

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *GROWTH*
OPPORTUNITY DAN *CASH FLOW* TERHADAP
TIPE PEMBIAYAAN AKUISISI**

(Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI
yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2009-2014)



SKRIPSI

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

Disusun oleh:

DINI ZAHRA AFIFFAH
NIM. 12010111130087

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Dini Zahra Afiffah

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130087

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH STRUKTUR
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *GROWTH*
OPPORTUNITY DAN *CASH FLOW*
TERHADAP TIPE PEMBIAYAAN AKUISISI
(Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar
di BEI yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun
2009-2014)**

Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfinto, S.E., M.M

Semarang, 24 Juni 2015

Dosen Pembimbing,

(Erman Denny Arfinto, S.E., M.M)
NIP. 19761205 200312 1001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Dini Zahra Afiffah

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130087

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH STRUKTUR
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *GROWTH*
OPPORTUNITY DAN *CASH FLOW*
TERHADAP TIPE PEMBIAYAAN AKUISISI
(Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar
di BEI yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun
2009-2014)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 30 Juni 2015

Tim Penguji

1. Erman Denny Arfinto, S.E., M.M (.....)

2. Drs. Prasetiono, M.Si (.....)

3. Drs. R. Djoko Sampurno M.M (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Dini Zahra Afiffah, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Growth Opportunity* dan *Cash Flow* terhadap Tipe Pembiayaan Akuisisi (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2009-2014)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan 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, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil 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, 24 Juni 2015

Yang membuat pernyataan

(Dini Zahra Afiffah)
NIM. 12010111130087

ABSTRACT

This study aimed to examine the effect of managerial ownership structure, growth opportunity, and cash flow on method of payment in Acquisition by bidder. Sample of this study used bidding companies listed on Indonesia Stock Exchange during 2009-2014. The sampling technique used in this research is purposive sampling method covering 44 companies as samples.

Hypothesis testing is using multinomial logistic regression models which the dependent variabel in categories. The category from method of payment consisted of cash financing, debt financing, and equity financing. The analysis method used in this study is Multicoloniarity Test, Overall Model Fit, Goodness of Fit Test, Coefficient of Determination Pseudo R-Square and multinomial logistic regression Analysis.

Based on the results using multinomial logistic regression analysis, managerial ownership structure and cash flow has negative effect and no significant on equity financing. Growth opportunity that measured with Tobin's Q has positif effect on equity financing.

Keywords: Managerial Ownership Structure, Growth Opportunity, Cash Flow, Method of Payment, Multinomial logistic regression

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *growth opportunity*, dan *cash flow* terhadap peluang pemilihan tipe pembiayaan akuisisi oleh pengakuisisi. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan akuisisi dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014. Untuk memperoleh hasil penelitian yang valid, teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel sebanyak 44 perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi.

Pengujian hipotesis menggunakan model *multinomial logistic regression* dimana variabel dependen berbentuk kategori. Kategori tersebut adalah pembiayaan akuisisi yang terdiri dari *cash financing*, *debt financing*, dan *equity financing*. Pengujian menggunakan *multinomial logistic regression* hanya melakukan analisis Uji Multikolonieritas, *Overall Model Fit*, Uji *Goodness of Fit*, Koefisien determinasi Pseudo R-Square dan Analisis *multinomial logistic regression* sehingga tidak memerlukan uji normalitas dan uji homoskedastisitas.

Hasil dari penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan manajerial dan *cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pembiayaan akuisisi dengan saham. Sementara itu *growth opportunity* yang diukur dengan Tobin'sQ berpengaruh positif terhadap pembiayaan akuisisi menggunakan saham.

Kata kunci: Struktur Kepemilikan Manajerial, *Growth Opportunity*, *Cash Flow*, Tipe Pembiayaan Akuisisi, *Multinomial logistic regression*.

MOTO DAN PERSEMBAHAN

“Cukuplah Allah bagi kami, dan Dia adalah sebaik-baik penolong,

Kami bertawakal kepada Allah Tuhan kami” – HR. Tirmidzi

“Pohon tidak meminta daun terjatuh, tapi ia menjatuhkan diri.

Tuhan tidak meminta kita menyerah, tapi menyuruh kita berserah diri”

Perjuangan belum selesai jika tanpa hasil.

Berjuanglah sampai detik terakhir,

karena tidak ada yang tau apa yang bakal terjadi di detik-detik terakhir.

Kata Mereka, “Merantaulah...

Engkau akan menghargai tiap detik waktu yg kamu lalui bersama ibu, bapak, adik, kakak, ketika kamu pulang ke rumah.”

Merantaulah...

“Engkau akan tahu kenapa kau harus pulang dan engkaupun akan tahu siapa yang akan kau rindu...”

Skripsi ini aku persembahkan untuk:

Kedua orang tuaku yang luar biasa

Kedua adikku,

Dika dan Farid yang selalu menunggu mbak pulang.

Dan semua orang yang turut memberikan doa, dukungan agar skripsi ini dapat segera diselesaikan

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur atas kehadiran Allah SWT yang telah memberikan berkat rahmat, kekuatan, kemudahan serta cinta kasih-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul **“Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Growth Opportunity* dan *Cash Flow* terhadap Tipe Pembiayaan Akuisisi (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI yang Melakukan Akuisisi Periode Tahun 2009-2014)”**. Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan program pendidikan strata satu (S1) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Selesainya skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, sehingga pada kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih kepada:

1. Kedua orang tua tercinta, Bapak Gunadi dan Ibu Karni serta kedua orang adik penulis, Dika Nurhafidzha dan Dita Aulia Al-Farid yang tiada henti memberikan doa, perhatian, kasih sayang, motivasi, semangat dan nasehat yang begitu berarti bagi penulis.
2. Bapak Dr. Suharnomo. S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang yang telah memimpin Fakultas Ekonomika dan Bisnis, memberikan sentuhan baru dalam kegiatan belajar mengajar sehingga menghasilkan generasi muda yang unggul, dan berprestasi serta penuh dengan kreativitas.
3. Bapak Erman Denny Arfianto, SE., MM. selaku Dosen pembimbing yang berperan besar dalam penyelesaian skripsi ini. Terimakasih telah

mengajarkan penulis hal-hal baru-baru, selalu memberikan semangat, meluangkan waktu, tenaga dan pikiran dalam membimbing dengan penuh kesabaran, memberikan pencerahan, wejangan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.

4. Bapak Drs. Prasetiono, M.Si selaku dosen wali yang telah memberikan dukungan dan arahan moral selama masa studi sehingga penulis dapat menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro ini dengan hasil yang memuaskan.
5. Alfa Farah, SE, Msc., Andriyani, SE, MM dan Shoimatul Fitria, SE, MM yang telah memberikan inspirasi dalam pembuatan skripsi serta seluruh dosen yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan yang berguna bagi penulis.
6. Mbak Mega, dan Mbak Retno selaku pengelola UPK FEB UNDIP terimakasih telah mengajarkan banyak hal mulai dari pemakaian Bloomberg sampai hal-hal kecil yang mendukung penyelesaian skripsi ini.
7. Seluruh Karyawan, Staff Tata Usaha dan Perpustakaan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah membantu penulis selama studi
8. Teman-teman manajemen 2011 yang telah sama-sama berjuang, memberikan banyak inspirasi, pengalaman dan kekeluargaan. Semoga kita dapat kembali lagi di FEB Undip dengan status dan kesempatan yang lebih baik. *See you on top guys !*
9. Kalian yang telah menjadi sahabat, abang, kakak, adik, keluarga, serta

rekan kerja yang selalu mengingatkan dalam kebaikan, mengajarkan arti berbagi dan saling menjaga karna kita berada jauh dari keluarga. Iga, Resty, Evi Teja, Izza, Memei, Diana, Winda, Ersa, Asha, Mbak Nabil, Amel, Ajeng Feri, Rizky Tepe, Fahmi, Reza, Aurum, Nano, Ricky, Nizam, Bangun, Rommi, Bayu, Axel, Yuridho, Rizki Bogor, Dimas Kumo, Sonny, Tito, Mas Eko, Anandia. Terimakasih untuk banyak cerita yang telah kita lalui selama di Semarang.

10. Seluruh keluarga besar Himpunan Mahasiswa Jurusan Manajemen FEB UNDIP yang telah memberikan berbagai pengalaman sebagai bahan pembelajaran yang sangat berharga, kalian yang tidak hanya rekan kerja tetapi juga keluarga. Terimakasih untuk semuanya, Ghalih RV, Adhitya Darmawan, Dimas Ciptaning B, Laksmana Pratama, Resty WP, Evi Teja, Noventia KP, Yeni Haerani, Nabila HNFA, Melati, Mas Mbak HMJM 2010 (Maya, Wastu, Afif, Ferdy, Tito, Wahyu), Bintang, Dicky, Diba, Taufani, Eky, Andre, Prili. Semoga kita menjadi pribadi yang masih terus ingin belajar kedepannya.
11. UPK Tari FEB UNDIP yang selalu ceria penuh canda tawa dalam berbagi cerita suka dan duka, Mbak Maya, Kak mila, Kak Intan, Kak Tami, Prissa, Hesti, Asti, Ayu, Dini, Anicha, sista-sista tim Vietnam dan seluruh adik-adik yang lainnya. Terima kasih atas keceriaanya selama latihan dan penampilan yang selalu berkesan.
12. Keluarga besar KKN desa Karang Gondang, Kec. Mlonggo, Jepara, Risha, Mega, Tjatur, Elinda, Aam, Afif, Erick, Samuel, Widhi, Marco, Ayu,

Ocha, Sarah, Yuanita, dan Arga. Terimakasih untuk sebulan yang berharga dan terus memberikan motivasi untuk menyelesaikan skripsi ini.

13. Ojan, Sani, Uli, Iza terimakasih semangatnya selama Brevet untuk sama-sama ngerjain skripsi walaupun setiap kita hari harus naik turun ke semarang bawah. Semoga ilmu kita berkah.
14. Kelurga Besar Wisma Dewi, Kakayu, Uni Icak, mbak Dewi, mbak Frenty, Terimakasih sudah mengajarkan adek banyak hal, mengingatkan dan mendukung setiap langkah adek. Semoga kelak kita jadi wanita-wanita hebat yang selalu dalam lindungan Allah SWT.
15. Keluarga besar wiratmo, Kak Ludy, kak Husein, Asih, Mbak Nani, Tante Tantri terimakasih telah menjadi keluarga yang hangat selama disemarang.
16. Semua pihak yang mungkin tidak dapat disebutkan satu-persatu juga telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kekurangan dan kesalahan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi penulis dan para pembaca.

Semarang, 23 Juni 2015

Penulis,

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
ABSTRACT	v
ABSTRAK	vi
MOTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	14
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	16
1.3.1 Tujuan Penelitian	16
1.3.2 Kegunaan Penelitian	17
1.4 Sistematika Penulisan	17
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	20
2.1 Definisi Konsep	20
2.1.1 Akuisisi	20
2.1.2 Tujuan Akuisisi	22
2.1.3 Motif Akuisisi	22
2.1.4 Klasifikasi Akuisisi	26
2.1.5 Metode Pembiayaan Akuisisi.....	29
2.1.6 Struktur kepemilikan.....	33
2.1.7 <i>Growth Opportunity</i>	36
2.1.8 <i>Leverage</i>	37
2.1.9 Profitabilitas	38
2.2 Landasan Teori	39
2.2.1 <i>Cost of Capital Consideration</i>	40
2.2.1.1 <i>Pecking Order Theory</i>	41
2.2.2 <i>Agency Theory</i>	43
2.2.3 <i>Debt Overhang</i>	45
2.3 Penelitian Terdahulu	46
2.4 Beda penelitian	52
2.5 Hubungan Antar Variabel dan Rumusan Hipotesis.....	53
2.5.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap <i>Equity Financing</i>	53
2.5.2 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> terhadap <i>Equity Financing</i> .	54
2.5.3 Pengaruh <i>Cash Flow</i> terhadap <i>Cash Financing</i>	55
2.6 Kerangka Pemikiran	56
2.7 Hipotesis	58

