



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS MOTIVASI AKUISISI ASING DAN DOMESTIK
SERTA PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA DAN
STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN TARGET**

SKRIPSI

**INDAH MUTIARA SARI
1006812781**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS MOTIVASI AKUISISI ASING DAN DOMESTIK
SERTA PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA DAN
STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN TARGET**

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana

**INDAH MUTIARA SARI
1006812781**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Indah Mutiara Sari

NPM : 1006812781

Tanda Tangan :



Tanggal : 12 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Indah Mutiara Sari
NPM : 1006812781
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul Skripsi :
Bahasa Indonesia : Analisis Motivasi Akuisisi Asing dan Domestik Serta Pengaruhnya Terhadap Kinerja dan Struktur Kepemilikan Perusahaan Target
Bahasa Inggris : Analysis of Foreign and Domestic Acquisitions Motivations and Its Effect On Targeted Companies Performance And Ownership Structure

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 Ekstensi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Viska Anggraita M.S.Ak. ()
Penguji : Wasilah S.E., Ak., M.E ()
Penguji : Dr. Ratna Wardhani S.E., M.Si ()

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 12 Juli 2012

KPS Ekstensi Akuntansi

SRI NURHAYATI, MM., S.A.S

NIP: 19600317198692 2 001

KATA PENGANTAR / UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkatNya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, baik dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Viska Anggraita M.S.Ak. selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu untuk membimbing penulis dan memberikan masukan kepada penulis dalam penyusunan skripsi ini sehingga penulis dapat semangat dalam menyelesaikan skripsi ini .
2. Papa dan mama yang selalu memberikan dukungan dalam doa sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi.
3. Adek-adek (Asri, Runggun dan Aprillia) yang menjadi semangat penulis untuk menyelesaikan skripsi.
4. Lukman *et.al* dan Hasna *et.al* yang menjadi teman belajar modal intelektual selama persiapan siding.
5. Teman-teman satu angkatan Ekstensi FEUI 2010 yang bersama-sama berjuang untuk meraih kelulusan di kampus tercinta ini.
6. Bapak-bapak perpustakaan FEUI, yang selalu membantu penulis selama berkuliah di FEUI.
7. Sahabat-sahabat SMP yang tidak pernah terlupakan (Meta, Eva, Desi, Lala, Gita, Achay, Susu, Esha dan Roma) yang selalu mendukung penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Depok, Juli 2012

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

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

Nama : Indah Mutiara Sari
NPM : 1006812781
Program Studi : S1 Ekstensi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Skripsi

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

Analisis Motivasi Akuisisi Asing dan Domestik Serta Pengaruhnya Terhadap Kinerja dan Struktur Kepemilikan Perusahaan Target

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok
Pada tanggal : Juli 2012

Yang menyatakan



Indah Mutiara Sari

ABSTRAK

Nama : Indah Mutiara Sari
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul : Analisis Motivasi Akuisisi Asing Dan Domestik Serta Pengaruhnya Terhadap Kinerja Dan Struktur Kepemilikan Perusahaan Target

Penelitian ini meneliti mengenai motivasi akuisisi asing (strategi masuk pasar), motivasi akuisisi domestik (kontrol perusahaan) atas perusahaan target di Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga meneliti pengaruh akuisisi asing dan domestik terhadap kinerja dan struktur kepemilikan perusahaan target. Metode yang digunakan yaitu *wilcoxon signed rank test*, *multinomial logistic regression*, dan uji beda.

Hasil yang diperoleh tidak mendukung strategi masuk pasar sebagai motivasi akuisisi asing dan kontrol perusahaan sebagai motivasi akuisisi domestik. Kinerja keuangan (*return on asset*) yang dihasilkan perusahaan target akuisisi asing meningkat signifikan tiga tahun setelah akuisisi, dan kinerja keuangan perusahaan target akuisisi domestik tidak mengalami peningkatan signifikan. Tidak ditemukan perubahan struktur kepemilikan yang signifikan pada perusahaan target akuisisi domestik, sebaliknya ditemukan perubahan struktur kepemilikan yang signifikan pada perusahaan target akuisisi asing yang menunjukkan perusahaan pengakuisisi asing mengakuisisi untuk mengontrol perusahaan target di Indonesia.

Kata Kunci:

Akuisisi, Motivasi, Kinerja, Struktur Kepemilikan

ABSTRACT

Name : Indah Mutiara Sari
Study Program : S1 Ekstensi Akuntansi
Title : Analysis of Foreign and Domestic Acquisitions Motivations and the Effect on Targeted Companies Performance and Ownership Structure

This research examines the motivation of foreign acquisitions (market entry strategies), motivation of domestic acquisitions (corporate control) over the targeted companies in Indonesia. In addition, this research also examine the effect of domestic and foreign acquisition on targeted company's performance and ownership structure. The method used are the wilcoxon signed rank test, multinomial logistic regression, and the different test.

The results does not support the market entry strategies as foreign acquisition motivations and corporate control as domestic acquisition motivations. Financial performance (return on assets) of foreign acquisitions of targeted companies increased significantly three years after acquisition, and financial performance of domestic acquisitions of targeted companies did not experience significant improvement. There were no significant changes in ownership structure on corporate acquisitions of domestic targets. On the contrary there were significant changes in ownership structure on foreign acquisitions of targeted companies which indicate that foreign acquirer acquires companies to control the targeted companies in Indonesia.

Keywords:

Acquisition, Motivation, Performance, Ownership Structure

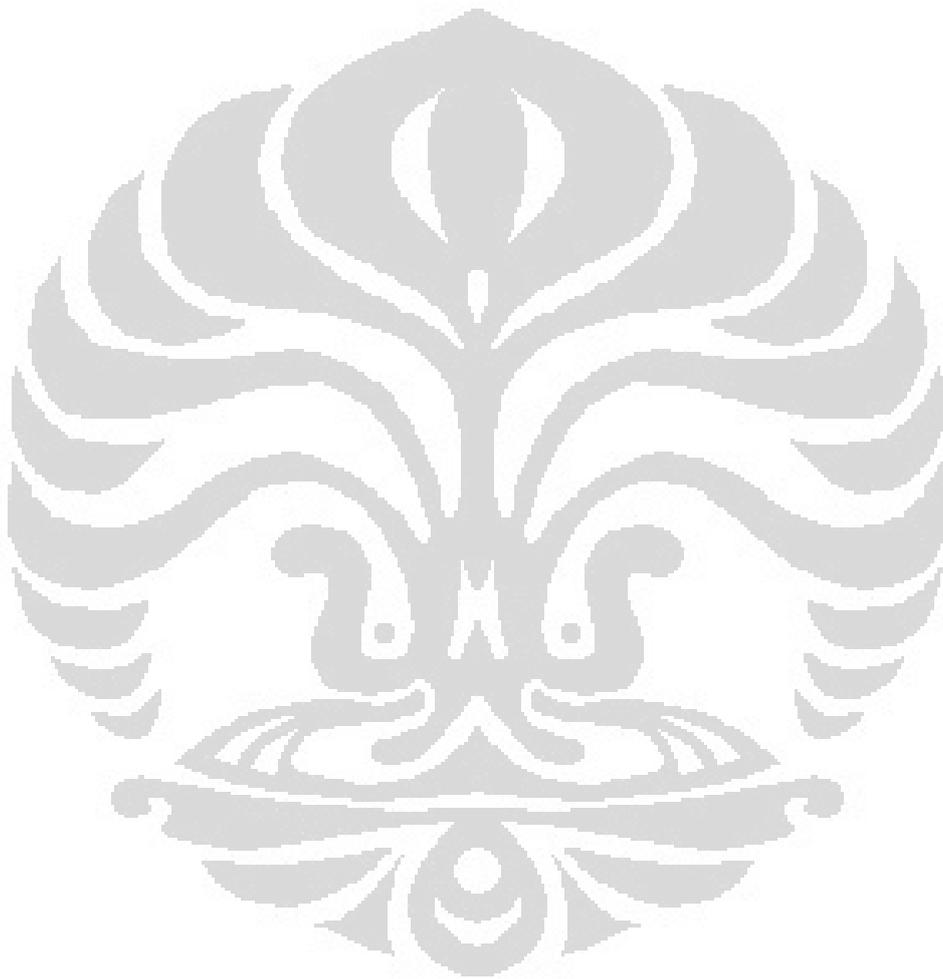
DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
KATA PENGANTAR.....	v
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian	7
1.5 Pembatasan Masalah.....	7
1.6 Sistematika Penulisan.....	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA.....	9
2.1 Akuisisi	9
2.1.1 Definisi Akuisisi	9
2.1.1.1 Akuisisi Oleh Pihak Domestik	9
2.1.1.2 Akuisisi Oleh Pihak Asing	11
2.1.2 Perbedaan akuisisi dengan merger	12
2.1.3 Bentuk-Bentuk Akuisisi	13
2.1.4 Motif Dalam Melakukan Akuisisi	13
2.1.5 Faktor Pendukung Keberhasilan Akuisisi	16
2.1.6 Faktor-Faktor Penyebab Kegagalan Akuisisi	17
2.2 Struktur Kepemilikan Perusahaan	17
2.3 Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan	20
2.4 Penelitian Terdahulu.....	22
2.4.1 Motivasi Sebelum Akuisisi.....	22
2.4.2 Kondisi Setelah Akuisisi.....	24
2.5 Kerangka Pemikiran	26
2.5.1 Kerangka Pemikiran Hipotesis 1	26
2.5.2 Kerangka Pemikiran Hipotesis 2	27
2.5.3 Kerangka Pemikiran Hipotesis 3	28
2.6 Perumusan Hipotesis	28
BAB 3 METODE PENELITIAN	33
3.1 Populasi dan Sampel	33
3.2 Metode Pengumpulan Data.....	34
3.3 Model	35

3.3.1 Hipotesis 1	35
3.3.1.1 Uji Beda	35
3.3.1.2 <i>Multinomial Logistic Regression</i>	36
3.3.2 Pengujian Hipotesis 2	37
3.3.3 Pengujian Hipotesis 3	38
3.4 Operasionalisasi Variabel	40
3.4.1 Variabel Akuisisi	40
3.4.2 Rasio Keuangan	41
3.4.3 Variabel Struktur Kepemilikan	45
3.5 Teknik Analisis Data	46
3.5.1 <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i>	46
3.5.2 <i>Multinomial Logistic Regression</i>	47
3.5.3 <i>Difference in Difference</i>	48
3.6 Uji Sensitivitas	49
3.6.1 <i>Binary Logistic Regression</i>	49
3.6.2 Kepemilikan akuisisi diatas 20%	49
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	50
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	50
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	51
4.3 Uji Model	56
4.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis Satu	56
4.3.1.1 Statistik Deskriptif dan <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> ..	56
4.3.1.2 <i>Multinomial logistic regression</i>	60
4.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis Dua	66
4.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis Tiga	72
4.4 Hasil Uji Sensitivitas	76
4.4.1 <i>Binary Logistic Regression</i>	76
4.4.2 Kepemilikan Akuisisi Diatas 20%	77
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	84
5.1 Kesimpulan	84
5.2 Keterbatasan Penelitian	85
5.3 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya	85
DAFTAR REFERENSI	87

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Perbedaan Merger dan Akuisisi.....	12
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Hipotesis 1.....	26
Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran Hipotesis 2.....	27
Gambar 2.4 Kerangka Pemikiran Hipotesis 3.....	28



DAFTAR TABEL

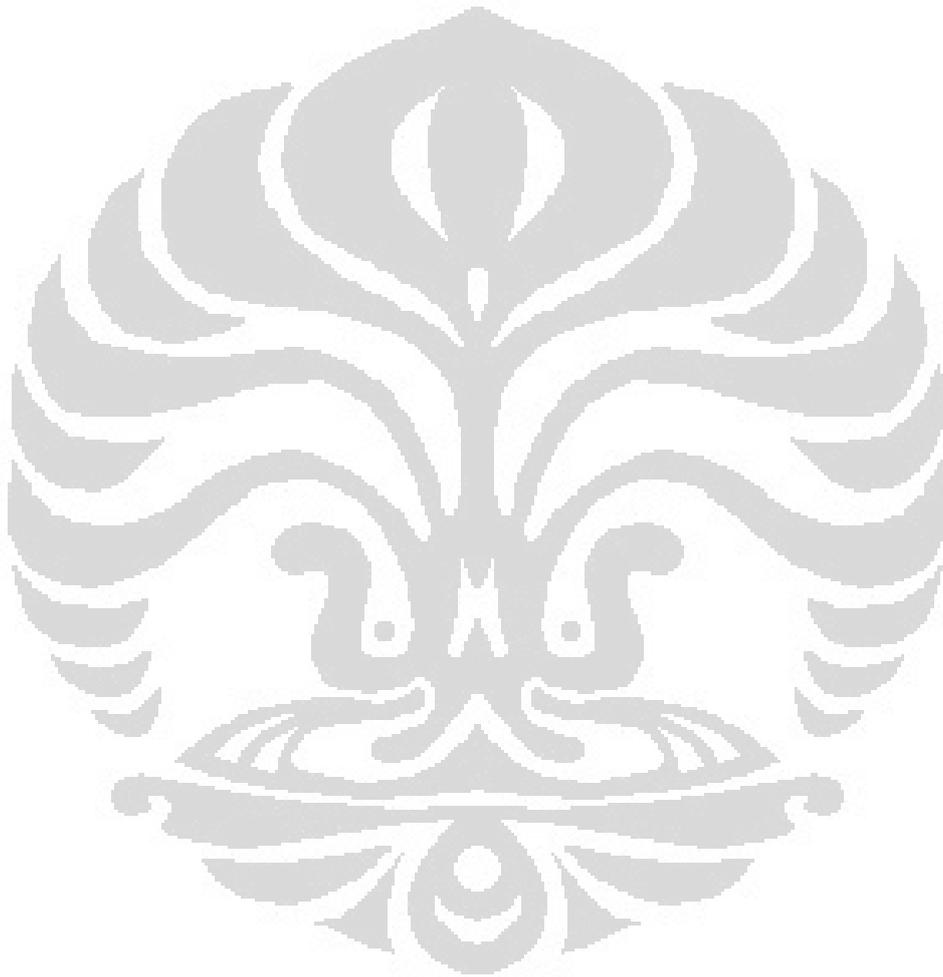
Tabel 2.1	Definisi Akuisisi	10
Tabel 4.1	Prosedur Pemilihan Sampel	50
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (5%).....	51
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (10%)	52
Tabel 4.4	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>5%)	56
Tabel 4.5	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>10%).....	57
Tabel 4.6	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>5%).....	57
Tabel 4.7	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>10%).....	57
Tabel 4.8	<i>Likelihood Ratio Tests</i> (>5%)	60
Tabel 4.9	<i>Model Fitting Information</i> (>5%).....	61
Tabel 4.10	<i>Multinomial Logistic Regression</i> (>5%)	61
Tabel 4.11	<i>Likelihood Ratio Tests</i> (>10%)	63
Tabel 4.12	<i>Model Fitting Information</i> (>10%).....	64
Tabel 4.13	<i>Multinomial Logistic Regression</i> (>10%)	64
Tabel 4.14	<i>Difference in Difference</i> (>5%)	67
Tabel 4.15	<i>Difference in Difference</i> (>10%)	68
Tabel 4.16	Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>5%).....	73
Tabel 4.17	Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>10%).....	73
Tabel 4.18	Perubahan Struktur Kepemilikan (>5%).....	74
Tabel 4.19	Perubahan Struktur Kepemilikan (>10%).....	74
Tabel 4.20	Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>5%)	75
Tabel 4.21	Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>10%)	75
Tabel 4.22	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>20%).....	77

Tabel 4.23 <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>20%).....	78
Tabel 4.24 <i>Likelihood Ratio Tests</i> (>20%).....	78
Tabel 4.25 <i>Model Fitting Information</i> (>20%).....	79
Tabel 4.26 <i>Difference in Difference</i> (>20%).....	79
Tabel 4.27 Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>20%).....	81
Tabel 4.28 Perubahan Struktur Kepemilikan (>20%).....	82
Tabel 4.29 Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>20%).....	82



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A. Perusahaan Target Akuisisi Domestik.....	91
Lampiran B. Perusahaan Target Akuisisi Asing.....	93
Lampiran C. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Domestik	97
Lampiran D. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Asing.....	99
Lampiran E. <i>Binary Logistic Regression</i>	103



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada era globalisasi dan persaingan bebas saat ini menjadikan perusahaan-perusahaan besar di dunia mengembangkan bisnisnya tidak hanya di dalam negeri, melainkan juga ke luar negeri. Salah satu keuntungan yang didapatkan ketika sebuah perusahaan mengembangkan bisnisnya ke luar negeri adalah untuk mendapatkan target pasar yang lebih luas. Dengan adanya globalisasi, hal tersebut dapat terealisasi secara lebih mudah dan lebih cepat dibandingkan beberapa dekade silam. Di sisi lain, dengan sendirinya persaingan untuk mendapatkan pasar juga semakin ketat dengan adanya globalisasi tersebut, sehingga banyak perusahaan akan berusaha mengambil alih perusahaan lain dengan cara mengakuisisi atau melakukan merger dengan perusahaan tersebut guna mengurangi persaingan atau motivasi lainnya. Dikatakan terdapat dua motivasi untuk melakukan akuisisi menurut Zhu, Jog, dan Otchere (2011), yaitu sebagai kontrol pasar domestik dan sebagai strategi untuk memasuki pasar yang baru.

Selain dari adanya kebutuhan untuk berekspansi, banyak faktor yang mendukung perusahaan-perusahaan untuk berekspansi ke luar negeri seperti tersedianya akses informasi dan teknologi, sehingga komunikasi antar negara menjadi lebih mudah. Di sisi lain, pengembangan pasar dapat dilakukan dengan berbagai strategi, seperti membuka cabang baru, melakukan merger dengan perusahaan lain, atau melakukan akuisisi. Dari tahun ke tahun, semakin banyak perusahaan yang tumbuh di Indonesia, namun perusahaan-perusahaan tersebut mayoritas masih dalam tahap pengembangan usaha. Berbeda dengan perusahaan-perusahaan besar di Amerika, Inggris, dan negara-negara Eropa lainnya yang lebih mapan dan berpengalaman dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Dikarenakan hal tersebut, mayoritas perusahaan di Indonesia menjadi target akuisisi perusahaan lain yang lebih besar terutama dari luar negeri dengan tujuan pengembangan pasar serta bisnis itu sendiri. Di Indonesia sendiri, akuisisi

lebih banyak dilakukan dibandingkan dengan merger dikarenakan metode akuisisi yang relatif lebih mudah dilakukan (Joni Emirzon, 2008).

