha di negara tertentu, struktur sosial dan perkembangan ekonomi suatu negara juga mempengaruhi perbedaan sistem *governance* di suatu negara (Whitley (1990) dan Cadbury (1999) dalam Syakhroza, 2005).

Sistem hukum di Indonesia menganut sistem hukum sipil (*civil law tradition*) dan juga *common law*. Namun, struktur tata kelola perusahaan di Indonesia mengikuti model *Continental European*, yaitu menganut *two board system* (sistem dua badan), yang terdiri dari Dewan Komisaris dan Dewan Direksi yang memiliki tugas masing-masing sebagaimana telah ditentukan dalam perundang-undangan.

Penerapan prinsip tata kelola perusahaan (*corporate governance*) di Indonesia dimulai sejak Indonesia menandatangani *letter of intent* dengan *International Monetary Fund* (IMF). Sejalan dengan penerapan prinsip tata kelola yang baik, Pemerintah Indonesia melalui KEP-10/M.EKUIIN/08/1999 membentuk

Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) yang bertugas untuk menyusun kebijakan-kebijakan yang terkait dengan penerapan *corporate governance* (CG) di Indonesia, yang meliputi *code of corporate governance* dan selanjutnya bertugas untuk memantau pelaksanaan CG di Indonesia (Suprayitno dkk., 2006). Kementerian BUMN juga mewajibkan seluruh perusahaan BUMN untuk menerapkan CG sesuai dengan prinsip-prinsip dan ketentuan yang diatur dalam KEP-117/M-MBU/2002 yaitu mengenai Penerapan Praktek *Good Corporate Governance* pada Badan Usaha Milik Negara. Saat ini ketentuan tersebut telah direvisi dan peraturan mengenai Penerapan *Good Corporate Governance* pada BUMN diatur dalam PER-01/MBU/2011. Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan-perusahaan BUMN dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, serta untuk melakukan perbaikan tata kelola perusahaan BUMN sebagai upaya untuk meningkatkan daya saing perusahaan.

Selain usaha sosialisasi mengenai GCG yang dilakukan oleh pemerintah melalui pembentukan KNKG, sektor swasta juga ikut berpartisipasi dalam upaya melakukan sosialisasi CG di Indonesia yang dilakukan dengan membentuk lembaga-lembaga, beberapa diantaranya yaitu *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) dan *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) (Suprayitno dkk., 2006). IICG melakukan riset yang terkait dengan penerapan GCG perusahaan, dan hasilnya adalah *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), yaitu pemeringkatan penerapan GCG perusahaan publik yang telah *listing* di BEI. IICD memberikan pelatihan mengenai CG pada Direktur dan Komisaris, serta melakukan riset *governance scorecard* pada perusahaan terbuka (<http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance> 08/01/2012 13:00).

Secara internasional juga terdapat lembaga yang memiliki misi untuk meningkatkan standar *corporate governance* dunia, lembaga ini disebut *International Corporate Governance Network* (ICGN) yang didirikan pada tahun 1995 dan mempunyai keanggotaan 500 pemimpin di 50 negara (<http://www.icgn.org/about.php> 08/01/2012 13:15). Dalam ICGN *Corporate Principles* (2009) dijelaskan bahwa standar *corporate governance* yang tinggi dan komunikasi yang efektif antara pengelola perusahaan dan pemegang saham

merupakan syarat yang penting bagi bagi perusahaan untuk dapat bersaing secara efektif dan mencapai kesejahteraan baik bagi perusahaan dan juga semua pihak yang terlibat. Dengan adanya komunikasi yang efektif dan keterlibatan antara pemilik perusahaan dengan perusahaan juga diharapkan dapat mengurangi conflict of interest yang juga menjadi salah satu isu yang terkait dengan semakin ditingkatkannya penerapan GCG (Syakhroza, 2005).

BUMN merupakan perusahaan milik negara memiliki bidang usaha yang luas, aset yang besar, dan tentunya dapat menyerap tenaga kerja dalam jumlah yang banyak. Saat ini terdapat 19 sektor usaha BUMN, salah satunya adalah sektor usaha farmasi. BUMN farmasi terbuka yang ada, direncanakan akan direstrukturisasi (merger). Restrukturisasi tersebut merupakan salah satu program pemerintah untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Hal tersebut juga dilakukan sebagai upaya untuk mewujudkan visi Kementerian BUMN: *“Mewujudkan BUMN sebagai instrumen Negara untuk peningkatan kesejahteraan rakyat berdasarkan mekanisme korporasi”*. Salah satu misi untuk mewujudkan visi tersebut adalah dengan meningkatkan kualitas pengelolaan BUMN yang semakin transparan dan akuntabel (*Masterplan* BUMN 2010-2014).

Beberapa hal yang menjadi tujuan dari penerapan GCG pada BUMN yaitu: untuk mengoptimalkan nilai BUMN. Seperti yang diketahui sebelumnya bahwa sektor usaha BUMN cukup banyak, sebagai perusahaan milik pemerintah terkadang BUMN kalah bersaing dengan sektor usaha swasta, untuk itu penerapan GCG ini diperlukan dalam menjalankan bisnis supaya perusahaan dapat dikelola dengan cara-cara yang baik dan dengan itu diharapkan perusahaan dapat meningkatkan daya saingnya baik secara nasional maupun internasional dan tetap *sustain*. Hal lain yang juga menjadi tujuan penerapan GCG BUMN adalah supaya organ perusahaan dapat mengambil keputusan dan menjalankan aktivitas bisnis sesuai dengan etika. Dengan keputusan-keputusan yang dibuat diharapkan dapat membawa perusahaan untuk menjadi lebih baik dan begitu seterusnya, sehingga para pemangku kepentingan dapat lebih terjamin dan kelestarian lingkungan dapat terjaga. Selain itu juga, dengan penerapan GCG diharapkan dapat meningkatkan peran BUMN dalam perekonomian nasional dan juga memberikan iklim yang kondusif bagi perkembangan investasi nasional, karena seperti beberapa kasus

mengenai *fraud* yang terjadi dan terungkap akan memberikan dampak negatif bagi perusahaan, para investor akan menjadi skeptis akan kredibilitas manajemen perusahaan tersebut dan hal tersebut bisa memberikan dampak pada nilai perusahaan yang bersangkutan (Weston *et al.*, 2004).

Seperti contohnya pada kedua perusahaan BUMN Farmasi Tbk. yang diteliti pada kasus ini dinyatakan pernah mengalami *fraud* dan indikasi adanya *earning management* (Avianti, 2006). Menurut Siregar dan Utama (2008), *earning management* dilakukan atas dasar motivasi oleh *opportunistic behavior*, yaitu suatu perilaku yang menunjukkan ingin mencari keuntungan dengan memaksimalkan laba yang diperoleh sehingga kinerja keuangan perusahaan terlihat baik. Hal ini salah satu alasan untuk menarik investor yang melihat kondisi perusahaan melalui kinerja keuangannya. Dalam hal ini praktek *corporate governance* memiliki fungsi pengawasan terhadap tindakan-tindakan yang dilakukan oleh individu-individu yang berada dalam perusahaan atau dengan kata lain, *corporate governance* dapat berperan sebagai pengawas mekanisme tata kelola yang berperan untuk membatasi tindakan-tindakan *opportunistic earning management*. Hal ini dapat terjadi karena regulasi-regulasi mengenai tata kelola perusahaan di Indonesia cenderung baru, sehingga dapat berfungsi efektif dalam pengawasan.

Adanya indikasi *earning management* pada perusahaan dapat menimbulkan ketidakpercayaan atau skeptis dari para investor (Weston *et al.*, 2004). Dengan adanya indikasi tersebut, maka harus diupayakan penerapan tata kelola perusahaan yang baik, apalagi ketika perusahaan akan melakukan akuisisi, karena setelah akuisisi diharapkan terjadinya suatu perbaikan kinerja perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan, serta diharapkan juga daya saing perusahaan BUMN yang bersangkutan dapat semakin meningkat. Perbaikan tata kelola perusahaan merupakan hal yang tidak terpisahkan dalam meningkatkan daya saing (*Masterplan* BUMN 2010-2014). Perbaikan tata kelola yang dimaksud disini adalah dengan melakukan penambahan atau melengkapi struktur tata kelola yang dirasa masih kurang, sehingga dengan dilengkapinya struktur tersebut, maka aktivitas perusahaan dapat berjalan dengan lebih baik.

Terkait dengan kepercayaan investor atas suatu perusahaan, menurut Suprayitno dkk. (2006), sosialisasi mengenai tata kelola perusahaan sangat bermanfaat bagi para investor dan juga komunitas bisnis nasional serta internasional, karena hal tersebut dapat menjadi salah satu acuan untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan tata kelola yang baik dipercaya oleh investor dan kreditor.

Dalam studi kasus ini, akuisisi yang dilakukan diharapkan dapat memberikan dampak yang lebih baik bagi perusahaan ke depannya, salah satu cara yang dapat mendukung kearah perbaikan dan pengelolaan yang baik adalah dengan penerapan dan perangkat tata kelola seperti *governance structure* disusun berdasarkan aturan yang berlaku. Berikut ini akan dibahas mengenai struktur *governance* pada masing-masing BUMN farmasi yang akan melakukan akuisisi.

#### **5.4.1 PT Kimia Farma Tbk.**

PT. Kimia Farma Tbk. merupakan BUMN Farmasi yang sebagian besar memproduksi obat generik. Struktur *governance* di perusahaan ini secara umum sudah menganut ketentuan umum yang berlaku yaitu memiliki organ perusahaan yang terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Komisaris, dan Direksi untuk tipe Perusahaan Perseroan (KEP-117/M-MBU/2002). Apabila dilihat dari tripod *governance*, perusahaan BUMN tidak lepas dari peran pemerintah karena pemerintah bertindak sebagai pemegang saham dan juga regulator. Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) berfungsi sebagai supervisi, yaitu melakukan pengawasan terhadap kegiatan pemerintah. Fungsi pengawasan yang dilakukan baik oleh DPR, Kementerian BUMN, Dewan Komisaris merupakan suatu upaya untuk memenuhi penerapan prinsip dan mekanisme tata kelola yang baik.

Secara keseluruhan, struktur tata kelola (*governance structure*) dapat dikatakan sebagai mekanisme tata kelola internal (*internal governance mechanism*) perusahaan (Dennis dan McConnell, 2003). Struktur tata kelola yang terdiri dari RUPS, Dewan Komisaris, Dewan Direksi, komite-komite pendukung Dewan Komisaris, dan satuan-satuan kerja pendukung kerja Direksi merupakan suatu upaya atau refleksi komitmen perusahaan dalam menjalankan bisnisnya dengan sebagaimana mestinya sesuai dengan etika dan prinsip-prinsip tata kelola

yang berlaku. Sehingga bisnis yang dijalankan dapat memberikan dampak yang positif bagi *stakeholders* dan juga dapat meningkatkan *shareholders value*. Karena berdasarkan pendapat Dennis dan McConnell (2003), terdapat potensi konflik kepentingan antara pihak *agent* dan *principal* (pemilik modal) dalam perusahaan yang mendorong terjadinya kecurangan-kecurangan atau pelanggaran (*fraud*) yang dapat merugikan baik bagi pemegang saham dan juga citra perusahaan. Untuk mencegah hal tersebut, diharapkan *governance* dan pengendalian internal dapat sejalan dan memberikan sinergi dalam setiap kegiatan perusahaan sehingga dapat tercapai tujuan perusahaan sesuai yang diinginkan.

Berdasarkan PER-01/MBU/2011, pemegang saham memiliki hak-hak sebagai berikut: 1) menghadiri dan memberikan suara dalam RUPS, khusus bagi pemegang saham Persero, memiliki ketentuan yaitu satu saham memberikan hak bagi para pemegangnya untuk mengeluarkan satu suara; 2) memperoleh informasi-informasi manajerial terkait dengan perusahaan yang bersangkutan; 3) menerima dividend an sisa kekayaan hasil likuidasi sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki; 4) dan hak-hak lainnya berdasarkan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan. Struktur pemegang saham pada PT. Kimia Farma Tbk. dapat dilihat pada Tabel 5.4.

**Tabel 5.4 Komposisi pemegang saham PT. Kimia Farma Tbk.**

Pemegang Saham	Jumlah saham	Total	Jumlah kepemilikan
Pemerintah RI:			
• Saham seri A Dwiwarna	1	100	0,01%
• Saham seri B Biasa	4.999.999.999	4.999.999.900	90,02%
Perorangan/Umum:			
• Saham Seri B Biasa	539.090.000	53.909.000.000	9,7%
Karyawan dan manajemen:			
• Saham Seri B Biasa	14.910.000	1.491.000.000	0,27%

Sumber: *Annual Report* PT. Kimia Farma Tbk., 2010

Saham seri A merupakan saham milik pemerintah di BUMN yang umumnya berjumlah satu lembar dan memiliki hak yang jauh lebih besar

dibandingkan dengan dengan seri saham yang lainnya, dengan kata lain saham A merupakan saham prioritas (www.suarainvestor.com 7/12/2011 jam 2.00). Pada Tabel 5.4 Dapat dilihat bahwa sebagian besar saham dimiliki oleh pemerintah, yaitu 0,01% saham seri A dan 90,02% saham seri B, dari sini dapat dilihat bahwa pemerintah memegang mayoritas saham pada PT. Kimia Farma Tbk. Saham seri B adalah saham biasa yang dapat ditawarkan pada publik, karyawan, dan manajemen atau pun diberikan kepada karyawan dan manajemen. Hal ini sesuai dengan keputusan dari BAPEPAM dalam surat No.S-1415/PM/2001 yang memberikan pernyataan bahwa perusahaan harus melakukan penawaran saham seri B kepada masyarakat umum sebesar 500.000.000 lembar saham dan juga penawaran saham seri B kepada karyawan dan manajemen sebesar 54.000.000 lembar saham. Untuk jumlah saham yang seharusnya ditawarkan kepada manajemen masih sangat kurang, paling tidak seharusnya 0.97% dari jumlah saham yang beredar ditawarkan kepada karyawan dan manajemen. Hal ini mungkin dapat terkait dengan kebijakan perusahaan mengenai pemberian opsi saham pada karyawan dan manajemen.

Wewenang tertinggi dalam organ perusahaan adalah RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Dalam pelaksanaan RUPS, setiap pemegang saham berhak atas informasi mengenai penyelenggaraan RUPS, diantaranya: agenda RUPS; penentuan gaji/honorarium, fasilitas, dan tunjangan-tunjangan lain yang diberikan kepada Dewan Komisaris, Direksi; setiap pemegang saham berhak untuk memperoleh risalah RUPS. RUPS diselenggarakan minimal satu kali dalam satu tahun, dan RUPS tahunan diselenggarakan dalam jangka enam bulan setelah berakhirnya tahun buku (annual report PT. Kimia Farma Tbk.). Sebagai perusahaan BUMN, maka RUPS diwakili oleh Kementerian BUMN (Syakhroza, 2005).

Berdasarkan model *governance* yang dijelaskan oleh Syakhroza (2005), maka dapat disimpulkan model yang dianut di Indonesia adalah model *Continental European* yang memiliki *two tier system*, terdiri dari Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Apabila dilihat pada gambar perangkat analisa *Governance* BUMN (Gambar 5.23), pada sisi *governance structure* dapat dilihat bahwa Dewan Komisaris bertanggung jawab kepada RUPS (dalam struktur ini,

RUPS diwakilkan oleh Kementerian Negara BUMN). Kementerian BUMN bertugas untuk menetapkan tujuan dan kebijakan berkaitan dengan perusahaan-perusahaan BUMN yang diawasi. Seperti salah satu contohnya adalah kebijakan untuk melakukan akuisisi antara perusahaan BUMN farmasi Tbk. sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan, meningkatkan daya saing, dan mendukung kegiatan pemerintah dalam pelayanan kesehatan dan penyebaran obat secara merata sehingga salah satu target MDGs yaitu meningkatkan kesehatan masyarakat dapat terwujud dengan kerja sama yang ada.

Pada Tabel 5.5 dapat dilihat kesesuaian antara penerapan GCG di PT. Kimia Farma Tbk. dengan prinsip dan rekomendasi yang dikeluarkan oleh ICGN, IICD, dan KNKG. RUPS merupakan pemegang kekuasaan tertinggi dalam perseroan. Berdasarkan ketentuan KNKG, RUPS diadakan enam bulan setelah tahun buku, dan hal ini sudah diterapkan oleh Kimia Farma yang melakukan RUPS sekurang-kurangnya satu kali dalam satu tahun dan dilaksanakan enam bulan setelah berakhirnya tahun buku.