BAB III METODE PENELITIAN	59
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	59
3.1.1 Variabel Penelitian.....	59
3.1.2 Definisi Operasional	60
3.1.2.3 Variabel Dependen	60
3.1.2.4 Variabel Independen	61
3.1.2.5 Variabel Kontrol	63
3.2 Populasi dan Sampel.....	65
3.2.1 Populasi.....	65
3.2.2 Sampel.....	65
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	67
3.3.1 Jenis Data	67
3.3.2 Sumber Data.....	67
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	67
3.5 Metode Analisis Data.....	68
3.5.1 Statistik Deskriptif	68
3.5.2 Analisis Regresi Logistik	69
3.5.2.1 Uji Multikolinearitas.....	72
3.5.2.2 Menilai Model Fit (<i>overall fit model</i>).....	72
3.5.2.3 Pseudo R-Square.....	73
3.5.2.4 <i>Goodness of Fit Test</i>	73
3.5.2.5 Uji Wald.....	74
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	75
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	75
4.2 Analisis Data.....	76
4.2.1 Statistik Deskriptif	76
4.2.2 Uji Multikolonieritas.....	78
4.2.3 Menilai Model Fit	79
4.2.4 <i>Goodness of Fit</i>	80
4.2.5 Koefisien Determinasi.....	81
4.2.6 Model Regresi yang Terbentuk.....	82
4.2.6.1 Model Pertama	84
4.2.6.2 Model Kedua.....	86
4.3 Interpretasi Hasil.....	87
4.3.1 Model Pertama	87
4.3.2 Model Kedua.....	89
4.3.3 Pembahasan Hasil	91
BAB V PENUTUP	96
5.1 Kesimpulan	96
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	97
5.3 Saran	98
5.3.1 Bagi Perusahaan	98
5.3.2 Bagi Akademisi.....	98
DAFTAR PUSTAKA.....	100
LAMPIRAN-LAMPIRAN	103

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Tipe pembiayaan akuisisi yang dilakukan Perusahaan tahun 2009-2014.....	6
Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu	49
Tabel 3.1	Definisi Operasional Variabel	64
Tabel 4.1	Prosedur Penetapan Sampel	75
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.....	76
Tabel 4.3	Hasil Uji Multikolonieritas	79
Tabel 4.4	<i>Model Fitting Information</i>	80
Tabel 4.5	<i>Goodness of Fit</i>	81
Tabel 4.6	Hasil Uji Pseudo R-Square	81
Tabel 4.7	Hasil Uji Likelihood Ratio	82
Tabel 4.8	Hasil Parameter Estimates	83
Tabel 4.9	Estimasi Parameter Model I.....	84
Tabel 4.10	Estimasi Parameter Model II.....	86

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Visualisasi Akuisisi	21
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran	57

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Daftar Perusahaan Sampel.....	103
Lampiran B Hasil Ouput SPSS	105

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ada dua cara utama yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk terus tumbuh yaitu melalui pertumbuhan organik dan pertumbuhan non-organik. Pertumbuhan organik dilakukan perusahaan dengan cara mengembangkan dan memperluas operasional perusahaan melalui peningkatan penjualan, pendapatan serta *output* bisnis yang dijalankan perusahaan. Namun, pertumbuhan organik hanya dapat dicapai ketika bisnis perusahaan memiliki sumber daya keuangan untuk membayar ekspansi. Selain itu dikenal juga pertumbuhan non-organik. Cara ini dilakukan perusahaan dengan melakukan merger dan akuisisi perusahaan lain.

Merger dan akuisisi merupakan salah satu jalan pintas yang dapat dilakukan perusahaan untuk memperluas operasional perusahaan. Cara ini dilakukan perusahaan untuk menjangkau pasar baru dengan menumbuhkan sinergi pada perusahaan yang terlibat meskipun diikuti dengan berbagai risiko yang mungkin terjadi (Magnusson dan Lindbreg, 2013).

Ekspansi eksternal yang dilakukan melalui merger dan akuisisi bertujuan untuk mencapai sasaran strategis dan sasaran finansial tertentu perusahaan. Keduanya melibatkan penggabungan dua organisasi yang sering kali berbeda dari segi karakter perusahaan, budaya dan sistem

nilainya. Dalam praktiknya, dari waktu ke waktu perusahaan lebih menyukai pertumbuhan eksternal melalui akuisisi dibanding pertumbuhan internal (Sudarsanam, 1999).

Alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi cukup beragam menurut beberapa penelitian yang terdahulu. 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*. Sedangkan menurut Weston (2004) ada sepuluh faktor yang mendorong organisasi untuk melakukan kegiatan merger dan akuisisi di masa yang akan datang yaitu: 1) perubahan teknologi, 2) perubahan struktur organisasi, 3) perubahan kondisi keuangan dan ekonomi, 4) tren negatif dalam ekonomi dan industri, 5) perkembangan industri baru, 6) tantangan akan *economic of scale* dan *economics of scope*, 7) globalisasi, 8) deregulasi dan regulasi, 9) semakin tingginya pendapatan dan kekayaan, dan 10) valuasi saham yang terlalu tinggi di awal tahun 1990.

Disisi lain perusahaan juga ingin meraih pangsa pasar yang lebih besar, menumbuhkan berbagai akses inovasi untuk mengurangi risiko pengembangan produk baru, mencapai skala ekonomi dan meningkatkan daya saing perusahaan ketika perusahaan pada akhirnya memilih melakukan merger dan akuisisi (Kumar dan Bansal, 2008). Nurussobakh (2009) juga menambahkan bahwa alasan perusahaan adalah agar dapat

mencapai efisiensi dan pada ujungnya untuk meningkatkan *return* atau penerimaan perusahaan.

Sementara itu istilah merger, akuisisi dan pengambilalihan, 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 yang bergabung tersebut seringkali tetap dalam posisi sebagai pemilik bersama entitas yang digabungkan. Akuisisi lebih merupakan sebuah perjanjian, 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 (Sudarsanam, 1999).

Di Amerika Serikat dan Eropa kegiatan merger dan akuisisi dilakukan sejak tahun 1960-an. Sementara itu di Indonesia kegiatan merger dan akuisisi telah lama dikenal khususnya secara sektoral di bidang perbankan semenjak terjadi merger empat bank milik pemerintah yang bergabung karena krisis ekonomi, kemudian menghasilkan bank Mandiri pada tahun 1998. Seiring dengan perkembangannya, di Indonesia, Merger dan akuisisi biasanya didominasi oleh perusahaan

pengakuisisi yang telah *go public* dengan perusahaan target yang belum *go public* (Sulistya, 2013).

Setiawan (2007) menyatakan bahwa untuk melakukan akuisisi salah satu hal yang harus dipertimbangkan perusahaan adalah tipe pembiayaan yang akan digunakan, karena pada dasarnya perusahaan yang bersedia untuk diakuisisi selalu berada pada posisi yang lemah.

Metode pembiayaan merupakan salah satu faktor eksternal yang harus dipertimbangkan dalam menciptakan kesuksesan M&A. Pernyataan ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Muktiyanto (2005) yang menyatakan bahwa faktor eksternal seperti jenis metode pembiayaan yang dipilih (baik kas maupun saham); serta penilaian atas nilai perusahaan dari para pelaku pasar yang dipengaruhi oleh informasi asimetris (*undervalued* atau *overvalued*) merupakan faktor-faktor yang harus dipertimbangkan dalam melakukan M&A guna memperoleh keuntungan sesuai dengan yang diharapkan.

Kegiatan merger dan akuisisi dapat dibiayai melalui dana yang berasal dari dana internal maupun eksternal perusahaan. Perusahaan yang akan melakukan akuisisi harus memilih keputusan pembiayaan yang tepat untuk membiayai akuisisi, apakah dengan kas perusahaan, utang atau menerbitkan saham baru. Menurut Martynova dan Renneboog (2009), akuisisi sepenuhnya dibiayai oleh dana internal yaitu kas perusahaan dan setidaknya sepertiga bagian dibiayai oleh dana eksternal

dengan persentase tujuh puluh persen dengan utang dan tiga puluh persen dengan saham atau ekuitas.

Pada tahun 1990, kegiatan merger dan akuisisi di Eropa sebagian besar dibiayai dengan kas. Secara spesifik sebesar 3,123 (80.8%) transaksi merger dan akuisisi dibiayai dengan kas. 424 (11%) transaksi dibiayai menggunakan gabungan kas dan saham. Dan sisanya sebesar 317 (8.2%) dibiayai dengan saham. Dari beberapa negara yang juga pernah melakukan penelitian terhadap pembiayaan akuisisi menunjukkan bahwa sebagian besar menggunakan kas, seperti halnya di Austria (100%) transaksi menggunakan kas, kemudian di Portugal (90%), Finlandia (66 %) dan Norway (71%) (Faccio dan Masulis ,2003).

Fenomena yang telah dijelaskan di atas ternyata berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Andrade, Mitchell dan Stafford (2001) bahwa pada tahun 1990-an transaksi merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan di Amerika Serikat sebesar 70% dibiayai oleh saham dan sisanya dibiayai oleh kas.

Berdasarkan data yang dikumpulkan dari Bloomberg mulai tahun 2009 sampai dengan 2014 sebagian besar perusahaan di Indonesia yang melakukan kegiatan akuisisi memilih menggunakan kas sebagai metode pembiayaan yang paling diminati oleh perusahaan pengakuisisi. Data ini dapat dilihat pada tabel 1.1 yang menunjukkan jumlah perusahaan yang melakukan akuisisi dan metode pembiayaan yang digunakan perusahaan sebagai berikut.

Tabel 1.1
Tipe pembiayaan akuisisi yang dilakukan Perusahaan
tahun 2009-2014

Payment Type	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Jumlah
Cash Financing	21	19	19	13	11	9	92
Debt Financing	1	0	0	0	0	0	1
Stock Financing	1	4	0	1	1	1	8
Total	23	23	19	14	12	10	101

Sumber: Bloomberg, Juni 2015, data diolah.

Berdasarkan tabel 1.1 dapat diketahui bahwa di Indonesia terdapat 101 perusahaan yang memberikan informasi tipe pembiayaan yang digunakan saat melakukan akuisisi pada tahun 2009-2014. Dimana jumlah perusahaan yang memilih menggunakan kas sebagai metode pembiayaan sebanyak 92 perusahaan, 8 perusahaan memilih menggunakan saham sebagai metode pembiayaan, sedangkan hanya 1 perusahaan yang memilih membiayai kegiatan akuisisi perusahaan menggunakan utang.

Seiring dengan perkembangannya sejak tahun 1970 uang tunai merupakan alat yang populer digunakan di Indonesia dalam membiayai kegiatan merger dan akuisisi (Hidayat, 2004). Dari data diatas dapat dilihat bahwa setiap tahunnya persentase pemilihan pembiayaan dengan kas memiliki nilai yang paling tinggi. Pada tahun 2009 sebanyak 21 perusahaan (91%), 2010 sebanyak 19 perusahaan (83%), 2011 sebanyak 19 perusahaan (100%), 2012 sebanyak 13 perusahaan (93%), 2013 sebanyak 11 perusahaan (92%) dan terakhir tahun 2014 sebanyak 9 perusahaan (90%).

Menurut Winata (2010) fenomena ini dikarenakan pembiayaan dengan kas lebih mudah dilakukan dibandingkan dengan saham, karena pembayaran dengan saham harus melalui persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Walaupun pembiayaan akuisisi dengan kas secara tunai merupakan transaksi yang dikenakan pajak, sedangkan dengan saham bebas pajak.

Salah satu hal yang dapat menjelaskan penyebab fenomena ini adalah perbedaan ukuran perusahaan pengakuisisi yang memiliki kepemilikan saham yang menyebar sehingga menyebabkan perusahaan memilih menggunakan kas dari pada membiayai dengan saham ketika jumlah kepemilikan saham manajerial dalam suatu perusahaan semakin besar (Facio dan Masulis, 2003).

Struktur kepemilikan perusahaan dapat memengaruhi pemilihan pembiayaan yang akan dipilih untuk membiayai akuisisi perusahaan. Ketika manajer memiliki banyak kepemilikan saham di perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih menggunakan kas daripada menggunakan saham sebagai pilihan pembiayaan. Hal ini dikarenakan manajer ingin tetap dapat mempertahankan kontrol terhadap perusahaan dan tidak meningkatkan risiko kehilangan setelah dilakukan akuisisi (Amihud et al. 1990). Oleh karena itu pemilihan pembiayaan menggunakan kas lebih banyak dipilih untuk membiayai akuisisi.

Tingginya penggunaan kas juga dapat terjadi karena banyaknya jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan pengakuisisi, sehingga

perusahaan pengakuisisi lebih senang membiayai dengan kas dari pada dengan saham atau utang (Martin, 1996). Dengan demikian, semakin tinggi kas yang dimiliki oleh perusahaan pengakuisisi maka semakin tinggi pula pembagian deviden bagi perusahaan sehingga perusahaan pengakuisisi melakukan pembiayaan melalui kas (Zhang, 2011). Namun hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Pinkowitz, *et al* (2010) bahwa perusahaan yang memiliki kas yang banyak lebih suka menjadi pengakuisisi tetapi perusahaan lebih memilih melakukan pembiayaan dengan saham, karena perusahaan cenderung memiliki return yang lebih rendah dan perusahaan target *overvalued*.