Di Amerika Serikat, merger dan akuisisi sudah berlangsung sejak era tahun 1890. Pada era tersebut, merger yang umum dilakukan adalah merger antar perusahaan monopolis. Di Indonesia sendiri, kegiatan akuisisi bermula pada awal tahun 1990 ketika PT. Jakarta International Hotel Development mengakuisisi 100% saham PT. Danayasa Arthatama. Kemudian diikuti PT. Indocement yang mengakuisisi PT. Tridaya Manunggal Perkasa pada tahun 1991 (Joni Emirzon, 2008).

Pada perdagangan internasional, Persatuan Bangsa-Bangsa (PBB) memiliki lembaga khusus yang menangani perdagangan, investasi, dan pembangunan yang dinamakan *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD). Banyak hal yang menjadi perhatian UNCTAD, seperti tren yang bermunculan di berbagai negara di Afrika, Asia Barat, Asia Timur, Asia Tenggara, serta Amerika Latin, seperti *Cross Border Mergers dan Acquisitions* (M&As), *Foreign Direct Investment* (FDI), *Franchising*, *Licensing*, dan *Corporate Social Responsibility* (CSR). Menurut data UNCTAD, diketahui transaksi *cross-border* M&As di dunia meningkat dari tahun 2010 ke tahun 2011 sebesar 37.9% dari \$255.5 milyar menjadi \$352.4 milyar. Di samping hal tersebut, berdasarkan UNCTAD (2000), kurang dari 3% dari total transaksi pengambilalihan perusahaan merupakan merger, sementara sisanya adalah akuisisi yang cukup membuat perbedaan signifikan antara aktivitas merger dan akuisisi yang terjadi di dunia. Dalam *Global Investment Trend Monitor* yang dikeluarkan oleh UNCTAD (2011), dikatakan bahwa negara-negara ASEAN secara keseluruhan memiliki kinerja yang baik, khususnya Indonesia, Malaysia dan Thailand, yang didukung dengan adanya peningkatan aktivitas transaksi *cross-border* M&As di Indonesia dari tahun 2010 ke tahun 2011 sebesar 287.8% dari \$1.7 milyar menjadi \$6.5 milyar.

Berdasarkan jenis perusahaan yang bergabung, *merger* dan akuisisi dapat dibedakan menjadi tiga jenis (UNCTAD, 2000) yaitu *horizontal*, *vertical* dan

conglomerate. Horizontal terjadi ketika bergabungnya dua atau lebih perusahaan yang bergerak di industri yang sama, sedangkan *vertical* terjadi ketika suatu perusahaan mengakuisisi perusahaan *supplier* atau *customer*-nya. Berbeda dengan *conglomerate*, yang terjadi ketika adanya *merger* atau akuisisi antara perusahaan yang bergerak di industri yang berbeda namun tidak memiliki hubungan *vertical* diantaranya.

Mayoritas akuisisi diakhiri dengan adanya perubahan struktur kepemilikan perusahaan yang diambil alih akibat adanya tambahan kepemilikan yang baru, namun tidak semua akuisisi melakukan peralihan pengendalian atas badan usaha yang diambil alih. Perubahan struktur kepemilikan tersebut dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara langsung maupun tidak langsung. Perusahaan pengakuisisi memiliki hak sebesar persentase kepemilikannya. Semakin besar persentase kepemilikan, maka semakin besar juga hak dalam pembuatan keputusan perusahaan. Pada kasus akuisisi di mana kepemilikan saham pengakuisisi atas perusahaan yang diakuisisi memiliki jumlah diatas 50%, maka perusahaan pengakuisisi berhak untuk menempatkan atau mengganti dewan komisaris atau direksi demi kepentingan tertentu, seperti untuk memastikan segala kebijakan yang dibuat sesuai dengan apa yang diinginkan pemegang saham pengendali (kepemilikan signifikan). Untuk melihat seberapa besar pengaruh perusahaan yang melakukan akuisisi di Indonesia, dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah diakuisisi.

Penelitian yang dilakukan Ratih Widyaningtyas (2010) mengenai pengaruh akuisisi pihak asing terhadap kinerja perusahaan domestik selama tiga tahun sebelum dan setelah akuisisi mengatakan bahwa perusahaan domestik Indonesia yang diakuisisi oleh pihak asing tidak mengalami perubahan umum secara signifikan (mengikutsertakan industri keuangan sebagai sampel). Dalam penelitiannya, terdapat delapan rasio yang diuji yaitu *Current Ratio*, *Loan to Deposit Ratio (LDR)*, *Debt to Equity Ratio*, *Total Assets Turnover Ratio (TATO)*, *Net Interest Margin (NIM)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Return to Equity Ratio*, dan *Price per Earning Ratio*. Dari kedelapan rasio tersebut, hanya tiga yang

menunjukkan perbedaan signifikan, yaitu *Loan to Deposit Ratio* (LDR) yang menunjukkan likuiditas bank, *Total Assets Turnover* (TATO) yang menunjukkan seberapa efektif perusahaan dalam mengelola asetnya, dan *Net Interest Margin* (NIM) yang mengukur keberhasilan keputusan investasi dibandingkan dengan kondisi utangnya.

Dalam penelitian Payamta dan Setiawan (2004) mengenai analisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia selama dua tahun sebelum dan setelah akuisisi menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan atas sepuluh rasio yang digunakan yaitu *Current Ratio*, *Quick Ratio*, *Total Assets to Debt*, *Net Worth to Debt*, *Total Asset Turnover*, *Fixed Asset Turnover*, *Return on Investment* (ROI), *Return on Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Operating Profit Margin* (OPM).

Bandick, Gorg, dan Karpaty (2010) dalam penelitiannya mengenai pengaruh akuisisi asing terhadap *Resource and Development* (R&D) dari perusahaan target menunjukkan bahwa terdapat peningkatan sebesar tiga hingga sepuluh persen aktivitas R&D di perusahaan target sesudah terjadi akuisisi. Penelitian Chari, Chen, dan Dominguez (2009) menunjukkan adanya peningkatan profitabilitas, serta penurunan nilai penjualan dan jumlah karyawan atas akuisisi yang dilakukan perusahaan dari negara berkembang terhadap perusahaan-perusahaan Amerika.

Di sisi lain, Fahlevi (2011) melihat faktor-faktor penentu pemilihan perusahaan untuk diakuisisi selama periode tahun 2000-2009 menunjukkan bahwa variabel Tobins'Q, *Cash Flow*, dan *Dividen Payout Ratio* berpengaruh signifikan terhadap keputusan untuk melakukan *merger* dan akuisisi, sementara variabel lain seperti Penerbitan Ekuitas Baru (PEB) dan HB (Hutang Baru) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan untuk melakukan *merger* dan akuisisi. Penelitian yang berbeda dilakukan Rossi dan Volpin (2003) yang melihat faktor-faktor penentu dilakukannya *merger* dan akuisisi berdasarkan perbedaan hukum dan peraturan di seluruh dunia. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa kegiatan *merger* dan akuisisi secara signifikan lebih banyak terjadi di negara dengan

standar akuntansi yang lebih baik dan perlindungan hak pemegang saham yang kuat. Selain itu, akuisisi pihak asing pada negara-negara tujuan yang belum memiliki regulasi perlindungan investor yang baik memiliki peranan dalam tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dengan meningkatkan derajat perlindungan investor pada perusahaan target.

Zhu, Jog, dan Otchere (2011) dalam penelitiannya mengenai motivasi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan asing dan domestik di berbagai negara menunjukkan bahwa motivasi akuisisi domestik berbeda signifikan dengan motivasi akuisisi asing. Dijelaskan bahwa perusahaan pengakuisisi domestik cenderung mengambil alih perusahaan yang memiliki kinerja buruk. Pada akhirnya, perusahaan yang diakuisisi mengalami perubahan signifikan dalam karakteristik keuangan dan struktur kepemilikan. Hal ini sejalan dengan motivasi akuisisi sebagai kontrol pasar domestik. Sementara perusahaan pengakuisisi asing cenderung mengambil alih domestik yang memiliki kinerja baik, dimana hal tersebut sejalan dengan motivasi strategi untuk memasuki pasar baru.

Mayoritas penelitian yang dilakukan sebelumnya meneliti mengenai pengaruh *merger* dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan publik berupa rasio keuangan dan rasio pasar yang kemudian dibandingkan sebelum dan sesudah akuisisi terjadi. Hal tersebut dikemukakan Hadiningsih (2007) dalam penelitiannya mengenai dampak jangka panjang *merger* dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi dan perusahaan diakuisisi yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara satu tahun sebelum dan setelah akuisisi. Begitu pula dengan penelitian Widyaputra (2006) yang tidak menunjukkan perbedaan signifikan atas semua rasio keuangan dengan pengujian Manova, namun terdapat perbedaan signifikan atas rasio EPS, OPM, NPM, ROE, dan ROA untuk satu tahun sebelum dan satu tahun setelah akuisisi melalui pengujian *Wilcoxon*.

Berdasarkan hal-hal yang telah disebutkan, diperlukan sebuah penelitian untuk mengetahui motivasi akuisisi melalui pengujian karakteristik perusahaan yang diakuisisi khususnya di Indonesia dan mendefinisasi motivasi akuisisi

domestik dan pihak asing serta kinerja keuangannya setelah dilakukan akuisisi sebagai pengembangan lebih lanjut dari penelitian yang dilakukan Zhu, Jog, dan Otchere (2011) dan Ratih Widyaningtyas (2010). Perbedaan dengan penelitian sebelumnya yaitu, adalah bahwa penelitian ini juga membandingkan antara kinerja perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan target akuisisi domestik. Selain itu, penelitian ini juga ditujukan untuk melihat apakah motivasi akuisisi pada penelitian-penelitian sebelumnya berlaku juga di Indonesia atau tidak.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian tersebut di atas, maka rumusan masalah penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah target perusahaan yang diakuisisi pihak asing adalah perusahaan dengan kinerja yang baik (motivasi strategi masuk pasar) dan target perusahaan yang diakuisisi pihak domestik adalah perusahaan dengan kinerja yang tidak baik (motivasi strategi kontrol pasar domestik)?
2. Bagaimana kinerja setelah akuisisi pada perusahaan yang diakuisisi pihak asing dan perusahaan yang diakuisisi pihak domestik?
3. Apakah terdapat perubahan struktur kepemilikan pada perusahaan yang diakuisisi pihak asing dan perusahaan yang diakuisisi oleh pihak domestik?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris tiga hal: 1) motivasi akuisisi asing sebagai strategi masuk pasar dan akuisisi domestik sebagai upaya kontrol pasar, 2) kinerja keuangan perusahaan yang diakuisisi pihak asing dan perusahaan yang diakuisisi pihak domestik sebelum dan sesudah akuisisi, 3) perubahan struktur kepemilikan setelah perusahaan diakuisisi asing maupun domestik.

1.4 Manfaat Penelitian

Sehubungan dengan penelitian yang dilakukan mengenai perbedaan pengaruh akuisisi pihak asing dan domestik terhadap kinerja keuangannya, maka diharapkan agar hasil penelitian nantinya dapat berguna bagi:

1. Perusahaan yang akan melakukan akuisisi
Pembahasan dalam karya ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pengetahuan, pemikiran, dan pandangan yang bermanfaat sebagai bahan masukan bagi pihak yang berkaitan dengan pengambilan keputusan untuk melakukan akuisisi atau diakuisisi.
2. Pihak Akademisi
Penelitian ini diharapkan akan memberikan referensi bagi penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan strategi atau keputusan akuisisi perusahaan. Diharapkan juga penelitian ini digunakan sebagai dasar penelitian lebih lanjut atau sebagai bahan studi perbandingan.
3. Bagi pihak-pihak lain yang terkait/berkepentingan
Untuk menambah wawasan mengenai pengaruh akuisisi bagi perusahaan yang melakukannya.

1.5 Pembatasan Masalah

Untuk mencapai tujuan penelitian, maka dibuat batasan dalam penelitian yang akan dilakukan agar penelitian dapat berjalan dengan ketegasan cakupan yang jelas sebagai berikut:

1. Penelitian ini mengambil sampel dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk perusahaan yang diakuisisi pihak asing namun tidak terdaftar dalam BEI, tidak dijadikan sampel dalam penelitian ini.
2. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan target (*acquired*) yang diakuisisi baik oleh pihak asing maupun pihak domestik.

3. Penelitian ini tidak memasukkan industri keuangan dalam pengambilan sampel. Hal ini dikarenakan industri keuangan memiliki beberapa mekanisme yang berbeda dibandingkan dengan industri non-keuangan.
4. Perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 2000 sampai dengan 2007.

1.6 Sistematika Penulisan

Dalam penulisan karya ini, pokok pembahasan akan dibagi menjadi lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB 1 Pendahuluan

Dalam bab ini, akan dibahas mengenai Latar Belakang, Rumusan Masalah, Tujuan Penelitian, Manfaat Penelitian, Pembatasan Masalah, dan Sistematika Penulisan.

BAB 2 Landasan Teori

Dalam bab ini akan dijabarkan teori umum dan tinjauan literatur terkait penelitian. Teori umum dan tinjauan literatur akan menggunakan terbitan jurnal serta *textbook* sebagai bahan referensi.

BAB 3 Metode Penelitian

Dalam bab ini akan dibahas mengenai sampel yang digunakan, data yang digunakan, sumber data, definisi variabel penelitian, serta teknik analisis atas pengujian yang digunakan.

BAB 4 Analisis dan Pembahasan

Dalam bab ini, akan dilakukan analisis dan pembahasan hasil penelitian dari data yang sudah diuji pada bab sebelumnya serta interpretasi hasil penelitian tersebut.

BAB 5 Kesimpulan dan Saran

Dalam bab ini, akan dikemukakan kesimpulan dari hasil yang telah didapatkan disertai juga dengan saran untuk penelitian lebih lanjut.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini akan dijabarkan teori umum dan tinjauan literatur terkait penelitian. Teori umum dan tinjauan literatur akan menggunakan terbitan jurnal serta textbook sebagai bahan referensi.

2.1 Akuisisi

Dalam tinjauan pustaka akuisisi ini, akan dibahas mengenai definisi akuisisi domestik dan akuisisi pihak asing, bentuk-bentuk akuisisi, faktor pendorong/motif suatu perusahaan melakukan akuisisi, dan faktor-faktor apa saja yang menyebabkan kegagalan akuisisi.

2.1.1 Definisi Akuisisi

Pada bagian ini akan dijelaskan definisi akuisisi oleh pihak domestik dan pihak asing.

2.1.1.1 Akuisisi Oleh Pihak Domestik

Akuisisi berasal dari bahasa Inggris yaitu "*acquisition*" yang artinya perolehan/pengambilalihan. Secara harfiah, dalam kamus besar bahasa Indonesia (KBBI) akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan perusahaan atau aset. Akuisisi dalam terminologi bisnis diartikan sebagai pembelian suatu perusahaan oleh perusahaan lain atau oleh kelompok investor.

Penelitian ini mengacu pada jurnal yang ditulis oleh Zhu, Jog, dan Otchere (2011) yang mengatakan bahwa pihak asing termotivasi untuk memasuki pasar baru di negara lain dengan cara mengakuisisi perusahaan target yang memiliki kinerja dan sumber daya yang baik sehingga memudahkan pihak asing memasuki pasar baru, sehingga diestimasi perusahaan yang menjadi target akuisisi pihak asing adalah perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dibandingkan perusahaan sejenis di industrinya. Sementara motivasi perusahaan pengakuisisi yang akan mengakuisisi perusahaan domestik yaitu sebagai kontrol perusahaan. Perusahaan yang berada di negara yang sama, memiliki informasi dan keuntungan jaringan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan asing (Shimizu et al.,

2004), sehingga mudah bagi perusahaan pengakuisisi domestik untuk mengidentifikasi perusahaan lain yang tidak efisien di pasar domestik. Perusahaan pengakuisisi domestik juga lebih mudah dalam restrukturisasi perusahaan target karena memiliki lebih sedikit hambatan komunikasi dan budaya, serta lebih familiar dengan sistem hukum dan pemerintah di negara tersebut dibandingkan dengan pihak asing (Zhu, Jog, Otchere, 2011). Lebih lanjut, akuisisi diartikan oleh beberapa sumber sebagai berikut:

Tabel 2.1 Definisi Akuisisi

<p>Peraturan Pemerintah RI Nomor 57 tahun 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh Pelaku Usaha untuk mengambilalih saham Badan Usaha yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Badan Usaha tersebut. • “Pengendalian” adalah apabila pemilikan saham atau penguasaan suara lebih dari 50% dalam Badan Usaha, atau kurang dari 50% tetapi dapat mempengaruhi dan menentukan kebijakan pengelolaan Badan Usaha dan/ atau mempengaruhi dan menentukan pengelolaan Badan Usaha.
<p>Peraturan Komisi Pengawas Persaingan Usaha (KPPU)</p> <p>Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh Pelaku Usaha untuk mengambilalih saham badan usaha yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas badan usaha tersebut.</p>
<p>Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 49 Tahun 2007</p> <p>Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut.</p>
<p>PSAK No. 22</p> <p>Akuisisi sebagai suatu penggabungan usaha di mana salah satu perusahaan, yakni pengakuisisi (<i>acquirer</i>) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (<i>acquired</i>), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.</p>

Tabel 2.1 Definisi Akuisisi (lanjutan)

<p>Peraturan Pemerintah RI Nomor 28 Tahun 1999</p> <p>Pengambilalihan kepemilikan suatu Bank yang mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap Bank. Dikatakan beralihnya pengendalian apabila kepemilikan saham Bank yang mengakuisisi lebih dari 25% (dua puluh lima persen), atau kurang dari itu dengan syarat Bank pengakuisisi dapat membuktikan secara langsung atau tidak langsung mengendalikan Bank.</p>
<p><i>United Nations Conference On Trade And Development (UNCTAD 2000)</i></p> <p>Akuisisi dapat terdiri dari:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Akuisisi minoritas, di mana kepemilikan perusahaan pengakuisisi berkisar antara 10 % sampai dengan 49% dari keseluruhan saham. 2. Akuisisi mayoritas, di mana kepemilikan perusahaan pengakuisisi berkisar antara 50% sampai dengan 99% dari keseluruhan saham. 3. Akuisisi keseluruhan, di mana kepemilikan perusahaan pengakuisisi sebanyak 100%.