**Tabel 5.5 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kimia Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kimia Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
1. Harus ada Direktur Independen		√	kompensasi direksi dan komisaris ditunjukkan secara detail pada laporan tahunan		√	RUPS diadakan 6 bulan setelah tahun buku	√	
2. Kompetensi Direktur sesuai dengan sektor industri ( <i>knowledge and experience</i> )	√		Apakah anggota komisaris dan direksi ada yang memiliki saham lebih dari 25%	-	(-) Hanya memiliki 0.0049%	Rapat formal direksi	41 kali	
3. Setiap perusahaan harus membentuk komite-komite pembantu Dewan secara terpisah, yaitu komite audit, remunerasi, <i>governance</i> , dan nominasi.		√	Tersedia detil kepemilikan saham	√		Perusahaan memiliki daftar saham yang dipegang oleh anggota keluarga direksi	-	-
4. Membentuk komite risiko secara independen	-	-	Rapat yang dilakukan dalam satu tahun	14 kali		Pelaksanaan rapat dewan direksi dan dewan komisaris	12 kali	
5. Anggota untuk komite audit dan remunerasi adalah <i>independent director</i>		√	Tingkat kehadiran komisaris dalam rapat	Full		Rapat formal komisaris dalam setahun	14 kali	
6. Semua anggota komite nominasi harus bersifat independen dari manajemen	√		Tingkat kehadiran direksi dalam rapat	> 80%		Komposisi komisaris independen	3 orang	
7. Anggota komite remunerasi harus independen	√		Perusahaan memiliki kebijakan manajemen risiko	√		Kompensasi yang diberikan kepada komisaris	-	-

Sumber: telah diolah kembali

**Tabel 5.5 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kimia Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kimia Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
8. Anggota komite remunerasi minimal terdiri dari 3 orang	√		Perusahaan membedakan tanggung jawab direksi dan komisaris	√		Kompensasi yang diberikan pada direksi	-	Tidak dijelaskan secara detail
9. Anggota komite nominasi minimal 3 orang	√		Ketua dewan komisaris adalah komisaris independen	√		Dewan Komisaris terdiri dari komisaris yang terafiliasi dan tidak terafiliasi (independen)	√	
10. Semua anggota Dewan harus hadir saat diadakan rapat dengan pemegang saham	√		Ketua dewan direksi bersifat independen/professional yang tidak terafiliasi		√	Salah satu dari komisaris independen harus memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan	√	
11. Membentuk sekretaris perusahaan ( <i>corporate secretary</i> )	√		Membentuk komite remunerasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris	√		Komite audit diketuai oleh komisaris independen	√	
12. Perusahaan membentuk auditor internal ( <i>internal audit</i> )	√		Membentuk komite nominasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris	√		Anggota komite audit terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Jumlah dewan komisaris 5-10 orang	√		Salah satu anggota memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan	√	

Sumber: telah diolah kembali

**Tabel 5.5 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kimia Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kimia Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kimia Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
			Berapa anggota dewan komisaris yang independen (> 50%)	60%		Komite nominasi dan remunerasi diketuai oleh komisaris independen	√	
			<b>IICG</b>			Anggota komite nominasi dan remunerasi terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Kedudukan internal audit berada di bawah di bawah direktur utama	√		Anggota komite kebijakan risiko terdiri dari komisaris dan bila perlu menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan	-	-
			Memiliki komite audit yang diketuai oleh komisaris independen dan anggota dari pihak eksternal	√		Anggota komite kebijakan governance terdiri dari komisaris dan bila perlu menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Anggota komite audit minimal 3 orang	√		Bila perlu, komite GCG dapat digabung dengan nominasi dan remunerasi		√
			Rapat komite audit dilakukan secara berkala (minimal 1 kali dalam 3 bulan)	Tidak dijelaskan		Direksi harus menyusun dan melaksanakan system manajemen risiko	√	
			Kehadiran anggota komite audit dalam rapat 100%	-	-	Direksi harus menyusun dan melaksanakan system pengendalian internal/perusahaan memiliki satuan pengawas internal (SPI)	√	
						Perusahaan memiliki sekretaris perusahaan	√	

Sumber:telahdiolahkembali

Tersedianya struktur kepemilikan saham perusahaan merupakan hal yang penting sehingga dapat diketahui pihak-pihak yang memegang kepentingan mayoritas dan pihak yang minoritas. Dalam hal ini, Kimia Farma sudah sesuai dengan prinsip yang ditentukan oleh IICD yaitu tersedianya detail kepemilikan saham yang dapat dilihat dalam ikhtisar saham. Setiap pemegang saham memiliki haknya sesuai dengan besar kepemilikan saham yang dipegangnya dan berhak untuk memperoleh informasi mengenai perusahaan (KEP-117/M-MBU/2002). Mayoritas kepemilikan saham Kimia Farma dipegang oleh pemerintah (Tabel 5.4). Namun dalam laporan tahunan Kimia Farma tidak dijelaskan mengenai daftar saham yang dipegang oleh keluarga Komisaris atau pun Direksi, sehingga hal ini tidak sesuai dengan ketentuan yang dibuat oleh KNKG.

Organ perusahaan seperti Komisaris dan Direksi dipilih dalam RUPS. Fungsi Dewan Komisaris adalah sebagai pengawas dan pemberi nasihat kepada Direksi, serta memastikan penerapan GCG pada perusahaan yang bersangkutan berjalan dengan baik. Pada Tabel 5. Dapat dilihat bahwa total jumlah Komisaris di PT. Kimia Farma Tbk. adalah lima orang, yang terdiri dari: Komisaris Utama, Komisaris, dan tiga Komisaris Independen. Menurut ketentuan yang berlaku, komposisi Komisaris harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan yang efektif, tepat, dan cepat serta mampu bertindak mandiri. Menurut KNKG (2006), komposisi Dewan Komisaris harus memperhatikan kompleksitas perusahaan, namun tetap memperhatikan efektivitas dalam pengambilan keputusan. Untuk melihat kompleksitas perusahaan, pada penelitian ini dilihat dari total asset yang dikelola, diversifikasi usaha, dan risiko yang dihadapi oleh perusahaan tersebut. Menurut Peraturan Bank Indonesia No. 8/4/PBI/2006, jumlah anggota komisaris paling sedikit berjumlah tiga orang dan paling banyak sesuai dengan jumlah anggota Direksi. Menurut Prinsip dan Rekomendasi IICD, jumlah Dewan Komisaris adalah lima sampai sepuluh orang. Hal ini disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan. Dari Tabel 5.6 dapat dilihat bahwa komposisi Dewan Komisaris di PT. Kimia Farma Tbk. ini sudah sesuai dengan aturan tersebut.

**Tabel 5.6 Struktur Dewan Komisaris PT. Kimia Farma Tbk**

No	Jabatan
1	Komisaris Utama
2	Komisaris
3	Komisaris
4	Komisaris Independen
5	Komisaris Independen

Sumber: *Annual report* PT. Kimia Farma Tbk

Dalam ketentuan KNKG (2006) dikatakan bahwa Dewan Komisaris harus terdiri dari Komisaris yang terafiliasi dan tidak terafiliasi (independen). Hal ini sudah diterapkan oleh Kimia Farma dengan memiliki Komisaris yang terafiliasi dan Independen. Dalam PER-01/MBU/2011 dituliskan bahwa minimal 20% dari anggota Komisaris adalah pengurus Independen (Komisaris Independen), yaitu harus berasal dari luar BUMN yang bersangkutan, tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham atau pun memiliki hubungan keluarga dengan Direksi. Selain itu juga Komisaris Independen tidak boleh menjabat sebagai Direksi, tidak bekerja pada Pemerintah termasuk di Departemen Lembaga dan kemiliteran dalam kurun waktu tiga tahun terakhir, dan bebas dari segala macam aktivitas bisnis yang terkait dengan perusahaan (PER-01/MBU/2011 & KEP-117/M-MBU/2002). Hal tersebut dilakukan supaya Komisaris Independen dapat mengambil keputusan secara objektif tanpa dipengaruhi oleh kepentingan-kepentingan pihak tertentu. Di Kimia Farma, komposisi Komisaris Independen adalah 60% dari keseluruhan Dewan Komisaris dan diwakili oleh Komisaris Independen, hal ini sudah sesuai dengan ketentuan IICD dan KNKG.

Dalam PER-01/MBU/2011 & KEP-117/M-MBU/2002 dinyatakan bahwa rapat Dewan Komisaris harus diadakan secara berkala dan minimal sekali dalam satu bulan. Jadi paling tidak minimal ada 12 kali rapat Dewan Komisaris dalam 1 tahun. Sedangkan menurut Peraturan Bank Indonesia No. 8/4/PBI/2006, rapat Dewan Komisaris minimal diadakan empat kali dalam satu tahun. Dewan Komisaris Kimia Farma telah melakukan rapat sebanyak 14 kali dalam satu tahun, hal tersebut sesuai dengan ketentuan IICD dan KNKG. Namun untuk jumlah rapat, tergantung pada sifat khusus masing-masing BUMN dan mengenai hal-hal yang akan dibahas dalam rapat

Selain itu juga dilaksanakan rapat antara Dewan Komisaris dan Direksi yaitu sebanyak 12 kali dalam satu tahun, dan dalam rapat, tingkat kehadiran Dewan Komisaris dan Direksi dalam rapat melebihi 80%, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICD dan KNKG. Dalam ketentuan KNKG (2006) juga dipersyaratkan bahwa salah satu dari Komisaris Independen harus memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan, dan hal ini sudah diterapkan oleh Kimia Farma.

Fungsi Direksi adalah untuk mengelola perusahaan yang bersangkutan sesuai dengan visi dan misi yang ditetapkan dengan tetap memperhatikan kepentingan *shareholder* dan *stakeholder*. Selain itu, Direksi juga harus dapat mengendalikan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan dengan efektif dan efisien. Dalam menjalankan tugasnya, Direksi harus mematuhi anggaran dasar BUMN, perundang-undangan yang berlaku, wajib melaporkan hasil kerjanya pada pemegang saham, serta harus memiliki watak yang baik serta mampu mengemban amanat dan menjalankan tugasnya. Jumlah Direksi pada PT. Kimia Farma Tbk. adalah lima orang dan memiliki tugas masing-masing sesuai dengan posisi yang telah ditentukan (Tabel 5.7).

**Tabel 5.7 Struktur Direksi PT. Kimia Farma Tbk. tahun 2010**

No.	Jabatan	Kehadiran
1	Direktur Utama	40/41
2	Direktur Keuangan	40/41
3	Direktur Pemasaran	40/41
4	Direktur Produksi	40/41
5	Direktur Umum dan SDM	39/41

Sumber: *Annual report* PT. Kimia Farma Tbk

Komposisi Direksi harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan mengambil keputusan secara efektif, tepat, dan cepat. Dengan sudah dikelompokkannya Direksi pada bagian-bagian yang spesifik diharapkan dapat memperjelas tugas dan tanggung jawab Direksi masing-masing bagian, dan Direktur Utama berperan untuk mengkoordinasi kegiatan Direksi lainnya sehingga dengan demikian diharapkan masing-masing Direksi dapat mengambil suatu keputusan yang efektif bagi jalannya aktivitas perusahaan.

Pada Tabel 5.5 dapat dilihat kriteria Direksi menurut ICGN. Dikatakan bahwa harus ada Direktur Independen. Kriteria Independen menurut ICGN antara lain dapat dilihat dari 1) pernah bekerja atau tidak di perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan terafiliasi, dan 2) ada atau tidaknya keterkaitan bisnis atau keuangan antara Direktur dengan perusahaan. Namun dalam kerangka hukum korporasi di Indonesia, Direktur tidak dapat memiliki status independen. Semua Direktur perusahaan Indonesia adalah Direktur eksekutif. Fungsi Direktur non-eksekutif diwakili oleh Komisaris. Status Direktur tidak sepenuhnya dapat dikatakan sebagai independen, karena semua Direktur yang saat ini menduduki jabatan di Kimia Farma sebelumnya pernah bekerja dalam manajemen Kimia Farma juga. Untuk keterkaitan bisnis dan keuangan, hanya Direktur Utama saja yang memiliki saham di perusahaan yaitu dengan persentase kepemilikan 0,02%. Kemudian dinyatakan juga bahwa *board* harus memiliki kompetensi yang sesuai dengan sektor industri yang ditekuninya saat ini. Kimia Farma menerapkan hal yang sesuai dengan ini, dimana semua Direktur memiliki latar belakang dan pengalaman dari bidang farmasi dan ada juga yang berlatar belakang bidang kesehatan, sehingga mereka dapat memperkaya pengetahuan dalam mengelola perusahaan sesuai dengan pengalaman mereka.

Dalam satu tahun, Direksi diharuskan untuk melakukan rapat secara berkala, yaitu minimal satu kali dalam satu bulan. Direksi Kimia Farma melakukan rapat 41 kali dalam satu tahun. Dalam ketentuan, dikatakan bahwa rapat Direksi dilaksanakan minimal sekali dalam satu bulan (minimal 12 kali dalam satu tahun). Pada PT. Kimia Farma Tbk., rapat yang dilakukan sudah melebihi ketentuan, karena rapat Direksi tentunya dilakukan tergantung dari sifat khusus BUMN dan juga disesuaikan dengan kebutuhannya (kebutuhan untuk membahas masalah yang terjadi, evaluasi, atau rencana-rencana lainnya). Untuk rapat formal formal Direksi yang dilakukan oleh Kimia Farma sudah sesuai dengan Prinsip dan rekomendasi KNKG.

Menurut PER-01/MBU/2011 & KEP-117/M-MBU/2002 Direksi wajib menerapkan suatu sistem Pengendalian Internal yang efektif untuk mengamankan asset dan investasi BUMN. Hal ini sudah sesuai dengan yang dilakukan oleh Kimia Farma, yaitu melakukan penyusunan sistem pengendalian internal dan

memiliki Satuan Pengawas Internal (SPI) yang kedudukannya berada dibawah Direktur Utama, sehingga dapat dikatakan untuk pembentukan SPI sudah sesuai dengan Prinsip dan Rekomendasi yang dibuat oleh ICGN, IICG, dan KNKG.

Perusahaan juga diwajibkan untuk membentuk Sekretaris Perusahaan (*Corporate Secretary*) yang merupakan suatu jabatan struktural di bawah Direksi, dan sekretaris memiliki tanggung jawab secara langsung kepada Direksi. Kimia Farma juga telah memiliki sekretaris Perusahaan, hal ini berarti telah sesuai dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN dan KNKG.

Dalam melaksanakan tugasnya, Dewan Komisaris dapat membentuk organ pendukung, seperti: sekretariat Dewan Komisaris (bila perlu), komite audit, dan komite lainnya (PER-01/MBU/2011). Dalam struktur *governance* PT. Kimia Farma Tbk., tidak dibentuk sekretariat Dewan. Pada ketentuan ICGN (2009) dan IICD dipersyaratkan pembentukan Komite penunjang Dewan Komisaris secara terpisah, yaitu: Komite Audit, remunerasi, *governance*, dan nominasi. Namun pada Kimia Farma Komite yang dibentuk yaitu komite audit, komite nominasi dan remunerasi, dan komite GCG (Tabel 5.8 ). Pembentukan Komite pada Kimia Farma sesuai dengan persyaratan pembentukan Komite yang ditentukan oleh KNKG. Pada Kimia Farma, Komite Nominasi dan Remunerasi diertimbangkan untuk digabung, hal ini dapat terjadi karena mungkin akan lebih efektif apabila digabung karena fungsinya yang saling terkait.

**Tabel 5.8 Komite Penunjang Dewan Komisaris**

No.	Komite	Jabatan
1	Audit	Ketua Anggota komite Anggota komite Anggota komite
2	Nominasi dan Remunerasi	Ketua Anggota komite Anggota Komite
3	GCG	Ketua Anggota komite Anggota Komite

Sumber: *Annual report* PT. Kimia Farma Tbk

Komite Nominasi berperan dalam menetapkan kriteria untuk pemilihan anggota Dewan Komisaris, Direksi, dan eksekutif lainnya dalam BUMN tersebut. Selain itu juga berperan dalam menentukan sistem penilaian dan menentukan



jumlah komisaris serta Direksi pada BUMN yang bersangkutan. Komite Remunerasi berperan dalam penyusunan sistem penggajian dan tunjangan, serta rekomendasi mengenai: opsi yang diberikan (opsi saham), sistem pensiun, sistem kompensasi, dan lain-lain (KEP-117/M-MBU/2002). Komite Nominasi dan remunerasi diketuai oleh Komisaris Independen dan anggotanya merupakan komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan, dan jumlah anggota tiga orang. Hal ini sudah sesuai dengan ketentuan ICGN, IICD, dan KNKG. Namun kompensasi seperti tunjangan-tunjangan belum ditunjukkan secara detail pada laporan tahunan.