Pemilihan penggunaan saham dapat dijadikan salah satu alternatif bagi perusahaan untuk membiayai akuisisi, hal ini didorong oleh *growth opportunity* perusahaan. Karena perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh, cenderung membiayai investasi yang akan mereka lakukan dengan kas, sehingga untuk melakukan akuisisi perusahaan memilih menggunakan saham. Selain itu peluang pertumbuhan perusahaan akan memotivasi perusahaan pengakuisisi untuk membiayai akuisisi dengan saham karena cara ini akan memberikan kebebasan bagi manajer untuk mendapatkan keuntungan dari peluang tumbuhnya perusahaan daripada perusahaan membiayai dengan utang (Jung et al. 1996).

Sementara itu hasil penelitian Faccio dan Masulis (2003) menunjukkan bahwa *growth opportunity* sebagai salah satu alternatif untuk melakukan pengujian karena berkaitan dengan kebijakan keuangan

perusahaan menunjukkan bahwa *growth opportunity* berhubungan negatif secara signifikan terhadap pembiayaan akuisisi dengan kas.

Keputusan pembiayaan merger dan akuisisi dipengaruhi oleh *bidder's pecking order preferences*, potensi pertumbuhan perusahaan, tata kelola lingkungan perusahaan, dan segala sesuatu yang berkaitan dengan biaya modal eksternal (Martynova dan Reneeboog, 2009).

Pada umumnya pemilihan pembiayaan merger dan akuisisi tergantung pada pilihan terbaik menurut pemegang saham perusahaan target untuk menerima pembiayaan dalam bentuk tunai dibandingkan dalam bentuk saham pengakuisisi (Ismail dan Krause, 2010). Sedangkan menurut Martynova dan Renneboog (2009) Pemilihan pembiayaan dengan ekuitas dibandingkan dengan pembiayaan kas ataupun utang tergantung pada preferensi strategis yang dipilih oleh perusahaan pengakuisisi sesuai dengan sarana pembiayaan yang dipilih. Keputusan pembiayaan tergantung pada sejauh mana pemegang saham perusahaan pengakuisisi ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan setelah melakukan pengambilalihan, dan keinginan pemegang saham pengakuisisi untuk berbagi risiko dengan pemegang saham perusahaan target yang akan diakuisisi.

Pemilihan pembiayaan merger dan akuisisi dipengaruhi oleh beberapa faktor penentu. Martynova dan Renneboog (2009) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa faktor penentu keputusan pendanaan

dapat dibagi menjadi dua penjelasan dominan yaitu (1) pertimbangan biaya modal dan (2) isu-isu yang terkait dengan keagenan.

Pertimbangan biaya modal pada poin pertama mendukung bahwa ketidaksempurnaan pasar atau kekakuan institusional, seperti *asymmetric information* (Myers dan Majluf, 1984), perlindungan hukum terhadap pemegang saham (La Porta, et al., 1998) atau pajak (Modigliani dan Miller, 1963), secara tidak proporsional dapat memengaruhi *growth opportunity* dan biaya ekuitas. Sedangkan poin kedua mendukung bahwa perusahaan menerbitkan saham yang spesifik bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan atau manajemen, pemegang saham dan kreditur (Myers, 1977; Zwiebel, 1996).

Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Amihud, Lev, dan Travlos (1990) menjelaskan bahwa pemilihan cara pembiayaan merger dan akuisisi antara menggunakan saham dan kas secara tunai dipengaruhi oleh fungsi perusahaan, kepemilikan saham direktur dan ukuran target perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengukuran kepemilikan saham perusahaan memiliki hubungan negatif secara signifikan terhadap pembiayaan dengan menggunakan saham.

Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Stulz (1988) tentang proporsi kepemilikan manajerial. Manajer tidak akan menggunakan saham ketika penawaran saham akan meningkatkan risiko kehilangan kontrol perusahaan, selanjutnya Stulz (1988) beranggapan bahwa saham yang *undervaluation* dapat dijadikan motif bagi manajer

untuk meningkatkan kepemilikan saham yang lebih besar lagi, karena mereka akan beruntung ketika saham benar-benar dihargai oleh pasar. Oleh karena itu, para manajer enggan menggunakan saham untuk mendanai akuisisi, karena pada akhirnya harus berbagi keuntungan dengan pemilik saham perusahaan yang akan diakuisisi.

Yook et al. (1999) dalam penelitiannya juga menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial perusahaan yang mengakuisisi, maka perusahaan akan cenderung menggunakan kas untuk membiayai akuisisi. Namun berbeda dengan hasil penelitian Martin (1996) yang mengindikasikan bahwa terdapat hubungan non linear antara pengakuisisi dengan struktur kepemilikan manajerial dan probabilitas penggunaan utang untuk membiayai akuisisi.

Sementara itu, Martin (1996) menunjukkan bahwa terdapat beberapa motif yang menentukan pemilihan metode pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan pengakuisisi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan pengakuisisi maka perusahaan akan lebih suka membiayai akuisisi dengan menggunakan saham. Begitu juga dengan penelitian Andre dan Amar (2009) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *growth opportunity* dengan persentase pembiayaan akuisisi dengan kas.

Keputusan pembiayaan dalam melakukan akuisisi perusahaan, menunjukkan bahwa cara pembiayaan yang lebih disukai dalam kesepakatan akuisisi akan memengaruhi sumber pembiayaan yang dipilih

oleh pengakuisisi (Martynova dan Renneboog, 2009). Hal ini juga dipengaruhi oleh perbedaan risiko kelebihan bayar kepada perusahaan target (Hansen, 1987), risiko perubahan struktur kepemilikan perusahaan (Faccio dan Masulis, 2005) dan risiko dari kegagalan perusahaan pengakuisisi (Fishman, 1989).

Metode pembiayaan yang digunakan perusahaan dalam membiayai merger dan akuisisi juga digunakan oleh investor sebagai informasi tambahan sebelum melakukan keputusan berinvestasi. Cara pembiayaan tersebut menggambarkan kemampuan perusahaan pengakuisisi dalam melakukan akuisisi. Oleh karena itu pengumuman kegiatan merger dan akuisisi serta informasi cara pembiayaan yang digunakan dapat memengaruhi *return* saham perusahaan yang terlibat (*bidding firm* maupun *target firm*).

Keputusan pembiayaan yang dilakukan berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Hal ini terlihat dari beberapa fenomena bisnis yang terjadi belakangan ini, sebagaimana yang diberitakan dalam www.kontan.co.id pada 2 april 2013,

“MNC Group melalui anak usahanya, PT MNC Kapital Tbk melakukan penandatanganan karena telah berhasil mengakuisisi 30% saham PT Bank ICB Bumiputera dengan membayar menggunakan saham”.

Kegiatan akuisisi lainnya dilakukan oleh Sumito Corporation melalui anak usaha terafiliasinya, telah resmi mengumumkan akuisisi 17,5% saham PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk (BTPN).

Dengan akuisisi ini maka total saham yang dimiliki oleh Sumitomo di BTPN mencapai 20%. Transaksi dilakukan oleh *Summit Global Capital Management BV* pada 18 februari 2015. Jumlah saham yang dibeli sebanyak 1,02 miliar atau setara 17,5%, senilai Rp 5,93 triliun. Jumlah tersebut setara dengan Rp 5.800 per saham BTPN. Menurut Sumitomo langkah pembelian saham itu merupakan fokus strategi yang dilakukan Sumitomo untuk memperluas bisnis ritel di negara-negara Asia. Pembelian ini juga menjadi bagian dari berbagai upaya pendekatan perusahaan untuk mendekati pasar di luar Jepang. Terutama untuk memanfaatkan kenaikan permintaan konsumen kelas menengah yang tumbuh pesat di negara berkembang.

Pada akhir 2010 PT Astra Internasional Tbk (ASII) juga telah memperkuat bisnis pembiayaan dengan menyelesaikan akuisisi 100 persen saham PT *General Electric Service* (GES) dari kepemilikan *General Electric Capital Corporation* (GECAI). Melalui akuisisi tersebut, Astra menjadi pemilik tunggal PT Astra Sedaya Finance (ASF). Hal tersebut telah resmi sejak 27 Desember 2010 pengambilalihan atas saham GES. Astra mengambil alih saham GE Services sebanyak 38.758 lembar saham dengan nilai total sebesar Rp 1.957.084.878.427 atau 100% dari saham yang dimiliki oleh GE Capital Corporation, GE Capital Hongkong, dan *GE Capital International Holdings*.

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat beberapa faktor penentu untuk memilih pembiayaan akuisisi, yaitu mulai dari

biaya modal, masalah keagenan, struktur kepemilikan perusahaan, *growth opportunity*, dan *cash flow* perusahaan. Pemilihan cara pembiayaan akuisisi yang tepat oleh perusahaan akan mengakibatkan timbulnya sinergi yang sesuai dengan keinginan perusahaan baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan yang akan diakuisisi. Oleh karena itu, penelitian ini akan melakukan penelitian yang berfokus untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang memengaruhi pemilihan cara pembiayaan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan apakah perusahaan memilih membiayai dengan kas, utang ataupun saham.

1.2 Rumusan Masalah

Metode pembiayaan merupakan salah satu faktor eksternal yang harus dipertimbangkan dalam menciptakan kesuksesan M&A. Ada beberapa faktor yang menentukan pemilihan pembiayaan akuisisi yaitu: struktur kepemilikan perusahaan, *growth opportunity*, dan *cash flow* perusahaan.

Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Martynova dan Renneboog dalam penelitiannya menjelaskan bahwa faktor penentu keputusan pendanaan dapat dibagi menjadi dua penjelasan dominan. Poin pertama mendukung bahwa ketidaksempurnaan pasar atau kekakuan institusional, seperti *asymmetric information* (Myers dan Majluf, 1984), perlindungan hukum terhadap pemegang saham (La Porta, et al., 1998) atau pajak (Modigliani dan Miller, 1963), secara tidak proporsional dapat memengaruhi *growth opportunity* dan biaya ekuitas.

Tidak hanya itu perusahaan pengakuisisi cenderung memperhatikan beberapa aspek lainnya seperti kontrol kepemilikan saham (Amihud, Lev, dan Travlos, 1990 dan Stulz, 1988) apakah perusahaan pengakuisisi ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan setelah melakukan pengambilalihan, dan keinginan pemegang saham pengakuisisi untuk berbagi risiko dengan pemegang saham target *firm*.

Tingginya penggunaan kas juga dapat terjadi karena banyaknya jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan pengakuisisi, sehingga perusahaan pengakuisisi lebih senang membiayai dengan kas dari pada dengan saham atau utang (Martin, 1996). Semakin tingginya kas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin tinggi pula pembagian deviden bagi perusahaan (yang diukur dengan ketersediaan *cash flow*) sehingga perusahaan pengakuisisi melakukan pembiayaan melalui kas (Zhang, 2011). Namun hasil penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan Pinkowitz, *et al* (2010) bahwa perusahaan yang memiliki kas yang banyak lebih senang menjadi pengakuisisi tetapi perusahaan lebih senang melakukan pembiayaan dengan saham, karena perusahaan cenderung memiliki return yang lebih rendah dan perusahaan target *overvalued*.

Studi lebih lanjut tentang fenomena perusahaan dalam melakukan pemilihan pembiayaan akuisisi perlu untuk diteliti pada perkembangan strategi perusahaan untuk mengembangkan perusahaannya di Indonesia.

Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menjawab pertanyaan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi ?
2. Bagaimana pengaruh *growth opportunity* perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi ?
3. Bagaimana pengaruh *cash flow* perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi ?
4. Bagaimana pengaruh *leverage* perusahaan terhadap tipe pembayaran akuisisi ?
5. Bagaimana pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap tipe pembayaran akuisisi ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah dijelaskan diatas, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi.
2. Menganalisis pengaruh *growth opportunity* perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi.
3. Menganalisis pengaruh *cash flow* perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi.
4. Menganalisis pengaruh *leverage* perusahaan terhadap tipe

pembiayaan akuisisi.

5. Menganalisis pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap tipe pembiayaan akuisisi.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan mempunyai manfaat bagi pihak yang terkait, yaitu:

a. Aspek Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan untuk mengembangkan ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan, sebagai bahan referensi, bahan pembanding dan penyempurnaan bagi penelitian selanjutnya yang berhubungan dengan keputusan pendanaan (*financing decision*) pada perusahaan yang melakukan akuisisi.

b. Aspek Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan khususnya manajer investasi sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Salah satunya akuisisi yang dilakukan perusahaan. Sehingga perusahaan dapat memilih keputusan pendanaan yang tepat sesuai dengan kondisi perusahaan.