Dari definisi yang dijabarkan oleh berbagai sumber di atas, maka dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa akuisisi adalah pengambilalihan suatu perusahaan oleh perusahaan lain yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perusahaan yang diambil alih.

2.1.1.2 Akuisisi Oleh Pihak Asing

Akuisisi yang dilakukan oleh pihak asing terhadap perusahaan domestik di Indonesia pada dasarnya sama dengan akuisisi pihak domestik itu sendiri. Definisi akuisisi pihak asing atau biasa disebut juga akuisisi lintas batas (*cross border*) menurut Krishnamurti, S.R. (2008) terjadi apabila pengendalian atas aset perusahaan berpindah tangan dari perusahaan domestik ke pihak asing sebagai pengakuisisi.

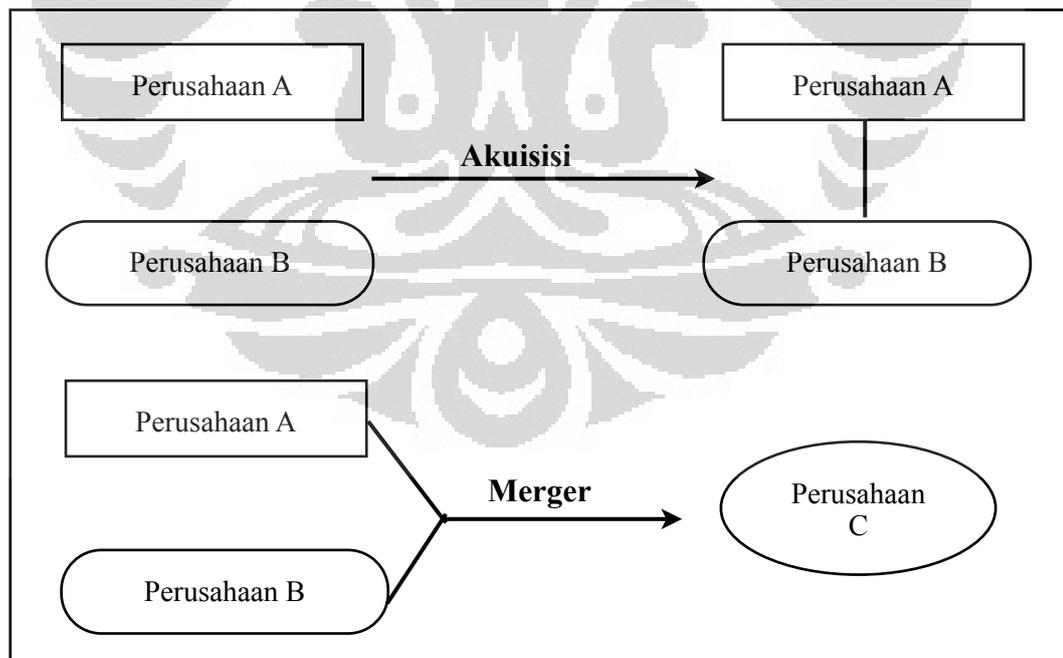
Sementara menurut Undang-Undang Penanaman Modal No. 25 Tahun 2007 dijelaskan bahwa penanaman modal asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan/atau pemerintah asing yang melakukan

penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia. Sementara Modal Asing adalah modal yang dimiliki oleh negara asing, perseorangan warga negara asing, dan/atau badan hukum Indonesia yang sebagian atau seluruh modalnya dimiliki oleh pihak asing.

2.1.2 Perbedaan akuisisi dengan *merger*

Akuisisi biasanya disandingkan dengan *merger*. *Merger* sendiri biasa disebut dengan penggabungan usaha (*business combination*). PSAK No. 22 mendefinisikan merger sebagai penyatuan dua atau lebih perusahaan yang terpisah menjadi satu entitas ekonomi karena satu perusahaan menyatu dengan (*uniting with*) perusahaan lain atau memperoleh kendali (*control*) atas aktiva dan operasi perusahaan lain.

Dari pernyataan tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan menjadi satu entitas baru, sementara akuisisi adalah pengambilalihan satu perusahaan terhadap perusahaan lain, namun tanpa adanya satu entitas baru yang didirikan.



Gambar 2.1 Perbedaan merger dan akuisisi

(Sumber: Baker et al, 2009)

2.1.3 Bentuk-Bentuk Akuisisi

Berdasarkan *World Investment Report* (2000) yang dikeluarkan oleh *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), terdapat 3 (tiga) bentuk pengklasifikasian akuisisi:

1. Horizontal

Akuisisi yang terjadi di antara perusahaan yang bersaing dalam industri yang sama. Biasanya akuisisi ini bertujuan untuk meningkatkan kekuatan pasar yang lebih besar. Industri yang biasanya melakukan akuisisi horizontal adalah industri obat-obatan, mobil, minyak bumi, dan beberapa industri jasa.

2. Vertikal

Akuisisi yang terjadi di perusahaan yang masih dalam satu siklus. Seperti misalnya antara pembeli dan penjual, atau *client* dan *supplier*. Biasanya akuisisi ini bertujuan untuk mengurangi biaya transaksi dan ketidakpastian pasokan dalam kaitannya dengan rantai produksi, seperti contohnya akuisisi antara perusahaan yang membuat bagian-bagian elektronik mobil dengan perusahaan pembuat mobil.

3. Konglomerat

Akuisisi ini terjadi antara perusahaan yang tidak memiliki hubungan aktivitas bisnis. Tujuan dari akuisisi ini adalah untuk mendiversifikasi bisnis perusahaan, sehingga dapat meminimalisir resiko.

2.1.4 Motif Dalam Melakukan Akuisisi

Motif akuisisi yang dijadikan fokus penelitian ini adalah perusahaan domestik yang melakukan akuisisi sebagai kontrol pasar terhadap perusahaan yang memiliki kinerja yang kurang baik. Sedangkan untuk perusahaan asing, motif akuisisi yang dijadikan fokus adalah sebagai strategi memasuki pasar baru (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011). Selain itu, terdapat motif-motif lain suatu perusahaan melakukan *merger* dan akuisisi yang dijadikan fokus dalam penelitian ini yang dikemukakan oleh Marcel (1992), Rau (2008), dan Gitman dan Zutter (2012):

1. Sinergi

Sinergi merupakan salah satu motif perusahaan melakukan *merger* dan akuisisi. Sinergi digunakan apabila dua perusahaan dapat bernilai lebih besar daripada penjumlahan untuk setiap nilai perusahaan digabungkan (Marcel, 1992). Selain itu, sinergi dapat meliputi peningkatan lini produk, biaya operasional yang lebih rendah dengan mengkonsolidasikan departemen akuntansi, atau meningkatkan skala ekonomi dan ruang lingkup lini produk (Rau, 2008). Sinergi terlihat jelas pada perusahaan dari industri sejenis yang mengkonsolidasikan berbagai departemen, karena terdapat fungsi yang berlebih sehingga dapat mengurangi karyawan (Gittman dan Zutter, 2012).

2. Diversifikasi

Diversifikasi melalui *merger* dan akuisisi merupakan salah satu cara perusahaan mengurangi resiko bisnis, sehingga apabila perusahaan mengalami kerugian atau penurunan *profit* dari suatu industri, hal ini tidak berdampak luas bagi perusahaan karena adanya diversifikasi. Bagi pemegang saham, diversifikasi secara tidak langsung dapat menciptakan nilai, karena pemegang saham dapat dengan mudah mendiversifikasi modalnya di perusahaan lain. Karyawan dan manajer perusahaan tidak dapat mendiversifikasi sumber dayanya, sehingga apabila perusahaan melakukan diversifikasi, karyawan dan manajer dapat diberikan gaji lebih rendah dan komitmen yang lebih besar untuk perusahaan (Rau, 2008). Hal ini disebabkan perusahaan mengambil resiko yang lebih kecil.

Perusahaan yang menginginkan pertumbuhan yang cepat dalam *size* dan *market share* atau diversifikasi produk-produknya menganggap bahwa *merger* akan memenuhi tujuan ini (Gittman dan Zutter, 2012). Selain itu, diversifikasi dapat memperluas arus kas, meningkatkan perolehan atas laba perusahaan (Marcel, 1992) dan sebagai wujud *transfer profit* diantara perusahaan dalam satu atap atau kepemilikan yang sama (Emirzon, 2008).

3. Pertimbangan pajak

Motif perusahaan untuk melakukan akuisisi salah satunya adalah untuk peraturan perpajakan yang berlaku, terutama mengenai masalah perbedaan peraturan perpajakan antara perusahaan target dan pengakuisisi. Dengan *merger* dan akuisisi, perusahaan yang memperoleh laba besar dan terkena tarif pajak yang tinggi dapat mengambil alih perusahaan dengan akumulasi kerugian, kemudian menggunakan kerugian tersebut untuk mengurangi laba kena pajak (Marcel, 1992).

4. Mempertahankan pengendalian

Menurut Marcel (1992), motif ini cenderung mengarah pada penguasaan pasar yang lebih luas (monopoli pasar). Perusahaan akan menetapkan harga-harga tinggi untuk produk jasa perusahaan tanpa takut kehilangan penjualan akibat persaingan harga yang akan mematikan perusahaan pesaing.

5. Pertahanan atas pengambilalihan

Terkadang, saat perusahaan menjadi target akuisisi tidak bersahabat, maka perusahaan akan cenderung mengakuisisi perusahaan lain sebagai taktik pertahanan. Biasanya, perusahaan membiayai akuisisi tersebut dengan tambahan hutang. Dengan begitu, perusahaan pengakuisisi akan berpikir lebih lanjut lagi mengenai akuisisi atas perusahaan yang diincar (Gitman dan Zutter, 2012).

Secara khusus, terdapat motif-motif yang mendasari adanya akuisisi lintas batas yang dijabarkan sebagai berikut (Krishnamurti, 2008):

1. Motif pasar global

Penyatuan Eropa memberikan dampak yang cukup signifikan dalam peningkatan akuisisi. Penyatuan Eropa tersebut memberikan dampak meningkatnya persaingan antar perusahaan. Hasil dari jajak pendapat yang dilakukan oleh *M&A officers* melaporkan hampir 60% dari responden mengatakan bahwa hal yang mendorong perusahaan tersebut

membuat atau merencanakan akuisisi ke luar negeri adalah adanya uni Eropa. Di sisi lain, responden yang lebih besar melihat globalisasi industri sebagai alasan yang jauh lebih besar untuk melakukan akuisisi ke luar negeri.

2. Kesempatan untuk meningkatkan nilai tambah

Akuisisi lintas batas memberikan kesempatan tambahan untuk menuai keuntungan dari skala ekonomi, sehingga resiko dapat lebih terdiversifikasi. Kombinasi ukuran besar dan lingkup internasional dapat menurunkan biaya keseluruhan dan biaya operasional dengan pemindahan lokasi yang paling menguntungkan. Selain itu, faktor lain yang berkontribusi terhadap pertumbuhan lintas batas akuisisi meliputi regulasi internasional yang mendukung hal tersebut dan adanya keberagaman pelanggan di berbagai negara dan budaya.

2.1.5 Faktor Pendukung Keberhasilan Akuisisi

Akuisisi yang dilakukan perusahaan memiliki dua kemungkinan, yaitu berhasil dan gagal. Banyak faktor yang mempengaruhi keberhasilan merger dan akuisisi, adapun faktor-faktor tersebut menurut penelitian Neergaard (2009):

1. Kecepatan integrasi

Dalam hal ini, yang diperlukan agar *merger* dan akuisisi adalah pembentukan tim integrasi. Tim integrasi diperlukan untuk membangun tujuan dari perusahaan, mengkomunikasikannya pada karyawan kedua perusahaan, dan mengarahkan karyawan. Pembentukan tim ini harus dipersiapkan terlebih dahulu sebelum melakukan *merger* dan akuisisi. Apabila tim ini memiliki kualitas yang baik dalam hal kepemimpinan, maka *merger* dan akuisisi lebih besar kemungkinan untuk berhasil.

2. Komunikasi

Jika integrasi dikelola dan dikomunikasikan dengan baik, maka komitmen sumber daya manusia atau karyawan untuk bekerja dengan baik di dalam perusahaan akan meningkat. Penelitian Neergaard (2009) menyebutkan

bahwa karyawan memiliki pengaruh dan menjamin akan keberhasilan *merger* dan akuisisi jika ada komunikasi yang efektif antara perusahaan pengakuisisi dan target.

3. Perbedaan budaya nasional

Pada akuisisi lintas negara (*cross border*), perbedaan budaya nasional adalah faktor yang penting untuk kesuksesan *merger* dan akuisisi. Semakin kecil perbedaan budaya di antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target, maka semakin besar kemungkinan *merger* dan akuisisi untuk sukses. Karena hal tersebut, manajemen perusahaan pengakuisisi harus dapat memilih dengan cermat perusahaan target yang memiliki perbedaan budaya yang lebih sedikit.

2.1.6 Faktor-Faktor Penyebab Kegagalan Akuisisi

Akuisisi yang dilakukan tidak semuanya berhasil atau menuai keuntungan. Terdapat beberapa hal yang menjadi faktor dari gagalnya akuisisi yang dilakukan antara perusahaan yang mengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi menurut Towers Perrin (2000), yaitu:

1. Ketidakmampuan mempertahankan kinerja keuangan
2. Menurunnya produktivitas
3. Perbedaan budaya antar organisasi yang terlibat *merger* dan akuisisi
4. Mundurnya para karyawan yang kompeten
5. Persaingan atau pertentangan ego antar anggota manajemen
6. Ketidakmampuan melakukan manajemen perubahan
7. Lemahnya komunikasi dan ketidakjelasan tujuan *merger* dan akuisisi.

2.2 Struktur Kepemilikan Perusahaan

Struktur kepemilikan perusahaan merupakan institusi atau perseorangan yang memegang saham terbesar di suatu perusahaan (Wahyudi dan Prawestri, 2006). Struktur kepemilikan mendefinisikan siapa yang memiliki perusahaan dan siapa yang memiliki otoritas atas keputusan strategis suatu perusahaan. Struktur kepemilikan perusahaan biasanya terbagi menjadi dua, yaitu kepemilikan

menyebarkan dan kepemilikan terkonsentrasi. Kepemilikan menyebar berarti bahwa pemegang saham di perusahaan tersebut dimiliki oleh banyak kalangan atau publik, sehingga persentase kepemilikan menjadi kecil dan menyebar. Menurut Gilberg dan Idson (1995), ditemukan bahwa perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi. Sementara dalam kepemilikan terkonsentrasi, kepemilikan perusahaan terdiri dari dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling interest* (kepemilikan saham pengendali) dan *minority interest* (kepemilikan saham minoritas).

Secara spesifik kategori struktur kepemilikan meliputi: kepemilikan oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan investor asing (*foreign*), kepemilikan publik, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional (Zhu, Jog, dan Otchere 2011). Dalam penelitian ini, akan ditambahkan satu kategori kepemilikan, yaitu kepemilikan keluarga.

1. Kepemilikan Manajerial

Merupakan kepemilikan manajerial dari perusahaan tersebut. Kepemilikan manajerial berkaitan erat dengan teori keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), semakin besar porsi kepemilikan oleh manajerial maka pihak manajemen akan berupaya untuk memenuhi kepentingan pemegang saham dan kepentingannya sendiri. Peran manajemen sebagai pemegang saham cukup besar, yaitu untuk menanggulangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham (*agent* dan *principal*). Dalam hal ini, manajemen berperan aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan, sehingga manajemen dan pemegang saham lain bersama-sama berusaha meningkatkan kinerja perusahaan (Diyah dan Erman, 2009).

2. Kepemilikan Investor Asing

Merupakan kepemilikan asing berupa individu maupun institusi asing yang menanamkan modal di perusahaan domestik. Definisi investor asing dijelaskan dalam Undang-Undang nomor 25 tahun 2007 tentang

penanaman modal, bahwa penanam modal asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan/atau pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia.

3. Kepemilikan Pemerintah

Merupakan kepemilikan perusahaan oleh pemerintah di suatu negara. Kepemilikan pemerintah di suatu perusahaan diwakili oleh menteri negara, sehingga pemerintah dapat secara langsung mengontrol operasional perusahaan.

4. Kepemilikan Publik

Merupakan kepemilikan perusahaan oleh individu di luar perusahaan.

5. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional menurut Siregar dan Utama (2006) adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking*. Kepemilikan institusional berperan penting dalam penerapan *corporate governance* di suatu perusahaan. Investor institusional bertanggung jawab atas dana yang ditanamkan masyarakat, sehingga akan berhati-hati dalam menanamkan modalnya. Di sisi lain, modal yang cukup besar yang ditanamkan investor institusional dapat menekan manajer dan melakukan pengawasan yang optimal atas kinerja perusahaan. Menurut Jansen dan Meckling (1976), salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan institusional yang berfungsi untuk mengawasi agen.

6. Kepemilikan keluarga

Menurut Arifin (2003), yang dinamakan kepemilikan keluarga adalah semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan >5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib dicatat). Menurut Anderson et al (2002) dalam Siregar dan Utama (2006),

perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga mempunyai struktur yang dapat mengurangi *agency problem* baik antar para pemegang saham dan kreditur serta antara pemilik dan manajemen.

Menurut La Porta et al (2009) di negara-negara berkembang umumnya perusahaan masih dikendalikan oleh keluarga. Sementara kepemilikan yang menyebar secara umum terdapat di negara maju seperti Amerika dan Inggris. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa kebanyakan perusahaan yang ada di Indonesia adalah perusahaan keluarga. Kecenderungan dari perusahaan keluarga adalah pendiri dari keluarga ingin memiliki kontrol yang besar terhadap perusahaan demi kepentingan keluarga pendiri, sehingga kepemilikan terkonsentrasi menjadi tipe kepemilikan yang dominan.

2.3 Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, struktur kepemilikan merupakan institusi atau perseorangan yang memegang saham di suatu perusahaan. Struktur kepemilikan tidak berdampak langsung terhadap kinerja yang dihasilkan perusahaan. Hal ini disebabkan kebanyakan pemegang saham dan direksi sebagai pengambil keputusan strategis adalah individu yang berbeda. Dengan demikian, apabila pemegang saham berubah, hal ini tidak lantas mengubah direksi perusahaan sebagai pengambil keputusan strategis perusahaan. Selain itu, hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan terkait dengan *Corporate Governance* (tata kelola perusahaan) sehingga memegang peranan yang cukup penting.