Sesuai dengan Pedoman Umum GCG Indonesia, Komite Audit bertugas untuk memastikan bahwa laporan keuangan telah disajikan sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku, struktur internal perusahaan telah dijalankan dengan baik, pelaksanaan audit eksternal dan internal dijalankan sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Pada Tabel 5.8 dapat dilihat bahwa Komite Audit terdiri dari: 1 ketua komite yang diketuai oleh Komisaris Independen, dan 3 anggota yang bersifat independen dan memiliki latar belakang akuntansi dan hukum. Hal ini juga sesuai dengan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No.Kep-29/PM/2004, yang menyatakan apabila terdapat dua Komisaris Independen dalam keanggotaan Komite maka salah satu berperan sebagai ketua komite. Jadi untuk komposisi Komite Audit sudah sesuai dengan peraturan yang ada, dan juga sudah sesuai dengan ketentuan yang dipersyaratkan baik oleh IICG atau pun KNKG.

Selanjutnya akan dibahas mengenai Komite GCG, yang bertugas dalam mengkaji penerapan GCG serta konsistensi penerapannya, termasuk juga hal yang berkaitan dengan etika bisnis dan tanggung jawab perusahaan terhadap masyarakat sebagai *stakeholder* yang direalisasikan melalui *Corporate Social Responsibility*. Pada Tabel 5.8 dapat dilihat bahwa Komite GCG terdiri dari 1 ketua komite dan 2 anggota komite. Ketua komite dan salah satu anggota komite berasal dari anggota Dewan Komisaris, dan anggota komite yang lain berasal dari luar perusahaan. Hal ini sudah sesuai dengan ketentuan anggota Komite GCG yang ditetapkan oleh KNKG (2006) yaitu: terdiri dari anggota Dewan Komisaris dan melibatkan pelaku profesi dari luar perusahaan (apabila perlu).

Pada prinsip dan rekomendasi ICGN dan KNKG, perusahaan disyaratkan untuk membentuk komite risiko secara independen, namun Kimia Farma belum membentuk Komite Pemantau risiko secara independen (*Annual report* PT. Kimia Farma Tbk 2010). Setiap bisnis menghadapi tantangan yang setara antara pertumbuhan pendapatan dan pengelolaan risiko, karena dalam setiap keputusan yang diambil memiliki elemen risiko di dalamnya (Hanggraeni, 2010: 1). Sebagai perusahaan publik yang bergerak di bidang industri farmasi, PT. Kimia Farma Tbk. dapat mengalami berbagai macam risiko terkait dengan usaha yang dijalankannya, karena pada dasarnya risiko tidak dapat dihindari dari aktivitas bisnis perusahaan, oleh karena itu dibutuhkan manajemen risiko dalam aktivitas-aktivitas bisnis. Namun di PT. Kimia Farma Tbk. tidak dibentuk suatu Komite Risiko Usaha seperti yang dinyatakan dalam KEP-117/M-MBU/2002 dan PER-01/MBU/2011. Dalam keputusan Menteri BUMN tahun 2002 dan Peraturan Menteri BUMN tahun 2011 disebutkan bahwa Dewan Komisaris dapat membentuk Komite lain selain Komite Audit untuk mendukung tugasnya, salah satu yang dimaksud adalah pembentukan Komite Risiko Usaha (apabila diperlukan). Pada PT. Kimia Farma Tbk., pengelolaan risiko dipegang oleh Satuan Pengawas Intern (SPI). Namun seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, bahwa setiap aktivitas bisnis tidak lepas dari risiko. Oleh karena itu, ada baiknya dibentuk suatu Komite Risiko Usaha.

Menurut Hanafi (2006), manajemen risiko dilakukan melalui proses-proses: identifikasi risiko, evaluasi dan pengukuran risiko, dan pengelolaan risiko. Lam (2007) dalam Hanggraeni (2010) mengemukakan mengenai tahapan proses risiko yang terdiri dari: *risk awareness*, *risk measurement*, dan *risk control*. *Risk awareness* yaitu manajemen menyadari mengenai risiko yang kira-kira akan dihadapi oleh perusahaan. *Risk measurement* yaitu pengukuran risiko yang dihadapi, dan dapat dilakukan baik secara kualitatif atau pun kuantitatif.

Adapun risiko-risiko usaha yang dihadapi oleh PT. Kimia Farma Tbk. yaitu: Risiko depresiasi, risiko pasokan bahan baku, risiko persaingan usaha, risiko perekonomian, risiko perubahan peraturan, risiko kegagalan pengembangan usaha (investasi), risiko pemalsuan obat, risiko produk rusak, dan risiko pemogokan karyawan (*Annual Report* PT. Kimia Farma Tbk., 2010).

Risiko depresiasi (risiko nilai tukar) terjadi karena perusahaan memiliki transaksi dalam valuta asing (USD, JPY, dan EUR). Sebagian besar bahan baku obat diimpor dari luar negeri, dan transaksi yang dilakukan menggunakan mata uang asing, sedangkan sebagian besar pendapatan PT. Kimia Farma Tbk. adalah dalam satuan Rupiah. Apabila Rupiah mengalami depresiasi/melemah, maka harga bahan baku obat akan meningkat, otomatis hal tersebut akan berdampak pada harga pokok penjualan yang akan mengalami peningkatan.

Risiko pasokan bahan baku dapat dialami karena sebagian bahan baku obat berasal dari pihak ketiga (lokal maupun impor). Yang menjadi risiko disini adalah apabila pengiriman bahan baku mengalami keterlambatan, kesulitan dalam melakukan pembelian bahan baku, serta kebijakan pemerintah mengenai impor, maka hal tersebut akan memberikan dampak bagi aktivitas produksi perusahaan. Risiko ini termasuk dalam risiko operasional.

Risiko persaingan usaha dapat dialami karena perusahaan bergerak dalam industri farmasi yang pemainnya cukup banyak, tidak hanya dari perusahaan BUMN, tetapi juga dari perusahaan swasta, sehingga memunculkan suatu risiko persaingan usaha yang bisa berdampak pada kinerja perusahaan.

Kondisi perekonomian baik nasional atau pun dunia dapat memberikan pengaruh pada perseroan. Risiko dari terganggunya kondisi perekonomian antara lain: menurunnya likuiditas perusahaan, volatilitas nilai tukar dan suku bunga, menurunnya harga saham, dan lain-lain. Risiko-risiko tersebut dapat digolongkan ke dalam risiko spekulatif. Hal-hal tersebut dapat berpengaruh pada kinerja perusahaan. Contohnya inflasi yang tinggi dapat menyebabkan terjadinya penurunan dalam daya beli masyarakat, yang kemudian akan berdampak pada penurunan penjualan perusahaan.

Aktivitas industri farmasi terkait dengan peraturan-peraturan yang dibuat oleh pemerintah (*external governance mechanism*) sebagai regulator. Hal-hal yang diatur pemerintah antara lain mengenai penetapan harga jual obat, peraturan mengenai paten, undang-undang persaingan usaha, dan lain-lain. Dari peraturan-peraturan tersebut dapat menimbulkan suatu risiko bagi perusahaan yang dapat mempengaruhi aktivitas perusahaan.

Risiko lain yang kemungkinan dialami adalah risiko pengembangan usaha (investasi). Banyak cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk tumbuh, yaitu: *organic growth*, *inorganic growth*, dan *market growth*. Pertumbuhan secara organik merupakan pertumbuhan dengan menggunakan sumber daya yang dimiliki oleh internal perusahaan, pertumbuhan secara organik dapat diperoleh dengan meningkatkan pangsa pasar. *Inorganic growth* diperoleh dengan melibatkan pihak-pihak eksternal untuk pertumbuhan perusahaan, contohnya antara lain dengan melakukan merger dan akuisisi. *Market growth* dapat dilakukan dengan cara *portfolio momentum*. Dalam upaya untuk tumbuh tersebut memungkinkan munculnya suatu risiko, contohnya apabila perusahaan akan melakukan proses merger dan akuisisi yang diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan ke depannya, namun belum tentu hasilnya sesuai dengan yang diharapkan, karena seperti yang telah diteliti bahwa 70-90% aktivitas merger dan akuisisi mengalami kegagalan (Christensen *et al.*, 2011). Contoh lainnya adalah apabila perusahaan berusaha ekspansi baik dengan membuka pasar baru atau memasarkan produk baru tetapi gagal dalam memperoleh respon yang diinginkan dari masyarakat juga dapat memberikan dampak negative bagi penjualan dan pendapatan perusahaan.

Sebagai perusahaan penghasil obat-obatan, salah satu risiko yang dapat dihadapi antara lain risiko pemalsuan obat. Seperti yang terjadi akhir-akhir ini, produk obat-obatan banyak yang dipalsukan atau ditambahkan suatu bahan kimia tertentu dalam komposisinya. Produk palsu tersebut seringkali memberikan bentuk yang sama seperti produk aslinya. Hal tersebut dapat mempengaruhi tingkat kepercayaan konsumen terhadap produk tersebut dan juga akan berimbas pada perusahaan sebagai produsen obat.

Risiko yang juga dapat dihadapi oleh perusahaan farmasi yaitu risiko produk rusak. Produk yang dihasilkan dapat mengalami kerusakan baik dalam proses produksinya atau pun dalam proses distribusi. Kerusakan produk dalam proses distribusi terjadi di luar kendali perseroan, yang terjadi karena proses distribusi yang kurang baik. Hal ini dapat menurunkan tingkat kepercayaan masyarakat terhadap produk yang dikeluarkan oleh perusahaan yang

bersangkutan. Hal ini akan memberikan pengaruh pada pendapatan perusahaan dan dapat meningkatkan beban usaha.

Risiko yang juga mungkin dihadapi oleh perusahaan adalah risiko pemogokan karyawan. Risiko ini termasuk dalam risiko murni yaitu ada risiko terjadinya kerugian, namun tidak ada kemungkinan terjadinya keuntungan. Karyawan merupakan faktor penentu jalannya aktivitas perusahaan. Apabila karyawan melakukan pemogokan maka dapat menghambat kegiatan operasional perusahaan. Risiko pemogokan karyawan ini termasuk pada risiko litigasi, yaitu suatu risiko dimana perusahaan mendapat gugatan yang berasal dari banyak sumber. Dalam hal ini, gugatan berasal dari karyawan.

Risiko-risiko yang mungkin terjadi tersebut perlu dikuantifisir/diukur dan dikelola. Risiko dapat dikelola dengan cara menghindari, ditahan (*retention*), diversifikasi, atau ditransfer pada pihak lain. Erat kaitannya dengan manajemen risiko adalah pengendalian risiko (*risk control*) dan pendanaan risiko (*risk financing*) (Hanafi, 2006: 11).

Setelah diidentifikasi, kemungkinan risiko yang dapat dihadapi oleh PT. Kimia Farma Tbk. cukup beragam, oleh karena itu seluruh pihak manajemen perusahaan bertanggung jawab dalam mengelola risiko-risiko tersebut. Diperlukan internalisasi risiko bagi seluruh manajemen dan karyawan dalam setiap aktivitas yang dilakukannya, karena *risk management* didukung oleh kebudayaan perusahaan. Pengelolaan risiko harus didukung dengan tata kelola perusahaan yang baik supaya pengelolaan dapat berjalan dengan efisien (Hanggraeni, 2010).

Menurut Hanggraeni (2010) terdapat hubungan antara tata kelola perusahaan dengan *enterprise risk management* (ERM). Perusahaan dengan tata kelola yang buruk akan memiliki manajemen risiko yang buruk juga, begitu pula sebaliknya. Oleh karena itu perusahaan perlu memiliki komitmen untuk menanggulangi kemungkinan risiko yang dihadapi, dan dalam struktur organisasi perusahaan disarankan untuk memiliki bidang khusus untuk menangani manajemen risiko.

#### 5.4.2 PT Indofarma Tbk.

PT. Indofarma Tbk. merupakan perusahaan farmasi yang memproduksi obat generik berlogo. Perusahaan ini sudah berdiri sejak tahun 1918, namun masih dengan nama Pabrik Obat Manggarai. Pada tahun 1981 berubah menjadi Perum Indofarma, dan kemudian pada tahun 1996 statusnya meningkat menjadi PT. Indofarma (Persero). Pada tahun 2000, PT. Indofarma mendirikan anak perusahaan yang diberi nama PT. Indofarma Global Medika (IGM) yang berfokus pada bisnis distribusi dan trading, sehingga dengan didirikannya IGM, PT. Indofarma dapat lebih fokus pada *core* bisnisnya yaitu produksi dan pemasaran produk-produk farmasi. Kemudian pada tahun 2001, PT. Indofarma melaluka *Initial Public Offering* (IPO), sehingga statusnya menjadi perusahaan terbuka (Tbk.) (*Annual report* PT. Indofarma Tbk.)..

Tata kelola perusahaan yang baik merupakan komitmen bagi perusahaan, dan pelaksanaan GCG dengan baik merupakan fondasi bisnis yang kuat untuk menciptakan *long term shareholder value* (Stanwick & Stanwick, 2010). Perangkat tata kelola perusahaan yang akan dibahas adalah struktur tata kelola (*governance structure*). Setiap perusahaan memiliki struktur *governance*-nya masing-masing yang disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan tersebut dengan tetap memperhatikan peraturan-peraturan mengenai penerapan GCG yang baik. Kesesuaian penerapan GCG pada PT. INdofarma Tbk. dengan prinsip dan rekomendasi ICGN, IICD, IICG, dan KNKG dapat dilihat pada Tabel 5.11.

Struktur Utama yang membentuk *tripod governance* dalam model *Continental European (two tier system)* yang dianut oleh Indonesia yaitu terdiri dari RUPS, Dewan Komisaris, dan Direksi (Syakhroza, 2005). Dalam perusahaan BUMN, RUPS diwakili oleh Kementerian BUMN (Gambar 5.23). RUPS merupakan organ tertinggi dalam perusahaan yang bertugas untuk mengevaluasi kinerja Dewan Komisaris dan Direksi (Syakhroza, 2005). Kimia Farma telah melakukan RUPS sesuai dengan ketentuan KNKG (2006), yaitu RUPS diadakan enam bulan setelah tahun buku.

Sebagai perusahaan BUMN, PT. Indofarma Tbk. tidak berbeda jauh dengan Kimia Farma, yaitu sebagian besar saham dimiliki oleh Pemerintah. Berikut ini adalah struktur kepemilikan saham PT. Indofarma Tbk. (Tabel 5.9 )

**Tabel 5.9 Pemegang saham PT Indofarma Tbk.**

<b>Komposisi kepemilikan</b>	<b>Jumlah saham</b>	<b>%</b>
Pemerintah	2.500.000.000	80,66
Direktur	364.000	0,02
Publik	598.903.000	19,32

Sumber: *Annual report* PT Indofarma Tbk. 2007

Komposisi kepemilikan saham tertinggi tentunya berada di tangan pemerintah, yaitu sebesar 80,66%. Persentase saham yang dipegang oleh publik adalah sebesar 19,32%, jumlah ini lebih tinggi dibandingkan dengan persentase saham Kimia Farma yang dimiliki oleh publik. Direktur memiliki saham dengan persentase 0,02%. Detail mengenai kepemilikan saham ini sudah sesuai dengan ketentuan IICD.

PT. Indofarma Tbk. memiliki empat Komisaris, yang terdiri dari: 1 Komisaris Utama dan 3 Komisaris (Tabel 5.10 ). Apabila dilihat dari jumlahnya, maka Dewan Komisaris pada PT. Indofarma Tbk. sudah memenuhi aturan yaitu empat orang, sementara minimal anggota Komisaris adalah 3 orang. Jumlah Komisaris yang hanya empat orang ini tidak sesuai dengan prinsip IICD, hal ini dapat terjadi karena alasan efisiensi dan efektivitas, jumlah disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan, total aset pada Indofarma juga lebih kecil daripada Kimia Farma sehingga kompleksitas untuk pengawasan juga dapat dikurangi.

**Tabel 5.10 Struktur Dewan Komisaris PT Indofarma Tbk.**

No.	Jabatan
1	Komisaris utama
2	Komisaris
3	Komisaris
4	Komisaris

Sumber: *Annual report* PT. Indofarma Tbk.

