

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *FINANCING*  
*DECISION* PADA *ACQUISITION PAYMENT***

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI  
Yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2007-2012)**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**RANDI KHARIS SIDIQ  
NIM. C2A309022**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2013**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Randi Kharis Sidiq

Nomor Induk Mahasiswa : C2A 309022

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Usulan Penelitian : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI *FINANCING DECISION*  
PADA *ACQUISITION PAYMENT*  
(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN YANG  
TERDAFTAR DI BEI YANG MELAKUKAN  
AKUISISI PERIODE TAHUN 2007-2012)**

Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfianto, SE, M.M.

Semarang, 10 September 2013

Dosen Pembimbing,

Erman Denny Arfianto, SE, M.M.

NIP. 197612052003121001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Penyusun : Randi Kharis Sidiq

Nomor Induk Mahasiswa : C2A309022

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI *FINANCING DECISION*  
PADA *ACQUISITION PAYMENT*  
(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN YANG  
TERDAFTAR DI BEI YANG MELAKUKAN  
AKUISISI PERIODE TAHUN 2007-2012)**

**Telah dinyatakan lulus pada tanggal 30 Agustus 2013**

Tim Penguji :

1. Erman Denny Arfianto, SE, M.M. (.....)
2. Dr. Suharnomo, MSi. (.....)
3. Drs. Prasetiono, MSi. (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Randi Kharis Sidiq, menyatakan bahwa skripsi dengan judul **Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Financing Decision* Pada *Acquisition Payment* (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI Yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2007-2012)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan dari orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal di atas, baik sengaja ataupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 10 September 2013  
Yang membuat pernyataan,

Randi Kharis Sidiq  
NIM. C2A309022

## MOTTO

*"..Allah akan meninggikan orang-orang yang beriman diantaramu dan orang-orang yang diberi ilmu pengetahuan beberapa derajat. Dan Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan".(QS. Al-Mujaadilah: 11)*

*"Menuntut ilmu adalah kewajiban bagi seorang muslim laki-laki dan muslim perempuan". (H.R. Ibnu Majah dan Al Baihaki)*

*"Barang siapa menuntut ilmu, maka ALLAH akan memudahkan baginya jalan menuju surga".(H.R. Imam Muslim)*

*"HIDUP INDAH DI BAWAH NAUNGAN SYARI'AT ISLAM..."*

*(LUISS – LASKAR UMAT ISLAM SEMARANG)*

*"FROM HERE WE BEGIN.... AND AT AL-AQSA WE WILL MEET..."*

*(MUJAHIDIN)*

## PERSEMBAHAN

*Skripsi ini aku persembahkan untuk:*

∞ *Bapak, Ibu, dan adik tercinta*

∞ *Teman-Teman di Gombong, Jogja dan Semarang*

∞ *Rekan-rekan seperjuangan di L'UISS (Laskar Umat Islam Semarang)*

*dan Yayasan Salafush Shalih Semarang*

## **ABSTRACT**

*This study aimed to determine the factors that influence financing decisions on companies will make acquisitions with analyzing free variables: debt , ownership structure, and Capital of Cost Consideration for cash financing, debt financing, and equity financing as the dependent variable.*

*This research is quantitative with the sampling technique use purposive sampling in order to obtain a total sample of 33 companies. Data obtained on the basis of financial reports published on BEI, IDX, and ICMD. The analysis technique is using logistic analysis was previously tested by the method of Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test. Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test, and the overall model fit.*

*Based on the analysis of data, showed that the level of leverage has a positive impact on cash financing, has a negative effect on debt financing, and has no effect on equity financing. Managerial ownership structure has no effect on the financing decision. Cash positive effect on cash financing, debt financing on the negative, and no effect on equity financing*

*Keywords: Financing Decision, Acquisition Payment, Cost of Capital Consideration, Pecking Order Theory, Market Timing, Agency Problem, Debt Overhang, Trade Off Theory*

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan pada perusahaan yang akan melakukan akuisisi dengan menganalisis variabel bebas yaitu hutang, struktur kepemilikan, dan *Cost of Capital Consideration* terhadap *cash financing*, *debt financing*, dan *equity financing* sebagai variabel terikatnya

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* sehingga diperoleh jumlah sampel sebanyak 33 perusahaan. Data diperoleh berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan di BEI, IDX, dan ICMD. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis logistik yang sebelumnya diuji dengan metode *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*. *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*, dan *overall model fit*.

Berdasarkan hasil analisis data, menunjukkan bahwa tingkat *Leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *cash financing*, mempunyai pengaruh negatif pada *debt financing*, dan tidak berpengaruh pada *equity financing*. Struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada *financing decision*. Kas berpengaruh positif pada *cash financing*, negatif pada *debt financing*, dan tidak berpengaruh pada *equity financing*

Kata Kunci : *Financing Decision, Acquisition Payment, Cost of Capital Consideration, Pecking Order Theory, Market Timing, Agency Problem, Debt Overhang, Trade Off Theory*



## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “ **Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Financing Decision* Pada *Acquisition Payment* (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI Yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2007-2012)**”

Penulis menyadari bahwa dalam terselesainya penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, dukungan, bimbingan, dan saran dari berbagai pihak. Maka dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih dalam kesempatan ini, yang ditujukan kepada :

1. Prof. Drs. Mohammad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D, selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk dapat menyelesaikan skripsi ini sebagai salah satu syarat kelulusan.
2. Erman Denny Arfianto, SE, M.M. sebagai dosen pembimbing atas waktu, perhatian, saran, dan segala bimbingan serta arahnya selama penulisan skripsi ini.
3. Drs. Mudiantono, M.Sc, selaku dosen wali atas bimbingan yang telah diberikan.
4. Segenap dosen dan staf Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro untuk ilmu bermanfaat yang telah diajarkan.

5. Bapak, Ibu dan adikku tercinta, serta seluruh Keluarga Besarku yang telah memberikan dukungan dan doanya sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
6. Rekan-rekan seperjuanganku di Laskar Umat Islam Semarang (LUISS) dan Yayasan Salafush Shalih *Jazakumulloh Khoiron Katsiro* atas persahabatan dan supportnya selama ini.
7. Seluruh teman-teman Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Reguler II angkatan 2009 atas kebersamaannya selama kuliah.
8. Rekan-rekan di Majelis Ta'lim yang tidak saya bisa saya sebutkan satu per satu, saya ucapkan juga terimakasih atas dukungannya selama ini.
9. Semua pihak yang telah memberikan bantuan, semangat, dan inspirasi pada penulis yang tidak dapat penulis cantumkan satu-persatu

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, penulis mohon maaf apabila ada kekurangan. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, 10 September 2013  
Penulis,

Randi Kharis Sidiq  
NIM. C2A309022

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN .....	iv
MOTTO .....	v
PERSEMBAHAN .....	vi
ABSTRACT .....	vii
ABSTRAK .....	viii
KATA PENGANTAR .....	ix
DAFTAR ISI .....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR .....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN .....	xvii
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	12
1.3 Tujuan Penelitian .....	13
1.4 Manfaat Penelitian .....	14
1.4.1 Manfaat Teoritis Akademis .....	14
1.4.2 Manfaat Praktis .....	15
1.5 Sistematika Penulisan .....	15
BAB II TINJAUAN PUSTAKA .....	17
2.1 Definisi Konsep .....	17
2.1.1 Pengertian Akuisisi .....	17
2.1.2 Tujuan Akuisisi .....	19
2.1.3 Klasifikasi Akuisisi .....	20

2.1.4	Motif Akuisisi .....	23
2.1.5	Metode Pembayaran Akuisisi ( <i>Acquisition Payment</i> ) ....	26
2.2	Landasan Teori .....	29
2.2.1	<i>Capital of Consideration</i> .....	29
2.2.2	<i>Agency Problem</i> .....	33
2.2.3	<i>Debt Ocerhang dan Trade Off Theory</i> .....	38
2.3	Penelitian Terdahulu .....	41
2.4	Kerangka Pemikiran .....	43
2.5	Telaah Hubungan Antar Variabel .....	44
2.5.1	Pengaruh Hutang Terhadap <i>Debt Financing</i> .....	44
2.5.2	Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap <i>Equity Financing</i> .....	46
2.2.3	Pengaruh Kas Terhadap <i>Debt Financing</i> .....	47
BAB III	METODE PENELITIAN .....	49
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	49
3.1.1	Variabel Penelitian .....	49
3.1.2	Definisi Operasional Variabel .....	49
3.1.2.1	Variabel Dependen .....	49
3.1.2.2	Variabel Independen .....	50
3.2	Populasi dan Sampel .....	54
3.2.1	Populasi .....	54
3.2.2	Sampel .....	56
3.3	Jenis dan Sumber Data .....	56
3.4	Metode Analisis Data .....	56
3.5.1	Analisis Data Kuantitatif .....	56
3.5.2	Analisis Regresi Logistik ( <i>Logistic Regression</i> ) .....	57

BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN .....	61
4.1	Hasil Penelitian.....	61
4.1.1	Diskripsi Obyek Penelitian .....	61
4.1.2	Deskriptif Variabel Penelitian .....	61
4.1.3	Hasil Analisis Regresi Logistik .....	63
4.1.3.1	Penilaian Model Fit .....	64
4.1.3.2	Estimasi Parameter.....	69
4.1.3.3	Uji Hipotesis Persamaan I .....	70
4.1.3.4	Penilaian Model Fit .....	72
4.1.3.5	Estimasi Paameter .....	76
4.1.3.6	Uji Hipotesis Persamaan II .....	78
4.1.3.7	Penilaian Model Fit .....	80
4.1.3.8	Estimasi Paameter .....	85
4.1.3.8	Uji Hipotesis Persamaan III .....	86
4.2	Pembahasan .....	88
4.2.1	Pengujian Hipotesis 1 .....	88
4.2.2	Pengujian Hipotesis 2 .....	88
4.2.3	Pengujian Hipotesis 3 .....	89
4.2.4	Pengujian Hipotesis 4 .....	90
4.2.5	Pengujian Hipotesis 5 .....	91
4.2.6	Pengujian Hipotesis 6 .....	92
4.2.7	Pengujian Hipotesis 7 .....	93
4.2.8	Pengujian Hipotesis 8 .....	94
4.2.9	Pengujian Hipotesis 9 .....	94
BAB IV	PENUTUP .....	96
5.1	Kesimpulan .....	96
5.2	Keterbatasan Penelitian .....	97
5.3	Saran .....	97

DAFTAR PUSTAKA .....	99
LAMPIRAN	

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu .....	41
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel .....	54
Tabel 4.1 Deskriptif Variabel Bebas .....	61
Tabel 4.2 Deskriptif Variabel Terikat .....	62
Tabel 4.3 Overall fit Model .....	64
Tabel 4.4 Omnibus Test of Model Coefficients .....	65
Tabel 4.5 Uji Hosmer dan Lemeshow .....	66
Tabel 4.6 Koefisien Determinasi .....	66
Tabel 4.7 Ketepatan Klarifikasi.....	67
Tabel 4.8 Uji Multikolinearitas .....	68
Tabel 4.9 Uji Hipotesis .....	69
Tabel 4.10 Overall fit model .....	72
Tabel 4.11 Omnibus Test of Model Coefficients .....	73
Tabel 4.12 Uji Hosmer dan Lemeshow .....	73
Tabel 4.13 Koefisien Determinasi .....	74
Tabel 4.14 Ketepatan Klarifikasi.....	75
Tabel 4.15 Uji Multikolinearitas .....	76
Tabel 4.16 Uji Hipotesis .....	77
Tabel 4.17 Overall fit model .....	80
Tabel 4.18 Omnibus Test of Model Coefficients .....	81
Tabel 4.19 Uji Hosmer dan Lemeshow .....	82
Tabel 4.20 Koefisien Determinasi .....	82
Tabel 4.21 Ketepatan Klarifikasi.....	83
Tabel 4.22 Uji Multikolinearitas .....	84

Tabel 4.23 Uji Hipotesis ..... 85



## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Visualisasi Akuisisi .....	18
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran .....	44

## **DAFTAR LAMPIRAN**

- Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan
- Lampiran 2 Data Keuangan Perusahaan
- Lampiran 3 Hasil Olah Data

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Tidak dapat dipungkiri bahwa situasi persaingan perusahaan di era globalisasi dan pasar bebas sekarang ini semakin ketat. Situasi seperti ini cenderung memaksa perusahaan berlomba agar mereka dapat bertahan, memiliki daya saing yang bagus, atau bahkan untuk memperebutkan posisi sentral di pasar sehingga lebih berkembang. Perusahaan disini perlu untuk melahirkan berbagai rencana strategis yang tepat agar dapat mempertahankan eksistensinya serta mengembangkan kinerja perusahaannya.