Menurut Tuanakotta (1999), tata kelola perusahaan pada dasarnya adalah tentang praktek bisnis terbaik yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja organisasi dan kesejahteraan dan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham dan stakeholder. Sementara menurut OECD Principle 1999, tata kelola perusahaan adalah sistem di mana operasi bisnis diarahkan dan dikendalikan, sehingga apabila tata kelola perusahaan berjalan dengan baik, maka akan ada hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Hal ini menyebabkan para

dewan direksi yang mengambil keputusan strategis perusahaan demi meningkatkan atau menciptakan nilai bagi pemegang saham. Para pemegang saham yang memiliki kepentingan di perusahaan tersebut akan menempatkan dewan direksi atau jajaran lainnya sebagai pengambil keputusan strategis perusahaan yang dapat mewakili kepentingannya sehingga setiap keputusan yang diambil dewan direksi akan sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan telah banyak diteliti seperti misalnya pada karya Aydin, Sayim, dan Yalama (2007) yang memaparkan mengenai pengaruh antara struktur kepemilikan dan domestik terhadap kinerja perusahaan di Turki. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing memiliki kinerja (ROA) yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan dengan kepemilikan domestik. Hal ini menyebabkan ketertarikan investor asing untuk berinvestasi di Turki. Sementara di Spanyol, kepemilikan terkonsentrasi mempengaruhi kinerja perusahaan non-publik (Arosa, Iturralde, dan Maseda, 2009). Di Bangladesh, kepemilikan asing secara positif dan signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dan laba (Imam dan Malik, 2007).

Di Indonesia sendiri, tidak ditemukan pengaruh antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan (Sabrinna, 2010). Hal ini dikarenakan bahwa keberadaan manajer dan pemegang saham kurang memiliki pengaruh dalam peningkatan kinerja perusahaan. Sukharta (2007) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan target akuisisi berpengaruh positif dan signifikan secara statistik pada kesejahteraan pemegang saham saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.

Muslimin (2009) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dikatakan bahwa pendiri perusahaan yang masih aktif menjadi pimpinan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dimungkinkan adanya nepotisme dalam kepemilikan keluarga yang menurunkan kinerja perusahaan. Menurut Andres (2006) dalam Muslimin (2009), pengaruh negatif

dari struktur kepemilikan keluarga disebabkan pendiri perusahaan sebagai pihak yang mendirikan, membangun, dan mengembangkan perusahaan dari awal telah mengeluarkan banyak investasi dan harta untuk kelangsungan hidup perusahaan, maka pendiri sekaligus pemimpin perusahaan cenderung untuk menghindari risiko yang mungkin timbul, sehingga terdapat potensi keuntungan yang hilang dengan tidak mengambil investasi yang lebih berisiko dan mengurangi kinerja perusahaan. Selain itu, terdapat biaya yang besar atas efek *entrenchment* pada jajaran eksekutif perusahaan yang terus memimpin meskipun sudah tidak kompeten untuk memimpin perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997).

Dari segi keberhasilan suatu perusahaan dalam mengelola operasional bisnisnya, mayoritas akan dilihat dari kinerja yang dihasilkan. Kinerja terdiri dari dua macam yaitu kinerja akuntansi dan kinerja pasar. Kinerja akuntansi perusahaan biasanya diukur dengan rasio keuangan yang terdapat di laporan keuangan perusahaan. Rasio yang biasanya diukur adalah rasio likuiditas, rasio solvabilitas, dan rasio profitabilitas. Dalam hal ini, rasio profitabilitas adalah rasio yang paling sering digunakan untuk mengukur kinerja suatu perusahaan. Selain kinerja akuntansi, terdapat pula kinerja pasar yang membandingkan nilai perusahaan relatif terhadap pasar.

2.4 Penelitian Terdahulu

Pembahasan mengenai penelitian terdahulu akan dibagi menjadi dua bagian, yaitu pertama membahas penelitian terdahulu mengenai motivasi yang menjadi dasar sebelum akuisisi dilakukan, dan penelitian terdahulu mengenai kondisi yang terjadi setelah akuisisi.

2.4.1 Motivasi Sebelum Akuisisi

Penelitian terdahulu membahas mengenai faktor-faktor penentu perusahaan melakukan akuisisi. Fahlevi (2011) telah meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *merger* dan akuisisi selama periode 2000-2009. Penilaian perusahaan diukur dengan Tobin's Q dan *momentum return* (MR), sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah *cash flow*, *dividen payout*,

penambahan hutang baru (HB), dan penerbitan ekuitas baru (PEB). Hasil dari penelitian tersebut terdiri dari dua pengujian, pertama dengan uji regresi logistik menunjukkan bahwa Tobin's Q, *cash flow*, dan *dividen payout* berpengaruh signifikan terhadap keputusan *merger* dan akuisisi. Sementara pada uji regresi berganda, hanya variabel *dummy* yang berpengaruh terhadap kinerja operasional dan kinerja pasar.

Rossi dan Volpin (2003) dalam karyanya meneliti tentang penentu *merger* dan akuisisi lintas batas (*cross country*) selama tahun 1990 hingga 1999 dengan data yang didapatkan dari SDC Platinum. Faktor penentu merger dan akuisisi dalam penelitian tersebut dilihat dari perbedaan hukum dan peraturan di seluruh dunia. Hasilnya menunjukkan bahwa kegiatan *merger* dan akuisisi secara signifikan lebih banyak terjadi di negara dengan standar akuntansi yang lebih baik dan perlindungan pemegang saham yang kuat. Penemuan lain menunjukkan bahwa akuisisi lintas batas dari negara-negara target yang memiliki perlindungan investor yang rendah, berperan sebagai tata kelola perusahaan dengan meningkatkan derajat perlindungan investor dalam perusahaan target.

Visic dan Peric (2011) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi negara cenderung menarik *merger* dan akuisisi lintas batas di negara-negara transisi Eropa dengan periode penelitian dari tahun 1994 sampai dengan 2008. Negara transisi Eropa yang menjadi sampel penelitian tersebut adalah Bulgaria, Czech Republic, Estonia, Croatia, Hungary, Latvia, Lithuania, Macedonia, Poland, Romania, Slovakia dan Slovenia.

Zhu, Jog, dan Otchere (2011) meneliti tentang motivasi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan asing dan domestik di berbagai negara. Periode penelitian tersebut antara tahun 1990 sampai dengan tahun 2007 dari perusahaan publik di negara-negara berkembang dari sumber data SDC Platinum. Sampel yang diambil adalah akuisisi dengan kepemilikan lebih dari 5% dan kurang dari 100%. Sampel yang digunakan adalah sebanyak 1171 perusahaan dengan akuisisi domestik, dan 537 perusahaan dengan akuisisi asing. Penelitian tersebut mengeluarkan industri keuangan dari sampel dan menggunakan perusahaan yang

tidak melakukan akuisisi sebagai perusahaan kontrol. Hasil penelitian menunjukkan motivasi akuisisi domestik berbeda signifikan dengan motivasi akuisisi asing. Perusahaan pengakuisisi domestik cenderung mengambil alih perusahaan dengan kinerja buruk dan perusahaan target ini kemudian mengalami perubahan signifikan dalam karakteristik keuangan dan struktur kepemilikan. Hal ini sejalan dengan motivasi akuisisi sebagai kontrol pasar. Sementara perusahaan pengakuisisi asing cenderung mengambil alih perusahaan dengan kinerja baik. Hal ini sejalan dengan motivasi akuisisi sebagai strategi masuk pasar. Selain itu, penelitian tersebut meneliti tentang kinerja perusahaan yang diakuisisi oleh pihak asing maupun domestik tiga tahun setelah akuisisi terjadi. Hasil yang diperoleh adalah terjadi peningkatan kinerja yang signifikan dari perusahaan target akuisisi domestik, dan tidak terjadi peningkatan kinerja yang signifikan dari perusahaan target akuisisi asing. Hipotesis terakhir yang diuji dalam penelitian tersebut yaitu melihat dampak struktur kepemilikan dari perusahaan target akuisisi domestik dan asing dua tahun setelah akuisisi dilakukan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan target akuisisi domestik mengalami perubahan struktur kepemilikan dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi asing.

2.4.2 Kondisi Setelah Akuisisi

Berbagai penelitian terdahulu terkait akuisisi telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Payamta dan Setiawan (2004) meneliti tentang pengaruh *merger* dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia dua tahun sebelum dan sesudah akuisisi selama periode tahun 1990-1996. Hasilnya yaitu tidak terdapat perbedaan signifikan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi baik dari segi rasio keuangan maupun harga saham. Adapun rasio yang digunakan yaitu *Current Ratio*, *Quick Ratio*, *Total Assets to Debt*, *Net Worth to Debt*, *Total Asset Turnover*, *Fixed Asset Turnover*, *Return on Investment (ROI)*, *Return on Equity (ROE)*, *Net Profit Margin (NPM)*, dan *Operating Profit Margin (OPM)*.

Widyaputra (2006) dengan pengujian Manova menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan atas semua rasio keuangan satu tahun sebelum dan satu tahun setelah akuisisi selama tahun 2002. Sementara dengan pengujian

Wilcoxon, terdapat perbedaan signifikan atas rasio EPS, OPM, NPM, ROE, dan ROA untuk satu tahun sebelum dan satu tahun setelah akuisisi.

Hadiningsih (2007) meneliti dampak jangka panjang *merger* dan akuisisi terhadap kinerja keuangan perusahaan pengakuisisi dan perusahaan diakuisisi. Hasilnya menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara satu tahun sebelum dan setelah akuisisi. Kinerja keuangan perusahaan diukur dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas, dan *return* saham dengan jangka waktu satu tahun sebelum, satu dan dua tahun setelah akuisisi. Sampel penelitian tersebut terdiri dari 14 perusahaan pengakuisisi dan 12 perusahaan diakuisisi (target), dan mengeluarkan industri keuangan dari sampel penelitian.

Penelitian Chari, Chen, dan Dominguez (2009) melihat adanya peningkatan profitabilitas, penurunan penjualan, dan penurunan jumlah karyawan atas akuisisi yang dilakukan perusahaan dari negara berkembang terhadap perusahaan di Amerika Serikat. Periode penelitian tersebut dilakukan dari tahun 1980 sampai 2007 dengan total sampel yang diperoleh 480 perusahaan.

Penelitian lain terkait akuisisi dilakukan oleh Ratih Widyaningtyas (2010) mengenai pengaruh akuisisi pihak asing terhadap kinerja perusahaan domestik selama periode tahun 1990-2005. Terdapat delapan rasio yang diuji yaitu *Current Ratio*, *Loan to Deposit Ratio (LDR)*, *Debt to Equity Ratio*, *Total Assets Turnover Ratio (TATO)*, *Net Interest Margin*, *Net Profit Margin (NIM)*, *Return to Equity Ratio*, *Price per Earning Ratio*. Dari ke delapan rasio tersebut, hanya tiga yang menunjukkan perbedaan signifikan, yaitu *Loan to Deposit Ratio (LDR)* yang menunjukkan likuiditas bank, *Total Assets Turnover (TATO)* yang menunjukkan seberapa efektif perusahaan dalam mengelola asetnya, dan *Net Interest Margin (NIM)* yang mengukur keberhasilan keputusan investasi dibandingkan dengan kondisi utangnya. Penelitian tersebut mengikutsertakan industri keuangan sebagai sampel. Hasilnya adalah perusahaan domestik tidak mengalami perubahan yang signifikan atas akuisisi yang terjadi.

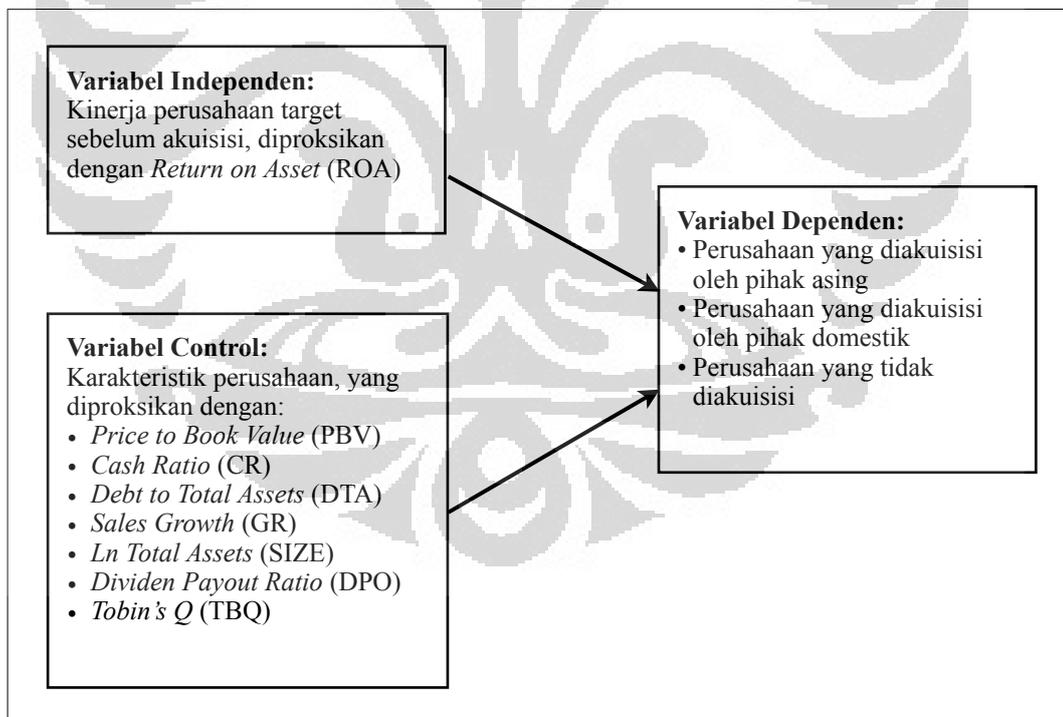
Bandick, Gorg, dan Karpaty (2010) meneliti pengaruh akuisisi asing atas *Resource and Development* (R&D) dari 50 perusahaan target dari industri manufaktur dengan periode tahun 1993 sampai dengan 2002 di Swedia. Hasil menunjukkan bahwa terdapat peningkatan sebesar 3-10 persen aktivitas R&D di perusahaan target.

2.5 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang dibangun akan terdiri dari tiga macam. Hal ini disebabkan dalam penelitian ini akan dibangun hipotesis yang terdiri dari tiga macam, yaitu hipotesis 1, hipotesis 2, dan hipotesis 3. Pembahasan lebih lanjut mengenai latar belakang dibangunnya hipotesis akan dijelaskan dalam pembahasan selanjutnya.

2.5.1 Kerangka Pemikiran Hipotesis 1

Dalam hipotesis 1, kerangka pemikiran yang dibangun adalah sebagai berikut:



Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Hipotesis 1

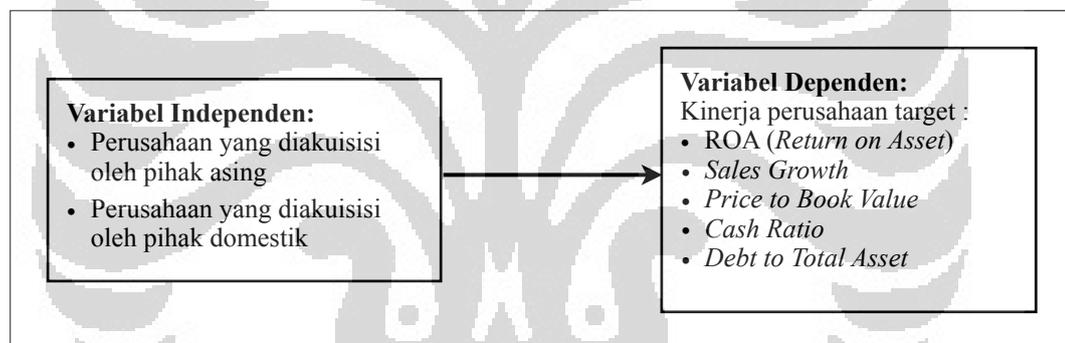
(sumber: Penulis)

Kerangka pemikiran di atas menjelaskan mengenai motivasi akuisisi asing dan domestik. Berdasarkan Zhu, Jog, dan Otchere (2011), terdapat dua motivasi

perusahaan pengakuisisi dalam melakukan akuisisi, yaitu akuisisi asing sebagai strategi masuk pasar baru, sementara akuisisi domestik sebagai kontrol pasar, sehingga apabila perusahaan pengakuisisi asing menggunakan akuisisi sebagai strategi untuk memasuki pasar baru, maka diekspektasikan bahwa (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011) perusahaan pengakuisisi asing akan memilih perusahaan dengan kinerja yang baik sebagai target akuisisi. Di sisi lain, apabila perusahaan pengakuisisi domestik menggunakan akuisisi sebagai kontrol pasar, maka diekspektasikan bahwa perusahaan pengakuisisi domestik akan memilih perusahaan dengan kinerja yang buruk sebagai target akuisisi dengan tujuan meningkatkan efisiensi dan kinerja perusahaan target.