1.4 Sistematika Penulisan

Untuk mendapatkan gambaran yang jelas mengenai penelitian maka disusunlah sistematika penulisan yang berisi informasi mengenai

materi yang disusun berdasarkan bab demi bab. Adapun sistematika penulisan tersebut sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang masalah yang memengaruhi pembiayaan akuisisi, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian serta sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi tentang landasan teori serta definisi konsep mengenai akuisisi. Hal-hal yang berhubungan dengan keputusan perusahaan melakukan akuisisi, motif perusahaan melakukan akuisisi, faktor-faktor pembiayaan yang memengaruhi pembiayaan akuisisi seperti struktur kepemilikan, *growth opportunity*, serta *cash flow* perusahaan. Pada bab ini juga dijelaskan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan mengenai variabel penelitian, definisi operasional variabel, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis penelitian.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab ini menguraikan tentang deskripsi objek penelitian, analisis data, dan pembahasan hasil penelitian.

BAB V PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dan saran yang diberikan berkaitan dengan hasil penelitian bagi pihak yang berkepentingan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Definisi Konsep

2.1.1 *Akuisisi*

Akuisisi secara sederhana dapat diartikan sebagai pengambilalihan perusahaan dengan cara membeli saham mayoritas perusahaan sehingga menjadi pemegang saham pengendali. Akuisisi sendiri berasal dari kata “*acquisitio*” (Latin) yang artinya memperoleh. Dalam bahasa Inggris kata akuisisi berasal dari kata “*acquisition*” yang memiliki kata dasar *acquire* yang berarti mendapatkan sesuatu atau keuntungan untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya. Menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Indonesia No. 22 tahun 2002, akuisisi (*acquisition*) adalah suatu bentuk penggabungan usaha ketika salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquirer*), mendapatkan kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*) dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban atau mengeluarkan saham.

Menurut Moin (2004), akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian (*control*) atas aset atau saham suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya, namun perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih masih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah. Dalam Peraturan Pemerintah No. 27 tahun 1998 tentang penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan perseroan terbatas

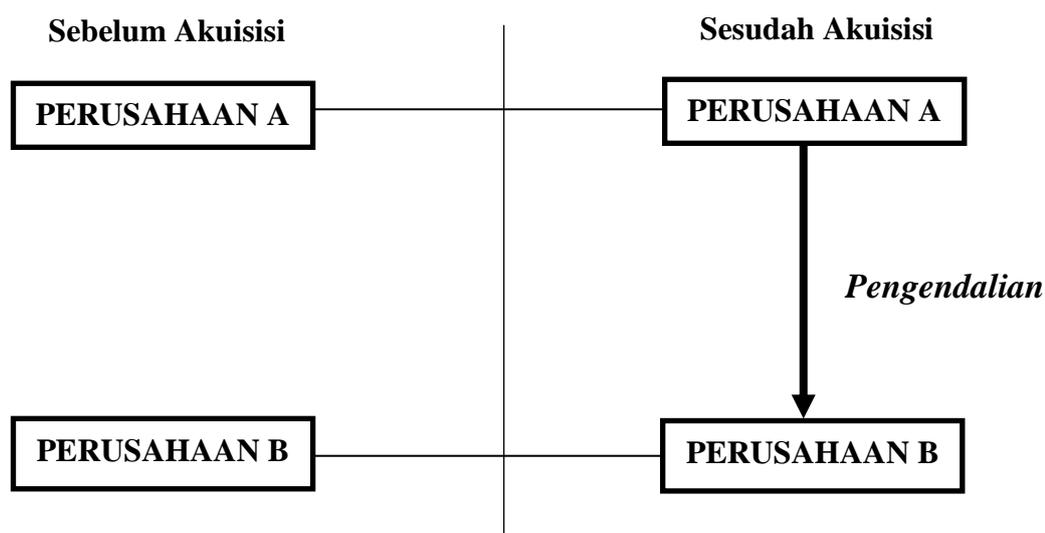
mendefinisikan akuisisi sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.

Dalam akuisisi yang terjadi hanyalah pengambilalihan saham atau aktiva yang menyebabkan perpindahan kendali. Kendali yang dimaksud adalah kekuatan untuk dapat:

1. Mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan.
2. Mengangkat dan memberhentikan manajemen perusahaan.
3. Mendapatkan hak suara mayoritas dalam sebuah rapat.

Selanjutnya berdasarkan penjelasan diatas, dapat digambarkan menjadi skema atas akuisisi sebagai suatu strategi sebagai berikut :

Gambar 2.1
Visualisasi Akuisisi



Sumber: Moin(2004)

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). Namun, 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.

Menurut Henry (2011) dalam Ananda (2012) tujuan perusahaan melakukan akuisisi adalah agar pertumbuhan perusahaan dapat memasuki pasar baru dengan cepat dan memperoleh sumber daya dan kemampuan yang saat ini tidak dimiliki.

2.1.3 Motif Akuisisi

Menurut Husnan (2004) motif terbesar perusahaan bergabung dengan perusahaan lain atau membeli perusahaan lain (akuisisi) adalah

motif ekonomi. Perusahaan akan melakukan kegiatan tersebut hanya jika kedua belah pihak memperoleh keuntungan (*bidding firm* maupun *target firm*) karena kondisi saling menguntungkan tersebut akan terjadi jika diperoleh sinergi antara satu sama lain. Sinergi berarti bahwa nilai gabungan dari kedua perusahaan tersebut lebih besar dari penjumlahan masing-masing nilai perusahaan yang digabungkan. Dalam bahasa yang lebih mudah, sinergi adalah situasi pada saat “ $2 + 2 = 5$ ”.

Moin (2003) juga menjelaskan beberapa motif yang mendorong perusahaan melakukan merger dan akuisisi antara lain:

- a. Motif ekonomi, hal ini 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 biasa 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.

- b. Motif sinergi merupakan salah satu motivasi utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi, dimana 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 kemampuan antar perusahaan.
 - Sinergi teknologi dapat dicapai dengan memadukan keunggulan teknik sehingga perusahaan-perusahaan merger dan akuisisi akan saling memetik manfaat.
 - Sinergi pemasaran ditunjukkan dengan semakin luas dan terbuka untuk pemasaran produk, penambahan lini produk yang dipasarkan dan semakin luas konsumen yang dapat dijangkau.

- c. Motif non-ekonomi berasal dari kepentingan personal (*personal interestmotive*), 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 dibawah kendali perusahaan induk.
- d. 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 karena ada subsidi silang.

Brealey, *et al.*, (2008) menyatakan bahwa diversifikasi merupakan alasan yang meragukan untuk melakukan merger dan akuisisi. Manajer perusahaan dengan kas yang melimpah memang menginvestasikan kas itu untuk melakukan akuisisi. Masalah yang muncul adalah diversifikasi lebih mudah dan murah bagi para pemegang saham dibandingkan perusahaan. Mengapa perusahaan A harus membeli perusahaan B untuk melakukan diversifikasi ketika pemegang saham perusahaan A dapat lebih mudah membeli saham perusahaan B untuk mendiversifikasi

portofolio mereka. Jauh lebih mudah dan murah bagi investor individual untuk melakukan diversifikasi dibanding dengan melakukan penggabungan operasi. Kadang motif diversifikasi dipertimbangkan pula sebelum melakukan merger dan akuisisi, karena kalau tujuan utama adalah diversifikasi pemegang saham dapat melakukan itu dengan jauh lebih mudah.

2.1.4 *Klasifikasi Akuisisi*

Berdasarkan keterkaitan operasi yang dilakukan perusahaan, akuisisi dikelompokkan sebagai berikut (Hasnan, 1998):

a. Akuisisi Horisontal

Akuisisi ini dilakukan terhadap perusahaan lain yang mempunyai bisnis atau bidang usaha yang sama.

b. Akuisisi vertikal

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

c. Akuisisi konglomerasi

Perusahaan yang mengakuisisi dan yang diakuisisi tidak mempunyai keterkaitan operasi. Akuisisi perusahaan yang menghasilkan produk makanan oleh perusahaan teknologi, ini dapat dikatakan sebagai akuisisi konglomerat.

Sedangkan klasifikasi akuisisi berdasarkan bentuk dasar akuisisi:

a. Akuisisi saham

Salah satu cara untuk mengambil 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 akuisisi saham adalah:

- 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.

Apabila dibedakan berdasarkan cara peralihan saham, aset atau manajemen dari bidding firm kepada target firm, akuisisi dapat dikategorikan sebagai berikut:

a. *Hostile Takeover* (pengambilalihan secara paksa)

Tindakan akuisisi yang dilakukan secara paksa ini dilakukan dengan cara membuka penawaran atas saham perusahaan yang ingin

dikuasai dipasar modal dengan harga diatas harga pasar. Pengambilan secara paksa diikuti oleh pemecatan karyawan dan manajer untuk diganti orang baru dalam rangka melakukan efisiensi pada operasional perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa target yang diakuisisi secara paksa memiliki karakteristik sebagai berikut:

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

b. *Friendly Takeover* (pengambilalihan secara sukarela)

Friendly Takeover adalah akuisisi yang dilakukan secara bersahabat melalui proses negosiasi yang melibatkan manajemen dan pemegang saham dari perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target akuisisi.

c. *Freezeout*

Kegiatan ini merupakan upaya pemegang saham mayoritas untuk memaksa pemegang saham minoritas keluar dari perusahaan, yakni dengan kehilangan statusnya sebagai pemegang saham minoritas. Dalam hal akuisisi perusahaan, *freezeout* dilakukan setelah sebagian besar saham di perusahaan target berhasil dikuasai oleh pihak pengakuisisi, sehingga selanjutnya dilakukan pemaksaan terhadap pemegang saham minoritas untuk keluar dari perusahaan target

tersebut. Oleh karena itu, kegiatan ini dikenal juga dengan istilah “akuisisi dua tahap”, tahap pertama adalah penguasaan saham mayoritas di perusahaan target, sementara tahap kedua adalah pemaksaan terhadap pemegang saham minoritas untuk keluar dari perusahaan target.

2.1.5 Metode Pembiayaan Akuisisi

Ada berbagai macam pilihan untuk membiayai transaksi merger dan akuisisi yang dilakukan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target akuisisi, mulai dari pembiayaan ekuitas yang sederhana sampai transaksi yang berlapis dengan berbagai tingkat utang dan ekuitas. Menurut Martynova dan Renneboog (2009), ada empat sumber pembiayaan yang biasa digunakan dalam kegiatan akuisisi, yaitu dana internal (*internal funds*), utang (*debt*), saham (*equity*) atau gabungan diantara sumber-sumber tersebut. Sumber pembiayaan eksternal seperti utang dan saham lebih sering digunakan dalam akuisisi, namun juga melibatkan pembiayaan secara tunai.

Dalam PSAK No. 22 serta Moin (2004) menyatakan bahwa pengambilalihan aset atau saham perusahaan dapat dilakukan dengan pembiayaan yang menggunakan kas, utang, saham, atau kombinasi antara kas, utang dan saham (Moin, 2004).

1. Kas (*Cash Financing*)

Salah satu metode pembiayaan 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 perusahaan pengakuisisi kepada perusahaan target akuisisi secara tunai. Pembiayaan secara tunai ini dilakukan ketika perusahaan memiliki uang tunai yang cukup besar. Pembiayaan dengan tunai secara umum berasal dari sumber dana laba ditahan (pembiayaan yang dilakukan dengan cara pengurangan modal sendiri), menerbitkan saham baru dan menjual saham tersebut hanya kepada pemegang saham lama saja.

2. Hutang (*Debt Financing*)

Debt financing digunakan oleh perusahaan dalam pembiayaan akuisisi saat perusahaan pengakuisisi menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga (utang) yang biasa disebut dengan *Leverage Buy Out (LBO)*.

Anwar (2008) menjelaskan bahwa akuisisi dengan cara LBO adalah pengambilalihan perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi melalui pembelian seluruh atau sebagian besar saham perusahaan target yang pembiayaannya dilakukan dengan dana pinjaman dari pihak ketiga. Dana pihak ketiga ini biasanya 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. Sehingga

akuisisi dengan cara LBO menyebabkan pihak perusahaan pengakuisisi tidak mengeluarkan dan sendiri untuk pembiayaan harga saham yang diakuisisi, kecuali sejumlah dana untuk kelancaran proses awal LBO.

3. Saham (*Stock/Equity Financing*)

Equity financing digunakan perusahaan dalam pembiayaan akuisisi jika perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham perusahaan target akuisisi masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembiayaan yang digunakan adalah cara pertukaran saham.