**Tabel 5.11 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Indofarma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Indofarma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
1. Harus ada Direktur Independen	√		kompensasi direksi dan komisaris ditunjukkan secara detail pada laporan tahunan	√		RUPS diadakan 6 bulan setelah tahun buku	√	
2. Kompetensi Direktur sesuai dengan sektor industri ( <i>knowledge and experience</i> )	√		Apakah anggota komisaris dan direksi ada yang memiliki saham lebih dari 25%	-	(-) hanya memiliki 0.02%	Rapat formal direksi	43 kali	
3. Setiap perusahaan harus membentuk komite-komite pembantu Dewan secara terpisah, yaitu komite audit, remunerasi, <i>governance</i> , dan nominasi.		√	Tersedia detil kepemilikan saham	√		Perusahaan memiliki daftar saham yang dipegang oleh anggota keluarga direksi	-	-
4. Membentuk komite risiko secara independen	-	-	Rapat yang dilakukan dalam satu tahun	12 kali		Pelaksanaan rapat dewan direksi dan dewan komisaris	20 kali	
5. Anggota untuk komite audit dan remunerasi adalah <i>independent director</i>	-	√	Tingkat kehadiran komisaris dalam rapat	-		Rapat formal komisaris dalam setahun	12 kali	
6. Semua anggota komite nominasi harus bersifat independen dari manajemen	√		Tingkat kehadiran direksi dalam rapat	-		Komposisi komisaris independen	2 orang	
7. Anggota komite remunerasi harus independen	√		Perusahaan memiliki kebijakan manajemen risiko	√		Kompensasi yang diberikan kepada komisaris	√	

Sumber: telah diolah kembali



**Tabel 5.11 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Indofarma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Indofarma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
8. Anggota komite remunerasi minimal terdiri dari 3 orang	√		Perusahaan membedakan tanggung jawab direksi dan komisaris	√		Kompensasi yang diberikan pada direksi	√	
9. Anggota komite nominasi minimal 3 orang	√		Ketua dewan komisaris adalah komisaris independen	√		Dewan Komisaris terdiri dari komisaris yang terafiliasi dan tidak terafiliasi (independen)	√	
10. Semua anggota Dewan harus hadir saat diadakan rapat dengan pemegang saham	√		Ketua dewan direksi bersifat independen/professional yang tidak terafiliasi		√	Salah satu dari komisaris independen harus memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan	√	
11. Membentuk sekretaris perusahaan ( <i>corporate secretary</i> )	√		Membentuk komite remunerasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris	√		Komite audit diketuai oleh komisaris independen	√	
12. Perusahaan membentuk auditor internal ( <i>internal audit</i> )	√		Membentuk komite nominasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris	√		Anggota komite audit terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Jumlah dewan komisaris 5-10 orang		√	Salah satu anggota memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan	√	

Sumber: telah diolah kembali

**Tabel 5.11 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Indofarma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Indofarma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Indofarma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
			Berapa anggota dewan komisaris yang independen (> 50%)	50%		Komite nominasi dan remunerasi diketuai oleh komisaris independen	√	
			<b>IICG</b>			Anggota komite nominasi dan remunerasi terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Kedudukan internal audit berada di bawah di bawah direktur utama	√		Anggota komite kebijakan governance terdiri dari komisaris dan bila perlu menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Memiliki komite audit yang diketuai oleh komisaris independen dan anggota dari pihak eksternal	√		Bila perlu, komite GCG dapat digabung dengan nominasi dan remunerasi	√	
			Anggota komite audit minimal 3 orang	√		Direksi harus menyusun dan melaksanakan system manajemen risiko	√	
			Rapat komite audit dilakukan secara berkala (minimal 1 kali dalam 3 bulan)	Tidak dijelask an		Direksi harus menyusun dan melaksanakan system pengendalian internal/perusahaan memiliki satuan pengawas internal (SPI)	√	
			Kehadiran anggota komite audit dalam rapat 100%	-	-	Perusahaan memiliki sekretaris perusahaan	√	

Sumber:telah diolah kembali

Dalam ketentuan KNKG (2006) dikatakan bahwa Dewan Komisaris terdiri dari Komisaris Independen dan Komisaris yang terafiliasi. Namun tidak diketahui secara jelas status Ketua Dewan Komisaris Independen atau tidak, karena tidak tertulis dengan jelas pada laporan tahunan. Salah satu dari Komisaris Independen memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan, hal ini sesuai seperti yang telah ditetapkan oleh KNKG. Komisaris Independen berperan dalam melakukan pengawasan pada aktivitas-aktivitas perusahaan, dan karena bersifat Independen diharapkan bisa lebih objektif baik dalam mengawasi atau pun melakukan penilaian.

Peraturan yang ada menyatakan bahwa minimal 20% dari anggota Komisaris adalah pengurus Independen (Komisaris Independen). Komisaris Independen memiliki kriteria: harus berasal dari luar BUMN yang bersangkutan, tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham atau pun memiliki hubungan keluarga dengan Direksi atau pun Dewan Komisaris lainnya, tidak boleh menjabat sebagai Direksi, tidak bekerja pada Pemerintah termasuk di Departemen Lembaga dan kemiliteran dalam kurun waktu tiga tahun terakhir, dan bebas dari segala macam aktivitas bisnis yang terkait dengan perusahaan (PER-01/MBU/2011 & KEP-117/M-MBU/2002). Jumlah Komisaris Independen pada Indofarma adalah dua orang, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICD yang mengatakan bahwa anggota Dewan Komisaris yang bersifat Independen minimal 50% dari anggota Dewan Komisaris. Jumlah rapat Dewan Komisaris dalam 1 tahun adalah 12 kali rapat, dan dihadiri oleh semua anggota Komisaris. Hal ini sudah sesuai dengan prinsip IICD dan KNKG yang menyatakan bahwa paling tidak minimal 1 kali dalam 1 bulan diadakan rapat Dewan Komisaris. Namun mengenai tingkat kehadiran Komisaris dalam rapat tidak dijelaskan dalam laporan tahunan.

Dalam melakukan tugasnya, Dewan Komisaris didukung oleh komite-komite. PT. Indofarma Tbk. mendirikan 2 komite dalam rangka mendukung tugas Komisaris, yaitu: Komite audit dan Komite GCG, Remunerasi, dan Nominasi (Tabel 5.12 ). Komite Audit pada PT. Indofarma Tbk. terdiri dari lima anggota, yaitu: ketua, wakil ketua, 2 anggota, dan sekretaris. Komite Audit ini sudah terdiri dari Komisaris Independen dan Komisaris, pihak-pihak yang berlatar belakang

akuntansi dan mengerti/ahli dalam bidang keuangan, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICG dan KNKG.

**Tabel 5.12 Komite penunjang komisaris**

No	Komite	Jabatan
1	Audit	Ketua, wakil ketua, 2 anggota, sekretaris
2	GCG, remunerasi, nominasi	Ketua, 3 anggota

Sumber: *Annual report* PT. Indofarma Tbk

Pada PT. Indofarma Tbk., Komite GCG, remunerasi, dan nominasi berada dalam satu komite (digabung). Komite GCG dan Komite remunerasi dan Nominasi dapat digabung apabila perlu (KNKG, 2006). Hal ini tidak sesuai dengan prinsip dan rekomendasi yang ditetapkan oleh ICGN dan IICD, yang menyatakan bahwa pembentukan komite penunjang Dewan Komisaris lebih baik terpisah, sehingga bisa fokus pada tugas masing-masing. Komite ini didirikan untuk memenuhi tanggung jawab kepada *stakeholder* dalam hal: 1) pengelolaan dan pengembangan prinsip *corporate governance*, 2) penetapan sistem remunerasi Komisaris, Direksi, dan sekretaris Dewan Komisaris, dan 3) perumusan nominasi Komisaris, Direksi, dan komite-komite pendukung Dewan Komisaris. Penggabungan dapat saja dilakukan atas pertimbangan supaya lebih efisien dan pengelolaan yang berkaitan dengan GCG, remunerasi, dan nominasi *governance structure* dapat lebih terintegrasi. Kompensasi Direksi dan Komisaris dijelaskan secara detail dalam laporan tahunan perusahaan, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICD dan KNKG. Detail mengenai remunerasi Direksi dan Komisaris adalah hal yang penting, karena merupakan salah satu perwujudan dari prinsip GCG, yaitu transparansi.

Komposisi Komite GCG, remunerasi, dan nominasi pada PT. Indofarma Tbk. sudah sesuai dengan standar independensi yang ditetapkan dalam Pedoman Tata Kelola Perusahaan, ketentuan BEI dan Bapepam-LK. Komposisinya terdiri dari Komisaris Independen yang berperan sebagai Ketua komite, wakil ketua, dan 3 anggota. Mengenai anggota komite yang minimal harus tiga orang dan diketuai oleh Komisaris Independen sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN,

IICD, dan KNKG (Tabel 5.11). Selanjutnya akan dibahas adalah struktur Direksi PT. Indofarma Tbk. (Tabel 5.13 ).

**Tabel 5.13 Struktur Direksi PT. Indofarma Tbk.**

No.	Jabatan
1	Direktur Utama
2	Direktur Keuangan
3	Direktur Umum&SDM
4	Direktur Pemasaran
5	Direktur Produksi

Sumber: *Annual report* PT. Indofarma Tbk.

Pada KEP-117/M-MBU/2002 dinyatakan bahwa paling sedikit 20% dari jumlah anggota Direksi harus berasal dari kalangan luar BUMN yang bersangkutan, sehingga dapat bebas dari pengaruh anggota Komisaris, Direksi lainnya, serta pemegang saham. Secara latar belakang, Direksi PT. Indofarma Tbk. sudah memenuhi peraturan tersebut, masing-masing tidak ada yang berasal dari BUMN yang bersangkutan. Menurut Peraturan Bank Indonesia No. 8/4/PBI/2006, jumlah Direksi minimal 3 orang. Jumlah Direksi pada PT. Indofarma Tbk. sudah melebihi ketentuan yang ditetapkan, yaitu ada lima yang terdiri dari: Direktur Utama, Direktur Keuangan, Direktur Umum & SDM, Drektur Pemasaran, dan Direktur Produksi.

Direksi Indofarma tidak bersifat independen, karena sebelumnya merupakan karyawan Indofarma yang pada akhirnya jabatannya meningkat dan dalam RUPS dipilih untuk menduduki posisi, hal ini tidak sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN (Tabel 5.11). Direksi yang telah ditentukan. Latar belakang dan pengalaman Direksi sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN, yaitu harus memiliki kompetensi dan pengalaman dalam sektor industri yang terkait, dalam hal ini adalah industri farmasi. Rapat formal Direksi dilaksanakan secara berkala minimal satu kali dalam satu bulan, dan Direksi Indofarma telah mengadakan rapat sebanyak 43 kali dalam satu tahun. Pelaksanaan rapat Dewan Komisaris dan Direksi dalam satu tahun adalah 20 kali, hal ini sudah sesuai dengan ketentuan KNKG, namun untuk jumlah disesuaikan dengan keperluan dan hal yang akan dibahas.

Pada Peraturan Bank Indonesia No. 8/4/PBI/2006 dikatakan bahwa untuk melaksanakan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*, paling tidak Direksi harus membentuk tiga satuan kerja yaitu: 1) satuan kerja audit intern, 2) satuan kerja manajemen risiko dan komite manajemen risiko, 3) satuan kerja kepatuhan. Sama seperti pada PT. Kimia Farma Tbk., pada PT. Indofarma Tbk. dibentuk Satuan Pengawas Internal (SPI). Fungsi SPI adalah untuk mengamankan investasi dan asset BUMN, mengkaji dan mengelola risiko usaha, melakukan monitoring pada setiap tingkat dan unit struktur organisasi perusahaan. Apabila dilihat tugasnya, maka SPI sudah mencakup fungsi tiga satuan kerja yang telah disebutkan sebelumnya (audit intern, manajemen risiko, dan kepatuhan), sehingga dengan dibentuknya SPI diharapkan dapat membantu Direksi dalam melaksanakan tugasnya dan menjamin pelaksanaan GCG yang baik. Pembentukan SPI sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN, IICG, dan KNKG. Namun di Indofarma tidak dibentuk suatu komite khusus untuk memantau risiko yang terkait dengan aktivitas bisnis perusahaan.

Sebagai perusahaan publik yang bergerak dalam industri farmasi, tentu tidak akan lepas dari risiko-risiko yang terkait dengan usaha dan tidak berbeda jauh dengan risiko usaha yang dialami oleh PT. Kimia Farma Tbk. Adapun risiko yang mungkin dapat dialami oleh PT. Indofarma Tbk. adalah risiko perekonomian, risiko nilai tukar, risiko persaingan usaha, risiko harga obat generik, risiko harga bahan baku, risiko pemalsuan produk, risiko tuntutan konsumen, risiko likuiditas perusahaan, risiko dampak lingkungan, risiko produk rusak (*Annual report* PT. Indofarma Tbk).

Sebagai perusahaan publik yang bergerak dalam industri farmasi, tentu tidak akan lepas dari risiko-risiko yang terkait dengan usaha dan tidak berbeda jauh dengan risiko usaha yang dialami oleh PT. Kimia Farma Tbk. Adapun risiko yang mungkin dapat dialami oleh PT. Indofarma Tbk. adalah risiko perekonomian, risiko nilai tukar, risiko persaingan usaha, risiko harga obat generik, risiko harga bahan baku, risiko pemalsuan produk, risiko tuntutan konsumen, risiko likuiditas perusahaan, risiko dampak lingkungan, risiko produk rusak (*Annual report* PT. Indofarma Tbk).

Sebagai negara yang ikut berpartisipasi dalam globalisasi, tentunya dampak yang terjadi di negara lain dapat berdampak pada negara Indonesia. Seperti contohnya krisis Asia yang terjadi di Thailand. Hal tersebut berdampak pada perekonomian Indonesia sebagai bagian dari negara Asia. Kondisi perekonomian nasional dan global dapat memberikan dampak bagi kinerja perusahaan. Risiko dari terganggunya kondisi perekonomian antara lain: menurunnya likuiditas perusahaan, volatilitas nilai tukar dan suku bunga, menurunnya harga saham, dan lain-lain. Risiko-risiko tersebut dapat digolongkan ke dalam risiko spekulatif (Villalonga & Amit, 2009). Sebagai contohnya inflasi yang tinggi dapat berdampak pada banyak pihak, mulai dari daya beli masyarakat yang menurun, harga bahan baku jadi meningkat, atau bahkan beban perusahaan meningkat (dalam hal ini misalnya beban gaji), dan lain-lain yang bisa berdampak pada kinerja perusahaan. penurunan *Gross Domestic Product* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk di sektor pasar pemerintah, kinerja perusahaan dipengaruhi oleh belanja obat pemerintah. Untuk meminimalkan risiko-risiko tersebut, Indofarma meningkatkan penjualan di sektor pasar reguler yang permintaannya lebih kontinyu dan pertumbuhannya lebih stabil (*Annual report* PT. Indofarma Tbk., 2007).

Risiko nilai tukar dapat terjadi apabila perusahaan tersebut memiliki transaksi dalam satuan mata uang negara lain. Sementara, untuk bahan baku pembuatan obat, Indofarma masih melakukan impor bahan baku. Hal tersebut dapat menjadi risiko apabila nilai tukar melemah/mengalami depresiasi, sehingga jumlah yang harus dibayar akan lebih banyak, sehingga dapat menyebabkan perubahan arus kas di masa yang akan datang atau disebut juga *operating exposure* (Eiteman *et al.*, 2010). Untuk mengatasi hal ini, Indofarma melakukan *hedging* (lindung nilai). Hedging dilakukan sebagai upaya untuk melindungi perusahaan dari risiko kerugian yang mungkin terjadi yaitu dengan mengunci/menetapkan harga bahan baku pada harga yang telah disepakati (Eiteman *et al.*, 2010).

Sebagai pemain dalam industri farmasi yang memiliki banyak pesaing, tidak hanya milik pemerintah, tetapi juga swasta, Indofarma dapat mengalami suatu risiko persaingan usaha. Pemain dalam industri cukup banyak, sehingga

apabila ingin tetap bertahan, maka harus memiliki diferensiasi dengan perusahaan- perusahaan lain yang bergerak di bidang industri yang sama. Untuk mengantisipasi risiko ini, Indofarma melakukan efisiensi, sehingga dapat mempertahankan posisi *cost leadership*. Dan cara-cara lain yang juga dilakukan oleh Indofarma adalah dengan mencari bahan baku dengan harga yang kompetitif, melakukan kontrak pembelian bahan baku jangka panjang, dan melakukan reformulasi persediaan obat yang volume penjualannya tinggi (*Annual report PT. Indofarma Tbk.*, 2007: 28).

Indofarma merupakan produsen obat generik berlogo. Harga obat generik dikendalikan oleh pemerintah dengan cara menetapkan Harga Neto Apotik, dan itu berlaku untuk seluruh produsen obat generik berlogo di Indonesia. Untuk mengantisipasi risiko ini, Indofarma melakukan penyusunan ulang portfolio produk, antara lain dengan meluncurkan berbagai obat dengan nama dagang (*Annual report PT. Indofarma Tbk.*, 2007: 29).