Merger dan akuisisi dilakukan oleh perusahaan-perusahaan untuk mencapai sasaran strategis dan sasaran finansial tertentu. Keduanya melibatkan penggabungan dua organisasi yang seringkali berbeda dari segi karakter perusahaan, budaya dan sistem nilainya (Sudarsanam, 1999). Sukses dari suatu *takeover* karena tergantung dari seberapa baik kedua organisasi diintegrasikan. Ada berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) pada perusahaan yang melakukan *takeover* yang memiliki kepentingan atas atas berhasilnya suatu *takeover* tersebut. Para pemegang saham (*shareholders*) dan para manajer adalah dua dari kelompok pemegang saham terpenting sedangkan lainnya adalah para karyawan, konsumen, masyarakat setempat dan perekonomian secara luas.

Sudarsanam, (1999) menjelaskan bahwa merger dan akuisisi merupakan suatu cara pengembangan dan pertumbuhan perusahaan. Dari waktu ke waktu,

perusahaan-perusahaan lebih menyukai pertumbuhan eksternal melalui akuisisi dibanding pertumbuhan internal. Sementara itu istilah merger, akuisisi dan pengambilalihan, semuanya merupakan *idiom* merger dan akuisisi. Dalam merger perusahaan menggabungkan dan membagi sumber daya yang mereka miliki untuk mencapai tujuan bersama. Para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan menggabungkan dan membagi sumberdaya yang mereka miliki untuk mencapai tujuan bersama. Para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan yang bergabung tersebut seringkali tetap dalam posisi sebagai pemilik bersama entitas yang digabungkan. Akuisisi lebih merupakan sebuah perjanjian, sebuah perusahaan membeli aset atau saham perusahaan lain, dan para pemegang saham dari perusahaan yang menjadi sasaran akuisisi (perusahaan target) berhenti menjadi pemilik perusahaan. Dalam merger, entitas baru dapat dibentuk (dari atau dengan menyertakan) perusahaan yang digabungkan, sedangkan pada akuisisi, perusahaan target menjadi tambahan atau cabang dari perusahaan yang mengakuisisi.

Penggabungan usaha dilakukan atas dasar pertimbangan hukum, perpajakan atau alasan lainnya. Menurut Hartono (2003) akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan didasari oleh beberapa alasan antara lain *economic of scale*, memperbaiki manajemen, penghematan pajak, diversifikasi, dan meningkatkan *corporate growth rate*. *Economic of Scale* maksudnya bahwa perusahaan harus berusaha mencapai skala operasi dengan biaya rata-rata terendah. Skala ekonomi bukan hanya dalam artian proses produksi saja melainkan juga dalam bidang pemasaran, personalia, keuangan serta administrasi. Penggabungan

usaha ada 2 yaitu secara internal dan eksternal. Secara internal sendiri yaitu dilakukan dengan cara memperluas kegiatan perusahaan yang sudah ada, misalnya dengan cara menambah kapasitas pabrik, menambah produk atau mencari pasar baru. Sebaliknya secara eksternal sendiri dilakukan dengan cara membeli perusahaan yang sudah ada atau dibeli oleh perusahaan yang lebih besar.

Kenaikan aktivitas M&A didukung dengan adanya peraturan perundang-undangan yang mempermudah masuknya investor asing, hal tersebut dibuktikan dengan adanya peningkatan pelaksanaan M&A. Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU) juga mencatat bahwa sepanjang tahun 2010, terdapat sekurang-kurangnya 7 notifikasi M&A yang masuk dan 3 diantaranya melibatkan pelaku usaha asing. Begitu pula pada tahun 2011, terdapat 45 notifikasi M&A yang masuk dan 18 diantaranya melibatkan unsur asing. Bukti tersebut menunjukkan bahwa lebih dari sepertiga aktivitas M&A di Indonesia melibatkan unsur asing (KPPU, 2011). Hal tersebut merupakan dampak dari fenomena penguatan aliansi strategis yang dirancang untuk menghadapi kompetisi global. Saat ini gelombang merger dan akuisisi (M&A) asing secara otomatis dapat membawa dampak positif bagi banyak sektor, terutama masuknya arus investasi ke Indonesia. Keadaan seperti ini merupakan capaian yang baik bagi peningkatan investasi Indonesia, sebab perekonomian nasional memperoleh sokongan permodalan yang cukup kuat. Arus investasi yang mengalami peningkatan memungkinkan roda perekonomian terus berputar mengikuti hantaman arus globalisasi di luar sana.

Merger dan akuisisi (M&A) dilakukan oleh perusahaan dengan harapan mendatangkan sejumlah keuntungan. Kondisi saling menguntungkan tersebut akan terjadi jika peristiwa M&A tersebut memperoleh sinergi. Sartono (2001) dalam Sulsitya (2013) menjelaskan bahwa “dengan merger dapat diperoleh synergism yaitu nilai keseluruhan lebih besar dari penjumlahan nilai bagian-bagiannya ( $4 + 4 = 10$ )”, oleh karena itu dengan M&A perusahaan dapat dikatakan memperoleh sinergi ketika perusahaan mencapai skala ekonomis yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Skala ekonomis yang dimaksud bukan hanya dalam artian proses produksi saja melainkan bidang pemasaran, personalia, keuangan dan juga administrasi. Intinya skala ekonomis yang ingin dicapai dalam melakukan merger adalah memanfaatkan secara maksimal dalam menggunakan sumber daya yang ada.

Beberapa perusahaan ada yang berhasil adapula yang gagal dalam melakukan kegiatan merger dan akuisisi, tapi aktivitas ini menunjukkan adanya usaha yang dilakukan perusahaan dalam mempertahankan atau bahkan mengembangkan perusahaannya. Keberhasilan merger dan akuisisi dapat tercipta dengan tidak mengabaikan faktor-faktor internal maupun eksternal, karena melakukan M&A tanpa memperhatikan faktor-faktor apa sajakah yang berpengaruh terhadap keberhasilan M&A justru akan membuat keadaan perusahaan semakin terpuruk.

Metode pembayaran merupakan salah satu faktor eksternal yang harus dipertimbangkan dalam menciptakan kesuksesan M&A. Pernyataan ini

didukung oleh penelitian yang dilakukan Muktiyanto (2005) menyatakan bahwa faktor eksternal seperti jenis metode pembayaran yang dipilih (baik kas maupun saham); serta penilaian atas nilai perusahaan dari para pelaku pasar yang dipengaruhi informasi asimetris (undervalued atau overvalued) merupakan faktor-faktor yang harus dipertimbangkan dalam melakukan M&A guna memperoleh keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Faktor eksternal tersebut berdasarkan penelitiannya dapat mempengaruhi perubahan pendapatan perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam kesepakatan M&A, baik bidding firm dan atau target firm.

Intinya keputusan melakukan M&A dianggap sebagai salah satu strategi dalam upaya pengembangan perusahaan dengan harapan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan (return) atas aktivitas M&A. Dengan pemilihan metode pembayaran yang tepat nantinya juga dapat membantu perusahaan dalam meningkatkan return bagi pemegang sahamnya. Kemampuan perusahaan dalam meningkatkan return nantinya akan menjadi daya tarik serta motivasi yang mendorong investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Namun investor yang rasional akan menggunakan informasi yang relevan sebelum mengambil suatu keputusan investasi.

Pengumuman informasi M&A yang dilakukan oleh perusahaan akan memberikan sinyal kepada pasar. Informasi tersebut akan dijadikan sebagai pertimbangan dalam melakukan keputusan berinvestasi. Dalam kenyataannya

keputusan investasi yang dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima dan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, return saham, serta aktifitas dari perdagangan saham perusahaan yang terlibat (Aritonang, dkk 2009) dalam Sulistya (2013). Adanya reaksi ini dapat dilihat dari perubahan harga saham yang nantinya juga dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang dapat diukur menggunakan return.

Berkaitan dengan metode pembayaran yang digunakan perusahaan dalam membiayai M&A juga merupakan informasi yang digunakan oleh investor sebelum melakukan keputusan berinvestasi. Metode pembayaran tersebut menggambarkan tingkat kemampuan atau sebagai kapabilitas perusahaan pengakuisisi (*bidding firm*) dalam melakukan akuisisi, serta dapat menunjukkan ekspektasi pasar terhadap sinergi yang dihasilkan oleh keputusan M&A. Oleh karena itu pengumuman M&A beserta informasi metode pembayaran yang digunakan dapat mempengaruhi return saham perusahaan yang terlibat (baik *bidder firm* maupun *target firm*). Adanya pengaruh metode pembayaran terhadap abnormal return juga telah banyak dibuktikan oleh para peneliti sebelumnya.

Penelitian ini berfokus pada strategi eksternal yaitu mengacu pada strategi akuisisi yang merupakan salah satu unsur strategi untuk melakukan efisiensi dengan berusaha sekaligus mendapatkan keuntungan dari aktivitas tersebut. Alasan dari penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan yang melakukan pengambilalihan dengan cara akuisisi karena akuisisi lebih mudah dibandingkan



merger. Dibandingkan akuisisi merger memiliki beberapa kekurangan, yaitu harus ada persetujuan dari para pemegang saham masing-masing perusahaan, sedangkan untuk mendapatkan persetujuan tersebut diperlukan waktu yang lama. (Harianto dan Sudomo, 2001, p.642)

Akuisisi melibatkan minimal dua perusahaan, yakni perusahaan pengakuisisi (*acquiring firm*) yaitu perusahaan yang berusaha mengambilalih perusahaan lainnya, dan perusahaan target (*target firm*) yaitu perusahaan yang akan diambil alih perusahaan lainnya. Akuisisi hanya terjadi jika suatu perusahaan memperoleh hak suara perusahaan lain dan keduanya tetap melanjutkan usahanya secara terpisah tetapi saling terkait sebagai suatu kesatuan yang utuh. Menurut Walker (2000) pengambilalihan perusahaan lain merupakan cara yang relatif mudah berekspansi dibanding mendirikan perusahaan yang sama sekali baru. Hal ini lebih disebabkan adanya kecenderungan perusahaan dapat membeli perusahaan lain dengan harga yang lebih murah. Selain itu perusahaan tentunya dapat memilih perusahaan target yang sesuai dengan tujuan dan keinginan pengakuisisi dalam melakukan aktivitas ini. Disisi lain pengambilalihan menyerupai akuisisi secara tidak langsung menyatakan bahwa perusahaan yang mengakuisisi lebih besar dari pada perusahaan target (Sudarsanam, 1999)

Strategi akuisisi yang dapat ditempuh perusahaan dalam mengatasi ketatnya persaingan tersebut membutuhkan kebijakan dalam bidang keputusan pendanaan (*financing decision*). Keputusan pendanaan ini berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Bahkan persoalan pembiayaan akuisisi

ini dalam salah satu situs berita bisnis yaitu [www.kontan.co.id](http://www.kontan.co.id) juga menjadi topik berita. Dimana ketika MNC Grup melalui anak usahanya, PT MNC Kapital Tbk mengakuisisi 30 % saham PT Bank ICB Bumiputera Tbk melalui metode pembayaran dengan saham. Pada kasus lain PT Benakat Petroleum Energy Tbk belum menuntaskan akuisisi PT Astrindo Mahakarya Indonesia yang berencana mengakuisisi 100% sahamnya. Hal tersebut dikarenakan masalah pendanaan akuisisi yang menjadi hambatan utamanya penyelesaian PT Astrindo Mahakarya Indonesia.