Dalam transaksi akuisisi yang dibayar dengan saham, pihak pengakuisisi menyerahkan sejumlah saham perusahaan yang dimiliki atau saham perusahaan lain yang dimiliki kepada perusahaan target akuisisi atau pemegang saham perusahaan target akuisisi yang sahamnya diakuisisi. Hal ini sebagaimana transaksi jual beli pada umumnya, nilai saham yang dibayarkan harus sesuai dengan harga saham yang diakuisisi.

Terdapat beberapa kemungkinan metode pembiayaan transaksi akuisisi dengan saham sebagai berikut:

a. *Inbreng* Saham

Inberg saham adalah metode penyetoran saham oleh pemegang kas kepada perusahaan, dengan cara memberikan saham perusahaan lain. Setelah *inberg* terjadi, maka perusahaan yang menerima

penyetoran saham tersebut menjadi pemegang saham pada perusahaan lain yang sahamnya disetorkan.

b. *Share Swap*

Share swap adalah pertukaran saham antar perusahaan dengan perusahaan lain, dalam hal ini saham yang ditukar berasal dari 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 hukum perseroan di Indonesia, *share swap* yang pertama kali terjadi antara perusahaan-perusahaan yang *listing* di pasar modal adalah saham PT Panin Bank dengan saham PT Pan Union Insurances dan PT Asuransi Jiwa Panin Putra.

c. Pertukaran Saham Pemegang Saham

Transaksi ini terjadi ketika tukar menukar saham yang sudah diterbitkan dan sudah dibayar (*in paid*) antara para pemilik saham tersebut. Misalnya, saham milik A di perusahaan X ditukar dengan saham milik B di perusahaan Y. Apabila pertukaran mengakibatkan para pemegang saham saling menguasai perusahaan-perusahaan yang sahamnya dipertukarkan tersebut, maka terjadi saling mengakuisisi, yakni A mengakuisisi perusahaan Y sedangkan B mengakuisisi perusahaan X.

4. Kombinasi kas, hutang dan saham (*Combination*)

Pembiayaan dengan menggabungkan kedua atau ketiga unsur tersebut dapat dilakukan bila perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup kas, tidak ingin menggunakan seluruh sahamnya, atau perusahaan tidak menggunakan utang seluruhnya untuk membiayai transaksi *take over*.

2.1.6 Struktur kepemilikan

Masalah keagenan merupakan suatu masalah yang timbul akibat pihak yang terlibat mempunyai kepentingan yang berbeda satu dengan yang lain. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham (Faisal, 2004).

Manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri. Sebagai contoh, para manajer mungkin berusaha untuk melakukan sesuatu yang akibatnya harus ditanggung oleh pemegang saham, mereka mungkin membuat keputusan-keputusan jangka pendek yang hanya 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 terjadi masalah keagenan. Oleh karena itu, masalah keagenan dapat dikurangi dengan struktur kepemilikan, karena struktur kepemilikan yang

terstruktur dapat memengaruhi biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) adalah persentase saham yang dimiliki oleh pihak *insider shareholder* dan pihak *outsider shareholder*. Pihak *insider* yaitu pemegang saham yang berada di jajaran direktur dan komisaris. Pada pihak *outsider* yaitu pihak institusi, individu dan lain-lain. Struktur kepemilikan tersebut sangat beragam tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaan. Pendanaan dari dalam perusahaan berasal dari *inside equity* (yang dimiliki oleh *outside shareholder*). Dalam penelitian ini struktur kepemilikan dipecah menjadi dua, yaitu:

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah para manajer atau pihak manajemen seperti: 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 disebut sebagai manajer untuk mengelola perusahaan. Konflik keagenan ini akan memengaruhi kinerja perusahaan. Semakin besar konflik keagenan maka semakin rendah kinerja perusahaan karena konflik keagenan terkait dengan biaya keagenan.

Mengatasi *agency cost* yang ditimbulkan oleh masalah keagenan dapat dikurangi dengan menambah kepemilikan manajerial dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 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 keberadaan kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka penambahan kekayaan melalui kepemilikan ini tergantung pada penciptaan nilai dalam pengelolaan perusahaan, 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 inisiatif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan pernyataan Jensen dan Meckling (1976) bahwa dengan penambahan kepemilikan manajemen atas saham perusahaan dan manajer menjadi lebih *residual claimant* yang signifikan, akan semakin besar kemungkinan mereka untuk 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 muncul utang 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.

Institusi juga berperan sebagai *professional decision maker* yang mengetahui bagaimana mengukur kinerja perusahaan dan cara untuk mengawasi pihak manajemen. Keberadaan investor institusional ini akan mendorong 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 sering kali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan terutama saat terjadi pengambilalihan atau *take over*.

2.1.7 *Growth opportunity*

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Perusahaan-perusahaan yang mempunyai prediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang akan lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional

perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang rendah akan lebih banyak menggunakan utang jangka panjang.

Pernyataan sebelumnya sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984), Jung, Kim dan Stulz (1995) dan Martin (1996) bahwa manajer yang memiliki *growth opportunity* perusahaan yang baik dimasa depan maka akan lebih memilih menggunakan modal dengan saham karena akan memberikan keluluasan yang lebih pada perusahaan untuk mendanai perusahaan daripada perusahaan dibiayai dengan utang. Berbeda dengan pembiayaan menggunakan saham, pembiayaan dengan utang mengharuskan manajer membayar *cash flow*, sehingga perusahaan tidak dapat menggunakan *cash flow* untuk menginvestasi proyek-proyek yang tidak menguntungkan.

Growth opportunity bagi setiap perusahaan berbeda-beda, hal ini menyebabkan perbedaan keputusan pembelanjaan yang diambil oleh manajer keuangan. Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *under investment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (Chen, 2004)

2.1.8 Leverage

Leverage dapat menunjukkan struktur modal yang dimiliki suatu perusahaan (Ross *et al.*, 2010). *Leverage* juga merupakan ukuran risiko

karena menggunakan utang sebagai sumber pendanaan. Semakin besar *financial leverage* yang dilakukan perusahaan, maka semakin besar pula kewajiban bunga terhadap pinjaman yang dibebankan kepada perusahaan. Akan tetapi besarnya *leverage* juga dapat memengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang dalam komposisi struktur modal yang dimiliki akan mendapatkan keuntungan karena ada *tax shield* yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Stice, *et al.*, (2004) menyatakan bahwa *capital structure* yang diproksikan oleh *leverage* dapat dilihat dari rasio *debt to total asset*. Ketika perusahaan melakukan penambahan terhadap jumlah utang yang mereka miliki, maka diharapkan perusahaan dapat melakukan pembelian atas aset baru untuk menunjang kegiatan operasional perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan laba bersih. Pembelian aset baru tersebut bisa berupa pembelian atas mesin, tanah dan bangunan maupun pembelian atau penyertaan saham pada perusahaan lain.

2.1.9 Profitabilitas

Profitabilitas suatu perusahaan secara umum dapat dilihat melalui rasio profitabilitas, seperti *profit margin*, *return on asset (ROA)*, *return on equity (ROE)* (Ross *et al.*, 2010). Rasio tersebut menggambarkan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba atau keuntungan. Nilai rasio profitabilitas yang tinggi biasanya menjadi tujuan manajemen

dalam suatu perusahaan, karena rasio tersebut menggambarkan bagaimana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Akan tetapi untuk membandingkan perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio profitabilitas, lebih baik membandingkan perusahaan dengan industri yang sama atau membandingkan rasio profitabilitas perusahaan dengan rasio satu tahun sebelumnya.

Rasio profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan *Return on Asset* (ROA). ROA yang digunakan sebagai indikator tingkat profitabilitas perusahaan terhadap total aset yang dimiliki atau menunjukkan efisiensi penggunaan aset untuk memperoleh penghasilan. Semakin tinggi nilai ROA, maka dapat dikatakan bahwa perusahaan semakin efisien dalam menggunakan aset yang dimiliki untuk memperoleh penghasilan. Penelitian mengenai profitabilitas dan *debt* mengatakan bahwa menurut *trade-off theory*, semakin besar keuntungan perusahaan maka semakin besar tingkat utangnya karena perusahaan mempunyai pendapatan yang lebih besar yang harus dilindungi dari biaya pajak (Fatma dan Chichti, 2011).

2.2 Landasan Teori

Terdapat tiga kategori yang mendominasi dalam keputusan pembiayaan, yaitu *trade-off theory* yang berfokus pada tingkat pembiayaan utang yang mengoptimalkan manfaat pajak dikurangi biaya kebangkrutan dari *growth opportunity*, *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan menerbitkan utang ketika tingkat

assymetris information yang tinggi membuat penerbitan saham menjadi terlalu mahal, dan *market timing theory* yang mengatakan bahwa manajer perusahaan lebih cenderung untuk menerbitkan saham setelah periode pasar menerjang (Selvarajah dan Ursel, 2011)

Sementara itu Martinova dan Renneberg (2009) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa faktor-faktor penentu keputusan pembiayaan suatu perusahaan dalam melakukan *takeover* dikelompokkan menjadi tiga yaitu *Cost of Capital Consideration*, *Agency Problem*, dan *Debt Overhang & Trade Off Theory*.

2.2.1 *Cost of Capital Consideration*

Biaya modal atau *cost of capital* mencerminkan *opportunity cost* dari dana untuk investasi disuatu perusahaan. Biaya modal merupakan salah satu faktor penting untuk dipertimbangkan sebuah perusahaan dalam hal pembiayaan atas investasi yang dilakukan oleh perusahaan, salah satunya akuisisi.

Biaya modal diperoleh melalui tiga bentuk utama, yaitu: *growth opportunity (cost of debt)* serta biaya ekuitas (*cost of equity*) yang terbagi menjadi saham preferen dan ekuitas biasa. Dimana ekuitas berasal dari penerbitan saham baru dan laba ditahan. Perusahaan memilih biaya yang paling rendah dari kedua sumber tersebut untuk dijadikan sumber pembiayaan investasi.

Growth opportunity lebih mudah ditentukan, yaitu melalui biaya peminjaman. Perusahaan umumnya dapat memperoleh informasi ini

dengan memeriksa hasil atas obligasi yang diperdagangkan. *growth opportunity* juga bisa dihitung dari *yield* pada obligasi yang diterbitkan perusahaan, maupun dari bunga pinjaman jika perusahaan meminjam ke bank (Ross, *et al.*, 2010). Biaya modal dipengaruhi oleh beberapa faktor, namun kebijakan pendanaan dan investasi, khususnya pilihan yang berhubungan dengan jenis-jenis modal yang digunakan oleh perusahaan dan tingkat risiko proyek yang dilaksanakan, memiliki dampak yang sangat besar bagi biaya modal (Brealey, *et al.*, 2006)

Biaya modal menjelaskan tentang *pecking order theory* dan *market timing*. *Market timing* berkaitan dengan *asymmetric information* yang mengakibatkan muncul reaksi terhadap harga saham pengakuisisi saat pengumuman akuisisi. Hal ini mendorong perusahaan untuk menerbitkan saham, jika alternatif pendanaan yang lain tidak tersedia atau memiliki biaya yang terlalu tinggi (Martynova dan Renneboog, 2009).

2.2.1.1 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory menggunakan dasar pemikiran yang sama sekali berbeda dengan *trade-off theory*. Jensen (1986) berpendapat bahwa apabila jumlah *free cash flow* yang dimiliki perusahaan cukup besar atau ketersediaan utang cukup maka perusahaan akan menggunakan kas untuk membiayai investasi perusahaan dalam penelitian ini dalam investasi yang dilakukan adalah akuisisi.

Disebut sebagai *Pecking order theory* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling

disukai. Teori ini dikemukakan oleh Myer dan Majluf (1984) untuk menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey dan Myers, 1991):

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembiayaan dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dan untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas untuk menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), apabila masih belum mencukupi, maka akan menerbitkan saham baru.

Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu eksternal dan

eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal yang berasal dari sumber eksternal.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitabel* umumnya meminjam dana dengan 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 *profitabel* akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dua alasan yaitu: dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Oleh karena itu dapat disimpulkan berdasarkan *Pecking order theory* perusahaan memiliki urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Yaitu perusahaan akan memilih dana yang berasal dari hasil operasi (*internal funds*) kemudia baru diikuti oleh penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi yang berisiko dan terakhir menerbitkan saham. Hierarki ini dapat terjadi karena terdapat asimetris informasi antara manajemen dengan pemegang saham publik (Husnan, 1996).

2.2.2 Agency Theory

Teori keagenan (*Agency theory*) pertama kali dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori ini menjelaskan hubungan yang terjadi antara pihak *agent* (manajer perusahaan) dan pihak *principal* (pemegang saham). Teori ini membahas penentuan kontrak yang paling

efisien yang dapat membatasi konflik atau masalah keagenan. Dalam masalah keagenan, dijelaskan bahwa terdapat kepentingan lain yang hendak dicapai pihak manajer. Selain untuk meningkatkan nilai bagi perusahaan, kepentingan individu (*self interest*) dari manajer yang mengorbankan kepentingan dari pemegang saham menjadi faktor utama dalam masalah keagenan.