Sebagai perusahaan farmasi, Indofarma juga mengalami risiko bahan baku, karena sampai saat ini untuk bahan baku masih mengandalkan impor. Hal tersebut dapat menimbulkan risiko, seperti risiko harga dan ketersediaan bahan baku (berkaitan dengan produksi). Untuk mengantisipasi risiko ini, Indofarma berusaha melakukan negosiasi ulang dengan pihak pemasok, mengenai persyaratan dan harga bahan baku. Karena apabila hal ketersediaan bahan baku mengalami gangguan, maka dapat menyebabkan gangguan pada proses produksi (jadi terhambat).

Beberapa waktu belakangan ini sering terjadi kasus pemalsuan obat atau pun penambahan senyawa-senyawa tertentu pada obat atau kosmetik. Hal tersebut dapat merugikan kredibilitas perusahaan, dan dapat menyebabkan risiko kehilangan pendapatan akibat rusaknya nama baik perusahaan (Hanggraeni, 2010). Risiko serupa juga dapat terjadi akibat adanya produk-produk rusak selama distribusi, yang dapat mengakibatkan turunnya pendapatan perusahaan, karena konsumen ragu untuk membeli produk.

Dalam produksinya dan kualitas setiap obat yang dihasilkan memiliki standar mutu masing-masing yang layak untuk dikonsumsi oleh konsumen, oleh karena itu Indofarma harus selalu menjaga standar mutunya supaya aman



dikonsumsi oleh konsumen. Apabila pengawasan dalam produksi tidak dilakukan dengan benar, dan kualitas mutu produk tidak dijaga, hal tersebut dapat menimbulkan risiko berupa tuntutan dari para konsumen. Hal ini termasuk dalam risiko litigasi. Untuk mengantisipasinya, Indofarma menerapkan *current-Good Manufacturing Practice* (cGMP), meingkatkan kualitas SDM, dan melakukan pengujian terhadap formula produk obat.

Belanja obat Pemerintah merupakan sumber pemasukan yang cukup banyak bagi Indofarma, namun biasanya penjualan pada Pemerintah terjadi menjelang akhir tahun, sementara pengadaan bahan baku dan produksi dilakukan pada awal tahun. Hal ini menyebabkan Indofarma bisa saja terkena risiko likuiditas perusahaan namun untuk mengatasi hal tersebut, perusahaan mengantisipasinya dengan melakukan kontrak kredit modal kerja dari perbankan dengan kollateralnya adalah 50% asset perusahaan.

Indofarma melakukan aktivitas produksi obat, yang tentunya dampak sampingnya adalah terdapatnya limbah yang dapat mengganggu keseimbangan lingkungan/pencemaran lingkungan yang pada akhirnya dapat mendatangkan tuntutan hukum atau bisa saja tuntutan dari masyarakat sekitar akibat limbah yang mengganggu. Dalam hal ini, Indofarma mengalami risiko dampak lingkungan, yang dapat memberikan dampak pada keuangan perusahaan. namun risiko ini diantisipasi oleh Indofarma dengan meningkatkan sistem pengolahan limbah. Menurut Hanggraeni (2010), risiko lingkungan dapat dikurangi dengan melakukan hal-hal sebagai berikut: audit lingkungan, mengukur dampak menetapkan kebijakan atas pokok persoalan lingkungan, menetapkan tujuan dan sasaran, memperkenalkan system pengelolaan lingkungan. Setelah dilakukan analisis struktur *governance* pada BUMN farmasi, berikut ini akan dilakukan analisis struktur *governance* pada perusahaan yang menjadi *benchmark*, yaitu PT. Kalbe Farma Tbk.

#### **5.4.3 PT. Kalbe Farma Tbk.**

PT. Kalbe Farma Tbk. merupakan perusahaan swasta terbuka yang bergerak dalam Industri farmasi. Memiliki pangsa pasar terbesar dalam pasar farmasi Indonesia, yaitu 14% (<http://www.bankmandiri.co.id/> 16/12/2011 19:13),

hal ini menunjukkan bahwa Kalbe Farma memiliki daya saing yang baik dalam mempertahankan posisinya dalam pasar farmasi, selain itu Kalbe Farma juga memiliki *rating* GCG yang paling baik dibanding perusahaan farmasi lainnya (<http://www.knkg-indonesia.com/> 08/01/2012 12:00). Daya saing yang baik dapat diperoleh melalui penerapan tata kelola perusahaan yang baik (Masterplan BUMN 2010-2014).

Pada Tabel 5.15 dapat dilihat kesesuaian penerapan GCG pada PT. Kalbe Farma Tbk. dengan prinsip dan rekomendasi ICGN, IICD, IICG, dan KNKG. Posisi pemegang saham pada PT. Kalbe Farma Tbk. dapat dilihat pada Tabel 5.14.

**Tabel 5.14 Pemegang saham PT Kalbe Farma Tbk.**

Pemegang saham	Jumlah lembar saham	Persen (%)
PT Gira Sole Prima	953.574.577	10,17
PT Santa Seha Sanadi	901.929.368	9,62
PT Diptanala Bahana	889.594.088	9,49
PT Lucasta Murni Cemerlang	887.979.088	9,47
PT Ladang Ira Panen	864.590.588	9,22
PT Bina Arta Charisma	812.999.808	8,67
Publik	4.064.356.905	43,36
<i>Treasury stock</i>	780.990.000	-

Sumber: *Annual report* PT Kalbe Farma Tbk. 2010

Pada Tabel 5.14 dapat dilihat struktur pemegang saham PT. Kalbe Farma Tbk., dan terlihat saham yang dimiliki publik cukup tinggi dibandingkan dengan persentase kepemilikan saham perusahaan-perusahaan lainnya. Secara keseluruhan, total saham yang dimiliki oleh PT. Kalbe Farma Tbk. adalah 10.156.014.422 lembar saham. tersedianya detail kepemilikan saham ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICD.

**Tabel 5.15 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kalbe Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kalbe Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
1. Harus ada Direktur Independen	√		kompensasi direksi dan komisaris ditunjukkan secara detail pada laporan tahunan		√	RUPS diadakan 6 bulan setelah tahun buku	√	
2. Kompetensi Direktur sesuai dengan sektor industri ( <i>knowledge and experience</i> )	√		Apakah anggota komisaris dan direksi ada yang memiliki saham lebih dari 25%	-	direktur memiliki 0.02%	Rapat formal direksi	4 kali	
3. Setiap perusahaan harus membentuk komite-komite pembantu Dewan secara terpisah, yaitu komite audit, remunerasi, <i>governance</i> , dan nominasi.	√		Tersedia detil kepemilikan saham	√		Perusahaan memiliki daftar saham yang dipegang oleh anggota keluarga direksi	-	-
4. Membentuk komite risiko secara independen	√		Rapat yang dilakukan dalam satu tahun	4 kali		Pelaksanaan rapat dewan direksi dan dewan komisaris	4 kali	
5. Anggota untuk komite audit dan remunerasi adalah <i>independent director</i>	-	√	Tingkat kehadiran komisaris dalam rapat	-		Rapat formal komisaris dalam setahun	4 kali	
6. Semua anggota komite nominasi harus bersifat independen dari manajemen		√	Tingkat kehadiran direksi dalam rapat	-		Komposisi komisaris independen	2 orang	
7. Anggota komite remunerasi harus independen		√	Perusahaan memiliki kebijakan manajemen risiko	√		Kompensasi yang diberikan kepada komisaris	-	-

Sumber: telah diolah kembali

**Tabel 5.15 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kalbe Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kalbe Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
8. Anggota komite remunerasi minimal terdiri dari 3 orang		√	Perusahaan membedakan tanggung jawab direksi dan komisaris	√		Kompensasi yang diberikan pada direksi		√
9. Anggota komite nominasi minimal 3 orang	√		Ketua dewan komisaris adalah komisaris independen		√	Dewan Komisaris terdiri dari komisaris yang terafiliasi dan tidak terafiliasi (independen)	√	
10. Semua anggota Dewan harus hadir saat diadakan rapat dengan pemegang saham	√		Ketua dewan direksi bersifat independen/professional yang tidak terafiliasi		√	Salah satu dari komisaris independen harus memiliki latar belakang akuntanssi atau keuangan	√	
11. Membentuk sekretaris perusahaan ( <i>corporate secretary</i> )	√		Membentuk komite remunerasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris		√	Komite audit diketuai oleh komisaris independen	√	
12. Perusahaan membentuk auditor internal ( <i>internal audit</i> )	√		Membentuk komite nominasi yang diketuai oleh komisaris independen dan semua atau sebagian besar anggotanya adalah komisaris		√	Anggota komite audit terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan	√	
			Jumlah dewan komisaris 5-10 orang	√		Salah satu anggota memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan	√	

Sumber: telah diolah kembali

**Tabel 5.15 Kesesuaian Penerapan GCG PT. Kalbe Farma Tbk. dengan Prinsip dan Rekomendasi ICGN, IICD, dan KNKG (Lanjutan)**

Prinsip dan Rekomendasi ICGN	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi IICD	Kalbe Farma		Prinsip dan rekomendasi KNKG	Kalbe Farma	
	Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak		Sesuai	Tidak
			Berapa anggota dewan komisaris yang independen (> 50%)		33%	Komite nominasi dan remunerasi diketuai oleh komisaris independen		√
			<b>IICG</b>			Anggota komite nominasi dan remunerasi terdiri dari komisaris dan atau pelaku profesi dari luar perusahaan		√
			Kedudukan internal audit berada di bawah di bawah direktur utama	√		Anggota komite kebijakan risiko terdiri dari komisaris dan bila perlu menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan		√
			Memiliki komite audit yang diketuai oleh komisaris independen dan anggota dari pihak eksternal	√		Anggota komite kebijakan <i>governance</i> terdiri dari komisaris dan bila perlu menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan		√
			Anggota komite audit minimal 3 orang	√		Bila perlu, komite GCG dapat digabung dengan nominasi dan remunerasi		√
			Rapat komite audit dilakukan secara berkala (minimal 1 kali dalam 3 bulan)	4 kali		Direksi harus menyusun dan melaksanakan system manajemen risiko	√	
			Kehadiran anggota komite audit dalam rapat 100%	√		Direksi harus menyusun dan melaksanakan system pengendalian internal/perusahaan memiliki satuan pengawas internal (SPI)	√	
						Perusahaan memiliki sekretaris perusahaan	√	

Sumber:telahdiolahkembali

Struktur Komisaris pada PT. Kalbe Farma Tbk. yaitu Komisaris Utama dan lima anggota (Tabel 5.16 ), yaitu terdiri dari 50% Komisaris dan 33% komisaris Independen. Struktur Dewan Komisaris pada PT. Kalbe Farma Tbk. ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi KNKG, yaitu terdiri dari Komisaris yang terafiliasi dan tidak terafiliasi (independen), dan salah satu dari Komisaris Independen memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan. Namun jumlah Komisaris Independen masih kurang dari 50%, menurut IICD (Tabel 5.15 ) persentase tersebut masih kurang dan dapat memperoleh skor yang lebih kecil. Namun dalam KNKG (2006) dinyatakan bahwa jumlah Komisaris Independen harus menjamin agar pengawasan dapat berjalan dengan efektif dan sesuai dengan perundang-undangan, sehingga dapat dikatakan bahwa bagi Kalbe Farma jumlah Komisaris Independen tersebut sudah dianggap sesuai untuk melakukan pengawasan yang efektif.

**Tabel 5.16 Struktur Dewan Komisaris PT. Kalbe Farma Tbk.**

No.	Jabatan
1	Komisaris Utama
2	Komisaris
3	Komisaris
4	Komisaris
5	Komisaris Independen
6	Komisaris Independen

Sumber: *Annual report* PT. Kale farma Tbk.

Untuk rapat Dewan Komisaris diadakan 4 kali dalam satu tahun. Berbeda dengan perusahaan BUMN, pada PT. Kalbe Farma, rapat Dewan Komisaris dilakukan secara berkala dalam waktu sekali dalam tiga bulan. Rapat formal yang dilakukan secara berkala dan disesuaikan dengan kebutuhan akan hal yang akan dibahas ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi KNKG (Tabel 5.15).

Dalam menjalankan tugasnya Dewan Komisaris dibantu oleh komite-komite yang menunjang kerja Dewan Komisaris. Komite tersebut terdiri dari: Komite Audit, Komite Nominasi, Komite Remunerasi, Komite Risiko Usaha, dan Komite GCG (Tabel 5.17). Anggota Komite Audit terdiri dari tiga orang, yang diketuai oleh Komisaris Independen, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi yang dianut oleh KNKG dan IICG. Dan untuk kedua anggota

lainnya juga telah memenuhi kriteria independensi (professional yang berasal dari luar perusahaan), keahlian, dan integritas sebagaimana yang telah dipersyaratkan dalam peraturan yang berlaku (Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No.Kep-29/PM/2004) dan sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICG dan KNKG. Pada tahun 2010, Komite Audit melakukan rapat empat kali dan kehadiran anggota komite audit dalam rapat mencapai 100%, hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi IICG (Tabel 5.15).

**Tabel 5.17 Komite Penunjang Komisaris**

No	Komite	Anggota
1	Audit	3 orang
2	Nominasi	3 orang
3	Remunerasi	3 orang
4	Risiko usaha	4 orang
5	GCG	5 orang

Sumber: *Annual report* PT. Kale Farma Tbk.

Untuk Komite selain komite audit, Kalbe Farma membentuk Komite Nominasi, remunerasi, GCG, dan risiko usaha secara terpisah. Hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN (2009) dan IICD. Dengan pembentukan komite secara terpisah, diharapkan dapat lebih fokus pada tugasnya masing-masing. Komite Nominasi terdiri dari tiga orang, yang diketuai oleh salah satu anggota Dewan Komisaris dan dua anggota lainnya adalah anggota Dewan Direksi. Begitu juga dengan Komite Remunerasi yang terdiri dari tiga orang, diketuai oleh salah satu anggota Dewan Komisaris dan dua anggota lainnya adalah anggota Dewan Direksi. Menurut prinsip dan rekomendasi ICGN (2009), semua anggota komite nominasi dan remunerasi harus bersifat independen dan bukan merupakan bagian dari manajemen, namun tidak demikian yang diterapkan oleh Kalbe Farma. Ketua dan anggota pada komite nominasi dan remunerasi diduduki oleh orang yang sama.

Begitu juga dengan Komite Risiko Usaha, dimana menurut prinsip dan rekomendasi ICGN (2009) anggota komite terdiri dari *non executive director*, sedangkan menurut KNKG (2006) anggota komite risiko terdiri dari komisaris dan juga dapat menunjuk pelaku profesi dari luar perusahaan. Pada komite risiko usaha Kalbe Farma, anggota komite sudah sesuai dengan adanya Komisaris

namun dua anggota lainnya menjabat dalam Direksi perusahaan pada tahun yang bersamaan. Hal ini tidak sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN dan KNKG, namun ini mungkin saja dilakukan atas dasar pertimbangan efisiensi dan efektivitas dalam pengambilan keputusan, dimana Direksi juga menjabat sebagai anggota komite dan karena Direksi yang melakukan pengelolaan terhadap aset yang dimiliki perusahaan sehingga dengan alasan itu diindikasikan Direksi mengetahui seluk-beluk perusahaan terkait dengan kinerja, risiko, dan lain-lain. Oleh karena itu, Direksi dapat merangkap sebagai anggota komite yang berada dibawah Dewan Komisaris.

Komite lain yang juga dibentuk yaitu Komite GCG yang terdiri dari lima orang, diketuai oleh Direksi dan empat anggota lainnya berstatus independen. Untuk status anggota yang independen sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi KNKG, namun ketua komite adalah Direksi bukan Komisaris Independen. Penerapan ini berbeda pada kedua BUMN Farmasi, dimana ketua dari Komite bersifat Independen. Selanjutnya akan dibahas mengenai struktur Direksi Kalbe Farma (Tabel 5.18 ).

**Tabel 5.18 Struktur Direksi PT Kalbe Farma Tbk.**

No.	Jabatan
1	Presiden Direktur
2	Wakil Presiden Direktur
3	Direktur
4	Direktur
5	Direktur

Sumber: *Annual report* PT. Kale Farma Tbk.