Perusahaan transportasi PT Cipaganti Citra Graha Tbk melanjutkan ekspansinya guna mempertebal pendapatan. Salah satu agendanya adalah dengan menambah armada. Dalam waktu dekat, Cipaganti akan merealisasikan rencana akuisisi satu perusahaan taksi di Semarang yaitu Pandu Taxi yang memiliki 125 unit kendaraan. Rencananya PT Cipaganti Graha Tbk akan mengumumkan secara resmi akuisisi tersebut pada bulan September (2013) Namun pihak perusahaan belum mau mengemukakan nilai akuisisi tersebut.

Perusahaan yang berkode saham CPGT ini juga akan menjajal peruntungannya ke sejumlah kota di Sumatra, seperti Palembang, Medan, Pekanbaru dan Lampung. Strategi yang akan dilakukan Cipaganti di kota-kota itu diprediksi sama seperti jurusnya di Semarang, yaitu melakukan akuisisi. Cipaganti juga berambisi bisa masuk ke Kalimantan dan Sulawesi. Selain masuk ke daerah baru, perusahaan yang berbasis di Bandung itu tetap mengembangkan bisnis taksinya yang sudah ada. Daerah-daerah itu antara lain Jakarta, Bandung, dan

Surabaya. Lebih lanjut, Cipganti juga berniat untuk masuk ke bisnis taksi bandara. Tidak hanya taksi, perusahaan juga berupaya membesarkan bisnis jasa transportasi lainnya seperti shuttle.

Cipaganti berniat menambah armadanya dengan 650 unit kendaraan. Perinciannya, sebanyak 350 unit merupakan taksi dan jumlah yang tersisa, 300 unit, berupa shuttle bus. Jumlah penambahan armada tersebut lebih sedikit dibanding dengan rencana awal yang ditetapkan manajemen Cipaganti di awal tahun ini, yaitu 2.000 unit. Revisi jumlah penambahan armada dilakukan karena dana hasil penawaran perdana saham (IPO) tidak sesuai dengan target awal. Cipaganti semula berharap mengantongi dana senilai Rp 400 miliar dari penjualan saham. Namun, dalam hajatan tersebut, perusahaan hanya mampu meraup fulus sekitar Rp 68 miliar. Selain dari IPO, Cipaganti harus mencari sumber dana lain untuk menambal kebutuhan biaya ekspansi. Beberapa waktu lalu, Cipaganti memperoleh pinjaman dari Bank CIMB Niaga sebesar Rp 250 miliar.

Kasus lain terkait akuisisi terjadi pada PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk (TELE) yang kembali melakukan ekspansi. Setelah mengakuisisi PT Mitra Telekomunikasi Seluler, perusahaan importir resmi iPhone, Tiphone akan menyelesaikan akuisisi Megafon, distributor produk ponsel Samsung pada bulan Juli ini. Sekretaris Perusahaan PT Tiphone Mobile Indonesia, Tbk Samuel Kurniawan menuturkan, untuk mengakuisisi distributor Samsung ini, emiten dengan kode saham ini menyiapkan investasi sebesar Rp 400 miliar. Rencananya, TELE akan mengakuisisi distributor Samsung tersebut di wilayah Jabodetabek

dan Jawa Barat. "Sekarang masih dalam tahap finalisasi. Juli ini sudah resmi diakuisisi," kata Samuel kepada KONTAN. Menurut Samuel, seperti saat akuisisi Mitra Telekomunikasi Seluler, perusahaan ini berharap aksi akuisisi terbaru itu mampu mendongkrak pertumbuhan penjualan perusahaan ini hingga 40% dari tahun lalu. Sebagai gambaran, di tahun 2012, TELE membukukan penjualan bersih sebesar Rp 8,19 triliun, naik 17,33% dari tahun 2011 yang sebesar Rp 6,98 triliun.

Situs [www.kontan.co.id](http://www.kontan.co.id) juga memberitakan aksi akuisisi yang terjadi di sektor perbankan. Pada berita yang dimuat hari rabu, 1 Mei 2013 KONTAN menyebutkan semakin banyak bank memilih tumbuh secara anorganik. Berdasarkan survei PwC Indonesia terhadap 82 bankir bank lokal dan bank asing, sebanyak 46% di antara mereka menyiapkan pertumbuhan anorganik. Sisanya, akan melakukan pertumbuhan organik, seperti penambahan modal, penyaluran kredit, tambah nasabah dan buka cabang baru. "Pertumbuhan anorganik itu seperti melakukan merger atau akuisisi untuk memperbesar saham," jelas Jusuf Wibisana, *Partner Assurance* PwC Indonesia, Selasa (30/4).

Alasan bank mengejar pertumbuhan lewat jalur ini karena melihat ada kendala di tahun ini, seperti kurangnya sumber daya manusia. Sementara, kompetisi antarbank, mulai dari perolehan sumber dana hingga pemberian kredit, semakin ketat. Bank Indonesia (BI) juga menetapkan kewajiban penyaluran kredit usaha mikro kecil dan menengah (UMKM) serta mengatur kredit konsumsi. Survei menyebutkan, jumlah peminat jalur anorganik ini lebih besar dibandingkan

tahun lalu yang hanya 10%. Jusuf menambahkan, perbankan kini lebih leluasa merencanakan merger dan akuisisi, karena BI telah menerbitkan kejelasan aturan akuisisi bank. Salah satunya aturan kepemilikan saham dan kepemilikan tunggal atau *single presence policy* (SPP). Di bawah prinsip ini, satu investor dimungkinkan memiliki dua bank sampai tiga bank.

Proses akuisisi yang terjadi di dunia perbankan diantaranya disebabkan karena kebutuhan untuk menghadirkan layanan one stop service. Salah satu caranya, memiliki anak usaha lembaga keuangan. Tahun 2013, ada tiga bank yang berniat memiliki anak usaha asuransi. Bank Bukopin dan Bank Jabar-Banten (BJB) berencana merampungkan akuisisi asuransi pada semester I 2013. Bank Bukopin berencana mengakuisisi asuransi jiwa patungan (join venture) yang memiliki tingkat rasio kesehatan atau risk based capital (RBC) 400%-500%. Bila sukses, tahun ini Bukopin menargetkan pertumbuhan pendapatan non-bunga 30%.

Sementara BJB berencana mengakuisisi asuransi umum dan perusahaan pembiayaan. Syaratnya, kedua perusahaan itu memiliki aset di bawah Rp 2 triliun. Untuk akuisisi ini, BJB sudah menyiapkan dana sebesar Rp 200 miliar. BJB sudah menyelesaikan uji tuntas (due diligence).

CIMB Niaga juga tertarik memiliki anak usaha asuransi. Bank yang mayoritas sahamnya milik investor Malaysia ini sedang sibuk melakukan uji tuntas terhadap tiga perusahaan asuransi. "Awalnya kami menyeleksi 10 asuransi, sekarang tinggal 3 asuransi," ujar Arwin Rasyid, Direktur Utama CIMB Niaga,

akhir pekan lalu. Di antara ketiga asuransi yang tengah diseleksi, terdapat asuransi asing. Sayangnya, Arwin belum mau buka-bukaan. Saat ini, CIMB Niaga memiliki 3% saham asuransi CIMB Sun Life. Sebelumnya, CIMB Niaga memiliki 20% saham Asuransi Cigna tetapi sahamnya dilepas ke Cigna Internasional.

Hal berbeda terjadi pada Bank BNI. Bank pelat merah ini malah berencana mencari investor strategis untuk BNI Life. Tujuannya, agar BNI Life bisa tumbuh lebih besar. Direktur Utama BNI, Gatot Mudiantoro Suwondo, mengatakan BNI akan melepas saham pada investor strategis dan ditargetkan rampung tahun ini. BNI masih berniat menjadi pemegang saham mayoritas di BNI Life. Saat ini, BNI sedang melakukan negosiasi dengan investor Jepang. BNI telah menunjuk Bahana, Danareksa dan BNP Paribas sebagai penjamin dalam penjualan saham minoritas BNI Life.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Melihat fenomena-fenomena bisnis yang terjadi serta dengan meninjau literatur-literatur yang mendasari penelitian ini bahwa terdapat beberapa faktor penting yang mendasari perusahaan dalam mengambil kebijakan akuisisi. Terutama dalam hal ini adalah masalah pendanaan akuisisi yang merupakan aspek utama yang harus diperhatikan perusahaan sebelum mengambil langkah-langkah strategis dalam akuisisi.

Berdasarkan latar belakang dan fenomena bisnis yang terjadi, maka rumusan pertanyaan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana Pengaruh hutang perusahaan terhadap keputusan pendanaan akuisisi dengan kas?
2. Bagaimana Pengaruh hutang perusahaan terhadap keputusan pendanaan akuisisi dengan hutang?
3. Bagaimana Pengaruh hutang perusahaan terhadap keputusan pendanaan akuisisi dengan ekuitas?
4. Bagaimana Pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan akuisisi pendanaan dengan kas?
5. Bagaimana Pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan akuisisi pendanaan dengan hutang?
6. Bagaimana Pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan akuisisi pendanaan dengan ekuitas?
7. Bagaimana Pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap akuisisi keputusan pendanaan dengan kas?
8. Bagaimana Pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap akuisisi keputusan pendanaan dengan hutang?
9. Bagaimana Pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap akuisisi keputusan pendanaan dengan ekuitas?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan uraian latar belakang masalah dan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh hutang (*leverage*) perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan kas.
2. Menganalisis pengaruh hutang (*leverage*) perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan hutang.
3. Menganalisis pengaruh hutang (*leverage*) perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan ekuitas.
4. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan kas.
5. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan hutang.
6. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan ekuitas.
7. Menganalisis pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan kas.
8. Menganalisis pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan hutang.
9. Menganalisis pengaruh *cash to acquisition value* perusahaan terhadap keputusan pendanaan dengan ekuitas.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

##### **1.4.1 Manfaat Teoritis Akademis**

1. Memberikan dukungan, masukan dan melengkapi penelitian terdahulu.



2. Sebagai bahan perbandingan dan bahan referensi bagi penelitian selanjutnya dalam melakukan riset penelitian yang berkaitan dengan keputusan pendanaan (*financing decision*) paa perusahaan yang melakukan akuisisi.