Hansen (1987), Stulz (1988) dan Fishman (1989) mengembangkan teori yang menentukan pembiayaan akuisisi berdasarkan *asymmetric information* dan *moral hazard consideration* yang juga memicu munculnya masalah keagenan. Manajer yang lebih mengerti dan menguasai atas informasi internal perusahaan, (seperti manajer akan lebih mengerti apakah mampu mencapai target yang telah ditetapkan atau tidak, serta hal-hal lain yang memengaruhi kinerja dan kualitas perusahaan) akan cenderung melakukan kebijakan yang mementingkan kepentingan mereka sendiri.

Inti dari hubungan keagenan adalah terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Investor memiliki harapan bahwa manajera 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.

Eisenhardt (1989) menyatakan ada tiga asumsi manusia terkait dengan teori keagenan, yaitu (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manager sebagai manusia akan bertidak berdasarkan sifat opportunistik, yaitu mementingkan kepentingan pribadi mereka masing-masing (Harris, 2004).

2.2.3 *Debt Overhang*

Debt Overhang adalah kondisi dimana suatu perusahaan memiliki beban utang yang begitu besar sehingga perusahaan tidak dapat meminjam lebih banyak utang lagi, walaupun pinjaman baru merupakan investasi yang baik untuk perusahaan. Teori ini digunakan untuk menjelaskan hubungan penggunaan *growth opportunity* sebagai salah satu variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Myers (1977) dalam Martynova dan Renneboog menjelaskan bagaimana perusahaan dapat meminimalkan risiko *debt overhang*. Myers berpendapat bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur dapat mendorong perusahaan untuk menerbitkan ekuitas daripada utang untuk mengumpulkan dana eksternal. Dalam pandangan Myers (1977), preferensi memaksimalkan kekayaan pemegang saham untuk menentukan proyek yang akan dilakukan oleh manajer, jika manfaat yang diharapkan melebihi pembiayaan kepada pemegang utang.

Hal ini dapat menyebabkan investasi manajer berkurang, 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 investasi yang berkurang, perusahaan dengan proyek-proyek berkualitas tinggi dapat membatasi *leverage* serta menghindari pinjaman lebih lanjut.

2.3 Penelitian Terdahulu

Yook (1989) melakukan penelitian dengan menguji sembilan variabel keuangan kedalam lima hipotesis menggunakan model binomial logit. Hasil penelitian mendukung teori strategi akuisisi dan mendukung teori Jensen (1986) tentang teori *Cash flow*. Perusahaan pengakuisisi yang memiliki nilai profitabilitas dan *investment opportunity* yang rendah, tetapi nilai *cash flow* perusahaannya tinggi maka perusahaan akan cenderung menggunakan kas untuk membiayai akuisisi.

Amihud, Lev, Travlos (1990) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang memengaruhi pembiayaan akuisisi. Penelitian dilakukan pada 500 perusahaan yang melakukan akuisisi selama tahun 1981-1983. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemilik saham manajerial yang mengontrol nilai perusahaan akan cenderung untuk memilih membiayai akuisisi dengan kas atau utang daripada menerbitkan saham baru yang akan mengurangi kepemilikan manajerial dan meningkatkan risiko kehilangan kontrol perusahaan.

Noronhan, Sen, dan Smith (1990) mengidentifikasi faktor-faktor yang mungkin berhubungan dengan preferensi pengakuisisi memilih menggunakan kas atau saham dalam membiayai akuisisi. Penelitian menggunakan perusahaan di Amerika Serikat yang melakukan akuisisi selama tahun 1980-1988. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Jensen (1986) bahwa apabila cash flow perusahaan pada level yang tinggi perusahaan akan cenderung membiayai akuisisi dengan kas. Pengakuisisi akan membiayai dengan saham apabila telah ada kesepakatan mengenai akumulasi kredit pajak oleh perusahaan target akuisisi.

Martin (1996) melakukan penelitian pada perusahaan di Amerika Serikat yang melakukan akuisisi selama tahun 1978-1988 sebanyak 4,239 perusahaan yang melakukan *completed acquisition*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa antara struktur kepemilikan manajerial dan pembiayaan akuisisi dengan saham memiliki hubungan non linear. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin rendah pembiayaan menggunakan kas. Perusahaan akan melakukan pembiayaan dengan kas apabila Tobin'sQ perusahaan sebagai salah satu alat ukur *growth opportunity* memiliki nilai yang tinggi.

Faccio dan Masulis (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 3.864 perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di Eropa selama tahun 1997-2000. Penelitian ini menemukan bahwa preferensi pengakuisisi membiayai akuisisi dengan

kas ketika struktur kepemilikan manajerial dominan di perusahaan sekitar 20-60%. Dan perusahaan cenderung menggunakan saham apabila frekuensi pengukuran kondisi keuangan perusahaan melemah.

Martynova dan Renneboog (2009) melakukan penelitian pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi sepanjang tahun 1993 sampai 2001. Penelitian berfokus pada akuisisi domestik di Eropa. Perusahaan memilih menggunakan saham ketika ada sentimen positif dari investor mengenai nilai fundamental perusahaan. *Growth opportunity* perusahaan kemungkinan akan membentuk kondisi *debt overhang* yang mengakibatkan perusahaan memilih menggunakan saham untuk membiayai akuisisi walaupun mereka memiliki kapasitas utang yang besar.

Ismail dan Krause (2010) melakukan penelitian pada perusahaan publik di Amerika Serikat yang melakukan akuisisi pada tahun 1985-2004 untuk mengetahui faktor penentu apa saja yang memengaruhi pembiayaan akuisisi. Penelitian tidak menemukan bukti yang berhubungan secara signifikan pada asimetris informasi atau *tax consideration* terhadap bentuk pembiayaan akuisisi. Tetapi menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial sebagai salah satu faktor tradisional yang mempengaruhi pembiayaan akuisisi.

Akhtar, Javed, dan Abassi (2012) melakukan penelitian pada 104 perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan akuisisi di Pakistan dari tahun 2005-2012. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor

yang menentukan pembiayaan akuisisi di Pakistan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada perusahaan sektor finansial dan non-finansial, struktur kepemilikan memiliki hubungan negatif dan linear terhadap penggunaan kas sebagai metode pembiayaan akuisisi. Dan perusahaan pengakuisisi yang memiliki kelebihan kas akan memilih mendanai proyek yang tidak memberikan keuntungan pada pemilik saham.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1.	Kenchang Yook (1989)	<i>Determinants of the Payment Method in Acquisition</i>	Binomial Logit Model	Perusahaan pengakuisisi yang memiliki nilai profitabilitas dan <i>investment opportunity</i> yang rendah, tetapi nilai <i>cash flow</i> perusahaannya tinggi maka perusahaan akan cenderung menggunakan kas untuk membiayai akuisisi.
2.	Yakov Amihud, Baruch Lev, dan Nicholas G. Travlos (1990)	<i>Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisition</i>	Probit model	Pemilik saham manajerial cenderung memilih membiayai akuisisi menggunakan kas atau utang daripada penggunaan saham karena dapat mengurangi kontrol serta kepemilikan di perusahaan. selain itu, <i>abnormal return</i> pengakuisisi berhubungan negatif dengan pembiayaan menggunakan saham pada pembiayaan akuisisi yang dilakukan perusahaan ketika kepemilikan manajerial rendah.

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
3.	Gregory M. Noronha, Nilanjan Sen, David M. Smith (1990)	<i>Determinants of the medium of payment in corporate acquisitions</i>	Model Regresi Logistik dengan Metode Gauss Newton menggunakan estimasi non linier	Pengakuisisi menggunakan penawaran dengan saham berdasarkan tingkat akumulasi kredit pajak oleh perusahaan target akuisisi. Pengambilalihan saham berhubungan negatif dengan <i>debt-to-asset ratio</i> perusahaan target akuisisi, dan berhubungan positif dengan <i>leverage</i> pengakuisisi.
4.	Kenneth J. Martin (1996)	<i>The Method of Payment in Corporate Acquisition, Investment Opportunity, and Mangement Ownership</i>	<i>Multinomial logistic regression</i>	Perusahaan yang memiliki <i>growth opportunity</i> yang besar akan lebih memilih melakukan pendanaan akuisisi dengan saham.
5.	Mara Faccio, dan Ronald W. Masulis (2005)	<i>The Choice of Payment method in European mergers and acquisition.</i>	<i>OLS Regression, Orderes Probit Regression</i>	Pendanaan dengan saham ketika kondisi keuangan melemah. Pengakuisisi melakukan pembiayaan dengan kas apabila pengakuisisi memiliki hak kendali suara sekitar 20 sampai 60 persen atau ketika hak suara pengakuisisi yang dimiliki pemegang saham terancam.
6.	Marina Martynova, Luc Renneboog (2009)	<i>What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?</i>	<i>Emperical Model, Multinomial Logit Model, NestedLogit Model.</i>	Perusahaan lebih memilih kas pada pendanaan internal. Karna dipengaruhi oleh pertimbangan pengakuisisi mengenai biaya modal. Keputusan pendanaan tidak berhubungan dengan masalah keagenan yang

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
				<p>mungkin disebabkan oleh konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. 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</p>
7.	Ahmad Ismail, Andreas Krause (2010)	<i>Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions</i>	<i>Regresi linier yang variabel dependennya disetiasi dengan menggunakan Two stage least Square regression</i>	<p>Lebih banyak saham yang ditawarkan dalam merger jika laju pertumbuhan perusahaan target akuisisi lebih tinggi, Tidak ditemukan bukti yang relevan bahwa <i>asymmetric information</i> dan pertimbangan pajak dalam pemilihan bentuk pembiayaan akuisisi.</p>
8.	Akhtar, Javed, Abbasi (2012)	<i>What determines the method of payment and deal amounts in corporate mergers and acquisitions in Pakistan</i>	<i>Logit model, OLS estimation technique</i>	<p>Kepemilikan saham pengakuisisi memiliki hubungan yang signifikan terhadap metode pembiayaan akuisisi pada sektor non-finansial maupun sektor finansial di pakistan. Kepemilikan managerial memiliki hubungan negatif dengan pembiayaan menggunakan kas secara tunai pada pembayiaan merger dan akuisisi.</p>

Sumber: Penelitian-penelitian terdahulu (diolah)

2.4 Beda penelitian

Penelitian ini memiliki persamaan dan perbedaan dengan penelitian-penelitian terdahulu yang telah melakukan penelitian sebelumnya. Diantara persamaan antara penelitian ini dan penelitian terdahulu, yaitu, penggunaan metode *multinomial logistic regression*, seperti yang juga digunakan dalam penelitian Noronha, et al (1990), Martin (1996), Faccio dan Masulis (2005), Martynova dan Renneboog (2009), Ismail dan Krause (2010).

Kesamaan lainnya yaitu penggunaan variabel struktur kepemilikan manajerial seperti yang digunakan oleh Amihud, et al (1990) dan Martynova dan Renneboog (2009). Kemudian penggunaan variabel *growth opportunity* dan *cash flow* seperti yang digunakan oleh Martin (1996), Martynova dan Renneboog (2009)

Penelitian ini juga menggunakan profitabilitas dan *leverage* sebagai proksi dari rasio-rasio keuangan yang umum digunakan seperti yang digunakan dalam penelitian Ismail dan Krause (2010), Faccio dan Masulis (2005).

Perbedaan yang terdapat dalam penelitian ini adalah periode tahun pengamatan yaitu selama 6 tahun, serta penggunaan sampel sebanyak 44 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melakukan akuisisi pada tahun penelitian dilakukan.

2.5 Hubungan Antar Variabel dan Rumusan Hipotesis

2.5.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap *Equity Financing*

Pada teori struktur kepemilikan manajerial yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) konflik keagenan terjadi karena terdapat pemisahan antara kepemilikan dan kendali. Pemisahan tersebut terjadi ketika perusahaan mempekerjakan manager sebagai profesional untuk mengelola perusahaan. Konflik keagenan ini akan memengaruhi kinerja perusahaan. Semakin besar konflik keagenan maka semakin rendah kinerja perusahaan karena konflik keagenan akan meningkatkan biaya keagenan. Oleh karena itu untuk mengatasi biaya keagenan yang ditimbulkan oleh masalah keagenan maka dapat dikurangi dengan menambah struktur kepemilikan dalam perusahaan.

Penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang dijelaskan dalam Martynova dan Renneboog (2009) 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 dip perusahaan secara luas dipengaruhi oleh kegiatan para pemegang saham dan *monitoring* yang efisien dari manajemen.