2.5.2 Kerangka Pemikiran Hipotesis 2

Dalam hipotesis 2, kerangka pemikiran yang dibangun yaitu sebagai berikut:



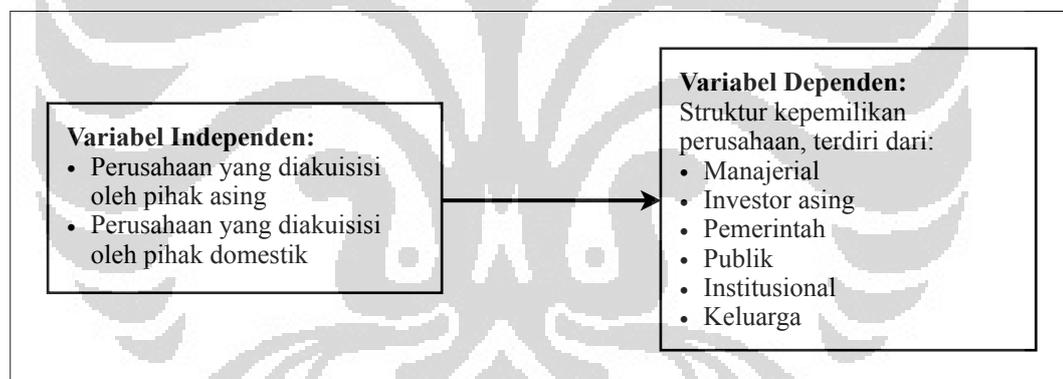
Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran Hipotesis 2
(sumber: Penulis)

Kerangka pemikiran ini menjelaskan pengaruh akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini melihat pengaruh akuisisi satu tahun sebelum akuisisi dan dibandingkan dengan masing-masing tiap tahun hingga tiga tahun setelah akuisisi. Konsisten dengan hipotesis pertama, maka diekspektasikan bahwa perusahaan target akuisisi asing tidak mengalami perubahan kinerja yang signifikan dan perusahaan target akuisisi domestik diekspektasikan mengalami perubahan kinerja yang signifikan setelah akuisisi (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011). Kemungkinan bahwa perusahaan target akuisisi asing memiliki kinerja keuangan dan karakteristik yang baik karena sebelum akuisisi perusahaan tersebut memang sudah memiliki kinerja dan karakteristik

yang baik. Dengan demikian, setiap perubahan dalam kinerja keuangan tidak dapat langsung dikaitkan begitu saja dengan akuisisi yang dilakukan perusahaan. Selain itu, perusahaan target yang dipilih oleh perusahaan pengakuisisi dapat dilakukan karena faktor-faktor lain yang tidak diamati dalam penelitian ini. Maka dari itu, tidak cukup apabila penelitian ini hanya membandingkan kinerja dan karakteristik perusahaan sebelum dan setelah akuisisi. Untuk hipotesis kedua dibutuhkan pencocokan sampel perusahaan sejenis yang tidak melakukan akuisisi, sehingga digunakanlah *difference in difference* untuk melihat kinerja dan karakteristik perusahaan sebelum dan sesudah akuisisi dari perusahaan target dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan akuisisi (perusahaan non target) untuk periode yang sama.

2.5.3 Kerangka Pemikiran Hipotesis 3

Dalam hipotesis 3, kerangka pemikiran yang dibangun adalah sebagai berikut:



Gambar 2.4 Kerangka Pemikiran Hipotesis 3

(sumber: Penulis)

Kerangka pemikiran ini menjelaskan pengaruh akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan asing maupun domestik, terhadap struktur perusahaan target. Diekspektasikan bahwa (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011) akan terdapat perubahan struktur kepemilikan yang signifikan dari perusahaan target akuisisi domestik.

2.6 Perumusan Hipotesis

Banyak dikatakan, akuisisi pihak asing terkadang dianggap sebagai “pedang bermata dua” oleh negara-negara berkembang tidak terkecuali Indonesia. Di satu sisi, negara-negara berkembang membutuhkan investor asing yang

membawa modal baru, teknologi, keterampilan manajemen dan pekerjaan untuk meningkatkan ekonomi negaranya (Farrell et al 2004). Di sisi lain, negara berkembang juga waspada terhadap investor asing yang mengeksploitasi sumber daya alam, tenaga kerja yang murah, dan mengejar keuntungan jangka pendek; bukan pengembangan ekonomi dalam jangka panjang. Menurut Wang (2007), China memperingatkan negara-negara berkembang untuk lebih waspada akan investor asing yang membeli perusahaan-perusahaan besar, kemudian memonopoli pasar, menghilangkan persaingan dan menguasai industri kunci suatu negara. Namun hal tersebut tidaklah semudah yang dibayangkan. Banyak hambatan-hambatan yang dihadapi oleh pihak asing yang akan memasuki pasar baru di suatu negara. Hambatan-hambatan tersebut diantaranya adalah perbedaan kebudayaan yang secara langsung maupun tidak langsung akan mempengaruhi proses bisnis perusahaan, perbedaan bahasa, dan perbedaan hukum atau aturan yang berlaku di negara tersebut (Zhu, Jog, dan Otchere 2011). Selain itu, pihak asing juga memiliki pengetahuan dan pengalaman yang relatif lebih sedikit dalam menjalankan bisnis jika dibandingkan dengan pihak domestik (Balakrishnan dan Koza, 1992; Reuer dan Koza, 2000). Hambatan-hambatan tersebut itulah yang membuat sulit pihak asing memasuki pasar baru di negara lain atau oleh Zaheer (1995) disebut sebagai “*liability of foreignness*” yang menggambarkan tingkat kelangsungan hidup pihak asing lebih rendah dibandingkan dengan pihak domestik setelah mereka memulai operasi sehingga akuisisi.

Berbeda halnya dengan pihak domestik yang memiliki sedikit atau bahkan tidak ada hambatan dalam hal budaya dan komunikasi di negaranya. Selain itu, pihak domestik juga lebih akrab dengan sistem hukum, pemerintahan dan memiliki lebih banyak informasi mengenai pasar sehingga pihak domestik dapat mengidentifikasi perusahaan mana saja yang memiliki kinerja kurang baik untuk diakuisisi dengan tujuan mengurangi persaingan.

Dari berbagai alasan tersebut, maka dapat diestimasikan bahwa pihak asing dalam melakukan strategi masuk pasar akan mengakuisisi perusahaan yang memiliki kinerja yang baik untuk mendukung pihak asing memasuki pasar baru.

Perusahaan target dengan kinerja yang baik relatif terhadap perusahaan sejenis di industri yang sama cenderung memiliki akses sumber daya, saluran distribusi, jaringan bisnis yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan dengan kinerja yang kurang baik (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011). Sementara pihak domestik yang memiliki pengetahuan dan pengalaman yang lebih baik dibandingkan dengan pihak asing, dapat mengetahui perusahaan mana saja yang memiliki kinerja kurang baik, kemudian merestrukturisasi perusahaan tersebut. Perusahaan target harus memiliki kriteria yang mendukung perusahaan pengakuisisi untuk mencapai tujuannya. Berdasarkan hasil penelitian Zhu, Jog dan Otchere (2011), menunjukkan bahwa perusahaan asing memilih mengakuisisi perusahaan dengan kinerja yang baik relatif terhadap perusahaan lain di industri sejenis. Sementara perusahaan domestik memilih mengakuisisi perusahaan dengan kinerja yang kurang baik relatif terhadap perusahaan lain di industri sejenis. Perbedaan motivasi perusahaan yang melakukan akuisisi tersebut, (yaitu pihak asing sebagai strategi masuk pasar dan pihak domestik sebagai kontrol pasar yang memiliki kinerja kurang baik), banyak atau sedikitnya akan mempengaruhi kriteria perusahaan target yang akan diakuisisi. Dari hal tersebut, dapat dibangun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis (1a) : Pihak pengakuisisi domestik memilih perusahaan dengan kinerja yang kurang baik sebagai target akuisisi (motivasi akuisisi sebagai kontrol pasar).

Hipotesis (1b) : Pihak pengakuisisi asing memilih perusahaan dengan kinerja yang baik sebagai target akuisisi (motivasi akuisisi sebagai strategi masuk pasar).

Perbedaan motivasi antara pihak asing dan pihak domestik dalam melakukan akuisisi diestimasikan berdampak pada pemilihan perusahaan target yang akan diakuisisi seperti pada hipotesis pertama. Seringkali tolak ukur yang digunakan untuk melihat keberhasilan strategi suatu perusahaan adalah dengan kinerja keuangan, *abnormal return*, dan hal-hal lainnya yang dapat berpengaruh. Dalam penelitian ini, untuk melihat dampak akuisisi yang terjadi akan dilihat dari

kinerja keuangan dalam jangka panjang. Konsisten dengan motivasi yang dibangun pada hipotesis pertama, maka untuk akuisisi pihak asing diestimasikan bahwa dalam jangka panjang kinerja keuangan perusahaan target tidak mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan. Hal tersebut diakibatkan karena perusahaan target yang diakuisisi sudah memiliki kinerja yang baik, dan perusahaan pengakuisisi menjadikan akuisisi sebagai strategi memasuki pasar. Sementara untuk akuisisi pihak domestik diestimasikan kinerja keuangannya dalam jangka panjang mengalami peningkatan yang signifikan. Hal ini karena perusahaan target sebelum diakuisisi memiliki kinerja keuangan yang kurang baik, dan perusahaan pengakuisisi menjadikan akuisisi sebagai kontrol pasar sehingga perusahaan yang diakuisisi oleh pihak lokal akan dirustrukturisasi.

Penelitian terdahulu yang meneliti dampak akuisisi terhadap kinerja keuangan sudah banyak dilakukan, seperti penelitian yang dilakukan oleh Ratih Widyaningtyas (2010), meneliti tentang pengaruh akuisisi pihak asing terhadap kinerja perusahaan domestik. Hasil dari penelitian tersebut yaitu perusahaan domestik yang diakuisisi oleh pihak asing tidak mengalami perubahan yang signifikan dengan pengukuran menggunakan rasio keuangan. Sementara Payamta & Doddy (2004) yang meneliti perusahaan pengaruh merger dan akuisisi perusahaan domestik di Indonesia mendapatkan hasil bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah perusahaan melakukan merger dan akuisisi.

Penelitian luar yang meneliti dampak akuisisi pada suatu perusahaan adalah Spencer (2001), yang menemukan bahwa kinerja keuangan jangka panjang perusahaan yang diakuisisi sangat tergantung dengan karakteristik perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi. Selain itu, Zhu, Jog, dan Otchere (2011) mendapatkan hasil dari penelitiannya yaitu perusahaan target dari akuisisi asing tidak mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan. Dari pemikiran yang dibangun dan penelitian terdahulu, maka hipotesis kedua yang dapat dibangun sebagai berikut:

Hipotesis (2a) : Perusahaan yang diakuisisi pihak domestik akan mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan.

Hipotesis (2b) : Perusahaan yang diakuisisi pihak asing tidak mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan.

Dalam jangka panjang, diestimasikan tidak hanya kinerja keuangan yang mengalami perubahan, tapi juga struktur kepemilikan pun mengalami perubahan. Pihak domestik memiliki motivasi akuisisi sebagai kontrol pasar, cepat atau lambat akan memegang kendali atas perusahaan yang diakuisisi untuk dapat mengontrol proses bisnisnya sehingga diestimasikan perusahaan target yang diakuisisi pihak domestik akan mengalami perubahan struktur kepemilikan dan begitu pula sebaliknya.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan struktur kepemilikan setelah akuisisi dilakukan oleh Zhu, Jog, dan Otchere (2011) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan perusahaan target akuisisi domestik mengalami peningkatan yang signifikan atas kepemilikan publik, dan penurunan yang signifikan atas kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan pengakuisisi domestik memantau manajemen perusahaan target dan mengurangi kesempatan *entrenchment* manajemen perusahaan target sehingga hak-hak pemegang saham dapat lebih terlindungi dan nilai perusahaan dapat lebih ditingkatkan. Sementara untuk struktur kepemilikan perusahaan target akuisisi asing pada penelitian tersebut tidak terdapat perubahan yang signifikan antara sebelum dan setelah akuisisi. Dari pemikiran yang dibangun dan penelitian terdahulu, maka dapat dibangun hipotesis yang ketiga, yaitu:

Hipotesis (3a) : Perusahaan yang diakuisisi pihak domestik mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan.

Hipotesis (3b) : Perusahaan yang diakuisisi oleh pihak asing tidak mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan.

BAB 3

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai populasi dan sampel yang digunakan, metode pengumpulan data, model yang diteliti, operasionalisasi variabel, serta teknik analisis data yang digunakan.

3.1 Populasi dan Sampel

Dalam sub bab ini, akan dijelaskan mengenai periode penelitian, metode pemilihan sampel yang digunakan, dan kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel. Dalam penelitian ini, perusahaan yang akan dijadikan sampel adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu yang diteliti dalam penelitian ini adalah akuisisi di atas 5% dan 10%. Kriteria yang dipilih adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diakuisisi berada dalam rentang tahun 2000-2007 dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan periode tersebut bertujuan untuk menghindari pengaruh krisis moneter pada pertengahan tahun 1997 dalam proses analisis.
2. Mengacu pada penelitian Zhu, Jog, dan Otchere (2011) yang mengambil sampel apabila transaksi pengambilalihan (akuisisi) memperoleh kurang dari 100% tetapi lebih dari 5% kepemilikan di perusahaan target dan perusahaan target masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah akuisisi.
3. Memiliki semua data yang dibutuhkan dalam penelitian ini seperti rasio keuangan, struktur kepemilikan, dan lain-lain. Data yang akan diambil adalah satu tahun sebelum dan tiga tahun setelah akuisisi terjadi.
4. Apabila terjadi akuisisi bertahap, maka penulis akan melihat perusahaan yang pertama kali melakukan akuisisi di perusahaan tersebut berdasarkan periode akuisisi penelitian dan melihat akuisisi selama 3 tahun ke depan. Jika terdapat akuisisi perusahaan lain di perusahaan tersebut dalam 3 tahun, maka perusahaan dikeluarkan dari sampel. Hal ini mengacu pada penelitian Zhu, Jog, dan Otchere (2011).

5. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan non keuangan. Hal ini disebabkan, perusahaan keuangan cenderung memiliki rasio keuangan yang secara substansial berbeda dibandingkan perusahaan non keuangan (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011). Apabila mengikutsertakan perusahaan keuangan ke dalam sampel, maka akan membelokkan hasil analisis.

Selain perusahaan target, penulis juga mengambil perusahaan non-target sebagai *control firm*. Adapun kriteria yang digunakan mengacu pada penelitian Zhu, Jog, dan Otchere (2011), yaitu:

1. Perusahaan non-target diambil dari industri yang sama berdasarkan klasifikasi industri *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).
2. Pengambilan sampel berdasarkan akhir tahun sebelum perusahaan target melakukan akuisisi.
3. Perusahaan non target memiliki total aset yang mendekati total aset dari perusahaan target.
4. Untuk menghapus dampak dari *outliers*, perusahaan non-target yang diambil adalah perusahaan yang tidak melebihi total aset terbesar atau terkecil dari perusahaan target.

3.2 Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data rasio keuangan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) seperti ROA, *Debt Ratio*, *Cash Ratio*, dll. Data *Market Value of Equity* untuk perhitungan rasio Tobin's Q dalam penelitian ini diperoleh dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis (PDEB) Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Sumber data lainnya berasal dari sumber bacaan seperti jurnal, dan informasi dari internet.

Dalam penelitian ini, pemilihan sampel ditentukan secara *purposive sampling*. Pemilihan sampel tersebut bertujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif dan memiliki informasi yang diperlukan untuk tujuan penelitian sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan.

3.3 Model

Penelitian ini akan menguji tiga hipotesis yang berbeda, Masing-masing hipotesis menggunakan model yang berbeda dan akan diuji dengan pengujian yang berbeda-beda.

3.3.1 Hipotesis 1

Untuk hipotesis 1 yang terdiri dari (1a) dan (1b) yaitu mengenai apakah pihak pengakuisisi domestik akan mengakuisisi perusahaan dengan kinerja yang kurang baik sebagai target akuisisi (motivasi akuisisi sebagai kontrol pasar), sementara pihak pengakuisisi asing akan mengakuisisi perusahaan dengan kinerja yang baik sebagai target akuisisi (motivasi strategi masuk pasar). Pengujian hipotesis ini akan dilakukan dengan dua cara yaitu dengan menggunakan uji beda dengan *wilcoxon test* dan pengujian dengan menggunakan *multinomial logistic regression*.

3.3.1.1 Uji beda

Dalam pengujian ini, akan dibandingkan rata-rata kinerja keuangan dan karakteristik perusahaan antara perusahaan target yang diakuisisi domestik dengan perusahaan kontrol domestik dan perusahaan target yang diakuisisi asing dengan perusahaan kontrol asing. Kemudian, untuk melihat perbedaan signifikansi antar perusahaan digunakan uji *wilcoxon*. Pengujian dengan *wilcoxon* digunakan untuk menguji dua sampel berpasangan. Adapun langkah-langkah yang dilakukan:

1. Dengan membandingkan kinerja keuangan dan karakteristik perusahaan. Kinerja keuangan diproksikan dengan *return on asset* (ROA), sementara karakteristik perusahaan diproksikan dengan *price to book value* (PBV), *cash ratio* (CR), *debt to total asset* (DTA), *sales growth* (GROWTH), *Tobin's Q* (TBQ), *dividend payout ratio* (DPR), dan *total asset* (ASSET). Kinerja dan karakteristik perusahaan yang diambil adalah dari perusahaan target yang diakuisisi oleh pihak asing, perusahaan target yang diakuisisi oleh pihak domestik, dan perusahaan kontrol yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Melakukan pengujian perbedaan rata-rata dari beberapa kategori tersebut dengan pengujian *wilcoxon signed rank test*.

3.3.1.2 *Multinomial Logistic Regression*

Analisis dengan menggunakan pengujian ini digunakan untuk menguji perbedaan kinerja antara tiga kelompok sampel satu tahun sebelum akuisisi yaitu perusahaan target akuisisi asing (*cross border*), perusahaan target akuisisi domestik, dan perusahaan non target; sementara pada saat yang sama mengendalikan pengaruh karakteristik lain dari perusahaan seperti *debt to total asset*, *cash ratio*, *price to book value*, dan lainnya. Pengujian ini memungkinkan untuk membandingkan beberapa kelompok sampel melalui kombinasi *dummy*. Dalam penelitian ini, akan diberikan kode (1) untuk perusahaan non target/kontrol, kode (2) untuk perusahaan target akuisisi domestik, dan kode (3) untuk perusahaan target akuisisi asing. Kelompok sampel yang digunakan sebagai kelompok referensi atau acuan adalah perusahaan target akuisisi asing karena kelompok yang menjadi acuan adalah kelompok yang diestimasikan memiliki nilai tertinggi diantara kelompok yang lainnya, sehingga dalam penelitian ini perusahaan yang diestimasikan memiliki kinerja keuangan tertinggi adalah perusahaan target yang diakuisisi asing. Pengujian dari *Multinomial Logistic Regresssion* akan menggunakan model 1.

Model 1

$$ACQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{t-1} + \alpha_2 CR_{t-1} + \alpha_3 DTA_{t-1} + \alpha_4 GR_{t-1} + \alpha_5 SIZE_{t-1} + \alpha_6 DPO_{t-1} + \alpha_7 TBQ_{t-1} + \varepsilon \quad (3.1)$$

Di mana:

ACQ : *Acquisition* atau akuisisi perusahaan target akuisisi asing dan domestik, dengan menggunakan kode *binary* dalam pengujiannya.