#### **1.4.2 Manfaat Praktis**

Bagi manajer investasi perusahaan, hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi akuisisi khususnya sebagai strategi perusahaan dalam hal keputusan pendanaan akuisisi.

### **1.5 Sistematika Penulisan**

#### **BAB I PENDAHULUAN**

Bab pertama merupakan bab pendahuluan yang mengemukakan mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

#### **BAB II TELAAH PUSTAKA**

Bab kedua membahas mengenai telaah pustaka yang diawali landasan teori, penelitian terdahulu, yang kemudian dilanjutkan dengan kerangka pemikiran.

### BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ketiga menguraikan mengenai metode penelitian yang membahas variabel dan definisi operasional, penentuan sampel, jenis dan sumber data, serta metode analisis yang digunakan.

### BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini berisi tentang deskripsi obyek penelitian serta analisis data dan pembahasannya.

### BAB V PENUTUP

Bab ini terdiri atas kesimpulan yang berisi penyajian secara singkat apa yang diperoleh dari pembahasan, keterbatasan penelitian dan saran.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Definisi Konsep**

##### **2.11 Pengertian Akuisisi**

Akuisisi berasal dari kata “*acquisitio*” (Latin) dan “*acquisition*” (Inggris), makna harfiah akuisisi adalah membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Menurut PSAK No. 2 paragraf 08 tahun 1999: “Akuisisi (*acquisition*) adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquirer*) memperoleh kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham”.

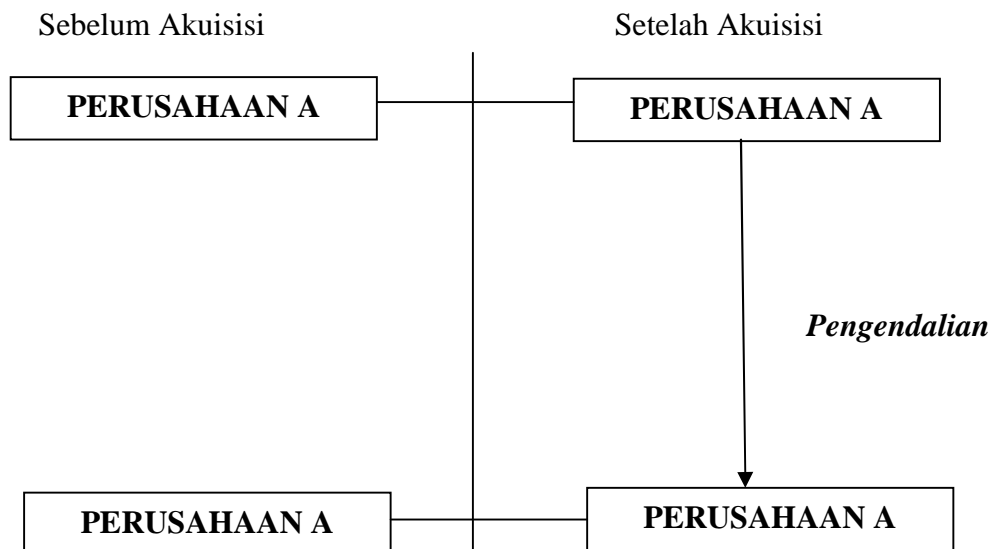
Michael A. Hitt, dkk (2002) menyatakan bahwa: “Akuisisi yaitu memperoleh atau membeli perusahaan lain dengan cara membeli sebagian besar saham dari perusahaan sasaran.”. P.S Sudarsanam (1999) dalam Christina (2003 : 9) “Akuisisi dapat didefinisikan sebagai sebuah perjanjian, sebuah perusahaan membeli aset atau saham perusahaan lain, dan para pemegang dari perusahaan lain yang menjadi sasaran akuisisi berhenti menjadi pemilik perusahaan.” Sementara itu Marcell Go dalam Christina (2003 : 9), dalam bukunya yang berjudul manajemen grup bisnis menyatakan bahwa: “Akuisisi sering juga disebut sebagai investasi peranan modal. Akuisisi adalah

penguasaan sebagian saham dari perusahaan subsidiary, melalui pembelian saham hak suara perusahaan subsidiary, dalam jumlah material (lebih dari 50%)”.

Akuisisi dalam terminologi bisnis diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambilalih atau perusahaan yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah (Moin, 2003). Ada beberapa cara dimana suatu perusahaan dapat diakuisisi oleh perusahaan lain (Damodaran, 1998).

**Gambar 2.1**

**Visualisasi Akuisisi**



Dalam merger, entitas baru dapat dibentuk (dari/dengan menyertakan) perusahaan yang digabungkan, sedangkan pada akuisisi, perusahaan target menjadi tambahan atau cabang dari perusahaan yang mengakuisisi. Pengambilalihan menyerupai akuisisi dan juga secara tidak langsung menyatakan bahwa perusahaan yang mengakuisisi lebih besar daripada perusahaan target. Apabila perusahaan target lebih besar dari perusahaan yang mengakuisisi, akuisisi semacam ini disebut pengambilalihan terbalik (reverse takeover).

### **2.1.2 Tujuan akuisisi**

Tujuan langsung suatu akuisisi adalah (pembuktian diri atas) pertumbuhan dan ekspansi aset perusahaan, penjualan dan pangsa pasar pihak pengakuisisi. Akan tetapi semua itu merupakan tujuan jangka menengah. Tujuan yang lebih mendasar adalah pengembangan kekayaan para pemegang saham melalui akuisisi yang ditujukan pada pengaksesan atau pembuatan penciptaan keunggulan kompetitif yang dapat diandalkan bagi perusahaan pengakuisisi. Dalam teori keuangan modern, memaksimalkan kekayaan pemegang saham dianggap sebagai kriteria rasional untuk investasi dan keputusan finansial yang dibuat oleh para manajer (Sudarsanam, 1999).

Akan tetapi memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dapat diganti dengan mengejar kepentingan pribadi para manajer pembuat keputusan tersebut. Menurut teori utilitas manajerial, akuisisi dapat didorong oleh

ego atau keinginan manajerial akan kekuasaan, atau hak istimewa yang sesuai dengan ukuran perusahaan.

### **2.1.3 Klasifikasi Akuisisi**

Klasifikasi Akuisisi berdasarkan bentuk dasar akuisisi:

#### 1. Akuisisi saham

Cara kedua untuk mengambil alih perusahaan lain adalah membeli saham perusahaan tersebut, baik dibeli secara tunai, ataupun menggantinya dengan sekuritas lain (saham atau obligasi). Faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan untuk memilih antara akuisisi saham:

- Dalam akuisisi saham, tidak diperlukan rapat umum pemegang saham (RUPS) dan pemungutan suara.
- Dalam akuisisi saham, perusahaan yang akan mengakuisisi dapat berhubungan langsung dengan pemegang saham target lewat tender offer.
- Akuisisi saham seringkali dilakukan secara tidak bersahabat untuk menghindari manajemen perusahaan target yang seringkali menolak akuisisi tersebut.
- Seringkali sejumlah minoritas pemegang saham dari perusahaan target tetap tidak mau menyerahkan saham mereka untuk dibeli dalam tender offer, sehingga perusahaan target tetap tidak sepenuhnya terserap ke perusahaan yang mengakuisisi.

## 2. Akuisisi Assets

Suatu perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain dengan jalan membeli aktiva perusahaan tersebut. Cara ini akan menghindarkan perusahaan dari kemungkinan memiliki pemegang saham minoritas, yang dapat terjadi pada peristiwa akuisisi saham. Akuisisi assets dilakukan dengan cara pemindahan hak kepemilikan aktiva-aktiva yang dibeli.

Berdasarkan keterkaitan operasinya, akuisisi dikelompokkan sebagai

berikut (Suad Husnan, 1998 : 648-651) :

### 1. Akuisisi Horisontal

Akuisisi ini dilakukan terhadap perusahaan lain yang mempunyai bisnis atau bidang usaha yang sama. Perusahaan yang diakuisisi dan yang mengakuisisi bersaing untuk memasarkan produk yang mereka tawarkan.

### 2. Akuisisi vertikal

Akuisisi ini dilakukan terhadap perusahaan yang berada pada tahap proses produksi yang berbeda. Misalnya, perusahaan rokok mengakuisisi perusahaan perkebunan tembakau.

### 3. Akuisisi konglomerat

Perusahaan yang mengakuisisi dan yang diakuisisi tidak mempunyai keterkaitan operasi. Akuisisi perusahaan yang menghasilkan food-product oleh perusahaan komputer, dapat dikatakan sebagai akuisisi konglomerat.

Dilihat dari proses melakukan, akuisisi dapat dikategorikan menjadi dua :

1. Hostile Takeover (pengambilalihan secara paksa)

Tindakan akuisisi yang dilakukan secara paksa yang biasanya dilakukan dengan cara membuka penawaran atas saham perusahaan yang ingin dikuasai di pasar modal dengan harga di atas harga pasar. Pengambilalihan secara paksa biasanya diikuti oleh pemecatan karyawan dan manajer untuk diganti orang baru dalam rangka melakukan efisiensi pada operasional perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan target yang diakuisisi secara paksa memiliki karakteristik sebagai berikut:

- Memiliki kinerja saham yang kurang baik di dalam industrinya dan di dalam semua pasar.
- Menghasilkan keuntungan yang sedikit selama proses akuisisi.
- Memiliki pemegang saham yang sangat rendah di dalamnya daripada perusahaan sejenisnya.

2. Friendly Takeover (pengambilalihan secara sukarela)

Proses pengambilalihan yang dikehendaki oleh kedua belah pihak, yaitu perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi.

Contoh: Ketika Nike mengakuisisi Converse.



#### 2.1.4 Motif Akuisisi

Selain itu terdapat motif perusahaan melakukan *takeover*. Motif melakukan Merger dan Akuisisi menurut Moin (2003) antarlain:

1. Motif ekonomi ditunjukkan dengan mencapai peningkatan nilai setelah merger dan akuisisi. Selain itu, motif ekonomi merger dan akuisisi meliputi mengurangi waktu, biaya dan risiko memasuki pasar baru, membangun kekuatan pasar, mengurangi persaingan, membangun kekuatan monopoli, dll.
  - Motif strategis juga termasuk motif ekonomi ketika aktivitas merger dan akuisisi diarahkan untuk mencapai posisi strategis perusahaan agar memberikan keunggulan kompetitif dalam industri (misal: market leadership, cost leadership).
  - Motif politis biasanya dilakukan oleh pemerintah demi kepentingan masyarakat umum atau ekonomi secara makro.
  - Motif perpajakan merupakan alternatif terbaik bagi perusahaan yang memiliki kelebihan kas dan menghindari pajak dengan membeli perusahaan lain.
2. Motif sinergi merupakan salah satu motivasi utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi, di mana manfaat ekstra atau sinergi tidak dapat diperoleh seandainya perusahaan-perusahaan tersebut bekerja secara terpisah. Secara sederhana, sinergi ditunjukkan dengan fenomena  $2+2=5$ .