Struktur Direksi PT. Kalbe Farma Tbk. terdiri dari Presiden Direktur, Wakil Presiden Direktur, dan tiga Direktur. Apabila dilihat, tidak ada fungsi/tugas yang spesifik dari Direktur (misalnya: Direktur SDM, Keuangan, Pemasaran, dan lain-lain). Pedoman kerja tidak disampaikan dengan jelas pada laporan tahunan dan tidak dijelaskan tugas masing-masing Direktur. Dalam laporan tahunan Kalbe Farma (2010) dikatakan bahwa tugas dan tanggung jawab Direksi ditetapkan oleh Dewan Komisaris dan Anggaran Dasar Perseroan. Hal ini mungkin dikarenakan satu Direktur menjalankan lebih dari satu tugas (sesuai dengan yang ditetapkan oleh Komisaris dan Anggaran Dasar Perseroan), sehingga tugasnya tidak spesifik



pada satu bagian saja. Hal ini juga dapat dilakukan untuk tujuan efisiensi dan efektivitas kerja Direksi dalam mengelola aset perusahaan.

Latar belakang Direksi sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN (2009), yaitu Direksi harus memiliki kompetensi dan pengalaman dalam bidang industri yang terkait, yaitu industri farmasi. Hal ini tentunya akan menjadi nilai tambah bagi pengelolaan manajemen. Jumlah rapat Direksi adalah 36 kali dalam satu tahun, rapat dilakukan secara berkala minimal setiap satu bulan sekali dan kehadiran Direksi dalam rapat melebihi 80% (hampir semua Direksi selalu datang dalam rapat), hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi KNKG dan IICD.

Apabila dilihat pada Tabel 5.16 PT. Kalbe Farma Tbk., memiliki jumlah Dewan Komisaris lebih banyak daripada Direksi. Dalam Peraturan Bank Indonesia No. 8/4/PBI/2006 dikatakan bahwa anggota Dewan Komisaris paling banyak berjumlah sama dengan Direksi. Komposisi Dewan Komisaris memang disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan. Mungkin pada PT. Kalbe Farma Tbk. memperhatikan pengawasan, sehingga dengan semakin banyak yang mengawasi maka kerja Direksi akan semakin baik dan memastikan implementasi GCG serta aspek-aspek lainnya dapat berlangsung dengan baik dalam perusahaan. Disamping itu jumlah Komisaris yang lebih banyak juga bisa lebih efisien dalam remunerasi dibandingkan apabila jumlah Direksi yang lebih banyak.

Untuk membantu tugas, Direksi juga menetapkan suatu Unit Audit Internal dan Manajemen Risiko. Hal ini sudah sesuai dengan prinsip dan rekomendasi ICGN, IICG, dan KNKG. Selain itu juga dibentuk Pusat pengaduan Konsumen dan Pusat Informasi. Pusat Pengaduan Konsumen dan Pusat Informasi dibentuk karena produk yang dihasilkan PT. Kalbe Farma Tbk. beraneka ragam, sehingga Pusat pengaduan Konsumen dan Pusat Informasi ini dibuat terpisah berdasarkan produknya.

Apabila dilihat kompleksitas kegiatan usahanya, maka pada industri farmasi cenderung memiliki kompleksitas yang tinggi dan juga merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri *high profile*. Dieckers dan Pereston (1977) dalam Hasyir (2009) mengatakan industri *high profile* merupakan suatu industri yang aktivitas ekonomi perusahaan-perusahaannya antara lain:

memodifikasi lingkungan. Sementara menurut Roberts (1992) dalam Hasyir (2009), mengatakan bahwa industri *high profile* adalah industri yang memiliki risiko politik dan tingkat kompetisi yang tinggi. Contoh industri *high profile* yaitu perusahaan minyak dan pertambangan lainnya, kimia, hutan, kertas, otomotif, penerbangan, agribisnis, tembakau dan rokok, produk makanan dan minuman, media dan komunikasi, energi, kesehatan, transportasi, dan pariwisata.

Apabila dilihat dari jumlah Komisarinya, maka pada Kimia Farma, Indofarma cenderung memiliki jumlah Komisaris yang lebih sedikit daripada Kalbe Farma (Tabel 5.19). Hal ini terkait dengan pengawasan, yang menunjukkan bahwa Komisaris yang mengawasi kerja Direksi atau jalannya aktivitas perusahaan lebih banyak pada Kalbe Farma. Namun apabila dilihat dari total aset yang dikelola oleh perusahaan, maka pada Indofarma adalah perusahaan yang memiliki jumlah aset yang paling kecil dibandingkan dengan Kimia Farma dan oleh Kalbe Farma, sehingga pengawasan yang dibutuhkan lebih kecil daripada Kimia Farma dan Kalbe Farma.

Laba bersih yang kecil menunjukkan bahwa komponen-komponen dalam laba rugi perusahaan belum dikelola dengan baik, sehingga kurang efisien dalam aktivitas operasional perusahaan. Begitu juga dengan Indofarma yang menunjukkan laba bersih paling kecil diantara dua perusahaan lainnya, hal ini menunjukkan bahwa Indofarma harus dilakukan suatu pengelolaan dengan lebih efektif terhadap komponen-komponen atau aktivitas-aktivitas yang terkait dengan laba rugi perusahaan, terutama beban pokok penjualan yang berkontribusi dalam persentase yang cukup besar yaitu 70% dan juga beban-beban lainnya. Hal ini terkait dengan bahan baku obat yang masih mengandalkan pada impor. Bahan baku obat masih banyak mengandalkan dari impor luar negeri, sehingga ada faktor-faktor tertentu yang ada mempengaruhi harga bahan baku, contohnya saja nilai tukar mata uang, apabila Indonesia mengalami depresiasi dengan mata uang negara asing, maka harga bahan baku dapat menjadi lebih mahal dan hal ini akan berpengaruh pada laba bersih perusahaan.

Untuk penjualan bersih perusahaan lainnya, dapat dilihat bahwa penjualan bersih (*sales*) pada Kimia Farma dan Indofarma lebih rendah dibandingkan dengan penjualan Kalbe Farma. Disamping itu juga, Kimia Farma dan Indofarma

lebih banyak memproduksi obat generik berlogo, dimana harga obat tersebut tidak terlalu mahal apabila dibandingkan dengan obat ethical dan lainnya. Hal ini juga yang dapat menyebabkan penjualan dan laba bersih Indofarma dan Kimia Farma jauh lebih rendah dibanding Kalbe Farma.

**Tabel 5.19 Perbandingan *governance structure* pada masing-masing perusahaan**

	PT. Kimia Farma Tbk.	PT. Indofarma Tbk.	PT. Kalbe Farma Tbk.
Dewan Komisaris	5 orang	4 orang	6 orang
Direksi	5 orang	5 orang	5 orang
Komite	3 komite: Komite Audit, Nominasi dan remunerasi, dan GCG	2 komite: Komite Audit; Komite GCG, Remunerasi, dan Nominasi	5 Komite: Komite Audit; Remunerasi; Nominasi; GCG; Risiko Usaha
Karakteristik Perusahaan:			
Total aset	1.657.291.834.312	733.957.862.391	7.032.497.000.000
<i>Sales</i>	3.183.829.303.909	1.047.918.156.470	10.226.789.206.223
<i>Net income</i>	101.624.585.511	12.546.644.388	1.286.330.026.012

Sumber: telah diolah kembali

Dengan dilakukannya akuisisi PT. Indofarma Tbk. oleh PT. Kimia Farma Tbk. maka jumlah aset yang akan dikelola akan digabung dan tentunya akan menjadi lebih banyak, sehingga diperlukan pengawasan dan pengelolaan yang efektif untuk tata kelola perusahaan yang lebih baik setelah akuisisi. Komposisi Dewan Komisaris tetap sesuai dengan standar peraturan yang berlaku. Dalam Keputusan Menteri BUMN (KEP-117/M-MBU/2002) tidak ditentukan secara jelas jumlah Dewan Komisaris, hanya saja disesuaikan dengan keperluan perusahaan sehingga dapat mengambil keputusan secara efektif, tepat, cepat, dan dapat bertindak independen. Dan dikatakan bahwa minimal 20% dari anggota Komisaris harus berasal dari kalangan luar BUMN yang bersangkutan (tidak menjabat sebagai Direksi di perusahaan terafiliasi, tidak bekerja pada pemerintahan termasuk di Departemen, Lembaga, dan Kemiliteran dalam kurun waktu tiga tahun terakhir, tidak bekerja pada BUMN yang bersangkutan atau afiliasinya, tidak mempunyai keterkaitan finansial, dan bebas dari aktivitas bisnis

yang dilakukan perusahaan). Dari peraturan tersebut dapat dikatakan bahwa anggota Komisaris atau pun keluarganya tidak boleh memiliki saham pada perusahaan yang bersangkutan atau afiliasinya.

Pada Prinsip dan rekomendasi IICD (2011) dikatakan bahwa jumlah Komisaris Independen minimal 50% dari jumlah anggota Komisaris. Apabila melihat peraturan BAPEPAM-LK mengenai Komisaris dan Direktur Bursa Efek dikatakan bahwa anggota Komisaris dan Direksi minimal tiga orang, apabila lebih dari tiga orang maka harus berjumlah ganjil. Atas dasar pertimbangan-pertimbangan peraturan yang ada, maka disarankan jumlah Dewan Pengawas/Komisaris pada Perusahaan setelah akuisisi adalah lima komisaris, yang terdiri dari satu Komisaris Utama, satu Komisaris, dan dua Komisaris Independen. Salah satu dari Komisaris Independen harus memiliki latar belakang akuntansi atau keuangan, hukum. Beberapa Komisaris sebaiknya memiliki pengalaman sebagai Direktur atau pun profesi manajemen dalam industri yang bersangkutan. Rapat Dewan Komisaris dilakukan secara berkala, sekurang-kurangnya satu kali dalam satu bulan (KEP-117/M-MBU/2002 dan PER-01/MBU/2011).

Pada Peraturan Menteri Negara BUMN (PER-01/MBU/2011) dikatakan bahwa Komisaris dapat membentuk Sekretaris Dewan Komisaris (jika diperlukan). Pada PT. Kimia Farma Tbk. sebagai perusahaan yang pengakuisisi tidak dibentuk Sekretaris Dewan Komisaris. Pembentukan Sekdekom mungkin belum terlalu diperlukan setelah akuisisi, pihak-pihak lain masih dapat menyediakan informasi bagi Komisaris sehingga dapat memperlancar tugas Komisaris dalam membuat suatu keputusan, serta melakukan koordinasi dengan pihak-pihak yang terkait di lingkungan perusahaan.

Perusahaan farmasi adalah perusahaan yang berbasis pada inovasi, sehingga riset dan pengembangan sangat diperlukan dalam industri ini supaya tetap dapat bertahan dalam persaingan global dan dapat menghasilkan produk-produk yang inovatif. Oleh karena itu, setelah akuisisi disarankan untuk membentuk Direktur Pengembangan yang bertugas untuk: 1) mengkoordinasi, mengendalikan, dan mengevaluasi pelaksanaan tugas operasional di bidang penelitian dan pengembangan, 2) mengembangkan hubungan baik dengan mitra

strategis, serta mencari dan menangkap peluang bisnis baru, 3) memastikan informasi yang terkait dengan unit kerjanya selalu tersedia untuk Dewan Komisaris.

Dengan dibentuknya Direktur Pengembangan juga diharapkan dapat memberikan ide-ide yang kreatif dan inovatif, sehingga dengan pengembangan yang dilakukan tersebut diharapkan dapat mengurangi *idle capacity* pada mesin-mesin produksi, karena Indofarma memiliki kapasitas mesin produksi yang lebih banyak daripada Kimia Farma, namun masih banyak yang *idle*, sehingga setelah akuisisi diharapkan kapasitas mesin yang ada dapat digunakan dengan efektif. Inovasi untuk menciptakan lebih banyak produk selain obat generik, sehingga ada *value creation* bagi perusahaan, selain itu juga inovasi untuk membuat bahan baku obat lebih banyak, karena sampai saat ini untuk bahan baku obat sendiri masih mengandalkan dari impor. Dengan dibuatnya bahan baku obat sendiri diharapkan dapat mengurangi ketergantungan akan impor bahan baku, sehingga harga yang diberikan kepada konsumen juga bisa lebih murah.

Jadi untuk anggota Direksi setelah dilakukan akuisisi terdiri dari: Direktur Utama, Direktur Keuangan, Direktur Umum dan SDM, Direktur Pemasaran, Direktur Produksi, dan Direktur Pengembangan. Rapat Direksi juga dilakukan secara berkala, minimal satu kali dalam satu bulan (KEP-117/M-MBU/2002 dan PER-01/MBU/2011).

Berdasarkan KEP-117/M-MBU/2002 dan PER-01/MBU/2011, Dewan Komisaris diharuskan untuk membentuk Komite Audit dan komite-komite lainnya bila perlu. Dengan tetap berpedoman pada peraturan-peraturan yang ada dan juga melakukan *benchmark* terhadap perusahaan lain, maka disarankan komite-komite yang dibentuk pasca akuisisi yaitu: 1) Komite Audit, 2) Komite GCC, 3) Komite Remunerasi, Nominasi, dan Pengembangan SDM, 4) Komite Risiko Usaha. Salah seorang anggota Komisaris berkedudukan sebagai Ketua Komite. Anggota Komite berstatus Independen dan memiliki latar belakang/keahlian sesuai dengan yang dibutuhkan masing-masing komite.

## 5.5 Ringkasan hasil

Dari analisis kinerja keuangan, penilaian perusahaan, dan analisis *governance structure*, maka hasil-hasil yang diperoleh dapat diringkas sebagai berikut: analisa horizontal yang dilakukan untuk melihat tren kinerja perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan pada PT. Kimia Farma Tbk. memiliki tren yang lebih baik dibandingkan kinerja keuangan pada PT. Indofarma Tbk.. Hal ini dapat dilihat dari tren total asset dan total ekuitas perusahaan cenderung meningkat dalam waktu 5 tahun terakhir, di sisi lain total kewajiban perusahaan juga cenderung meningkat. Sementara pada PT. Indofarma Tbk. menunjukkan tren yang sebaliknya pada total aset dan total kewajiban yang dimiliki perusahaan dalam waktu 3 tahun terakhir cenderung menurun, namun di sisi lain total ekuitas perusahaan menunjukkan tren yang cenderung stabil dan mengalami sedikit peningkatan di akhir tahun.

Dari sisi penjualan dapat dilihat bahwa tren penjualan pada Kimia Farma cenderung menurun dalam waktu 5 tahun terakhir ini dan dalam jumlah yang lebih besar daripada penjualan pada Indofarma. Tren penjualan Indofarma cenderung mengalami penurunan dalam waktu 2 tahun terakhir ini. Tren laba usaha pada Kimia Farma menunjukkan peningkatan dalam waktu 5 tahun terakhir, karena mengalami peningkatan penjualan dan efisiensi beban pokok penjualan. Tren laba usaha pada Indofarma terlihat fluktuatif dalam 5 tahun terakhir ini, hal ini dapat terjadi karena Indofarma susah untuk melakukan efisiensi selain itu penjualan juga fluktuatif dan trennya cenderung menurun. Laba bersih yang diperoleh Kimia Farma dalam 5 tahun terakhir menunjukkan tren yang meningkat, namun pada Indofarma menunjukkan penurunan pada tahun 2006-2009 dan meningkat di tahun 2010.

Untuk analisa rasio yang dilakukan mencakup rasio profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan aktivitas. Analisa rasio profitabilitas secara keseluruhan menunjukkan peningkatan baik pada Kimia Farma dan Indofarma, namun peningkatan yang ditunjukkan oleh Kimia Farma lebih baik karena lebih stabil dan cenderung meningkat trennya. Analisa rasio likuiditas menunjukkan kemampuan Kimia Farma dalam memenuhi hutang jangka pendeknya jauh lebih baik daripada Indofarma. Dari rasio solvabilitas dapat dilihat bahwa baik Kimia

Farma maupun Indofarma memiliki kemampuan untuk melunasi utang jangka panjangnya, namun Kimia Farma dapat melakukannya dengan lebih baik, disamping karena utang perusahaan lebih sedikit dan juga kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar bunga meningkat. Analisa rasio aktivitas menunjukkan Kimia dapat menggunakan asset yang dimiliki dengan lebih efektif dan efisien dibanding Indofarma. Dari Analisa kinerja keuangan ini menjadi salah satu hal yang dapat mendasari dilakukannya akuisisi Indofarma oleh Kimia Farma. Kementerian BUMN sebagai RUPS ingin melakukan perbaikan kinerja perusahaan BUMN menjadi lebih baik dan dapat berdaya saing. Hal ini didukung dengan kebijakan *rightsizing* BUMN yang akan diterapkan pada BUMN farmasi Tbk ini.