ROA : *Return on Asset* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi

- CR* : *Cash Ratio* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi
- DTA* : *Debt to Total Asset* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi
- GR* : *Sales Growth* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi
- Size* : *LnTotal Asset* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi
- DPO* : *Dividend Payout Ratio* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi
- TBQ* : *Tobin's Q Ratio* perusahaan target dan perusahaan non target satu tahun sebelum akuisisi

3.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Dalam melakukan pengujian hipotesis (2a) dan (2b), yaitu apakah perusahaan yang diakuisisi pihak domestik akan mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan dalam jangka panjang, sementara perusahaan yang diakuisisi pihak asing tidak mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan dalam jangka panjang, menggunakan uji beda (*Difference in Difference*) antara perusahaan target dengan perusahaan non target (kontrol) seperti yang dilakukan pada penelitian Zhu, Jog, dan Otchere (2011). Hasil dari uji beda tersebut kemudian akan diuji lebih lanjut dengan menggunakan *wilcoxon signed rank test*. Perbandingan antara kedua kelompok sampel tersebut dengan membandingkan satu tahun sebelum akuisisi dengan masing-masing tiga tahun setelah akuisisi.

Secara spesifik, penelitian ini melihat kinerja dan karakteristik perusahaan satu tahun sebelum dan tiga tahun setelah akuisisi dilakukan. Persamaan *Difference in Difference* yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

$$DID_i = (T_{i,t} - T_{i,t'}) - (C_{i,t} - C_{i,t'}) \quad (3.2)$$

Di mana:

$T_{i,t}$: Mengukur kinerja dan karakteristik perusahaan target sesudah akuisisi

$T_{i,t'}$: Mengukur kinerja dan karakteristik perusahaan target sebelum akuisisi

$C_{i,t}$: Mengukur kinerja dan karakteristik perusahaan kontrol sesudah akuisisi

$C_{i,t'}$: Mengukur kinerja dan karakteristik perusahaan kontrol sebelum akuisisi

Dari persamaan tersebut, maka langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Data-data perusahaan yang diperlukan seperti *return on asset*, *price to book value*, *cash ratio*, *debt to total asset*, *sales growth*, *Intotal asset*, *dividend payout ratio*, dan Tobin's Q dikumpulkan dari satu tahun sebelum akuisisi dan setiap tahun untuk tiga tahun setelah akuisisi.
2. Kemudian, data-data yang telah dikumpulkan dihitung selisihnya antara perusahaan target dengan perusahaan kontrol seperti persamaan *Difference in Difference*.
3. Setelah dihitung selisihnya, maka dengan menggunakan pengujian *wilcoxon signed rank test* akan diketahui apakah secara statistik perbedaannya signifikan.

3.3.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga meneliti mengenai pengaruh struktur kepemilikan setelah akuisisi. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk memperoleh bukti tambahan mengenai perbedaan motivasi akuisisi pihak asing dan pihak domestik. Berdasarkan hipotesis 3 yang dibangun, diharapkan perusahaan target yang diakuisisi pihak domestik akan mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan dibandingkan dengan perusahaan target yang diakuisisi pihak asing. Maka, langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

Sebelum Akuisisi

1. Struktur kepemilikan perusahaan target baik yang diakuisisi pihak asing maupun domestik diklasifikasikan ke dalam 6 (enam) kategori yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan investor asing, kepemilikan pemerintah, kepemilikan publik, kepemilikan institusional, dan kepemilikan keluarga. Struktur kepemilikan yang diambil adalah sebelum perusahaan target melakukan akuisisi.
2. Setelah diklasifikasikan, dilihat data-data statistik deskriptif yang terdiri dari rata-rata dan standar deviasi dan kemudian data kedua perusahaan target tersebut dibandingkan dengan tes signifikansi.

Sesudah Akuisisi

Setelah perusahaan melakukan akuisisi, maka dilihat perubahan struktur kepemilikan perusahaan target yang diakuisisi pihak asing dan domestik. Perubahan yang dilihat adalah penurunan, peningkatan, atau tidak ada perubahan untuk setiap kategori struktur kepemilikan perusahaan. Perubahan yang terjadi dilihat dalam persentase dan perbedaan rata-rata yang signifikan atas perubahan struktur kepemilikan yang terjadi antara satu tahun sebelum dan dua tahun setelah akuisisi. Tes signifikansi yang dilakukan menggunakan *paired sample t test* dikarenakan data terdistribusi secara normal.

Model 2

Dalam model ini, akan dilihat statistik deskriptif dari struktur kepemilikan perusahaan yang diakuisisi pihak asing dan pihak domestik, kemudian dilihat perubahan struktur kepemilikan setelah terjadi akuisisi dari perusahaan target tersebut. Model yang dibangun untuk menguji hipotesis ketiga adalah sebagai berikut:

$$Ownership = \alpha_0 + \alpha_1 DomesticACQ + \alpha_2 CrossACQ + \varepsilon \quad (3.3)$$

Ownership : *Ownership* dari perusahaan yang diakuisisi oleh pihak asing maupun yang diakuisisi oleh pihak domestik satu tahun sebelum akuisisi dan dua tahun setelah akuisisi.

DomesticACQ: *Domestic Acquisition* merupakan target akuisisi perusahaan domestik.

CrossACQ : *Cross Acquisition* merupakan target akuisisi perusahaan asing.

3.4 Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi variabel terdiri dari variabel independen dan variabel dependen. Berikut akan dibahas satu per satu mengenai variabel-variabel yang dibahas dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

3.4.1 Variabel Akuisisi

Pengertian akuisisi dikemukakan dalam Peraturan Pemerintah RI Nomor 57 Tahun 2010: pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh Pelaku Usaha untuk mengambillalih saham Badan Usaha yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Badan Usaha tersebut. Berdasarkan definisi tersebut ,yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah apabila terdapat pengambilalihan saham suatu perusahaan terhadap perusahaan lain. Selain itu, sampel yang diambil adalah perusahaan target dengan akuisisi lebih dari 5% (>5) mengacu pada jurnal Zhu, Jog, dan Otchere (2011), namun mayoritas kepemilikan perusahaan di Indonesia adalah terkonsentrasi, sehingga kepemilikan 5% di perusahaan target kurang memiliki pengaruh yang besar terhadap perusahaan target. Maka dari itu, dalam penelitian ini juga akan melihat pengujian diatas 10% dan diatas 20%. Adapun variabel akuisisi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan domestik yang diakuisisi oleh pihak asing

Definisi akuisisi asing dalam hal ini merujuk pada definisi Undang-Undang Penanaman Modal No. 25 Tahun 2007, namun untuk kepentingan penelitian ini, yang dijadikan sampel adalah hanya perusahaan asing dan bukan perseorangan atau warga negara asing. Berdasarkan definisi pelaku

usaha yang dijelaskan dalam Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 57 Tahun 2010 yaitu, “Setiap orang perorangan atau Badan Usaha baik yang berbentuk badan hukum yang didirikan dan berkedudukan dan atau melakukan kegiatan dalam wilayah hukum negara Republik Indonesia, baik sendiri maupun bersama-sama melalui perjanjian menyelenggarakan berbagai kegiatan usaha dalam bidang ekonomi”. Maka dari itu, badan usaha atau perusahaan yang tidak termasuk dalam definisi tersebut dalam penelitian ini digolongkan menjadi perusahaan asing.

2. Perusahaan domestik yang diakuisisi oleh pihak domestik

Definisi akuisisi domestik tidak diatur khusus di dalam undang-undang. Maka dari itu untuk pengklasifikasian perusahaan disebut sebagai perusahaan domestik, penelitian ini mengacu pada definisi pelaku usaha yang diatur dalam Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 57 Tahun 2010. Maka, semua badan usaha atau perusahaan yang termasuk dalam definisi tersebut dalam penelitian ini digolongkan menjadi perusahaan domestik.

3. Perusahaan domestik non target atau tidak diakuisisi sebagai *control firm*

Perusahaan yang diambil sebagai perusahaan kontrol adalah perusahaan yang memiliki total aset sama atau mendekati perusahaan target di industri sejenis.

3.4.2 Rasio Keuangan

Penelitian pada umumnya dalam melakukan analisis kinerja keuangan menggunakan rasio keuangan sebagai pengukuran. Rasio keuangan sering digunakan karena mudah diperoleh dan tercermin di dalam laporan keuangan, sehingga setiap perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dapat diketahui rasio keuangannya. Rasio yang biasa digunakan yaitu rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio solvabilitas, dan rasio pasar. Rasio-rasio tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Rasio profitabilitas

Rasio ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba atau keuntungan. Sementara menurut tim studi analisis laporan keuangan Bapepam (2005), rasio profitabilitas merupakan bentuk kemampuan dari suatu perusahaan dalam hal menghasilkan laba selama periode tertentu. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return on Asset (ROA)*.

2. Rasio likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan dalam menjamin kewajiban-kewajiban lancarnya, atau kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya saat ditagih. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Cash Ratio*.

3. Rasio Solvabilitas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang bila pada suatu saat perusahaan dilikuidasi atau dibubarkan. Dengan kata lain rasio ini mengukur seberapa besar perusahaan menggunakan dana dari pihak luar atau kreditor. Menurut Bapepam (2005), suatu perusahaan dikatakan “solvabel” apabila perusahaan tersebut memiliki aktiva atau kekayaan yang cukup untuk membayar semua hutang-hutangnya. Sebaliknya, apabila perusahaan tersebut tidak memiliki kemampuan membayar semua hutang-hutangnya, maka perusahaan tersebut berada dalam kondisi “insolvabel”. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt to asset ratio*.

Penelitian ini juga mencoba melihat ukuran perusahaan dengan *sales growth* sebagai proksinya. *Sales growth* merupakan ukuran persentase kenaikan penjualan antara dua periode waktu tertentu.

Alat ukur dari penelitian ini menggunakan rasio keuangan berdasarkan angka-angka yang tersaji di dalam laporan keuangan maupun laporan-laporan keuangan dalam bentuk lain yang diterbitkan oleh perusahaan. Rasio yang

digunakan dalam penelitian ini mengacu penelitian Zhu, Jog, dan Otchere (2011). Dalam penelitian ini, adapun rasio keuangan sebagai proksi dari kinerja perusahaan, diukur dengan:

1. *ROA (Return on Asset)*

Rasio ini menunjukkan seberapa baik perusahaan menghasilkan profit relatif terhadap aset yang dimiliki. Seberapa baik manajemen menggunakan aset dan menghasilkan laba bagi perusahaan. Dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

2. *Cash Ratio*

Rasio ini merupakan alat yang digunakan untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar utang. Semakin besar cash ratio, semakin besar juga kemampuan perusahaan dalam membayar utang dengan uang kas yang tersedia. Dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash or cash equivalent}}{\text{Current liabilities}}$$

3. *Debt to Asset Ratio*

Rasio ini digunakan untuk membandingkan total utang dengan total aktiva. Semakin tinggi nilai dari rasio ini, semakin tinggi juga pendanaan perusahaan yang berasal dari utang. Dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$$

4. *Sales Growth*

Rasio ini mengukur persentase kenaikan penjualan perusahaan antara dua periode waktu tertentu. *Sales Growth* merupakan proksi dari ukuran perusahaan, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Current year's sales} - \text{Last year's sales}}{\text{Last year's sales}} \times 100$$

5. *Price to Book Value*

Rasio ini digunakan untuk mencari nilai perusahaan dengan membandingkan nilai pasar perusahaan terhadap nilai buku. Dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

6. *Dividend Payout Ratio*

Dividend Payout Ratio merupakan laba yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Rasio ini menggambarkan bagaimana laba yang dihasilkan perusahaan juga mendukung pembayaran dividen pemegang saham. Dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividends}}{\text{Net Income}}$$

7. *Tobin's Q Ratio*

Rasio ini didapatkan dari nama James Tobin yang merancang *Tobin's Ratio* dari Universitas Yale sebagai pemenang Nobel Ekonomi. Rasio ini merupakan rasio nilai pasar dari aset perusahaan (yang diukur dengan nilai saham yang beredar dan hutang) dengan biaya penggantian aset perusahaan (Tobin's 1969). Penelitian Klapper dan Love (2002) menemukan bahwa semakin tinggi *corporate governance* yang diprosikan salah satunya dengan kepemilikan manajerial berhubungan dengan semakin tingginya kinerja perusahaan dan Tobin's Q yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q \text{ Ratio} = \frac{\text{Market Value of Firm (MVE)} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Dimana:

MVE : Harga penutupan saham di akhir tahun buku x banyaknya saham biasa yang beredar

DEBT: (Utang lancar - aktiva lancar) + nilai buku persediaan + utang jangka panjang

3.4.3 Variabel Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan perusahaan secara umum diklasifikasikan sebagai investor individual dan investor institusional. Investor individual adalah individu yang menanamkan modal dalam suatu perusahaan, sementara investor institusional adalah organisasi yang menanamkan modal dalam suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan perusahaan akan dibagi menjadi enam bagian yaitu :

1. *Managerial* merupakan kepemilikan perusahaan dari manajerial atau dalam penelitian ini yang digolongkan sebagai *managerial* adalah jajaran direksi.
2. *Foreign investor* merupakan kepemilikan perusahaan target oleh perusahaan asing. Dalam penelitian ini, yang digolongkan sebagai perusahaan asing merujuk pada definisi pelaku usaha dalam Peraturan Pemerintah nomor 57 tahun 2010, sehingga apabila tidak masuk dalam pengertian, penelitian ini menggolongkan perusahaan tersebut sebagai perusahaan asing.
3. *Local government* merupakan kepemilikan perusahaan oleh pemerintah domestik.
4. *Public investor* merupakan kepemilikan perusahaan oleh publik (diluar perusahaan). Dalam penelitian ini yang digolongkan sebagai kepemilikan publik adalah kepemilikan dibawah 5% yang tidak disebutkan.

5. *Institutional investor* merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008).
6. *Family* merupakan semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan >5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib dicatat) (Arifin, 2003).

3.5 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data merupakan teknik analisa atas hasil pengujian yang diperoleh. *Software* yang digunakan untuk menguji data dalam penelitian ini adalah SPSS. Metode yang digunakan adalah membandingkan dua dan lebih rata-rata populasi yang ada. Selain itu, pengujian akan menggunakan *Wilcoxon signed rank test* yang digunakan untuk melihat perbedaan karakteristik antara dua sampel. Pengujian tidak hanya menggunakan *Wilcoxon signed rank test*, *Multinomial logistic regression*, dan *Difference in difference* (DID) dalam pengujian hipotesis penelitian.

3.5.1 *Wilcoxon Signed Rank Test*

Wilcoxon merupakan tes nonparametrik untuk memeriksa perbedaan yang signifikan antara dua sampel terkait atau pengukuran ulang pada sampel tunggal (Sekaran, 2010). Pengujian ini digunakan sebagai alternatif untuk sampel berpasangan ketika populasi tidak dapat diasumsikan terdistribusi secara normal. Selain itu, untuk melihat apakah dua sampel yang berpasangan satu dengan yang lain berasal dari populasi yang sama. Jika benar demikian, maka ciri-ciri kedua sampel (rata-rata, standar deviasi, dan lainnya) relatif sama untuk kedua sampel atau populasinya. Dalam hal ini yang dimaksud dengan "berpasangan" adalah subjek yang diukur sama, namun diberi dua macam perlakuan. Dalam penelitian ini, perusahaan kontrol memiliki ukuran (*size*) yang hampir sama dan berasal dari industri yang sama dengan perusahaan target, sehingga dapat dipasangkan dengan perusahaan target. Widyaputra (2006), dan Dwiningtyas (2010) juga menggunakan pengujian ini dalam penelitiannya.

Dalam penelitian ini, *wilcoxon* akan digunakan untuk menguji hipotesis (1a), (1b), (2a), (2b). Untuk pengujian hipotesis (1a) dan (1b), *wilcoxon* digunakan untuk melihat signifikansi perbedaan kinerja dan karakteristik antara perusahaan target akuisisi domestik dengan perusahaan kontrol domestik, dan perbedaan kinerja dan karakteristik antara perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan kontrol asing. Sedangkan untuk pengujian hipotesis (2a) dan (2b), digunakan untuk melihat signifikansi perbedaan kinerja dan karakteristik perusahaan target akuisisi asing dan domestik satu tahun sebelum akuisisi dibandingkan dengan masing-masing 3 tahun setelah akuisisi.

Interpretasi atas hasil dari pengujian *wilcoxon* dengan melihat angka probabilitas adalah sebagai berikut (Santoso, 2012):

- Apabila probabilitas >0.05 maka hipotesis ditolak
- Apabila probabilitas <0.05 maka hipotesis diterima

3.5.2 *Multinomial Logistic Regression*

Pengujian ini digunakan untuk membandingkan tiga kelompok sampel sekaligus, dengan variabel dependen *binary* sementara variabel independen bertipe numerik (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011). Pengujian ini menggunakan variabel dengan nilai tertinggi sebagai kelompok referensi. Kemudian, kelompok referensi tersebut akan dibandingkan masing-masing dengan dua kelompok lainnya. Kelompok sampel dalam penelitian ini terdiri dari tiga macam, yaitu perusahaan target akuisisi asing, perusahaan target akuisisi domestik, dan perusahaan non target, dimana masing-masing diberi kode 3, 2, 1. Perusahaan target akuisisi asing merupakan kelompok referensi, karena diasumsikan memiliki nilai tertinggi diantara dua kelompok lainnya. Pengujian ini digunakan untuk menguji hipotesis (1a) dan (1b).

Dalam pengujian *multinomial logistic regression*, langkah-langkah yang dilakukan untuk analisis hasil adalah sebagai berikut:

1. Uji parameter dilakukan untuk mengetahui kecocokan model dengan uji *likelihood* yang digunakan untuk menguji peranan variabel independen

dalam model secara bersama-sama (Hosmer dan Lemeshow, 1989). Dalam uji parameter untuk mengetahui kecocokan model dengan uji *likelihood ratio* digunakan dua uji yaitu uji seluruh model dan uji masing-masing variabel atas model yang dibuat.

Hipotesis yang digunakan untuk uji keseluruhan model yaitu, apabila:

- H0 : model yang terdiri dari seluruh variabel tidak signifikan secara statistik.
- H1 : model yang terdiri dari seluruh variabel signifikan secara statistik.

Apabila probabilitas >0.05 , maka terima H0, dan apabila probabilitas <0.05 , maka tolak H0.

Hipotesis yang digunakan untuk masing-masing variabel atas model yang digunakan yaitu, apabila:

- H0 : model yang terdiri dari variabel tersebut tidak signifikan secara statistik
- H1 : model yang terdiri dari variabel tersebut tidak tsignifikan secara statistik.

Sehingga, apabila probabilitas >0.05 , maka terima H0, dan apabila probabilitas <0.05 , maka tolak H0.