Berdasarkan pernyataan Jensen dan Meckling (1976) tersebut, Martynova dan Renneboog (2008) dalam penelitian tersebut, kemudian mengembangkan hipotesis hubungan antara struktur kepemilikan terhadap *equity* pada pendanaan *take over*, yaitu perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif pada penerbitan ekuitas untuk pembiayaan *take over*. Oleh karena itu, berdasarkan kesimpulan teori yang dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Martynova dan Renneboog (2008), maka dapat diformulasikan hipotesis sebagai berikut:

H_{1a} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh positif terhadap *Cash Financing*.

H_{1b} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Debt Financing*.

H_{1c} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Equity Financing*.

2.5.2 Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Equity Financing*

Myers (1977) dalam martynova dan Renneboog menjelaskan bagaimana perusahaan dapat meminimalkan risiko *debt overhang*. Myers berpendapat bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur dapat mendorong perusahaan untuk menerbitkan ekuitas daripada utang untuk mengumpulkan dana eksternal.

Dalam pandangan Myers (1977), preferensi memaksimalkan kekayaan pemegang saham bergantung pada jenis proyek yang akan

dilakukan oleh manajer, jika manfaat yang diharapkan melebihi pembiayaan kepada pemegang utang. Hal ini dapat menyebabkan investasi manajer berkurang, yang mungkin mengorbankan proyek investasi jika manfaat yang diharapkan hanya cukup untuk membayar utang dan tidak ada atau sedikit yang kembali ke pemegang saham. Oleh karena itu, untuk meminimalkan jumlah investasi yang berkurang, perusahaan dengan kemungkinan proyek-proyek yang berkualitas tinggi dapat membatasi *leverage* serta menghindari pinjaman lebih lanjut. Sehingga pengakuisisi lebih menyukai pembiayaan menggunakan ekuitas pada pembiayaan akuisisi dibanding dengan yang lainnya.

Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Martin (1996) bahwa semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan yang melakukan akuisisi, maka perusahaan tersebut cenderung lebih suka untuk melakukan pembiayaan akuisisi dengan menggunakan saham. Sehingga hipotesis yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

H_{2a} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Cash Financing*.

H_{2b} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Debt Financing*.

H_{2c} : *Growth opportunity* berpengaruh positif pada *Equity Financing*.

2.5.3 Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Cash Financing*

Berdasarkan *Pecking order theory* pada pendanaan perusahaan (Myers, 1984), perusahaan memiliki urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Yaitu perusahaan akan memilih dana yang berasal dari hasil operasi (*internal funds*) kemudian baru diikuti oleh

penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi yang berisiko dan terakhir menerbitkan saham. Selain itu, Jensen (1986) juga berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki jumlah *free cash flow* yang besar akan mengarahkan perusahaan untuk membiayai akuisisi dengan uang tunai. Dengan demikian perusahaan yang memiliki uang dalam jumlah besar, atau arus kas yang tinggi serta kapasitas utang yang lebih cukup, akan lebih memungkinkan untuk menggunakan uang tunai untuk membiayai investasi mereka.

Memiliki ketersediaan kas dan *free cash flow* yang kuat pada dasarnya akan mempermudah penawaran dengan kas, sehingga hal ini menunjukkan bahwa ketersediaan kas dan *free cash flow* yang baik memiliki hubungan negatif dengan penawaran menggunakan saham (Ismail dan Krause, 2010). Oleh karena itu dapat dirumuskan hipotesis untuk variabel ketersediaan kas dengan pembiayaan akuisisi sebagai berikut:

H_{3a} : Ketersediaan kas berpengaruh positif pada *Cash Financing*

H_{3b} : Ketersediaan kas berpengaruh negatif pada *Debt Financing*

H_{3c} : Ketersediaan kas berpengaruh negatif pada *Equity Financing*

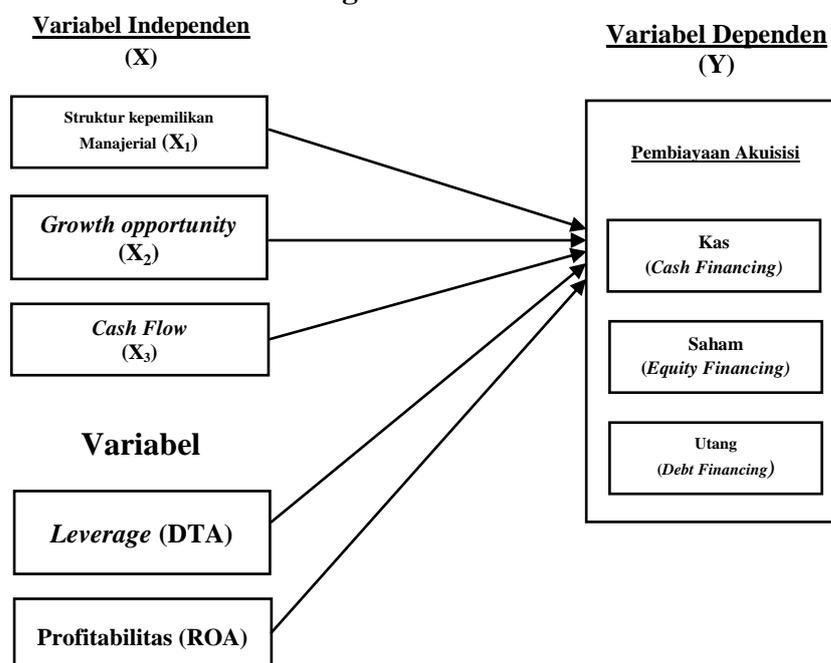
2.6 Kerangka Pemikiran

Akuisisi merupakan salah satu strategi yang dilakukan perusahaan untuk mengembangkan usaha dalam menambah nilai perusahaan. Keberhasilan akuisisi dipengaruhi oleh kebijakan dan keputusan

pembiayaan dari perusahaan pengakuisisi. Dalam melakukan akuisisi, perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai akuisisi tersebut.

Menurut Martynova dan Rennebog (2009), terdapat empat pembiayaan yang biasa digunakan dalam kegiatan akuisisi, yaitu dana internal berupa uang tunai, utang, saham atau gabungan diantara sumber-sumber tersebut. Sementara itu dalam penelitian ini akan dilihat bagaimana pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *growth opportunity*, dan *cash flow* perusahaan terhadap pemilihan pembiayaan akuisisi menggunakan kas dalam bentuk uang tunai, saham ataupun utang dengan menambahkan profitabilitas dan *leverage* sebagai variabel kontrol.

Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran



Sumber : Amihud et al (1990), Noronha et al (1990), Martin (1996), Faccio dan Masulis (2003), Martynova dan Renneboog (2009), Ismail dan Krause (2010).

2.7 Hipotesis

Hipotesis adalah jawaban sementara terhadap masalah penelitian, yang kebenarannya masih harus diuji secara empiris. Hipotesis bersifat sementara sampai terbukti kebenarannya berdasarkan data yang dikumpulkan dan dilakukannya penelitian. Berdasarkan telaah dari studi literatur, penelitian sebelumnya, serta kerangka pemikiran, maka peneliti merumuskan simpulan sementara atau hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_{1a} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh positif terhadap *Cash Financing*.

H_{1b} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Debt Financing*.

H_{1c} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Equity Financing*.

H_{2a} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Cash Financing*.

H_{2b} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Debt Financing*.

H_{2c} : *Growth opportunity* berpengaruh positif pada *Equity Financing*.

H_{3a} : *Cash Flow* berpengaruh positif pada *Cash Financing*

H_{3b} : *Cash Flow* berpengaruh negatif pada *Debt Financing*

H_{3c} : *Cash Flow* berpengaruh negatif pada *Equity Financing*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel adalah apapun yang dapat membedakan atau membawa variasi pada nilai. Nilai bisa berbeda pada berbagai waktu untuk objek atau orang yang sama, atau pada waktu yang sama untuk objek atau orang yang berbeda (Sekaran, 2006). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen serta ditambahkan variabel kontrol untuk mengendalikan hubungan variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen merupakan variabel yang menjadi perhatian utama dan menjadi faktor yang berlaku dalam investigasi. Variabel independen adalah variabel yang memengaruhi variabel dependen baik secara positif ataupun negatif. Variabel-variabel tersebut adalah:

Variabel independen (X), yaitu:

1. X1: Struktur Kepemilikan
2. X2: *Growth opportunity*
3. X3: *Cash Flow*

Variabel Kontrol yaitu:

1. *Leverage (DTA)*
2. *Profitabilitas (ROA)*

Variabel dependen (Y) yaitu:

Y : Tipe pembiayaan Akuisisi

3.1.2 Definisi Operasional

Adapun definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.1.2.3 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tipe pembiayaan akuisisi yang akan digunakan oleh perusahaan, apakah perusahaan melalui pemilihan kas (*cash financing*), utang (*debt financing*) atau ekuitas (*equity financing*) ketika melakukan kegiatan akuisisi.

1. Cash Financing

Kas yang digunakan adalah sejumlah kas yang dibayarkan oleh perusahaan pengakuisisi kepada perusahaan yang akan menjadi target akuisisi secara tunai. Pembiayaan secara tunai ini dilakukan ketika perusahaan memiliki uang tunai yang cukup besar. Pembiayaan dengan uang tunai secara umum berasal dari sumber dana laba ditahan (pembiayaan yang dilakukan dengan cara pengurangan modal sendiri), menerbitkan saham baru dan menjual saham tersebut hanya kepada pemegang saham lama saja.

2. Debt Financing

Pembiayaan dengan utang dilakukan pada saat perusahaan pengakuisisi ingin menggunakan kas untuk transaksi, tetapi uang kas tersebut sebagian besar berasal dari pinjaman pihak ketiga.

3. *Equity Financing*

Pembiayaan dengan ekuitas dilakukan perusahaan pengakuisisi jika perusahaan pengakuisisi tidak memiliki cukup uang kas atau pemegang saham perusahaan target akuisisi masih ingin mempertahankan kepemilikan pada perusahaan hasil merger, maka alat pembiayaan yang digunakan adalah dengan cara pertukaran saham.

3.1.2.4 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, *growth opportunity* dan *cash flow*.

1. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi *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 rendah kepemilikan pemegang saham minoritas.

Berdasarkan asumsi tersebut, maka struktur kepemilikan yang dimaksudkan adalah besaran persentase struktur kepemilikan perusahaan yang dapat memengaruhi 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 memengaruhi keputusan pendanaan akuisisi.

2. *Growth opportunity*

Growth opportunity pada penelitian ini diproksikan sebagai kesempatan investasi perusahaan di masa depan. Variabel ini dapat diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q dihitung dengan menggunakan metode yang dikemukakan oleh Chung dan Pruitt (1994) :

$$Tobin's\ Q = \frac{MVE + BVT D}{BVE + BVT D}$$

Keterangan:

MVE = market value of equity (ordinary and preferred)

BVT D = book value of total debt

BVE = book value of equity

3. *Cash Flow*

Ketersediaan kas merupakan jumlah kas yang tersedia dan dapat digunakan untuk pembiayaan akuisisi pada penelitian ini diproksikan pada sejumlah kas yang tersedia untuk melakukan akuisisi (Ismail dan Krause, 2010). Pada penelitian ini membandingkan nilai *free cash flow* dengan nilai transaksi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan. *Free cash flow* berasal dari *cash flow from operation* dikurangkan *capital expenditure*. *Free cash flow* dipilih karena *free cash flow* menunjukkan

jumlah kas yang mampu dihasilkan perusahaan setelah perusahaan berhasil meletakkan uang yang dibutuhkan untuk mempertahankan atau memperluas aset terbaik yang dimiliki perusahaan.

$$CF = \frac{\text{cash flow}}{\text{transval}}$$

Keterangan:

$$\begin{aligned} \text{Cash flow} &= \text{bidder's internally generated funds and cash} \\ &\quad \text{surpluses} \\ &= \text{Cash Flow from Operations} - \text{Capital Expenditure} \\ \text{Transval} &= \text{transaction value of acquisition} \end{aligned}$$

Menurut penelitian Martynova dan Renneboog (2009) apabila ratio < 1 berarti dana internal tidak cukup untuk membiayai akuisisi. Sehingga perusahaan akan memilih menggunakan dana internal untuk membiayai akuisisi.

3.1.2.5 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan sehingga hubungan variabel independen terhadap dependen tidak dipengaruhi faktor luar yang tidak diteliti (Sugiyono,2007). Variabel Kontrol memengaruhi variabel dependen berdasarkan pendapat peneliti dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol, yaitu *leverage* dan profitabilitas.