Proses akuisisi ini belum terjadi dan masih sebatas kajian, namun Kementerian BUMN sudah mulai membicarakan rencana untuk dilakukannya proses ini. Penilaian perusahaan dilakukan dengan menggunakan *spreadsheet method*, yaitu dengan menggunakan *free cash flow*. Selain itu metode penilaian yang juga digunakan adalah *net asset* dan *market value*. Untuk melakukan penilaian perusahaan ini dilakukan beberapa asumsi. Hasil yang diperoleh dari metode *free cash flow to the firm* dengan WACC 10,25% diperoleh *total value of the firm* Indofarma adalah Rp. 1.745.759.350.085,- dan harga saham PT. Indofarma Tbk. adalah Rp. 563,- per lembar saham. Berdasarkan metode *net asset*, maka diperoleh *net asset* perusahaan adalah Rp. 311.268.138.244,- dan kelayakan harga saham PT. Indofarma Tbk. adalah Rp. 100,- per lembar saham. Berdasarkan metode *Market value*, maka diperoleh nilai perusahaan adalah Rp. 480.386.462.506,- (Harga pasar saham per 20 Desember 2011 Rp. 155,-), metode ini berdasarkan pada harga pasar yang ada dan dikalikan dengan jumlah saham yang beredar.

Untuk membangun sebuah perusahaan yang terpercaya, perusahaan harus memiliki pondasi yang bagus, mulai dari struktur, sistem, dan proses. Setiap perusahaan memiliki struktur organisasinya masing-masing dan berusaha untuk menerapkan GCG sebagai pondasi bisnis yang kuat. Melalui penerapan GCG diharapkan dapat terbentuk suatu struktur dan sistem yang mengatur kerja sama, koordinasi, dan pengawasan yang baik antara BOC dan BOD, sehingga

pengelolaan terhadap asset yang dimiliki oleh perusahaan dapat berjalan dengan baik. Secara keseluruhan *governance structure* pada perusahaan-perusahaan yang dianalisis sudah memenuhi ketentuan yang dibuat oleh Pemerintah (KEP-117/M-MBU/2002 dan PER-01/MBU/2011), KNKG, IICD, dan IICG walaupun tidak semua ketentuan yang ada diadopsi secara penuh, namun lebih disesuaikan pada kebutuhan perusahaan yang bersangkutan. Setelah dilakukan analisis, maka setelah melakukan akuisisi struktur Direksi dilengkapi dengan membentuk Direktur Pengembangan, karena perusahaan farmasi berbasis pada inovasi sehingga diperlukannya ide-ide yang inovatif dan kreatif untuk ke depannya dapat meningkatkan kinerja perusahaan untuk terus berkembang dan memiliki daya saing terhadap perusahaan-perusahaan farmasi lain (nasional dan global). Dengan tetap berpedoman pada peraturan-peraturan yang ada, maka struktur di bawah Dewan Komisaris juga dapat dilengkapi dengan menambah Komite risiko usaha/pemantau risiko sesuai dengan KEP-117/M-MBU/2002, KNKG, dan ICGN. Setelah akuisisi komite-komite yang ada terdiri yaitu: 1) Komite Audit, 2) Komite GCC, 3) Komite Remunerasi, Nominasi, dan Pengembangan SDM, 4) Komite Risiko Usaha Pemantau risiko. Sehingga dengan dilengkapinya struktur-struktur di bawah Dewan Komisaris, maka diharapkan praktek *Good Corporate Governance* di perusahaan dapat berjalan dengan baik. Sesuai dengan tugas Dewan Komisaris sebagai pengawas dan pengarah jalannya aktivitas bisnis.



## BAB 6

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 6.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dari penelitian yang telah dilakukan, maka dapat dirumuskan kesimpulan sebagai berikut:

- a. Penilaian Perusahaan dihitung dengan menggunakan *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) dan *net asset*. Pada metode FCFF diperoleh nilai perusahaan dengan WACC 10,25% adalah Rp. 1.745.759.350.085,- dan harga saham Rp. 563,- per lembar saham. Berdasarkan metode *net asset*, maka diperoleh *net asset* perusahaan adalah Rp. 311.268.138.244,- dan kelayakan harga saham PT. Indofarma Tbk. adalah Rp. 100,- per lembar saham. Berdasarkan metode *Market value*, maka diperoleh nilai perusahaan adalah Rp. 480.386.462.506,- (Harga pasar saham per 20 Desember 2011 Rp. 155,-).
- b. Setelah dilakukan akuisisi, maka kemungkinan akan terjadi perubahan pada struktur tata kelola perusahaan. Setelah dilakukan analisis pada masing-masing struktur tata kelola perusahaan dan dilakukan benchmark, maka disarankan bentuk ideal struktur tata kelola perusahaan setelah diakuisisi adalah sebagai berikut: Dewan Pengawas/Komisaris pada Perusahaan setelah akuisisi adalah 5 komisaris, yang terdiri dari 1 Komisaris Utama, 1 Komisaris, dan 3 Komisaris Independen. Anggota Direksi terdiri dari: Direktur Utama, Direktur Keuangan, Direktur Umum dan SDM, Direktur Pemasaran, Direktur Produksi, dan Direktur Pengembangan, dan melengkapi struktur di bawah Dewan Komisaris yaitu dengan membentuk Komite risiko usaha/komite pemantau risiko.

#### 6.2 Saran

Dari hasil penelitian diperoleh beberapa hal yang dapat dijadikan sebagai masukan bagi pihak-pihak yang bersangkutan, yaitu: Kementerian BUMN, perusahaan yang bersangkutan (BUMN Farmasi Tbk), Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan (Bapepam-LK), dan juga bagi akademisi dan peneliti selanjutnya. Masukan-masukan tersebut antara lain:

a. Bagi Kementerian BUMN

Dalam perusahaan BUMN, RUPS diwakilkan oleh Kementerian BUMN. Sebagai pemegang kekuasaan tertinggi atas perusahaan BUMN, maka disarankan untuk:

- Proses akuisisi melalui berbagai macam tahapan, dan dalam hal ini Kementerian BUMN yang berperan sebagai RUPS dan pemegang saham tertinggi dapat menetapkan suatu keputusan atau melakukan kebijakan yang terkait dengan perusahaan yang bersangkutan, sehingga proses akuisisi yang terjadi dapat berjalan dengan lancar.
- Melakukan pembentukan Direktur Pengembangan setelah dilakukannya akuisisi, karena pengembangan merupakan hal yang penting bagi industri farmasi yang berbasis pada inovasi. Selain itu juga struktur dibawah Dewan Komisaris dilengkapi dengan membentuk Komite risiko usaha/pemantau risiko.

b. Bagi perusahaan yang bersangkutan

Saran untuk perusahaan yang bersangkutan, yaitu:

- Akuisisi melalui proses yang cukup panjang, dan salah satunya yang harus dipersiapkan perusahaan adalah pada tahap *due diligence*, sehingga dari proses *due diligence* ini dapat dibuat suatu kesimpulan atau catatan mengenai sumber daya perusahaan target, kesiapannya dalam melakukan akuisisi, *hidden value* yang dimiliki oleh perusahaan target juga dapat digali melalui proses ini, dan berbagai macam hal atau informasi lain yang dapat diperoleh dari perusahaan target.
- Setelah dilakukan akuisisi, perusahaan dapat mengoptimalkan kapasitas mesin yang ada untuk memproduksi untuk meminimalisir *idle capacity*. Utilitas mesin pada PT. Indofarma Tbk. sebelum dilakukan akuisisi hanya 40%. Utilitasi alat fasilitas manufaktur di Indofarma baru 1/6 dari keseluruhan fasilitas yang digunakan, untuk itu setelah akuisisi diharapkan utilitas mesin dapat ditingkatkan sehingga dapat memproduksi lebih banyak obat dan meningkatkan *sales* perusahaan.
- Membentuk unit khusus Riset dan Pengembangan yang berada dibawah pengawasan Direktur Pengembangan. Riset dan Pengembangan dilakukan

untuk menggali inovasi-inovasi dalam menghasilkan produk baru, hal ini juga dikarenakan industri farmasi di Indonesia masih tertinggal dibanding luar negeri, bahan sintetik obat banyak yang diimpor, dan untuk menyesuaikan dengan perkembangan obat yang cukup pesat.

c. Bagi Bapepam-LK

- Bapepam sebagai pengawas pasar modal disarankan untuk membuat kebijakan dalam mendeteksi adanya *earning management* pada suatu perusahaan dan selalu dievaluasi, sehingga kondisi pasar modal dapat lebih baik. Karena salah satu motivasi dilakukannya *earning management* adalah sebagai motivasi pasar modal (laporan keuangan merupakan salah satu informasi bagi investor).

d. Bagi Akademisi dan peneliti selanjutnya

Merger, akuisisi, dan *corporate governance* adalah hal yang menarik untuk dipelajari dan dikaji lebih dalam, sehingga disarankan untuk melakukan kajian lebih dalam mengenai merger, akuisisi, dan *corporate governance* yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia.

## DAFTAR REFERENSI

- Al-Laham, A., L. Schweizer, T. L. Amburgey. (2010). Dating before marriage? Analyzing The Influence of Pre-acquisition Experience and Target Familiarity on Acquisition Success in the “M&A as R&D” Type of Acquisition. *Scandinavian Journal of Management* (2010) 26, 25-37.
- Anthony, R.N., D.F. Hawkins, K.A. Merchant. (2007). *Accounting Text & Cases 12<sup>th</sup> edition*. McGraw Hill International Edition. New York.
- Arranz, N. J. Fdez de Arroyabe. (2007). Governance Structure in R&D Networks: Analysis in the European Context. *Technological Forecasting and Social Change* 27(2007) 645-662.
- Ariffianto, R. (2010). Konsumsi Obat Indonesia Terendah di ASEAN. <http://indonesiacompanynews.wordpress.com> 05/01/2012 22:00.
- Avianti, Ilya. (2006). Mengungkapkan Praktik Earning Management di Perusahaan. *Jurnal Bisnis, Manajemen dan Ekonomi*, Volume 7 No. 3 Februari 2006.
- Baye, M.R. (2010). *Managerial Economics and Business strategy*. McGraw-Hill International Edition.
- Bernando, F.R., R. Setyowati, M.A. Maulendra, N.K. Dewi, A. Subhan. (2011). Industry Update. [www.mandiri.co.id](http://www.mandiri.co.id) 16/12/2011
- Bernstein, L.A. and J.J. Wild. (1998). *Financial Statement Analysis Theory, Application, and Interpretation 6<sup>th</sup> edition*. McGraw Hill International Edition. New York.
- Bris, A. and C. Cabolis. (2007). Corporate Governance Convergence Through Cross-Border Mergers: The Case of Aventis.
- Cadbury. 1992. *The Financial Aspect of Corporate Governance*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset 2<sup>nd</sup> Edition*. Jhon Wiley & Sons, Inc. United States of America.
- Damodaran, A. (2011). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition*
- Daniri. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Komite Nasional Kebijakan Governance.

- Denis, D.K. and J.J. McConnell. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 38, No. 1 (Mar, 2003), pp. 1-36.
- Duncan, C and M. Mtar. (2006). Determinants of International Acquisition Success: Lessons From FirstGroup in North America. *European Management Journal* Vol. 24, No. 6, pp. 396-410.
- Eiteman, D. K., A.I. Stonehill, M. H. Moffett. (2010). *Multinational Business Finance* 12<sup>th</sup> edition. Pearson Education, Inc. Prentice Hall. United States of America.
- Fernandez, P. (2002). Company Valuation Methods The Most Common Errors in Valuations. Working Paper no. 449 UESE Business School.
- Ghazali, N.A. (2010). Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management* Vol. 20 No. 2, 2010 pp. 109-119
- Hanafi, M. M. (2009). *Manajemen Risiko edisi ke dua*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Hanggraeni. (2008). Pengaruh Privatisasi PT. Indofarma (Persero) Tbk.. Disertasi. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Hanggraeni, D. (2010). *Pengelolaan Risiko Usaha*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Hasyir, D. A. (2009). Pengungkapan Informasi Pertanggungjawaban Sosial Pada Laporan Tahunan Perusahaan-Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. Department of Accounting, Padjajaran University.
- Ibrahim, M. Ika Permata, W. Ari Wibowo. (2010). Dampak Pelaksanaan ACFTA Terhadap Perdagangan Internasional Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* Juli 2010.
- Martynova, M. and L. Renneboog. (2009). What Determines The Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, and The Means of Payment?. *Journal of Corporate Finance* 15 (2009) 290-315.
- Miles, D. and A. Scott. (2005). *Macroeconomics Understanding The Wealth of Nations* 2<sup>nd</sup> edition. Jhon Wiley & Sons Ltd., England.
- Mustamu, R. (2007). *Manajemen Rantai Pasokan Industri Farmasi di Indonesia*. Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Petra, Surabaya

- Nelson, J. (2005). Corporate Governance Practices, CEO Characteristics, and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance* 11(2005)197-228.
- Nurhayati, E. (2009). Metode Penilaian Bisnis dalam Merger dan Akuisisi Suatu Perusahaan. Center for Accounting Development. Department of Accounting, Padjajaran University. Bandung, Indonesia.
- Octaviani, L. (2010). Valuasi Nilai Transaksi Akuisisi Matahari Department Store dengan Menggunakan Metode Discounted Cash Flow. Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Purwanti, L. (2010). Kajian Tentang Pedoman *Good Corporate Governance* di Negara-negara anggota ACMF. Kemenkeu BAPEPAM LK.
- Ross, S. A., R.W. Westerfield, J. Jaffe. (2010). *Corporate Finance 9<sup>th</sup> edition*. McGraw Hill International Edition, New York.
- Shibayama, S., K. Tanikawa, R. Fujimoto, and H. Kimura. (2008). Effect of Merger and Acquisitions on Drugs Discovery: Persepective From a Case Study of Japanese Pharmaceutical Company. *Drug Discovery Today* Vol. 13, No. 112.
- Siregar, S.V. and S. Utama. (2008). Types of Earning Management and the effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate Governance Practices: Evidence From Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43 (2008) 1-27.
- Spillane, J. J. (2010). *Ekonomi Farmasi*. Grasindo. Jakarta
- Stanwick, P. and S. Stanwick. (2010). The Relationship between Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study of Canadian Firm. *The Business Review, Cambridge*, Vol. 6 no. 2. Auburn University.
- Suprayitno, G., Khomsiyah, D. Darmawati, S. Yasni, M. Susandy, Ratnawati. (2006). Laporan Corporate Governance Perception Index 2005: Mewujudkan GCG Sebagai Sebuah Sistem. The Indonesian Institute of Corporate Governance.
- Syakhroza, A. (2003). Telaah Governance Sistem Keuangan Negara. *Usahawan* No. 05 TH XXXVII 2008.
- Syakhroza, A. (2005). *Corporate Governance: Sejarah dan Perkembangan, Teori, Model, dan Sistem Governance serta Aplikasinya pada Perusahaan BUMN*. Pidato Pengukuhan Guru Besar Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Thompson, A. A., A.J. Strickland, J. E. Gamble. (2010). *Crafting and Executing Strategy The Quest for Competitive Advantage Concepts and Cases 7<sup>th</sup> edition.*

Ulrich, S. and Kummer, C. (2007). Why Merger and Acquisition Waves Occurs- The Vicious Circle from Pressure to Failure. Alcan Chair of Environmental Management, Program Director, Building High Performance Boards, Global Corporate Governance Research Initiative IMD International.

Weston, J.F., M. L. Mitchell, J.H. Mulherin. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance 4<sup>th</sup> Edition.* Pearson Education, Inc., New Jersey.

Villalonga, B. and R. Amit. (2009). Medco Energi International. Harvard Business School.

Zhuang, J., D. Edward, V. Capulong. (2001). *Corporate Governance and Finance in East Asia 2<sup>nd</sup> edition.*

Annual report PT. Indofarma Tbk.

Annual report PT. Kalbe Farma Tbk.

Annual report PT. Kimia Farma Tbk.

Indonesian Institute of Corporate Directorship (IICD) GCG Sheet 2011

International Corporate Governance Network. ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009)

Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara (Nomor: KEP-117/MBU/2002). Penerapan Praktek Good Corporate Governance Pada Badan Usaha Milik Negara.

*Masterplan* BUMN 2010-2014

Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara (Nomor: PER-01/MBU/2011). Penerapan Tata Kelola Perusahaan (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara

Peraturan Bank Indonesia Nomor 8/4/PBI/2006 Tentang Pelaksanaan Good Corporate Governance Bagi Bank Umum.