- Sinergi operasi terjadi ketika perusahaan yang telah bergabung berhasil mencapai efisiensi biaya. Sinergi operasi dapat dibedakan menjadi economies of scale dan economies of scope.
  - Sinergi finansial dihasilkan ketika perusahaan hasil merger memiliki struktur modal yang kuat dan mampu mengakses sumber-sumber dari luar secara lebih mudah dan murah sedemikian rupa sehingga biaya modal perusahaan semakin menurun. Perusahaan yang memiliki struktur permodalan kuat akan diberi penilaian positif oleh publik. Sinergi finansial juga dapat diperoleh dari perbaikan aliran kas.
  - Sinergi manajerial dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan skill antar perusahaan.
  - Sinergi teknologi dapat dicapai dengan memadukan keunggulan teknik sehingga perusahaan-perusahaan merger dan akuisisi saling memetik manfaat.
  - Sinergi pemasaran ditunjukkan dengan semakin luas dan terbukanya pemasaran produk, bertambahnya lini produk yang dipasarkan, dan semakin banyaknya konsumen yang dapat dijangkau.
3. Motif diversifikasi dimaksudkan untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing. Manfaat lain diversifikasi adalah transfer teknologi dan pengalokasian modal. Sedangkan kerugian diversifikasi yaitu adanya subsidi silang.

4. Motif non-ekonomi berasal dari kepentingan personal (personal interest motive), baik dari manajemen perusahaan maupun dari pemilik perusahaan.

- Hubris Hypothesis menyatakan bahwa merger dan akuisisi semata-mata didorong oleh motif ketamakan dan kepentingan pribadi para eksekutif perusahaan.
- Ambisi pemilik untuk menguasai berbagai sektor industri. Perusahaan-perusahaan tersebut akan membentuk konglomerasi di bawah kendali perusahaan induk.

Contoh:

Mengapa China melakukan bisnis global dengan melakukan akuisisi perusahaan-perusahaan di negara lain ?

5. Selling/Brand Motives

Menurut analisis ekonomi, McKinsey & Co. diperkirakan China mengalami overcapacity pada tingkat 30-40% untuk mesin cuci, kulkas, dan microwave, dan mendekati 90% untuk produksi televisi (Lundig, 2006). Overcapacity yang ditinggalkan oleh perusahaan-perusahaan yang sebelumnya terlibat kontrak dengan perusahaan China (Gao, Woetzel & Wu, 2003).

### 2.1.5 Metode Pembayaran Akuisisi (Acquisition Payment)

Metode pembayaran adalah cara yang digunakan dalam transaksi M&A antara *bidding firm* dan *target firm*. Dalam pemilihan metode pembayaran yang digunakan, *bidding firm* maupun *target firm* harus benar-benar mempertimbangkan agar menguntungkan dari segi waktu dan biaya. Pemilihan metode pembayaran yang tepat dapat mempengaruhi keberhasilan M&A. Dalam PSAK No.22 serta Moin (2004) menyatakan bahwa pengambilalihan asset atau saham perusahaan dapat dilakukan dengan pembayaran yang menggunakan kas, hutang, saham, atau kombinasi ketiganya (Moin, 2004).

#### 1. Kas (*Cash Financing*)

Salah satu metode pembayaran transaksi akuisisi yang paling umum adalah dengan uang tunai atau kas. Pihak pengakuisisi bebas mendapatkan dana tunai tersebut dari berbagai macam sumber. Kas disini adalah sejumlah uang kas yang dibayarkan dari *bidding firm* kepada *target firm* secara tunai. Pembayaran secara tunai ini dilakukan ketika perusahaan memiliki uang tunai yang cukup besar. Pembayaran dengan tunai umumnya berasal dari sumber dana laba ditahan (pembayaran yang dilakukan dengan cara pengurangan modal sendiri), menerbitkan saham baru dan menjualnya hanya kepada pemegang saham lama saja.

#### 2. Hutang (*Debt Financing*)

*Debt Financing* digunakan oleh perusahaan dalam pembiayaan akuisisi saat *bidding firm* dengan menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas

tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga (hutang) yang biasa disebut dengan *leverage buy out* (LBO).

Miranda Anwar (2008) menjelaskan akuisisi dengan metode LBO adalah pengambilalihan perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi melalui pembelian seluruh atau sebagian besar saham perusahaan target yang pembayarannya dilakukan dengan dana pinjaman dari pihak ketiga. Dana pihak ketiga ini umumnya berasal dari investor institusional seperti dana pensiun, dana asuransi, reksadana dan lain sebagainya, serta dikoordinasi oleh *investment banking firm* yang secara khusus bergerak di bidang LBO. Dengan demikian, akuisisi dengan metode LBO menyebabkan pihak perusahaan pengakuisisi tidak mengeluarkan dana sendiri untuk pembayaran harga saham yang diakuisisi, kecuali sejumlah dana untuk kelancaran proses awal LBO tersebut.

### 3. Saham (*Stock / Equity Financing*)

*Equity financing* digunakan perusahaan dalam pembiayaan akuisisi jika *bidding firm* tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham *target firm* masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembayaran dengan cara pertukaran saham.

Dalam transaksi akuisisi yang dibayar dengan saham, pihak pengakuisisi menyerahkan sejumlah saham perusahaannya atau saham perusahaan lain yang dimilikinya kepada pihak perusahaan target atau pemegang saham perusahaan target yang sahamnya akan diakuisisi. Sebagaimana dalam

transaksi jual beli pada umumnya, nilai saham yang dibayarkan harus sesuai dengan harga saham yang akan diakuisisi.

### ***Share Swaps***

Dalam metode pembayaran transaksi akuisisi dengan saham dikenal juga dengan cara *share swaps*. Metode ini juga dikenal dengan nama *stock swaps* atau *all share deals* atau *all stock deals*.

*Share swaps* menurut Lawrence J Gitman (2006) adalah “*Acquiring firm exchanges its shares of the target company according to a predetermined ratio*”. Sehingga *share swaps* dilakukan dengan cara menukarkan saham kedua perusahaan lama kepada saham perusahaan baru.

Miranda Anwar (2008) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa *share swaps* adalah pertukaran saham antara satu perusahaan dengan perusahaan lain, dalam hal ini saham yang ditukar berasal dari portepel perusahaan atau saham baru yang khusus diterbitkan untuk tujuan *share swap* tersebut. Setelah transaksi *share swap* dilakukan, maka masing-masing perusahaan saling memegang saham satu sama lain. Dalam sejarah perseroan di Indonesia, *share swap* yang pertama kali terjadi antara perusahaan-perusahaan yang *listing* di pasar modal adalah *share swap* dalam grup Panin pada tahun 1992, yaitu antara saham PT Panin Bank dengan PT Pan Union Insurance dan PT Asuransi Jiwa Panin Putra.

#### 4. Kombinasi kas, hutang dan saham (combination)

Pembayaran dengan menggabungkan kedua atau ketiga unsur tersebut dapat dilakukan bila perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup kas, tidak ingin menggunakan seluruh sahamnya, atau perusahaan tidak ingin menggunakan hutang seluruhnya untuk membiayai transaksi *takeover*.

## 2.2 Landasan Teori

Martinova dan Renneberg (2008) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa faktor-faktor penentu *corporate financing decision* suatu perusahaan yang akan melakukan *takeover* dikelompokkan menjadi 3 yaitu: *Cost of Capital Consideration*, *Agency Problem*, dan *Debt Overhang & Trade Off Theory*.

### 2.2.1 *Cost of Capital Consideration*

Keputusan pendanaan *takeover* yang dilakukan oleh perusahaan terdiri dari tiga pilihan yaitu apakah dibiayai dengan kas, hutang, atau menggunakan ekuitas. Sementara itu biaya modal adalah faktor penting dalam menentukan struktur modal sebuah perusahaan ketika perusahaan akan melakukan keputusan pendanaan pada akuisisi. Weston dan Copeland (1992) memberikan definisi struktur modal sebagai keputusan pendanaan yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Menurut Lawrence, Gitman (2000), definisi struktur modal adalah sebagai berikut: "*Capital Structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm*". Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan

modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan. Ada dua macam tipe modal menurut Lawrence, Gitman (2000) yaitu modal hutang (debt capital) dan modal sendiri (equity capital).

Teori *Cost Of Capital Consideration* dalam kaitannya pada faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan pada akuisisi terdiri dari tiga macam, yaitu *Pecking Order Theory* dan *Market Timing*.

### ***Pecking Order Theory***

Konsep *pecking order theory* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961 dengan penelitian yang berjudul *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity*. Pada konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan (mendahulukan) pendanaan dari sumber internal guna membayar deviden dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya. Pendanaan internal diperoleh dari sisa laba atau laba ditahan dan arus kas dari penyusutan (depresiasi). Sedangkan pendanaan eksternal dilakukan terutama dengan menerbitkan obligasi ketimbang dengan penerbitan saham baru. Sesuai dengan hasil penelitiannya, Donaldson (1961) mengemukakan pendapat bahwa penerbitan utang (obligasi) dilakukan oleh perusahaan untuk menghindari atau mengeliminir biaya penerbitan (*floatation cost*) yang melekat pada pendanaan eksternal. Sehingga, dipilihnya penerbitan obligasi lebih utama



ketimbang penerbitan saham baru dikarenakan *floatation cost* untuk penerbitan obligasi lebih kecil ketimbang penerbitan saham baru.

*Pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Teori *pecking order* ini membuat hirarkhi sumber dana, yaitu dari internal (laba ditahan), dan eksternal (utang dan saham). Pemilihan sumber eksternal menurut Myers dan Majluf (1984) disebabkan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemegang saham. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal) sehingga manajemen akan menerbitkan saham baru dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Adanya asimetri informasi ini mengakibatkan terjadinya gap antara pengelola dan pemilik perusahaan yang memungkinkan terjadinya *moral hazard* pengelola,

sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi secara penuh tentang kondisi perusahaan.

*Pecking Order Theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984). Kontra terhadap *Trade off theory*, maka yang paling penting dari *The pecking order theory* menurut Myers (1984) adalah:

1. Perusahaan memilih pendanaan internal (internal found).
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi.
3. Kebijakan deviden yang konstan, digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu.

Teori tersebut menjelaskan urutan pendanaan. Menurut teori ini manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Teori *Packing Order* bisa menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil dikarenakan perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal.

Keuntungan yang tinggi menjadi dana internal mereka cukup untuk kebutuhan investasi.

### ***Market timing***

Market timing ability adalah kemampuan manajer investasi untuk mengambil kebijakan yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu dan juga menentukan waktu kapan seorang manajer investor masuk pasar dan keluar pasar pada saat yang tepat. Sedangkan aktivitas market timing berhubungan dengan forecast realisasi di masa mendatang dari portofolio pasar. Jika manajer investasi yakin dapat menghasilkan lebih baik dari rata-rata estimasi return pasar maka manajer akan menyesuaikan tingkat risiko portofolionya sebagai antisipasi perubahan pasar (Kon, 1983). Market timing juga berbicara tentang kapan harus keluar dari sebuah investasi untuk dipindahkan ke jenis investasi lainnya. Dalam implementasinya market timing berarti keluar pada saat pasar akan turun, dan masuk pada saat pasar akan naik.

### **2.2.2 Agency Problem**

Teori Keagenan dikembangkan pertama kali oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori ini membahas hubungan antara *principal* (pemilik perusahaan dan pemegang saham) dengan *agent* (manajemen). Hubungan tersebut mencakup pelimpahan wewenang dalam perusahaan, keputusan dari *principal* dengan tujuan agar manajemen memaksimalkan nilai perusahaan yang berarti menaikkan kesejahteraan para pemegang saham. Secara khusus teori keagenan membahas

tentang adanya hubungan keagenan, dimana suatu pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan pekerjaan kepada pihak lain (*agent*) yang melakukan pekerjaan.

Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Investor memiliki harapan bahwa manajer akan menghasilkan *return* dari uang yang diinvestasikan. Jika kedua belah pihak dalam hubungan ini mempunyai kepentingan sendiri-sendiri dapat dipastikan *agent* tidak bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*. Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak saling bekerja sama memiliki tujuan dan pembagian kerja yang berbeda. Menurut Einshart (1989) teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dari permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan. Pertama adalah masalah keagenan yang timbul karena keinginan-keinginan dan tujuan dari *principal* dan *agent* berlawanan, *principal* mengalami kesulitan untuk menverifikasi apa yang sesungguhnya sedang dikerjakan manajemen. Kedua, masalah pembagian risiko yang timbul pada saat *principal* dan *agent* memiliki asumsi yang berbeda terhadap risiko. Pada perusahaan konflik keagenan terjadi pada hubungan *principal* dan *agent* yang dapat memlih tindakan yang berbeda karena kebutuhan yang berbeda. Konflik keagenan pada perusahaan terjadi pada hubungan antara pemegang saham dan manajer, antara manajer dan kreditor, anantara manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham dalam Isnaini 2008). Konflik kepentingan yang disebabkan oleh kemungkinan bahawa *agent* tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan *principal* akan memicu terjadinya biaya yang disebut dengan biaya keagenan.

Biaya keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976) meliputi : 1). Biaya *monitoring* yaitu biaya yang dikeluarkan oleh *principal* untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer. Biaya *monitoring* antara lain biaya untuk membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan atau membayar asuransi untuk melindungi aset perusahaan. 2). Biaya *bonding* yaitu biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. 3). *Residual loss* yaitu biaya yang dikeluarkan *principal* yang mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran *principal*.

### **Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan suatu perusahaan merujuk kepada konfigurasi saham yang dimiliki oleh investor baik individual maupun institusional, baik yang berada dalam organisasi maupun diluar organisasi perusahaan. Struktur kepemilikan tersebut sangat beragam tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya. Pendanaan dari dalam perusahaan berasal dari *inside equity* (yang dimiliki oleh *outside shareholder*). Manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri. Misalnya para manajer mungkin berusaha untuk melakukan sesuatu yang akibatnya harus ditanggung oleh pemegang saham, mereka mungkin membuat keputusan-keputusan jangka pendek yang menguntungkan diri mereka sendiri (Crutchley dan Hansen, 1989) atau bisa juga dalam bentuk *perquisites* misalnya tunjangan eksekutif seperti fasilitas pribadi

yang mewah yang ditanggung perusahaan. Hal inilah yang kemudian memicu timbulnya masalah keagenan. Dalam penelitian ini struktur kepemilikan dipecah menjadi dua, yaitu:

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah para manajer atau pihak manajemen yang biasanya adalah para direktur dan komisaris, yang memiliki saham perusahaan dimana mereka bekerja. Kembali pada pengertian konflik keagenan, Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali (ownership dan control). Pemisahan ini terjadi ketika pemilik perusahaan mempekerjakan profesional, yaitu pihak yang akan disebut sebagai manajer untuk mengelola perusahaannya. Konflik keagenan ini akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Semakin besar konflik keagenan maka semakin rendah kinerja perusahaan karena konflik keagenan terkait dengan timbulnya biaya keagenan.

Mengatasi agency cost yang ditimbulkan oleh masalah keagenan dapat dikurangi dengan menambah kepemilikan manajerial dalam perusahaan (Jensen dan Mekling, 1979). Kepemilikan manajerial adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris. Variabel ini dilihat dari jumlah saham yang dimiliki oleh dewan manajerial dibagi jumlah saham yang beredar. Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka penambahan kekayaan melalui kepemilikan ini tergantung pada penciptaan nilai dalam

perusahaan yang dikelolanya, karena itu manajer akan terdorong untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer juga membantu memecahkan masalah *moral hazard* sehingga menyelaraskan kepentingan manajer dengan *shareholder* (Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard, Darius Palia, 1999). Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajer merupakan insiatif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan pernyataan Jensen dan Meckling (1976) bahwa dengan bertambahnya kepemilikan manajemen atas saham perusahaan dan manajer menjadi lebih *residual claimant* yang signifikan, akan semakin besar kemungkinan mereka akan mengambil keputusan-keputusan yang sejalan dengan harapan pemegang saham.

## 2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional disini adalah pemegang saham yang merupakan sebuah institusi atau perusahaan, baik lembaga keuangan maupun non keuangan. Untuk mengatasi kelemahan munculnya hutang dan proporsi insider yang terlalu besar, maka dibutuhkan suatu mekanisme pengendalian (Agrawal et al. 1996). Mereka berpendapat bahwa salah satu mekanisme pengawasan yang dapat digunakan adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui keterlibatan investor institusional. Adanya investor institusional ini akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Peningkatan proporsi

investor institusional dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Pemikiran rasional yang melandasi alasan ini adalah kepemilikan institusional yang seringkali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya saat terjadi pengambilalihan atau *take over*.

### ***2.2.3 Debt Overhang dan Trade off Theory***

#### ***Debt Overhang***

Debt overhang adalah kondisi dimana suatu perusahaan memiliki beban hutang yang sangat besar sehingga terkesan terlilit dan tidak dapat lagi untuk membayar serta perusahaan tidak mudah meminjam modal kembali, meskipun dengan pinjaman baru tersebut sebenarnya adalah sebuah investasi yang baik.

Myers (1977) dalam martynova dan Renneboog menjelaskan bagaimana perusahaan dapat meminimalkan risiko *debt overhang*. Dia berpendapat bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur dapat mendorong perusahaan untuk menerbitkan ekuitas daripada utang untuk mengumpulkan dana eksternal. Dalam pandangannya, preferensi memaksimalkan kekayaan pemegang saham dapat mendikte manajer melaksanakan suatu proyek jika manfaat yang diharapkan melebihi pembayaran kepada debtholders. Hal ini dapat menyebabkan kurangnya investasi manajer yang mungkin mengorbankan proyek investasi jika manfaat yang diharapkan hanya cukup untuk membayar utang dan tidak ada atau sedikit yang kembali ke pemegang saham. Untuk meminimalkan lingkup



kurangnya investasi, perusahaan dengan proyek-proyek berkualitas tinggi dapat membatasi leverage serta menghindari pinjaman lebih lanjut.

### ***Trade Off Theory***

Menurut Brealey dan Myers (1991), model *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Model ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal. Model ini merupakan pengembangan dari teori Modigliani Miller mengenai Irrelevance Capital Structure Hypothesis. MM berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka nilai perusahaan dengan menggunakan hutang sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Tetapi mereka merevisi kembali hasil temuan mereka dengan mengatakan bahwa adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan. Hal ini disebabkan bunga hutang yang dibayarkan akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan akan mampu meningkatkan nilainya dengan menggunakan hutang.

Suatu fakta yang berlawanan dengan temuan tersebut, dalam kenyataannya tidak ada satu perusahaan pun yang akan menggunakan dana yang seluruhnya berasal dari hutang ataupun dalam jumlah yang relatif besar. Model tersebut mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang timbul.

Sehingga suatu struktur modal yang optimal akan dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari penggunaan hutang dan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Hal ini pada Jensen & Meckling (1976) disebut *trade off model*. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai pada titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya financial distress dan *agency problem*. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal, menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal.

*Trade off theory* merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (kesulitan keuangan) dan *agency cost* (biaya keagenan). Dari model ini dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang tidak menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan keduanya instrument pembiayaan. *Trade off theory* merupakan model yang didasarkan pada *trade off* antara keuntungan dengan kerugian penggunaan hutang. *Trade off* tersebut dipengaruhi oleh beberapa variabel. Umumnya oleh keuntungan pajak dari penggunaan hutang, risiko financial distress dan penggunaan biaya agensi. Berdasarkan realita yang berasal dari hutang dalam jumlah yang besar, penggunaan modal sendiri mempunyai manfaat dan kerugian bagi perusahaan.

### 2.3 Penelitian terdahulu

Tujuan dari pemaparan pelaksanaan penelitian terdahulu adalah dimaksudkan untuk menggali informasi tentang aspek-aspek penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini. Dengan penelusuran penelitian ini akan dapat dipastikan aspek-aspek yang akan diteliti yang dapat diteliti dalam lingkup penelitian ini, dengan harapan penelitian ini tidak tumpang tindih dan tidak terjadi penelitian ulang dengan penelitian terdahulu. Penelitian terdahulu yang berhasil dipilih untuk dikedepankan dapat dilihat dalam tabel 2.4.

**Tabel 2.4**

#### **Penelitian Terdahulu**

No	Judul Penelitian/ Peneliti/Tahun	Metode Penelitian dan Alat Analisis	Hasil Penelitian
1.	Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns (Nickoalos G. Travlos,1987)	Event Study Methodology  Market Model	Pembayaran dengan saham menghasilkan abnormal return yang negatif signifikan diseputar tanggal pengumuman sedangkan pembayaran dengan kas menghasilkan abnormal return yang tidak berbeda dengan nol.
2.	Firms Characteristic, Stock Price Reaction, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisition (Nandkumar Nayar dan Jeannette Switzer, 1998)	Market Model	Transaksi M&A dengan saham tidak lagi mengarah pada abnormal return yang negatif pada saat periode pengumuman, tapi mencapai abnormal return yang positif signifikan.

3.	Merger and Acquisition : The Influence of Methods of Payment on Bidder's Share Price (R Chatterjee dan A Kuenzi,2001)	Standart Event Study Methodology  Market Model, Mean Adjusted Model dan Market Adjusted Mode	Transaksi M&A dengan saham tidak lagi mengarah pada abnormal return yang negatif pada saat periode pengumuman, tapi mencapai abnormal return yang positif signifikan.
4.	Mergers and Acquisitions in Europe (Martina Martynova & Luc Renneboog, 2006)	Emperical Model, Multinomial Logit Model, OLS Regressions	Pembayaran akuisisi dengan kas memicu kenaikan <i>abnormal returns</i> hingga 12%, lebih tinggi 7% dari pembayaran dengan ekuitas.
5.	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Pergeseran Risiko dan Pentransferan Sumber Daya Terhadap Ekspropirasi Pemegang Saham Minoritas Perusahaan Pengakuisisi (Etik Kresnawati, 2007)	Data yang digunakan adalah data sekunder, menggunakan analisis regresi berganda	Tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan pengakuisisi tidak berpengaruh terhadap ekspropirasi pemegang saham minoritas perusahaan yang mengumumkan akuisisi internal.
6.	What Determines The Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problem, or The Means of Payment? (Marina Martynova & Luc Renneboog, 2008)	Emperical Model, Multinomial Logit Model, Nested Logit Model.	Perusahaan lebih memilih kas pada pendanaan internal. Perusahaan memilih <i>equity financing</i> ketika sentimen investor positif. Perusahaan cenderung menghindari pendanaan dengan hutang karena khawatir akan masalah <i>debt overhang</i> meski memiliki kemampuan melunasinya. Tidak ada hubungan antara keputusan pendanaan dengan konflik keagenan.
7.	Sources Of Transaction Financing In Corporate Takeovers (Marina	Emperical Model, Multinomial Logit Model, Nested Logit Model.	Pendanaan akuisisi secara internal dengan kas lebih dipilih perusahaan dari pada pendanaan ekuitas dalam

	Martynova & Luc Renneboog)		mengantisipasi reaksi pasar yang negatif terhadap isu-isu ekuitas. Pada periode penurunan pasar saham pendanaan akuisisi dengan hutang secara sistematis lebih disukai. Pendanaan dengan ekuitas dipilih oleh investor ketika nilai perusahaan naik.
8.	Pengaruh Metode Pembayaran Dalam Merger Dan Akuisisi Terhadap Abnormal Return Saham ( Sulistya 2013)	Model ekspektasi menggunakan regresi OLS	Kas mampu menghasilkan <i>abnormal return</i> , sementara berpengaruh saham negatif signifikan.