1. *Leverage*

Leverage didefinisikan sebagai penggunaan atas aset atau dana yang dimiliki perusahaan yang dapat menutupi biaya kegiatan operasi

perusahaan, seperti membayar biaya tetap. *Leverage* digambarkan dengan rasio *debt to total assets* atau porsi utang yang dibandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Stice *et al* (2004), *capital structure* dapat diukur menggunakan *debt to asset ratio*, dengan rumus:

$$\text{debt to total asset ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total aset}}$$

2. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu yang memengaruhi sumber pembiayaan akuisisi. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka keuntungan yang dimiliki perusahaan dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan, salah satunya dengan akuisisi. Perhitungan profitabilitas ini diproksikan dengan ROA (Ross *et al*, 2010):

$$ROA_{t-1} = \frac{\text{Net Income}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
<i>Cash Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan kas.	1 = <i>Cash Financing</i> 0 = pembiayaan lain	Nominal
<i>Debt Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan utang.	1 = <i>Debt Financing</i> 0 = pembiayaan lain	Nominal
<i>Equity Financing</i>	Keputusan pendanaan akuisisi perusahaan dengan menggunakan ekuitas.	1 = <i>Equity Financing</i> 0 = pembiayaan lain	Nominal

Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
Struktur Kepemilikan / <i>Managerial Ownership</i> (MOWN)	Besaran presentase struktur kepemilikan perusahaan yang dapat memengaruhi keputusan pendanaan akuisisi.	$MOWN = \% \text{ kepemilikan manajerial perusahaan}$	Rasio
<i>Growth opportunity</i> (<i>Tobin's Q</i>)	Kesempatan investasi perusahaan di masa depan	$Tobin's Q = \frac{MVE + BVTD}{BVE + BVTD}$	Rasio
<i>Cash Flow</i> (<i>CFLOW</i> / <i>TRNSVL</i>)	Jumlah kas yang tersedia yang dapat digunakan untuk pembiayaan akuisisi	$CF = \frac{\text{cash flow}}{\text{transval}}$	Rasio
<i>Leverage</i> (<i>DTA</i>)	Penggunaan atas aset atau dana yang dimiliki perusahaan yang dapat menutupi biaya kegiatan operasi perusahaan	$\text{debt to total asset ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total aset}}$	Rasio
Profitabilitas (ROA)	Keuntungan perusahaan yang dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan	$ROA_{t-1} = \frac{Net\ Income_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}$	Rasio

Sumber : dari penelitian terdahulu yang digunakan dalam penelitian.

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Menurut Ferdinand (2006) populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena itu dipandang sebagai sebuah semesta penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah 101 perusahaan publik yang melakukan kegiatan akuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2014.

3.2.2 Sampel

Ferdinand (2006) mengatakan bahwa sampel adalah sub set dari populasi, terdiri dari beberapa anggota populasi. Sub set ini diambil

karena dalam banyak kasus tidak mungkin kita meneliti seluruh anggota populasi, oleh karena itu kita membentuk sebuah perwakilan populasi yang disebut sampel. Sampel merupakan bagian dari populasi (Sekaran, 2006).

Dalam penelitian ini, metode yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang dilakukan karena informasi yang dibutuhkan dapat dipahami dan diperoleh dari satu kelompok sasaran tertentu yang mampu memberikan informasi yang dikehendaki dan memenuhi kriteria untuk diteliti (Ferdinand, 2006). Kriteria dalam pemilihan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan publik yang terdaftar di BEI dan melakukan kegiatan akuisisi pada periode 2009-2014.
2. Memiliki keterangan waktu yang jelas mengenai kapan perusahaan tersebut melakukan akuisisi.
3. Metode pembiayaan yang digunakan perusahaan diketahui dengan jelas.
4. Keterangan persentase struktur kepemilikan yang dimiliki perusahaan tersedia pada saat dilakukan akuisisi.
5. Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan dengan informasi data yang lengkap dan relevan, sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

Dari populasi sebanyak 101 perusahaan yang terdaftar di BEI, diperoleh sebanyak 44 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel tersebut. Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian dijelaskan pada Lampiran A.

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 *Jenis Data*

Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif . Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka atau data kuantitatif yang digunakan (Sugiyono, 2004).

3.3.2 *Sumber Data*

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi, laporan tahunan dan laporan keuangan tahunan perusahaan periode tahun 2009-2014 yang diperoleh melalui Database Pojok BEI, Website BEI dan Terminal Bloomberg milik Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder, maka metode pengumpulan data adalah dengan menggunakan teknik dokumentasi berdasarkan laporan keuangan periode 2009 sampai 2014 yang berasal dari Database Pojok BEI, dan Laboratorium Bloomberg

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro serta dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*).

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam model penelitian ini adalah model *Multinomial Logistic Regression* atau yang biasa disebut dengan model Multinomial Logit. Pada kasus-kasus penelitian dengan tujuan untuk mengetahui hubungan antara satu variabel dengan variabel dependennya berupa data kategorik, maka analisis regresi linier standar tidak bisa dilakukan, oleh karena itu salah satu pendekatan yang dapat dilakukan adalah *logistic regression*.

Model multinomial logit digunakan untuk memodelkan probabilitas pengaruh variabel independen terhadap keputusan pemilihan pembiayaan pembayaran akuisisi oleh perusahaan dimana keputusan pembiayaan diklasifikasikan menjadi tiga yaitu: *cash financing*, *debt financing*, dan *equity financing*.

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai suatu variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum (Ghozali, 2006). Analisis statistik deskriptif merupakan salah satu cara pengolahan data yang mempelajari cara pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah dipahami. Standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum menggambarkan persebaran data. Data dengan standar deviasi yang semakin besar menggambarkan

data tersebut semakin menyebar. Standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum menggambarkan persebaran variabel yang bersifat metrik, sedangkan variabel non-metrik digambarkan dengan distribusi frekuensi variabel.

3.5.2 Analisis Regresi Logistik

Analisis regresi logistik bertujuan untuk menguji probabilitas muncul tidaknya suatu kejadian. Pada model logit, variabel dependen terdiri atas bilangan biner 0 dan 1 yang mewakili kondisi “ya” dan “tidak”. Interpretasi atau estimasi pada model logit menunjukkan besarnya kemungkinan suatu kejadian, yang ditunjukkan dengan persentase probabilitas, sehingga nilainya antara 0% sampai 100% (Winarno, 2009).

Analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas dan homoskedastisitas. Penelitian ini tidak memerlukan uji normalitas data karena regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas pada variabel independennya. Artinya variabel independennya tidak harus memiliki distribusi normal, linier maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup (Ghozali, 2006). Regresi logistik juga mengabaikan heteroskedastisitas, artinya variabel dependennya tidak memerlukan homoskedastisitas untuk masing-masing variabel independennya (Gujarati, 1999).

Terdapat dua model regresi logistik yaitu *binomial logistic regression* dan *multinomial logistic regression*.

merupakan perluasan dari *binomial logistic* dimana variabel dependen mempunyai kategori lebih dari dua (Ghozali, 2006). Dalam regresi *multinomial logistic* terdapat salah satu kategori variabel dependen yang dianggap sebagai kategori referensi. Kategori tersebut berupa pilihan yaitu kategori pertama, kategori terakhir atau kategori yang mempunyai nilai frekuensi tinggi sebagai referensinya.

Metode analisis regresi logistik ini menganalisis pilihan tipe pembiayaan yang dipilih oleh pengakuisisi dengan struktur kepemilikan manajerial, *growth opportunity*, dan *cash flow* sebagai faktor-faktor yang memengaruhi probabilitas pengakuisisi untuk membiayai akuisisi.

Regresi logistik dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen dalam menentukan presentase varians dalam variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen (Yamin dkk, 2011)

Keputusan pembiayaan yang dipilih pengakuisisi yaitu *cash financing*, *stock financing*, dan *debt financing* sebagai variabel dependen. Kategori yang dijadikan referensi adalah kategori pertama yaitu *Cash financing (Cash)*. *Cash financing* dipilih sebagai referensi karena di Indonesia metode pembiayaan yang umum digunakan dalam membiayai akuisisi adalah *cash financing* sehingga variabel ini dijadikan reference untuk membandingkan dengan variabel yang lainnya.

Variabel independen yang digunakan adalah Struktur Kepemilikan Manajerial (MOWN), *Growth opportunity* (Tobin'sQ) dan Cash Flow

(Cflow/Trasnval) dan Profitabilitas (ROA) serta *Leverage* (DTA) sebagai variabel kontrol. Variabel-variabel ini mempengaruhi variabel dependen yang diproksi dengan probabilitas pemilihan pembiayaan akuisisi. Dalam formulasi regresi logistik, maka persamaannya sebagai berikut :

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{P_j}\right) = \beta_0 + \beta_1 MOWN + \beta_2 Tobin'sQ + \beta_3 CFlow/Transval + \beta_4 ROA + \beta_5 DTA + \varepsilon$$

Keterangan :

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$	= konstanta
<i>MOWN</i>	= Struktur Kepemilikan Saham Manajerial
<i>Tobin'sQ</i>	= <i>Growth opportunity</i>
<i>CFlow/Transval</i>	= <i>Cash Flow</i>
ROA	= <i>Return On Asset</i> untuk mengukur Profitabilitas
DTA	= <i>Debt to Total Asset</i> untuk mengukur <i>Leverage</i>

Menurut Elfindri dkk (2008) secara ekonometrik dinyatakan bahwa regresi logistik digunakan untuk menganalisis probabilitas terjadinya peristiwa dalam bentuk *odd* atau risiko yaitu perbandingan antara probabilitas terjadinya suatu peristiwa dengan probabilitas tidak terjadinya peristiwa.

3.5.2.1 Uji multikolinearitas

Pada *multinomial logistic regression*, tidak dilakukan uji asumsi klasik seperti yang dilakukan pada OLS biasa. Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah pada model regresi terdapat korelasi antar variabel independen. Pada model yang baik tidak boleh terjadi korelasi diantara variabel independen (Ghozali, 2011). Multikolinearitas mengindikasikan terdapat hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau hampir semua variabel independen dari model yang tersedia. Hal ini mengakibatkan koefisien regresi tidak tertentu dan kesalahan standarnya tidak terhingga, hal ini akan menimbulkan bias dalam spesifikasi. Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas ini dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor (VIF)*. Batas dari *tolerance value* $< 0,10$ yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95% , maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolonieritas. Nilai VIF yang tidak menunjukkan lebih besar dari 10 maka tidak terjadi multikolinearitas

3.5.2.2 Menilai Model Fit (*overall fit model*)

Setelah melakukan uji multikoleniaritas, langkah selanjutnya adalah menilai overall fit model terhadap data. Hipotesis untuk menilai model fit adalah :

H_0 : Model yang dihipotesakan fit dengan data

H_a : Model yang dihipotesakan tidak fit dengan data

Statistik yang digunakan berdasarkan pada fungsi likelihood. Likelihood L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesakan menggambarkan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\log L$.

Nilai $-2\log L$ pada awal (block number =0) dimana model hanya memasukkan konstanta dibandingkan dengan $-2\log L$ setelah model memasukkan variabel independen (block number =1). Apabila nilai $-2\log L$ block number = 0 > nilai $-2\log L$ block number =1 menunjukkan bahwa model regresi tersebut baik. Nilai yang besar dari statistik log-likelihood menunjukkan model statistik yang buruk, karena nilai yang semakin besar menunjukkan pengamatan semakin tidak dapat dijelaskan (Ghozali, 2006).

3.5.2.3 Pseudo R-Square

Merupakan ukuran koefisien determinasi seperti pada R^2 pada *multiple regression*. Pengukuran didasarkan pada teknik estimasi likelihood dengan nilai maksimum kurang dari 1 (satu) sehingga sulit diinterpretasikan. Nagelkerke's R^2 merupakan modifikasi dari koefisien Cox dan Snell untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi antara 0 (nol) sampai 1 (satu). Hal ini dilakukan dengan membagi nilai Cox and Snell's R^2 dengan nilai maksimumnya (Ghozali, 2006).

3.5.2.4 Goodness of Fit Test

Kelayakan model regresi logistik dinilai dengan *Goodness of Fit Test*. dilakukan untuk 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 *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 memprediksi nilai observasinya. Jika nilai statistik yang dihasilkan lebih besar dari 0,05 maka hipotesis diterima berarti model mampu memprediksi nilai observasinya (Ghozali, 2006).

3.5.2.5 Uji Wald

Yaitu Pengujian yang dilakukan untuk menguji signifikansi tiap-tiap parameter. Statistik ini berdistribusi Khi Kuadrat dengan derajat bebas 1. Atau dengan cara lain membandingkan nilai signifikansi dengan nilai $\alpha = 0.1$. apabila nilai signifikansi $< \alpha$. Berarti variabel tersebut signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi α .