Report on The Observance of Standards and Codes. Corporate Governance Country Assessment Indonesia 2010. [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

Lampiran 1: Proyeksi *Income Statement* tahun 1-tahun 5

		tahun 1	tahun 2	tahun 3	tahun 4	tahun 5
1	penjualan bersih	1,173,668,335,246	1,314,508,535,476	1,472,249,559,733	1,648,919,506,901	1,846,789,847,729
2	HPP	(816,988,304,470)	(915,026,901,007)	(1,024,830,129,127)	(1,147,809,744,623)	(1,285,546,913,978)
3	Laba kotor	356,680,030,776	399,481,634,469	447,419,430,606	501,109,762,278	561,242,933,752
	Beban Usaha					
4	beban penjualan	190,323,799,342	213,162,655,263	238,742,173,894	267,391,234,762	299,478,182,933
5	beban umum&admin	103,134,785,492	115,510,959,752	129,372,274,922	144,896,947,912	162,284,581,662
6	Laba usaha	63,221,445,942	70,808,019,455	79,304,981,790	88,821,579,604	99,480,169,157
	penghasilan/(beban) lain-lain					
7	beban keuangan	(27,782,487,637)	(31,116,386,153)	(34,850,352,492)	(39,032,394,791)	(43,716,282,166)
8	penghasilan bunga	1,173,678,933	1,314,520,405	1,472,262,854	1,648,934,396	1,846,806,524
9	laba(rugi)kurs bersih	107,587,772	120,498,305	134,958,102	151,153,074	169,291,443
10	kerugian penurunan nilai piutang usaha	(3,143,497,080)	(3,520,716,729)	(3,943,202,737)	(4,416,387,065)	(4,946,353,513)
11	kerugian penurunan nilai piutang lain-lain	(535,629,874)	(599,905,459)	(671,894,114)	(752,521,408)	(842,823,977)
	pemulihan cadangan kerugian					
12	penurunan nilai piutang usaha	1,546,031,565	1,731,555,353	1,939,341,995	2,172,063,035	2,432,710,599
13	kerugian penyisihan persediaan	(3,739,967,645)	(4,188,763,763)	(4,691,415,414)	(5,254,385,264)	-5884911495



		<b>tahun 1</b>	<b>tahun 2</b>	<b>tahun 3</b>	<b>tahun 4</b>	<b>tahun 5</b>
14	lain-lain bersih	(7,989,263,736)	(8,947,975,384)	(10,021,732,431)	(11,224,340,322)	-12571261161
		(40,363,547,701)	(45,207,173,425)	(50,632,034,236)	(56,707,878,345)	-63512823746
15	Laba sebelum pajak	22,857,898,241	25,600,846,030	28,672,947,553	32,113,701,260	35,967,345,411
	(beban)/manfaat pajak					
16	pajak kini	(12,743,271,382)	(14,272,463,948)	(15,985,159,622)	(17,903,378,777)	(20,051,784,230)
17	pajak tangguhan	3,937,640,582	4,410,157,452	4,939,376,347	5,532,101,508	6,195,953,689
		(8,805,630,800)	(9,862,306,496)	(11,045,783,275)	(12,371,277,268)	(13,855,830,541)
18	Laba sebelum hak minoritas	14,052,267,441	15,738,539,534	17,627,164,278	19,742,423,991	22,111,514,870
19	hak minoritas	(25,726)	(28,814)	(32,271)	(36,144)	(40,481)
20	Laba bersih	14,052,241,715	15,738,510,720	17,627,132,007	19,742,387,848	22,111,474,389

Lampiran 2: Proyeksi Balance Sheet tahun 1- tahun 5

ASET LANCAR	tahun 1	tahun 2	tahun 3	tahun 4	tahun 5
Kas dan setara kas	171,740,379,554	185,994,831,057	201,432,402,035	218,151,291,403	236,257,848,590
Investasi jk. Pendek	2,324,608,825	2,517,551,357	2,726,508,120	2,952,808,294	3,197,891,382
piutang usaha	185,551,295,923	200,952,053,485	217,631,073,924	235,694,453,059	255,257,092,663
piutang lain-lain	5,182,593,900	5,612,749,193	6,078,607,376	6,583,131,789	7,129,531,727
persediaan	162,258,112,381	175,725,535,709	190,310,755,173	206,106,547,852	223,213,391,324
pajak dibayar di muka	101,084,427,333	109,474,434,802	118,560,812,890	128,401,360,360	139,058,673,270
uang muka&beban dbayar di muka	35,999,950,569	38,987,946,467	42,223,946,023	45,728,533,543	49,524,001,828
<b>JUMLAH ASET LANCAR</b>	<b>664,135,100,459</b>	<b>719,258,313,797</b>	<b>778,956,753,843</b>	<b>843,610,164,412</b>	<b>913,629,808,058</b>
<b>ASET TIDAK LANCAR</b>					
aset pajak tangguhan	25,753,994,225	27,891,575,746	30,206,576,533	32,713,722,385	35,428,961,343
aset tetap	91,386,935,681	98,972,051,342	107,186,731,603	116,083,230,326	125,718,138,444
aset lain-lain	13,592,385,841	14,720,553,866	15,942,359,837	17,265,575,703	18,698,618,486
<b>JUMLAH ASET TIDAK LANCAR</b>	<b>130,741,264,510</b>	<b>141,592,789,465</b>	<b>153,344,990,990</b>	<b>166,072,625,242</b>	<b>179,856,653,137</b>
<b>TOTAL ASET</b>	<b>794,876,364,969</b>	<b>860,851,103,262</b>	<b>932,301,744,833</b>	<b>1,009,682,789,654</b>	<b>1,093,486,461,195</b>

Lampiran 2: Proyeksi Balance sheet tahun 1- tahun 5

KEWAJIBAN	tahun 1	tahun 2	tahun 3	tahun 4	tahun 5
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>					
utang bank	108,138,262,075	117,113,737,828	126,834,178,067	137,361,414,847	148,762,412,279
utang usaha	277,167,874,974	300,172,808,597	325,087,151,710	352,069,385,302	381,291,144,282
uang muka penjualan	29,065,802,973	31,478,264,620	34,090,960,583	36,920,510,312	39,984,912,667
utang pajak	9,433,752,407	10,216,753,857	11,064,744,427	11,983,118,215	12,977,717,027
beban yang masih harus dibayar	32,465,243,818	35,159,859,055	38,078,127,357	41,238,611,928	44,661,416,718
utang bank jangka panjang jatuh tempo 1 thn	4,219,133,013	4,569,321,053	4,948,574,700	5,359,306,400	5,804,128,831
utang sewa guna usaha jatuh tempo 1 thn	180,732,520	195,733,320	211,979,185	229,573,458	248,628,055
Kewajiban lancar lainnya	821,483,439	889,666,564	963,508,889	1,043,480,127	1,130,088,978
utang lain-lain	2,384,319,828	2,582,218,373	2,796,542,498	3,028,655,526	3,280,033,934
<b>TOTAL KEWAJIBAN LANCAR</b>	<b>463,876,605,048</b>	<b>502,378,363,267</b>	<b>544,075,767,418</b>	<b>589,234,056,114</b>	<b>638,140,482,771</b>
<b>KEWAJIBAN TDK LANCAR</b>					
kewajiban manfaat karyawan diestimasi	33,960,250,645	36,778,951,449	39,831,604,419	43,137,627,586	46,718,050,675
utang sewa guna usaha jk. Pjg	482,436,158	522,478,359	565,844,063	612,809,120	663,672,277
utang bank jk. Pjg	4,172,146,264	4,518,434,403	4,893,464,459	5,299,622,009	5,739,490,636
<b>Total kewajiban tdk lancar</b>	<b>38,614,833,066</b>	<b>41,819,864,211</b>	<b>45,290,912,940</b>	<b>49,050,058,714</b>	<b>53,121,213,588</b>

TOTAL KEWAJIBAN	502,491,438,114	544,198,227,478	589,366,680,358	638,284,114,828	691,261,696,359
	tahun 1	tahun 2	tahun 3	tahun 4	tahun 5
Hak minoritas	963,421	1,043,385	1,129,986	1,223,775	1,325,348
EKUITAS					
Modal saham	306,444,664,661	331,879,571,828	359,425,576,290	389,257,899,122	421,566,304,749
Tambah modal disetor	74,256,589,547	80,419,886,479	87,094,737,057	94,323,600,233	102,152,459,052
Saldo laba:					
ditentukan penggunaannya	13,823,403,897	14,970,746,420	16,213,318,373	17,559,023,798	19,016,422,773
tdk ditentukan penggunaannya	(102,140,694,671)	(110,618,372,328)	(119,799,697,231)	(129,743,072,102)	(140,511,747,086)
TOTAL EKUITAS	292,383,963,434	316,651,832,399	342,933,934,488	371,397,451,051	402,223,439,488
Total <i>liabilities and equity</i>	794,876,364,969	860,851,103,262	932,301,744,833	1,009,682,789,654	1,093,486,461,195

Lampiran 3: *Free cash flow to the firm*

	tahun 1	tahun 2	tahun 3	tahun 4	tahun 5	terminal year
EBIT	63,221,445,942	70,808,019,455	79,304,981,790	88,821,579,604	99,480,169,157	111,417,789,456
Tax	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT (1-T)	47,416,084,456	53,106,014,591	59,478,736,342	66,616,184,703	74,610,126,868	83,563,342,092
(-) capex	(18,883,256,388)	24,267,948,929	26,282,188,690	28,463,610,351	30,826,090,011	33,384,655,481
(+) depresiasi	(13,456,456,783)	11,215,705,510	12,146,609,067	13,154,777,620	14,246,624,162	15,429,093,967
(-) Δ Noncash working capital	16,277,256,092	5,863,247,266	6,349,896,790	6,876,938,223	7,447,724,096	8,065,885,195
FCFF	36,565,627,969	34,190,523,906	38,993,259,929	44,430,413,748	50,582,936,923	57,541,895,382
PVIF	33,166,102,466	31,011,813,067	35,368,036,217	40,299,695,010	45,880,214,896	
WACC:						
10.25%						
terminal value					1,770,519,857,916	
value of firm	1,745,759,350,085					
price per share	563					

Lampiran 4: Rasio Aktivitas

	COGS		Inventory		inventory turnover	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF (times)	INAF (times)
2006	1,595,251,796,805	770,718,531,822	220,258,240,066.00	128,928,884,976.00	7.24	5.98
2007	1,717,630,506,289	983,208,144,681	302,486,023,297.00	205,874,065,386.00	5.68	4.78
2008	1,982,480,481,232	1,145,182,421,000	414,916,063,504.00	209,251,234,862.00	4.78	5.47
2009	2,065,807,554,976	820,419,578,132	437,405,549,887.00	141,953,393,148.00	4.72	5.78
2010	2,279,309,994,224	129,453,843,277	386,653,606,316.00	159,253,043,404.00	5.89	0.81

	sales		account receivable		receivable turnover	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	207,341,987,600.00	213,106,248,640.00	10.56	4.82
2007	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	300,140,627,361.00	239,299,293,411.00	7.88	5.32
2008	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	265,127,292,672.00	201,875,752,133.00	10.20	7.32
2009	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	304,591,350,065.00	172,610,534,558.00	9.37	6.52
2010	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	357,711,599,224.00	127,273,940,555.00	8.90	8.23

Lampiran 4: Rasio Aktivitas (lanjutan)

	sales		total asset		total asset turnover	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	1,261,224,634,982	686,937,377,885	1.74	1.49
2007	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	1,386,739,149,721	1,009,440,000,000	1.71	1.26
2008	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	1,445,669,799,639	964,143,569,150	1.87	1.53
2009	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	1,565,831,266,274	728,034,877,647	1.82	1.55
2010	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	1,657,291,834,312	733,957,862,391	1.92	1.43

Lampiran 5: Rasio Likuiditas

	current aset		current liabilities		current ratio	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	747,903,881,679	563,170,475,433	352,670,992,156.00	379,341,520,748.00	2.12	1.48
2007	893,446,818,652	899,306,954,863	433,564,022,986.00	686,297,191,677.00	2.06	1.31
2008	950,617,883,670	843,316,002,428	449,854,948,189.00	632,907,640,357.00	2.11	1.33
2009	1,020,884,466,060	581,221,771,114	510,854,102,156.00	376,911,513,356.00	2.00	1.54
2010	1,139,548,849,755	582,662,405,444	469,822,675,254.00	375,535,696,160.00	2.43	1.55

	cash and cash equivalen		account receivables		other receivables		acid test ratio	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	210,381,277,934	90,873,073,338	207,341,987,600	213,106,248,640	6,025,429,559	4,614,506,409	141%	134%
2007	224,513,805,980	361,265,502,897	300,140,627,361	239,299,293,411	3,929,929,300	2,890,891,906	150%	159%
2008	221,955,781,752	263,287,772,466	265,127,292,672	201,875,752,133	3,802,629,568	5,101,957,781	113%	69%
2009	224,513,805,980	110,875,233,538	304,591,350,065	172,610,534,558	7,262,410,186	7,740,544,800	119%	46%
2010	265,445,594,112	120,917,910,081	357,711,599,224	127,273,940,555	10,907,603,787	5,195,846,084	124%	67%



	AR		Sales		sales:365		collection period	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	207,341,987,600	213,106,248,640	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	5,999,218,868	2,812,809,682	35	76
2007	300,140,627,361	239,299,293,411	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	6,481,194,252	3,488,109,589	46	69
2008	265,127,292,672	201,875,752,133	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	7,410,214,821	4,050,918,508	36	50
2009	304,591,350,065	172,610,534,558	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	7,819,336,138	3,082,343,537	39	56
2010	357,711,599,224	127,273,940,555	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	8,722,820,011	2,871,008,648	41	44

Lampiran 6: Rasio Solvabilitas

	total liabilities		total equity (shareholder's equity)		debt to equity ratio	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	390,570,748,341	406,451,033,454.00	870,653,886,641	280,485,521,917	45%	145%
2007	478,711,551,186	717,874,312,552.00	908,027,598,535	291,560,000,000	53%	246%
2008	497,905,256,839	667,548,227,758.00	947,764,542,800	298,720,165,595	53%	223%
2009	570,516,166,178	429,313,361,761.00	995,315,100,096	296,594,527,646	57%	145%
2010	543,257,475,734	422,689,679,147.00	1,114,028,943,712	311,266,809,984	49%	136%

	EBIT		interest expense		time interest earned	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	60,631,420,635	62,232,901,181	27,725,241,514	18861302162	2.19	3.30
2007	77,499,717,486	44,710,000,000	27,838,007,530	19549961247	2.78	2.29
2008	107,036,568,627	63,019,449,666	42,843,467,867	35310666756	2.50	1.78
2009	111,933,445,657	45,908,783,359	49,893,995,387	37851428662	2.24	1.21
2010	146,198,442,006	56,447,719,591	42,543,008,305	28005365027	3.44	2.02

Lampiran 7: Rasio Profitabilitas

	NI		Sales		profit margin	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	43,989,948,288.00	15,240,675,138	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	2.01%	1.48%
2007	52,189,435,346.00	11,080,000,000	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	2.21%	0.87%
2008	55,393,774,869.00	5,031,898,680	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	2.05%	0.34%
2009	62,506,876,510.00	2,125,637,967	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	2.19%	0.19%
2010	101,624,585,511.00	12,546,644,388	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	3.19%	1.20%

	operating income		Sales		operating margin	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	60,631,420,635	62,232,901,181	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	3%	6%
2007	77,499,717,486	44,710,000,000	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	3%	4%
2008	107,036,568,627	63,019,449,666	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	4%	4%
2009	111,933,445,657	45,908,783,359	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	4%	4%
2010	146,198,442,006	56,447,719,591	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	5%	5%

	COGS		Sales		sales-cogs		gross profit margin	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	1,595,251,796,805	770,718,531,822	2,189,714,886,927	1,026,675,533,939	594,463,090,122	255,957,002,117	27%	25%
2007	1,717,630,506,289	983,208,144,681	2,365,635,901,845	1,273,160,000,000	648,005,395,556	289,951,855,319	27%	23%
2008	1,982,480,481,232	1,145,182,421,000	2,704,728,409,703	1,478,585,255,395	722,247,928,471	333,402,834,395	27%	23%
2009	2,065,807,554,976	820,419,578,132	2,854,057,690,479	1,125,055,390,936	788,250,135,503	304,635,812,804	28%	27%
2010	2,279,309,994,224	129,453,843,277	3,183,829,303,909	1,047,918,156,470	904,519,309,685	918,464,313,193	28%	88%

Lampiran 7: Rasio Profitabilitas (lanjutan)

	NI		total equity		ROE	
	KAEF	INAF	KAEF	INAF	KAEF	INAF
2006	43,989,948,288.00	15,240,675,138	870,653,886,641	280,485,521,917	5%	5%
2007	52,189,435,346.00	11,080,000,000	908,027,598,535	291,560,000,000	6%	4%
2008	55,393,774,869.00	5,031,898,680	947,764,542,800	298,720,165,595	6%	2%
2009	62,506,876,510.00	2,125,637,967	995,315,100,096	296,594,527,646	6%	1%
2010	101,624,585,511.00	12,546,644,388	1,114,028,943,712	311,266,809,984	9%	4%