2. Melakukan pengujian parameter untuk mengetahui perbandingan antar variabel bebas yang berpengaruh dalam model tersebut. Hipotesis yang digunakan yaitu apabila:

- H0 : variabel independen tidak signifikan terhadap variabel dependen (referensi) secara statistik
- H1 : variabel independen signifikan terhadap variabel independen (referensi) secara statistik

3.5.3 *Difference in difference*

Difference in difference merupakan estimator yang digunakan untuk melihat perbedaan atau selisih antara sebelum dan sesudah suatu kejadian. Dalam penelitian ini, *difference in difference* digunakan untuk melihat perbedaan kinerja

dan kriteria perusahaan pengakuisisi domestik satu tahun sebelum akuisisi dibandingkan dengan masing-masing satu tahun hingga tiga tahun setelah akuisisi. Setelah dihitung selisih antara sesudah dan sebelum akuisisi, digunakan uji signifikansi menggunakan *wilcoxon signed rank test*. Penggunaan *wilcoxon signed rank test* digunakan untuk sampel yang berpasangan seperti sebelum dan setelah atas suatu kejadian, dalam penelitian ini sebelum dan setelah perusahaan melakukan akuisisi. Perhitungan untuk *difference in difference* dihitung manual dengan *Microsoft Excel*, kemudian hasil perhitungan yang didapatkan diproses untuk di run dalam program SPSS untuk dilakukan pengujian *wilcoxon signed rank test*.

3.6 Uji Sensitivitas

Dalam penelitian ini akan dilakukan uji sensitivitas dengan *binary logistic regression* dan pengujian ulang untuk kepemilikan akuisisi diatas 20%.

3.6.1 Binary logistic regression

Pengujian ini terdiri dari dua parameter, yang pertama membandingkan antara perusahaan target dengan perusahaan non target. Masing-masing sampel diberikan kode (1) untuk perusahaan target dan kode (0) untuk perusahaan non target. Selain itu, parameter kedua yang digunakan adalah dengan membandingkan antara perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan target akuisisi domestik. Dengan masing-masing sampel diberikan kode (1) untuk perusahaan target akuisisi asing dan kode (0) untuk perusahaan target akuisisi domestik.

3.6.2 Kepemilikan akuisisi diatas 20%

Dalam penelitian ini akan dilakukan uji sensitivitas dengan menguji akuisisi kepemilikan diatas 20% dengan menggunakan keseluruhan pengujian seperti pengujian utama yaitu menggunakan *wilcoxon*, *multinomial logistic regression*, dan *difference in difference test*.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini meneliti akuisisi yang dilakukan dalam rentang waktu antara tahun 2000 sampai dengan 2007. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel yang digunakan adalah sampel dengan akuisisi >5%, >10%. Berikut adalah proses pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang dijelaskan di bab 3:

Tabel 4.1 Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Sampel
Akuisisi diatas 5% (bukan 100%)	
Domestik	22
Asing	35
Total akuisisi diatas 5%	57
Akuisisi diatas 10% (bukan 100%)	
Domestik	19
Asing	32
Total akuisisi diatas 10%	51
Akuisisi diatas 20% (bukan 100%)	
Domestik	12
Asing	31
Total akuisisi diatas 20%	43

Sumber: Data yang diolah

Dari sampel perusahaan target akuisisi domestik, 19 dari 22 perusahaan pengakuisisi adalah perusahaan keluarga. Selain sampel yang digunakan tersebut, penelitian ini juga memiliki sampel perusahaan non target akuisisi sebagai perusahaan kontrol. Jumlah kontrol sampel sama dengan jumlah sampel target penelitian ini, yaitu sebesar 57 perusahaan untuk keseluruhan sampel kontrol diatas 5%, sedangkan 51 perusahaan untuk keseluruhan sampel kontrol diatas 10%.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif digunakan untuk melihat gambaran umum atas suatu data. Deskripsi dapat terdiri dari jumlah sampel, rata - rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Statistik deskriptif dalam tabel di bawah ini merupakan data satu tahun sebelum perusahaan melakukan akuisisi dengan kepemilikan 5% (tabel 4.2) dan dengan kepemilikan 10% (tabel 4.3). Hasil dari statistik deskriptif terlihat pada tabel 4.2 berikut:

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (5%)

Kinerja dan karakteristik	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Domestik					
ROA	22	-0.09	0.17	0.03	0.06
Cash Ratio	22	0.00	12.79	0.99	2.75
Debt Ratio	22	0.04	1.63	0.58	0.43
PBV Ratio	22	-2.67	5.37	0.97	1.44
Sales Growth	22	-0.81	1.72	0.21	0.55
Asset	22	20,750	3,531,135	923,047	1,020,768
Tobin's Q	22	0.14	1.70	1.01	0.41
Div. Payout	22	0.00	37.82	5.92	12.11
Asing					
ROA	35	-0.38	1.07	0.07	0.24
Cash Ratio	35	0.00	31.48	1.25	5.28
Debt Ratio	35	0.03	5.99	0.93	1.13
PBV Ratio	35	-1.48	6	1.44	1.89
Sales Growth	35	-0.72	4.17	0.30	0.84
Asset	35	72,934	22,348,700	2,878,226	5,913,818
Tobin's Q	35	0.25	7.24	1.31	1.25
Div. Payout	35	0.00	5.00	0.18	0.85
Kontrol Domestik					
ROA	22	-0.47	1.63	0.20	0.49
Cash Ratio	22	0.00	1.99	0.49	0.60
Debt Ratio	22	0.01	2.99	0.70	0.58
PBV Ratio	22	-0.61	5.2	1.41	1.45
Sales Growth	22	-0.89	3.56	0.11	0.86
Asset	22	83,086	3,919,605	853,261	950,708
Tobin's Q	22	0.63	4.59	1.52	1.05
Div. Payout	22	0.00	0.03	0.00	0.01
Kontrol Asing					
ROA	35	-0.33	4.68	0.15	0.80
Cash Ratio	35	0.01	2.30	0.31	0.44
Debt Ratio	35	0.15	1.57	0.62	0.26
PBV Ratio	35	-0.4	32.1	2.92	5.96

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (5%) (lanjutan)

Kinerja dan karakteristik	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Sales Growth	35	-0.77	3.23	0.27	0.68
Asset	35	66,232	20,591,389	2,200,341	4,681,357
Tobin's Q	35	0.26	2.65	1.09	0.56
Div. Payout	35	0.00	1.37	0.19	0.38

ROA: *Return on Asset* (net income/total Aset), *Cash Ratio*: (kas lancar/utang lancar), *Debt Ratio*: (total utang/total aset), *PBV Ratio*: (nilai pasar/nilai buku), *Sales Growth*: (penjualan tahun berjalan-penjualan tahun lalu)/penjualan tahun lalu, *Asset*: nilai aset perusahaan, *Tobin's Q*: (*market value of firm + debt*)/total aset, *Dividend payout*: (dividen/net income).

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (10%)

Kinerja dan karakteristik	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Domestik					
ROA	19	-0.09	0.17	0.03	0.07
Cash Ratio	19	0.00	12.79	1.13	2.95
Debt Ratio	19	0.04	1.63	0.61	0.46
PBV Ratio	19	-2.67	5.37	0.96	1.54
Sales Growth	19	-0.22	1.72	0.27	0.53
Asset	19	20,750	3,531,135	953,210	1,063,601
Tobin's Q	19	0.14	1.70	0.99	0.42
Div. Payout	19	0.00	37.82	4.88	10.54
Asing					
ROA	32	-0.38	1.07	0.09	0.25
Cash Ratio	32	0.00	31.48	1.42	5.91
Debt Ratio	32	0.03	4.37	0.81	0.78
PBV Ratio	32	-1.48	6.00	1.21	1.85
Sales Growth	32	-0.72	4.17	0.34	0.91
Asset	32	72,934	22,348,700	2,980,607	6,163,394
Tobin's Q	32	0.25	7.24	1.33	1.38
Div. Payout	32	0.00	5.00	0.22	0.95
Kontrol Domestik					
ROA	22	-0.47	1.63	0.19	0.50
Cash Ratio	22	0.00	1.99	0.60	0.62
Debt Ratio	22	0.01	2.99	0.71	0.62
PBV Ratio	22	-0.61	5.20	1.35	1.48
Sales Growth	22	-0.89	3.56	0.11	0.93
Asset	22	83,086	3,919,605	877,470	984,357
Tobin's Q	22	0.63	4.59	1.52	1.11
Div. Payout	22	0.00	0.21	0.02	0.06

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Satu Tahun Sebelum Akuisisi (10%) (lanjutan)

Kinerja dan karakteristik	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Kontrol Asing					
ROA	35	-0.33	0.16	0.02	0.11
Cash Ratio	35	0.01	2.30	0.29	0.45
Debt Ratio	35	0.15	0.97	0.57	0.20
PBV Ratio	35	0.22	16.17	2.22	3.43
Sales Growth	35	-0.56	3.23	0.26	0.70
Asset	35	66,232	20,591,389	2,317,061	4,881,602
Tobin's Q	35	0.26	2.65	1.05	0.56
Div. Payout	35	0.00	1.28	0.18	0.35

ROA: *Return on Asset* (net income/total Aset), *Cash Ratio*: (kas lancar/utang lancar), *Debt Ratio*: (total utang/total aset), *PBV Ratio*: (nilai pasar/nilai buku), *Sales Growth*: (penjualan tahun berjalan-penjualan tahun lalu)/penjualan tahun lalu, *Asset*: nilai aset perusahaan, Tobin's Q: $(market\ value\ of\ firm + debt)/total\ aset$, *Dividend payout*: (dividen/net income).

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.3 tersebut di atas, terlihat bahwa perusahaan target akuisisi asing memiliki rata-rata ROA lebih tinggi sebesar 0.07 pada kepemilikan di atas 5% jika dibandingkan dengan rata-rata ROA perusahaan target akuisisi domestik sebesar 0.03. Sedangkan rata-rata ROA pada target akuisisi asing dengan kepemilikan di atas 5% juga lebih tinggi dibandingkan rata-rata ROA perusahaan target akuisisi domestik. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan asing cenderung memilih perusahaan target akuisisi dengan kinerja yang baik relatif terhadap perusahaan kontrol dalam penelitian ini. Namun, perbandingan statistik deskriptif tanpa diuji lebih lanjut tidak bisa dijadikan dasar dalam menjawab hipotesis. Sementara ROA dari perusahaan kontrol cenderung lebih tinggi pada kepemilikan di atas 5%, yaitu sebesar 0.20 untuk perusahaan kontrol target akuisisi domestik, dan 0.15 untuk perusahaan kontrol target akuisisi asing. Pada kepemilikan di atas 10%, ROA kontrol domestik memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan ROA kontrol asing. Selain itu, ROA perusahaan target akuisisi domestik sebesar 0.03 lebih kecil dibandingkan dengan ROA perusahaan kontrol target akuisisi domestik sebesar 0.20, sedangkan ROA perusahaan target akuisisi asing sebesar 0.07 lebih kecil dibandingkan dengan ROA perusahaan kontrol target akuisisi asing pada kepemilikan di atas 5%.

Sedangkan pada kepemilikan di atas 10%, ROA perusahaan target akuisisi asing lebih kecil dibandingkan ROA perusahaan kontrol akuisisi domestik, sementara perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai ROA lebih besar dibandingkan perusahaan kontrolnya.

Cash Ratio dengan kepemilikan lebih dari 5% dari perusahaan target akuisisi asing memiliki rata-rata tertinggi sebesar 1.25 dibandingkan dengan ketiga kelompok perusahaan lainnya sebesar 0.99 untuk perusahaan target akuisisi domestik, 0.49 untuk perusahaan kontrol domestik, dan 0.31 untuk perusahaan kontrol asing. Sehingga, dapat dikatakan bahwa perusahaan target akuisisi asing relatif memiliki kas dan setara kas yang tinggi untuk pembayaran utang lancar perusahaan. Pada kepemilikan di atas 10%, *cash ratio* perusahaan target akuisisi asing pun memiliki rata-rata tertinggi sebesar 1.42 dibandingkan dengan ketiga kelompok perusahaan lainnya.

Rata-rata *Debt to Asset Ratio* dengan kepemilikan lebih dari 5% yang tertinggi dimiliki oleh perusahaan target akuisisi asing yaitu sebesar 0.93 relatif terhadap kelompok perusahaan lainnya. *Debt to Asset Ratio* menjelaskan perbandingan antara hutang dan total aset yang dimiliki perusahaan. Sehingga, apabila nilai *Debt to Asset* perusahaan lebih dari 1, maka hutang perusahaan lebih besar dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. Maka, perusahaan memiliki resiko yang cukup tinggi atas hutang yang dimilikinya karena nilai aset lebih kecil dibandingkan dengan hutang. Pada kepemilikan akuisisi di atas 10%, rata-rata nilai *Debt to Asset Ratio* perusahaan target akuisisi asing lebih besar dibandingkan dengan ketiga kelompok perusahaan lainnya.

Rata-rata *Price to Book Value* pada kepemilikan di atas 5% yang tertinggi dimiliki oleh perusahaan kontrol asing sebesar 2.92 dibandingkan dengan kelompok perusahaan lainnya. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai yang tinggi di pasar. Nilai maksimum *Price to Book Value* tertinggi sebesar 32.10 dimiliki oleh PT. Polychem Indonesia Tbk yang bergerak di bidang otomotif. Pada kepemilikan di atas 10%, rata-rata nilai *Price to*

Book Value perusahaan kontrol akuisisi domestik memiliki nilai tertinggi dibandingkan dengan kelompok perusahaan lainnya.

Rata-rata *Sales Growth* pada kepemilikan di atas 5% yang tertinggi dimiliki oleh perusahaan target akuisisi asing sebesar 30%. Begitu juga yang terjadi pada kepemilikan di atas 10% perusahaan target akuisisi asing yang memiliki nilai rata-rata *Sales Growth* tertinggi dibandingkan dengan kelompok perusahaan lain.

Asset dengan rata-rata tertinggi pada kepemilikan di atas 5% dimiliki oleh perusahaan target akuisisi asing sebesar Rp. 2.88 milyar. Sedangkan rata-rata *asset* akuisisi domestik Rp. 0.92 milyar, rata-rata *asset* kontrol akuisisi domestik sebesar Rp. 0.85 milyar dan *asset* kontrol akuisisi asing sebesar Rp. 2.2 milyar. Jika dibandingkan, ukuran perusahaan antara perusahaan target akuisisi domestik mendekati perusahaan kontrol target akuisisi domestik dan ukuran perusahaan antara perusahaan target akuisisi asing mendekati perusahaan kontrol target akuisisi asing. Begitu juga pada kepemilikan di atas 10%, *Asset* perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai rata-rata tertinggi dibandingkan dengan kelompok perusahaan lainnya.

Tobin's Q dengan rata-rata tertinggi untuk kepemilikan di atas 5% dimiliki oleh perusahaan kontrol domestik sebesar 1.52 dibandingkan dengan kelompok perusahaan lainnya. Dengan Tobin's Q, maka dapat diketahui nilai pasar perusahaan, yang mencerminkan keuntungan masa depan perusahaan seperti laba saat ini. Begitu juga yang terjadi pada kepemilikan di atas 10%, nilai Tobin's Q tertinggi dimiliki oleh perusahaan kontrol domestik dibandingkan dengan kelompok perusahaan lainnya.

Dividend Payout Ratio untuk kepemilikan di atas 5% dengan rata-rata tertinggi dimiliki oleh perusahaan target akuisisi domestik sebesar 16.72. Hal ini disebabkan nilai maksimum *Dividend Payout* tertinggi sebesar 264.01 yang dimiliki oleh PT. Rig Tenders Tbk yang bergerak di bidang jasa transportasi. Rasio ini mengukur seberapa besar laba yang dihasilkan perusahaan dapat membayar dividen pemegang saham. Sama halnya untuk kepemilikan di atas 10%, rata-rata

kepemilikan perusahaan target akuisisi domestik memiliki rata-rata *Dividend Payout Ratio* tertinggi dibandingkan dengan ketiga kelompok perusahaan lainnya.

4.3 Uji Model

Dalam penelitian ini, akan ada tiga bagian hipotesis. Masing - masing hipotesis memiliki sub hipotesis sebanyak dua, sehingga total hipotesis yang akan diuji sebanyak enam.

4.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1

Dalam pengujian hipotesis ini, akan digunakan beberapa metode analisis. Pertama, akan menggunakan uji statistik deskriptif yang kemudian dilihat signifikansinya dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Pengujian kedua, dengan melakukan regresi, atau lebih tepatnya *Multinomial Logistic Regression*, dan yang terakhir dengan menggunakan *Binary Logistic Regression*.

4.3.1.1 Statistik Deskriptif dan *Wilcoxon Signed Rank Test*

Berikut merupakan hasil statistik deskriptif satu tahun sebelum akuisisi yang diuji dengan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Penelitian ini menyajikan hasil statistik deskriptif untuk masing-masing kepemilikan akuisisi diatas 5% dan diatas 10% untuk melihat perbedaannya.