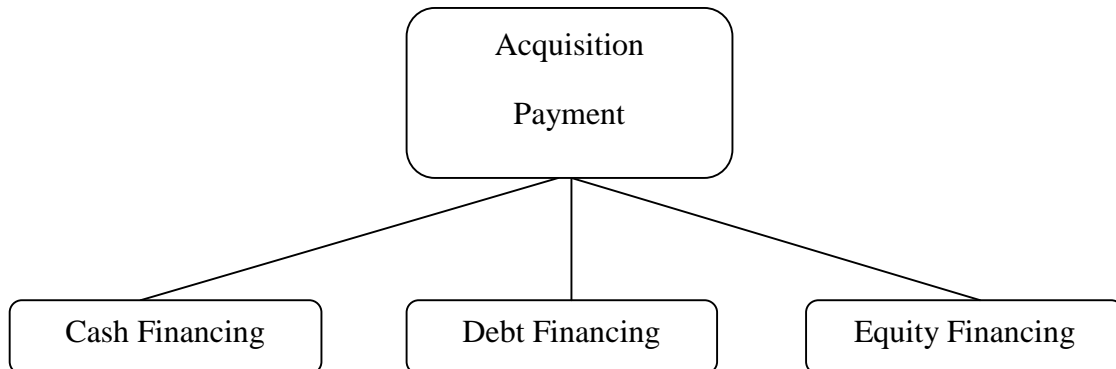
## 2.4 Kerangka Pemikiran

Akuisisi yang ditimpuh perusahaan adalah sebuah tindakan strategis bagi perusahaan untuk mengembangkan usahanya serta mencapai tujuan-tujuan dan keuntungan lainnya yang telah disebutkan sebelumnya ketika perusahaan mengambil kebijakan akuisisi.

Keberhasilan suatu perusahaan dalam akuisisi sangat dipengaruhi oleh kebijakan dan keputusan pendanaan dari perusahaan yang akan mengakuisisi tersebut. Dalam penelitian ini membahas tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan akuisisi yang dapat dijadikan landasan perusahaan dalam mengambil kebijakan dan keputusan pendanaan. Tiga faktor utama dalam masalah pembiayaan akuisisi adalah Kas, Hutang, dan Equity tidak dapat dihindari dalam mempertimbangkan proses akuisisi. Berikut Gambar 2.2 yang merupakan kerangka pemikiran model penelitian:

**Gambar 2.2**

**Kerangka Pemikiran Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Financing Decision* pada *Acquisition Payment***



## **2.5 Telaah Hubungan Antar Variabel**

### **2.5.1 Pengaruh Hutang (*Leverage*) Terhadap *Debt Financing***

Hipotesis adalah suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diujikan secara empiris (Copper dan Emory, 1996). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara, dalam arti dapat diganti dengan hipotesis lain yang lebih tepat dan lebih benar berdasar pengujian.

Black dan Scholes (1973) menunjukkan bahwa penambahan hutang sebagai modal adalah call option pada aset perusahaan yang nilainya meningkat dengan volatilitas arus kas masa depan. Ini berarti bahwa manajemen dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan meningkatkan risiko proyek-proyek yang berinvestasi, kemudian perusahaan akan kembali mendistribusikan

kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Hal ini berarti bahwa penggunaan hutang sebagai sumber biaya transaksi akuisisi dapat berakibat meningkatnya risiko-risiko investasi khususnya pada akuisisi. Mengacu pada teori *pecking order* yang dikemukakan beberapa peneliti terdahulu juga mengindikasikan bahwa penggunaan *leverage* yang tinggi dihindari perusahaan pada keputusan *external financing*. Myers (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal dari pada eksternal. Atas dasar pertimbangan-pertimbangan tersebut, Marina Martynova dan Luv Renneboog (2008) dalam penelitiannya “*What Determines The Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost Of Capital, Agency Problems, or The Means Of Payment?*” mengembangkan sebuah hipotesis antara hubungan penggunaan tingkat *leverage* dan risiko perusahaan terhadap *debt financing*. Dimana penggunaan tingkat *leverage* yang tinggi berpengaruh negatif pada *debt financing*. Maka dari pendekatan teori *pecking order* yang dikemukakan peneliti-peneliti terdahulu dan berdasarkan pengembangan hipotesis oleh Marina Martynova dan Luc Renneboog (2008), maka dapat disimpulkan hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1a : *Leverage* berpengaruh positif pada *Cash financing*

H1b : *Leverage* berpengaruh negatif pada *Debt financing*

H1c : *Leverage* berpengaruh positif pada *Equity financing*

### **2.5.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap *Equity Financing***

Variabel berikutnya pada penelitian ini yang dijadikan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan pada pembiayaan akuisisi adalah struktur kepemilikan manajerial. Pada teori struktur kepemilikan manajerial yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali (*ownership* dan *control*). Pemisahan ini terjadi ketika pemilik perusahaan mempekerjakan profesional, yaitu pihak yang akan disebut sebagai manajer untuk mengelola perusahaannya. Konflik keagenan ini akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Semakin besar konflik keagenan maka semakin rendah kinerja perusahaan karena konflik keagenan terkait dengan timbulnya biaya keagenan. Untuk mengatasi *agency cost* yang ditimbulkan oleh masalah keagenan dapat dikurangi dengan menambah kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Jensen dan Meckling, (1976) dalam Marina Martynova dan Luc Renneboog (2008) menyebutkan bahwa manajer yang mendahulukan kepentingan pribadi dengan mengorbankan kekayaan pemegang saham, menganggap bahwa masalah utang mungkin sebagai sumber yang paling tidak disukai dalam pembiayaan karena membatasi ketersediaan dana perusahaan yang telah mereka miliki. Sebaliknya, ekuitas yang meningkat sebagai pendanaan lebih disukai oleh manajer. Konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham yang paling menonjol di perusahaan secara luas dipengaruhi oleh aktivisme pemegang saham dan monitoring yang efisien dari manajemen.



Berdasarkan argumen yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1978) tersebut, Marina dan Martynova (2008) dalam penelitiannya mengembangkan hipotesis dalam hubungan antara *ownership structure* terhadap *equity* pada pendanaan *takeover*, yaitu perusahaan dengan struktur kepemilikan yang menyebar berpengaruh positif pada penerbitan ekuitas untuk pembiayaan *takeover*. Oleh karena itu, dari kesimpulan teori Jensen dan Meckling (1976) tentang teori *ownership structure* dan dengan melihat hipotesis yang dikembangkan oleh Marina Martynova dan Luc Renneboog (2008), maka dapat diformulasikan hipotesis yang berikutnya adalah sebagai berikut:

H2a : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang menyebar berpengaruh negatif terhadap *Cash Financing*

H2b : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial menyebar berpengaruh negatif terhadap *Debt Financing*

H2c : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial menyebar berpengaruh positif terhadap *Equity Financing*

### **2.5.3 Pengaruh Tingkat *Cash To Acquisition Value* (CSHAQ) Terhadap *Debt Financing***

Teori *Cost of Capital Consideration* pada penelitian yang dijelaskan oleh Gordon Donaldson (1961) menyebutkan bahwa konsep *pecking order* dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengetumakan sumber dana internal untuk mendanai investasi. Pendanaan internal dapat diperoleh dari salah satunya dari kas dan setara kas yang digunakan untuk melakukan pembayaran transaksi

akuisisi yang dapat dinyatakan dalam *Cash to Acquisition Value*. Pada penelitian lain oleh Choe et. al (1993) dalam Marina Martynova dan Luc Renneboog menjelaskan bahwa ketika kontrak hutang tidak lagi menguntungkan dibandingkan dengan menerbitkan ekuitas maka perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan uang tunai (kas) untuk melakukan *takeover*. Atas dasar ini Marina Martynova dan Luc Renneboog (2008) merumuskan hipotesis bahwa penggunaan ekuitas dalam *takeover* berpengaruh positif ketika perusahaan memiliki kas yang cukup dan hutang yang terbatas untuk membiayai *takeover*. Berdasarkan hipotesis tersebut maka disimpulkan bahwa ketersediaan kas berpengaruh positif pada pembiayaan akuisisi dengan menggunakan *equity financing*. sehingga dapat diformulasikan hipotesis berikutnya adalah sebagai berikut:

H3a: *Cash to Acquisition Value* berpengaruh positif terhadap *Cash Financing*

H3b: *Cash to Acquisition Value* berpengaruh negatif pada *Debt Financing*

H3c: *Cash to Acquisition Value* berpengaruh positif terhadap *Equity Financing*

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel**

##### **3.1.1 Variabel Penelitian**

Penelitian ini menganalisis secara empiris tentang pengukuran *financing decision* pada perusahaan yang melakukan akuisisi (*acquisition payment*) melalui keputusan apakah akan memilih *cash financing*, *debt financing*, atau *equity financing* yang dapat dianalisa dari konsentrasi struktur kepemilikan, ketersediaan kas, hutang, dan ekuitas perusahaan yang diteliti yang telah melakukan akuisisi pada tahun penelitian. Sehingga variabel dalam penelitian ini adalah *acquisition payment*, kas, hutang, dan ekuitas.

##### **3.1.2 Definisi Operasional Variabel**

###### **3.1.2.1 Variabel Dependen**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *acquisition payement* yang dapat diputuskan apakah perusahaan akan mengambil kebijakan dalam *financing decision* melalui pemilihan kas (*cash financing*), hutang (*debt financing*), atau ekuitas (*equity financing*) ketika akan melakukan akuisisi.

###### **1. Cash Financing**

Kas disini adalah sejumlah uang kas yang dibayarkan dari *bidding firm* kepada *target firm* secara tunai. Pembayaran secara tunai ini dilakukan ketika perusahaan memiliki uang tunai yang cukup besar. Pembayaran dengan tunai umumnya berasal dari sumber dana laba

ditahan (pembayaran yang dilakukan dengan cara pengurangan modal sendiri), menerbitkan saham baru dan menjualnya hanya kepada pemegang saham lama saja.

## **2. *Debt Financing***

*Debt Financing* digunakan oleh perusahaan saat *bidding firm* dengan menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga (hutang) yang biasa disebut dengan *leverage buy out*.

## **3. *Equity Financing***

*Equity financing* digunakan perusahaan dalam pembiayaan akuisisi jika *bidding firm* tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham *target firm* masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembayaran dengan cara pertukaran saham.

### **3.1.2.2 Variabel Independent**

Variabel Independen dalam penelitian ini adalah *Leverage*, Struktur Kepemilikan, dan *Cash To Acquisition Payment*.

#### **1. *Leverage***

Keputusan pendanaan pada pembayaran akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang menggunakan hutang dapat dilihat dan dianalisis dari komponen struktur modalnya. Mengacu pada penelitian yang telah dilakukan oleh Ghosh et. al. (2000), struktur modal adalah perbandingan antara hutang perusahaan (total debt) dengan total aktiva (total assets).

Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang, baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Struktur Modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pendanaan akuisisi perusahaan. Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini dalam menganalisis keputusan pendanaan akuisisi yang menjadi variabel dependennya adalah *leverage* yang ditinjau dari struktur modal. Indikator struktur modal dalam penelitian ini yaitu rasio *Debt to Total Assets*. Struktur Modal dapat diukur dengan *rasio debt to total asset* (DTA), diformulasikan:

$$LEV = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

## 2. Konsentrasi Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi *financing decision* perusahaan ketika akan melakukan akuisisi. Konsentrasi struktur kepemilikan diproksi dengan rasio antara presentase konsentrasi kepemilikan pemegang saham pengendali dengan presentase kepemilikan minoritas (La Porta et al). Semakin tinggi rasio kepemilikan semakin besar pengendalian yang dimiliki oleh pemegang

saham utama terhadap pemegang saham minoritas, sehingga semakin tinggi ekspropriasi pemegang saham minoritas.

Berdasarkan asumsi tersebut, maka struktur kepemilikan yang dimaksudkan adalah besaran persentase struktur kepemilikan perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan akuisisi. Jenis struktur kepemilikan yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan manajerial. Struktur kepemilikan manajerial tersebut dapat didefinisikan sebagai berikut

MOWN = Persentase struktur kepemilikan manajerial perusahaan yang dapat digunakan sebagai faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan akuisisi.

### ***3. Cash To Acquisition Value***

Kas adalah aset lancar yang terdiri atas uang kartal dan uang giral serta segala sesuatu yang memiliki sifat seperti uang. Menurut Munawir (1983:14), pengertian kas adalah uang tunai yang dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan. termasuk dalam pengertian kas adalah cek yang diterima dari para pelanggan dan simpanan perusahaan di bank dalam bentuk giro atau demand deposit, yaitu simpanan di bank yang dapat diambil kembali (dengan menggunakan cek atau bilyet).Pendapat lainnya juga hampir sama di kemukakan oleh: Theodarus M. Tuanakotta, AK, (1982:150) dalam bukunya Auditing Petunjuk Pemeriksaan Akuntan Publik, yaitu kas dan bank meliputi uang tunai dan simpanan-simpanan di

bank yang langsung dapat diuangkan pada setiap saat tanpa mengurangi nilai simpanan tersebut.

Kas merupakan alat pembayaran yang sah. Karakteristik umum suatu aset dikatakan sebagai kas adalah bahwa aset tersebut dapat diterima oleh bank sebagai setoran dengan jumlah yang sama dengan nominal yang tertera pada aset tersebut. Dengan demikian, yang termasuk dalam kategori kas adalah aset yang dapat digunakan sebagai alat pembayaran atau media tukar ketika diperlukan.

Pada konsep *Capital of Cost Consideration* yaitu pada *Pecking order theory* dan *market timing* dapat diasumsikan bahwa kas pada variabel ini adalah proksi dengan rasio antara jumlah kas dan setara kas dengan nilai akuisisi (*acquisition value*) yang menunjukkan seberapa besar bagian kas dan setara kas yang digunakan untuk melakukan pembiayaan akuisisi perusahaan. Sehingga persamaannya adalah:

$$CSHACQ = \frac{\text{Kas dan setara kas}}{\text{Nilai akuisisi}}$$

**Tabel 3.1**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi	Pengukuran
<i>Cash Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan kas.	
<i>Debt Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan hutang.	
<i>Equity Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan ekuitas.	
<i>Leverage (LEV)</i>	Ghosh et. al. (2000), struktur modal adalah perbandingan antara hutang perusahaan (total debt) dengan total aktiva (total assets).	$\text{LEV} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Asset}}$
<i>Managerial Ownership (MOWN)</i>	Besaran persentase struktur kepemilikan perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan akuisisi.	$\text{MOWN} = \% \text{ Kepemilikan Manajerial Perusahaan}$
<i>Cash To Acquisition Value (CSHACQ)</i>	Menunjukkan bagian dari kas dan setara kas yang digunakan untuk pembiayaan akuisisi.	$\text{CSHACQ} = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Nilai Akuisisi}}$

### 3.2 Populasi dan Sampel

#### 3.2.1 Populasi

Populasi adalah keseluruhan kelompok orang, peristiwa, atau hal yang ingin peneliti investigasi (Sekaran, 2006:241). Pengertian lain dari populasi adalah keseluruhan subjek penelitian. Apabila seseorang ingin meneliti semua elemen yang ada dalam wilayah penelitian, maka penelitiannya merupakan penelitian



populasi. Studi atau penelitiannya juga disebut studi populasi atau studi sensus (Arikunto, 2002). Penelitian lain juga menjelaskan makna populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena dipandang sebagai sebuah semesta penelitian (Ferdianand, 2006).

Penelitian ini populasinya adalah perusahaan publik yang mengakuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia ketika melakukan akuisisi pada rentang waktu antara 2007-2012.

### **3.3.2 Sampel**

Sampel merupakan bagian dari populasi keseluruhan yang dipilih secara cermat agar mewakili populasi itu (Cooper, Emory, 1996:25). Metode pengumpulan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan *purposive sampling*. Menurut Almilia dan Herdiningtyas (2005), teknik *purposive sampling* merupakan teknik mengambil sampel dengan menyesuaikan berdasarkan kriteria atau tujuan tertentu (disengaja). Kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian meliputi:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dan melakukan peralihan kepemilikan saham (mengakuisisi) periode 2007-2012.
2. Memiliki keterangan waktu yang jelas mengenai kapan perusahaan tersebut mengakuisisi.
3. Metode pembayaran yang digunakan perusahaan yang dapat diketahui dengan jelas.

4. Memiliki kelengkapan data dan informasi lainnya, yaitu terdapat keterangan persentase struktur kepemilikan.

Daftar perusahaan-perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian ini dapat dilihat di Lampiran.

### **3.3 Jenis Data dan Sumber Data**

Penelitian ini menggunakan data sekunder. (*secondary data*) yang diperoleh dari lembaga terkait. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa perusahaan yang melakukan pengumuman *takeover* khususnya akuisisi, tanggal pengumuman akuisisi. Dalam pengumpulan data sekunder diperlukan adanya pemeriksaan ketelitian. Sumber data Laporan Keuangan perusahaan sampel berasal dari Database Pojok BEI dan Laboratorium Bloomberg Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro serta dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*) dan ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*). Alasan peneliti menggunakan data sekunder adalah dikarenakan data sekunder lebih mudah diperoleh, biayanya lebih murah, sudah ada penelitian sebelumnya serta lebih dapat dipercaya.

### **3.4 Metode Analisis Data**

#### **3.5.1 Analisis Data Kuantitatif**

Analisis data kuantitatif adalah bentuk analisa yang menggunakan angka-angka dan perhitungan dengan metode statistik, maka data tersebut harus diklasifikasikan dalam kategori tertentu dengan menggunakan tabel-tabel tertentu,

untuk mempermudah dalam menganalisis dengan menggunakan program SPSS for windows.

### 3.5.2 Analisis Regresi Logistik (Logistic Regression)

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi logistik (logistic regression) yang bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan (*financing decision*) dari variabel-variabel yang terkait. *Logistic regression* sebetulnya mirip dengan analisis diskriminan yaitu apabila ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel bebasnya, jadi logistic regression umumnya dipakai jika asumsi multivariate normal distribution tidak terpenuhi (Ghozali, 2005). Estimasi maksimum likelihood parameter dari model dapat dilihat pada tampilan output variable in the equation. Logistic regression dapat dinyatakan sebagai berikut (Ghozali, 2011):

$$\text{Ln} \frac{P}{1 - P}$$

Model 1:

$$\text{Ln} \left[ \frac{\text{Cash}}{1 - \text{Cash}} \right] = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + e1 \dots\dots\dots(1)$$

Model 2:

$$\text{Ln} \left[ \frac{\text{Debt}}{1 - \text{Debt}} \right] = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e2 \dots\dots\dots(2)$$

Model 3:

$$\ln \left[ \frac{Equity}{1-Equity} \right] = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 X_3 + e_3 \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

X1 = LEV (hutang)

X2 = MOWN (*Managerial Ownership*)

X3 = CSHACQ (*Cash to Acquisition Value*)

$\alpha, \beta, \delta$  = parameter yang diukur, yaitu Kas, Hutang, dan Ekuitas.

e = eror

Langkah-langkah yang dilakukan dalam analisis regresi logistic dapat dijelaskan sebagai berikut:

### 1. Menilai kelayakan model regresi

Kelayakan model regresi dinilai dengan menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*. *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sama dengan atau kurang dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *Goodness of Fit* model tidak baik karena model tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai

observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya (Ghozali, 2006).

## **2. Menilai keseluruhan model (*overall model fit*)**

Penilaian keseluruhan model dilakukan dengan membandingkan nilai antara *-2 Log Likelihood* (-2LL) pada awal (*Block Number* = 0), dimana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai *-2 Log Likelihood* (-2LL) pada akhir (*Block Number* = 1), dimana model memasukkan konstanta dan variable bebas. Apabila nilai *-2LL Block Number* = 0 > nilai *-2LL Block Number* = 1, hal ini menunjukkan model regresi yang baik atau dengan kata lain model yang dihipotesiskan fit dengan data (Ghozali, 2006).

## **3. Koefisien determinasi (*Nagelkerke R square*)**

Besarnya nilai koefisien determinasi pada model regresi logistik ditunjukkan dengan nilai *Nagelkerke R square*. Nilai *Nagelkerke R square* menunjukkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variable independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian (Ghozali, 2006).

## **4. Tabel klasifikasi**

Tabel klasifikasi menunjukkan kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi kemungkinan terjadinya variabel terikat. Kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi kemungkinan terjadinya variabel terikat dinyatakan dalam persen.

## 5. Uji multikolinearitas

Model regresi yang baik adalah regresi dengan tidak adanya gejala korelasi yang kuat di antara variabel bebasnya. Pengujian multikolinearitas dalam regresi logistik menggunakan matriks korelasi antarvariabel bebas untuk melihat besarnya korelasi antarvariabel bebas. Apabila nilai koefisien korelasi antar variabel bebas lebih kecil dari 0,8 berarti tidak terdapat gejala multikolinearitas yang serius antar variabel bebas tersebut (Kuncoro, 2004:240).

## 6. Model regresi logistik yang terbentuk dan pengujian hipotesis

Estimasi parameter dari model dapat dilihat pada tampilan output *Variable in the Equation*. *Output Variable in the Equation* menunjukkan nilai koefisien regresi dan tingkat signifikansinya. Koefisien regresi dari tiap variable-variabel yang diuji menunjukkan bentuk hubungan antarvariabel. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini merupakan uji satu sisi yang dilakukan dengan cara membandingkan antara tingkat signifikansi (sig) dengan tingkat kesalahan ( $\alpha$ ) = 5%. Apabila  $\text{sig} < \alpha$  maka dapat dikatakan variabel bebas berpengaruh signifikan pada variabel terikat.