Tabel 4.4 *Wilcoxon Signed Rank Test* satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>5%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Domestik		Kontrol		Domestik vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	57	0.030	0.060	0.200	0.490	-0.146 ^b	0.884
CR	57	0.990	2.750	0.490	0.600	-0.261 ^b	0.794
DTA	57	0.580	0.430	0.700	0.580	-0.817 ^b	0.414
PBV	57	0.970	1.440	1.410	1.450	-0.633 ^b	0.527
GR	57	0.200	0.550	0.110	0.860	-1.25 ^c	0.211
Ln Asset	57	12.930	1.490	12.930	1.140	-0.828 ^c	0.408
TBQ	57	1.000	0.410	1.520	1.050	-1.964 ^b	0.05**
DIV	57	16.720	12.110	0.000	0.010	-2.31 ^c	0.021*

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Tabel 4.5 Wilcoxon Signed Rank Test satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>10%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Domestik		Kontrol		Domestik vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	51	0.030	0.070	0.190	0.500	-0.282 ^b	0.778
CR	51	1.130	2.950	0.600	0.620	-0.327 ^b	0.774
DTA	51	0.610	0.460	0.710	0.620	-0.414 ^b	0.679
PBV	51	0.960	1.540	1.350	1.480	-0.362 ^c	0.717
GR	51	0.270	0.530	0.110	0.930	-1.570 ^c	0.116
Ln Asset	51	12.920	1.550	12.940	1.150	-0.724 ^c	0.469
TBQ	51	0.990	0.420	1.520	1.110	-1.569 ^b	0.117
DIV	51	4.880	10.540	0.020	0.060	-2.100 ^c	0.036*

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Tabel 4.6 Wilcoxon Signed Rank Test satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>5%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Asing		Kontrol		Asing vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	57	0.070	0.240	0.150	0.800	-0.622 ^b	0.534
CR	57	1.250	5.280	0.310	0.440	-0.319 ^b	0.749
DTA	57	0.930	1.130	0.620	0.260	-1.237 ^b	0.216
PBV	57	1.440	1.860	2.920	5.960	-1.82 ^b	0.069**
GR	57	0.300	0.850	0.270	0.680	-0.098 ^c	0.922
Ln Asset	57	13.490	1.570	13.300	1.550	-1.441 ^b	0.149
TBQ	57	1.310	1.250	1.090	0.560	-0.082 ^b	0.935
DIV	57	0.180	0.850	0.190	0.380	-1.965 ^c	0.049*

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Tabel 4.7 Wilcoxon Signed Rank Test satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>10%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Asing		Kontrol		Asing vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	51	0.090	0.250	0.020	0.110	-1.328 ^b	0.184
CR	51	1.420	5.910	0.290	0.450	-0.365 ^c	0.715
DTA	51	0.810	0.780	0.570	0.200	-1.468 ^b	0.142
PBV	51	1.210	1.850	2.220	3.430	-1.530 ^b	0.126
GR	51	0.340	0.910	0.260	0.700	-0.112 ^b	0.911
Ln Asset	51	13.420	1.520	13.270	1.630	-1.272 ^b	0.204
TBQ	51	1.330	1.380	1.050	0.560	-0.280 ^b	0.779
DIV	51	0.220	0.950	0.180	0.350	-1.875 ^c	0.061**

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Berikut merupakan interpretasi atas uji *Wilcoxon signed rank*:

1. Target Domestik vs Kontrol Domestik

Jika dilihat dari karakteristik perusahaan, maka terdapat perbedaan yang signifikan atas DPR yaitu $0.021 < 0.05$ dengan signifikansi 5% pada kepemilikan lebih dari 5%. Selain itu, terdapat perbedaan yang signifikan atas rasio Tobin's Q, yaitu $0.05 < 0.10$ dengan signifikansi 10%, sementara rasio ROA, *Cash Ratio*, *Debt to Total Asset*, *Price to Book Value*, serta *Sales Growth* tidak mengalami perbedaan yang signifikan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan pengakuisisi memilih perusahaan target dilihat dari dividen yang dibayarkan oleh perusahaan target tersebut. Nilai z yang didapatkan sebesar 2.310 (nilai negatif tidak relevan, dan hanya menunjukkan arah pada z tabel). Arti dari huruf (c) merupakan perbedaan uji beda yang dilakukan bahwa nilai DPR perusahaan target > perusahaan kontrol domestik.

Berdasarkan hipotesis (1a) yaitu mengenai apakah pihak pengakuisisi domestik memilih perusahaan dengan kinerja yang relatif kurang baik sebagai target akuisisi (motivasi pasar sebagai kontrol perusahaan), maka **hipotesis ditolak**. Kinerja perusahaan target (ROA) domestik sebelum akuisisi dibandingkan dengan kinerja perusahaan kontrol memiliki perbedaan yang tidak signifikan. Sebagian besar rasio indikator kinerja tidak signifikan, kecuali Tobin's Q untuk kepemilikan di atas 5%, dan rasio *dividend payout* untuk kepemilikan di atas 5% maupun di atas 10%.

Dari hasil tersebut, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah perusahaan pengakuisisi domestik cenderung memilih perusahaan target dengan DPR dan Tobin's Q yang lebih besar. Hal ini dimungkinkan bahwa perusahaan pengakuisisi ingin mendapatkan *dividend* atas perusahaan target yang lebih tinggi yang dibayarkan kepada pemegang saham relatif terhadap perusahaan kontrol domestik. Menurut Klapper dan Love (2002), Tobin's Q yang tinggi menunjukkan kesempatan perusahaan untuk tumbuh dengan baik dan memiliki tata kelola yang baik pula, sehingga membuat investor merespon positif kinerja keuangan dan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian ini sama dengan hasil

penelitian Fahlevi (2011) bahwa Tobin's Q dan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh signifikan atas keputusan *merger* dan akuisisi.

2. Target Asing vs Kontrol Asing

Dilihat dari karakteristik perusahaan, maka terdapat perbedaan yang signifikan atas DPR yaitu $0.049 < 0.05$. Untuk rasio ROA, CR, DTA, PBV, GROW, dan LnAsset, tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Maka dari itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan pengakuisisi asing memilih perusahaan target dilihat dari *dividend* yang dibayarkan oleh perusahaan target tersebut, sama halnya dengan perusahaan pengakuisisi domestik yang memilih perusahaan target dilihat dari *dividend* yang dibayarkan oleh perusahaan. Nilai z sebesar 1.965 dengan tanda positif, berarti bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan target akuisisi asing lebih besar dibandingkan dengan dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kontrol asing secara signifikan. Begitu juga yang terjadi pada kepemilikan akuisisi lebih dari 10%.

Berdasarkan hipotesis (1b) yaitu apakah pihak pengakuisisi asing memilih perusahaan dengan kinerja yang baik sebagai target akuisisi (motivasi strategi masuk pasar), maka **hipotesis ditolak**. Kinerja perusahaan target (ROA) asing sebelum akuisisi dibandingkan dengan kinerja perusahaan kontrol memiliki perbedaan yang tidak signifikan. Sebagian besar rasio indikator kinerja tidak signifikan, kecuali *price to book value* dengan kepemilikan akuisisi di atas 5%, perusahaan kontrol memiliki PBV yang lebih besar dari perusahaan target. Selain itu, rasio *dividend payout* perusahaan kontrol untuk kepemilikan akuisisi di atas 5% lebih besar daripada perusahaan target, dan sebaliknya untuk kepemilikan akuisisi di atas 10%.

Kesimpulan yang dapat diambil yaitu perusahaan pengakuisisi asing lebih memilih perusahaan target yang membayarkan dividen lebih tinggi relatif jika dibandingkan dengan perusahaan kontrol asing. Hal ini dimungkinkan bahwa perusahaan pengakuisisi asing ingin mendapatkan hasil yang langsung dapat dinikmati, yaitu dengan dividen perusahaan yang dibayarkan. Hasil tersebut dimungkinkan keterkaitannya dengan teori yang dikembangkan oleh Myron

Gordon dan John Lintner yaitu “*bird in the hand*” yang mendalilkan bahwa investor lebih menyukai dividen dari saham untuk keuntungan modal karena ketidakpastian. Berdasarkan pepatah tersebut dikatakan bahwa satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan dengan dua burung di hutan sehingga, investor lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang dengan kepastian pembayaran dividen saat itu dibandingkan dengan potensi keuntungan di masa yang akan datang.

4.3.1.2 Multinomial Logistic Regression

Dalam uji multinomial logistik, memungkinkan untuk membandingkan 3 (tiga) sampel sekaligus, dimana terdapat satu sampel *benchmark* yang akan dibandingkan dengan 2 sampel lainnya. Sampel penelitian ini terdiri dari 3 kelompok sampel, yang masing-masing diberikan kode (3) untuk perusahaan target akuisisi asing, kode (2) untuk perusahaan target akuisisi domestik, dan kode (1) untuk perusahaan non target akuisisi. Kelompok yang menjadi referensi adalah perusahaan target akuisisi asing dengan kode (3). Hasil dari pengujian ini akan dijelaskan pada tabel-tabel berikut dengan kepemilikan akuisisi diatas 5% dan kepemilikan akuisisi diatas 10%.

Tabel 4.8 Likelihood Ratio Tests (>5%)

Effect	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.
Intercept	208.294	3.294	0.193
ROADOM	207.050	2.050	0.359
CASHDOM	206.944	1.944	0.378
DEBTDOM	208.841	3.841	0.147
GROWDOM	205.333	0.333	0.846
ASETDOM	207.601	2.601	0.272
TOBINSDOM	206.006	1.007	0.605
DIVDOM	220.593	15.594	0.000*

The chi-square statistic is the difference in -2 log-likelihoods between the final model and a reduced model. The reduced model is formed by omitting an effect from the final model. The null hypothesis is that all parameters of that effect are 0.

Berdasarkan keterangan *output* yang dihasilkan, maka hanya variabel *dividend payout* yang signifikan terhadap model yang digunakan karena memiliki nilai signifikansi $0.000 < 0.05$. Hasil tersebut sejalan bahwa teori “*bird in the*

hand' bahwa investor memilih perusahaan dengan kepastian *dividend payout* yang dibayarkan perusahaan.

Tabel 4.9 Model Fitting Information (>5%)

Model	-2 Log Likelihood	Likelihood Ratio Tests		
		Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	234.065			
Final	205.000	29.066	14	0.010*

* Signifikansi level 5%

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan signifikansi model yang didapatkan untuk kepemilikan akuisisi diatas 5%, nilai signifikansi model sebesar $0.010 < 0.05$, maka dapat dikatakan bahwa model yang terdiri dari seluruh variabel signifikan secara statistik pada tingkat keyakinan lima persen, maka dari itu dapat diputuskan untuk menggunakan model secara lengkap.

Tabel 4.10 Multinomial Logistic Regression (>5%)

Independen	(1) Perusahaan kontrol vs Perusahaan Target Akuisisi Asing				(2) Perusahaan Target Akuisisi Domestik vs Perusahaan Target Akuisisi Asing			
	B	Wald	Sig.	Exp (B)	B	Wald	Sig.	Exp (B)
Intercept	3.104	2.278	0.131		4.511	2.323	0.127	
ROA	0.334	0.414	0.520	1.397	-1.377	0.598	0.439	0.252
CASH	-0.187	0.365	0.546	0.829	-0.083	0.220	0.639	0.920
DTA	-0.718	2.432	0.119	0.488	-0.404	0.615	0.433	0.668
GROWTH	-0.159	0.291	0.590	0.853	-0.022	0.003	0.955	0.978
LnASSET	-0.153	1.063	0.303	0.858	-0.338	2.280	0.131	0.713
TOBIN'S Q	0.061	0.049	0.826	1.063	-0.343	0.512	0.474	0.710
DIV PAY	-0.133	0.159	0.690	0.875	0.301	1.818	0.178	1.351
Jumlah Sampel:				<i>Pseudo R-square</i>				
Perusahaan Target Akuisisi Asing				35	Cox and Snell		0.225	
Perusahaan Target Akuisisi Domestik				22	Nagelkerke		0.258	
Perusahaan Kontrol				57				
Total Sampel				114				

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hipotesis (1a), yaitu apakah pihak pengakuisisi domestik memilih perusahaan dengan kinerja yang relatif kurang baik sebagai target akuisisi (motivasi pasar sebagai kontrol perusahaan), **hipotesis ditolak.**

Sementara berdasarkan hipotesis (1b), yaitu apakah pihak pengakuisisi asing memilih perusahaan dengan kinerja yang relatif baik sebagai target akuisisi (motivasi strategi masuk pasar), **hipotesis ditolak**. Dimana kinerja perusahaan (ROA) perusahaan target akuisisi domestik dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi asing tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Probabilitas dari ROA dengan kepemilikan akuisisi diatas 5% sebesar $0.439 > 0.05$. Hasil ini menjelaskan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan atas kinerja keuangan perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan target akuisisi domestik satu tahun sebelum akuisisi secara keseluruhan. Hipotesis yang dibangun mengharapkan terdapat perbedaan yang signifikan atas kinerja perusahaan target akuisisi asing dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi domestik dimana diharapkan kinerja perusahaan target akuisisi asing lebih baik dibandingkan dengan kinerja perusahaan target akuisisi domestik berdasarkan motivasi strategi masuk pasar. Sementara, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pula atas kinerja perusahaan non target dengan perusahaan target akuisisi asing

Selain itu, dilihat dari hasil *output* pada tabel diatas, tidak didapatkan hasil yang signifikan atas variabel dependen dan variabel independen. Namun, diketahui nilai B (*intercept*) pada tabel (1) sebesar 3.104 memiliki $\text{Exp}(3.104) = 22.2869$, sehingga dapat dikatakan bahwa peluang kinerja dan karakteristik perusahaan untuk tidak dipilih sebagai target akuisisi asing sebesar 22.2869 kali dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing. Sedangkan pada nilai B (*intercept*) pada tabel (2) sebesar 4.511 memiliki $\text{Exp}(4.511) = 91.013$, sehingga dapat dikatakan bahwa peluang kinerja dan karakteristik perusahaan untuk dipilih sebagai target akuisisi domestik sebesar 91.013 kali dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing.

Sementara, jika dilihat dari masing-masing variabel, maka ROA pada tabel (1) memiliki koefisien sebesar 0.334 dan $\text{Exp}(B)$ sebesar 1.397 yang berarti bahwa peluang ROA untuk tidak menjadi dasar dilakukannya akuisisi sebesar 1,397 kali dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing. Sedangkan pada ROA tabel (2) memiliki koefisien sebesar -1.377 memiliki $\text{Exp}(B)$ sebesar 0.252

yang berarti bahwa peluang ROA untuk menjadi dasar target akuisisi domestik lebih kecil sebesar 0.252 kali dibandingkan peluang ROA menjadi dasar target akuisisi asing. *Cash ratio* pada tabel (1) terlihat memiliki peluang untuk tidak menjadi dasar dilakukannya akuisisi sebesar 0.829 kali dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing. *Cash ratio* tabel (2) memiliki peluang sebagai dasar dilakukannya akuisisi domestik 0.920 kali lebih kecil dibandingkan peluang menjadi dasar dilakukannya akuisisi asing. Begitu juga dengan variabel *debt to total asset* (DTA), *sales growth* (GROWTH), *LnAsset*, Tobin's Q, dan *dividend payout*. Selain itu, dalam pengujian bersama-sama setelah dimasukkan variabel kontrol lainnya, nilai *dividend payout* menjadi tidak signifikan.

Selain pengujian dengan kepemilikan akuisisi diatas 5%, dilakukan juga pengujian dengan kepemilikan akuisisi diatas 10% dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.11 Likelihood Ratio Tests (>10%)

Effect	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.
Intercept	186.607	2.96	0.228
ROADOM	185.136	1.49	0.475
CASHDOM	185.26	1.613	0.446
DEBTDOM	187.983	4.337	0.114
GROWDOM	184.46	0.814	0.666
ASETDOM	185.954	2.308	0.315
TOBINSDOM	184.581	0.935	0.627
DIVDOM	197.08	13.434	0.001*

The chi-square statistic is the difference in -2 log-likelihoods between the final model and a reduced model. The reduced model is formed by omitting an effect from the final model. The null hypothesis is that all parameters of that effect are 0.

Berdasarkan keterangan *output* yang dihasilkan, maka hanya variabel *dividend payout* yang signifikan terhadap model yang digunakan karena memiliki nilai signifikansi $0.001 < 0.05$. Sama dengan pengujian untuk kepemilikan perusahaan target diatas 5%, dapat dikatakan bahwa teori "*bird in the hand*" merupakan salah satu alasan investor melakukan investasi.

Tabel 4.12 Model Fitting Information (>10%)

Model	-2 Log Likelihood	Likelihood Ratio Tests		
		Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	208.752			
Final	183.646	25.106	14	0.034*

* Signifikansi level 5%

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan signifikansi model yang diperoleh untuk kepemilikan akuisisi diatas 10%, nilai signifikansi model sebesar $0.034 < 0.05$, maka dapat dikatakan bahwa model yang terdiri dari seluruh variabel signifikan secara statistik pada tingkat kepercayaan sepuluh persen, maka dari itu dapat diputuskan untuk menggunakan model secara lengkap.

Tabel 4.13 Multinomial Logistic Regression (>10%)

Independen	(1) Perusahaan kontrol vs Perusahaan Target Akuisisi Asing				(2) Perusahaan Target Akuisisi Domestik vs Perusahaan Target Akuisisi Asing			
	B	Wald	Sig.	Exp (B)	B	Wald	Sig.	Exp (B)
	Intercept	3.055	2.080	0.149		4.480	2.033	0.154
ROA	-0.223	0.077	0.781	0.800	-2.050	0.979	0.322	0.129
CASH	-0.137	0.443	0.506	0.872	-0.061	0.198	0.657	0.941
DTA	-0.827	2.705	0.100	0.438	-0.384	0.572	0.450	0.681
GROWTH	-0.214	0.476	0.490	0.808	0.075	0.040	0.841	1.077
LnASSET	-0.141	0.847	0.357	0.868	-0.341	2.042	0.153	0.711
TOBIN'S Q	0.072	0.062	0.803	1.075	-0.337	0.451	0.502	0.714
DIV PAY	-0.167	0.231	0.631	0.847	0.308	1.971	0.160	1.361
Jumlah Sampel:				<i>Pseudo R-square</i>				
Perusahaan Target Akuisisi Asing				32	Cox and Snell		0.218	
Perusahaan Target Akuisisi Domestik				19	Nagelkerke		0.251	
Perusahaan Kontrol				51				
Total Sampel				102				

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hipotesis (1a), yaitu apakah pihak pengakuisisi domestik memilih perusahaan dengan kinerja yang relatif kurang baik sebagai target akuisisi. (motivasi pasar sebagai kontrol perusahaan), **hipotesis ditolak**. Berdasarkan hipotesis (1b), yaitu apakah pihak pengakuisisi asing memilih perusahaan dengan kinerja yang baik sebagai target akuisisi (motivasi strategi

masuk pasar), **hipotesis ditolak**. Jika dilihat dari kinerja perusahaan target (ROA) asing dibandingkan dengan kinerja perusahaan kontrol memiliki perbedaan yang tidak signifikan. Nilai signifikansi kepemilikan akuisisi asing diatas 10% sebesar $0.322 > 0.05$, sehingga dapat dikatakan bahwa perbedaan antara kinerja perusahaan target akuisisi asing dan perusahaan target akuisisi domestik tidak signifikan. Hipotesis yang dibangun mengharapkan bahwa terdapat perbedaan kinerja dan kriteria yang signifikan diantara perusahaan target akuisisi asing dan perusahaan target akuisisi domestik dimana perusahaan target domestik memiliki kinerja yang tidak baik dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi asing berdasarkan motivasi pasar sebagai kontrol perusahaan.

Diketahui nilai B (*intercept*) pada tabel (1) sebesar 3.055 memiliki $\text{Exp}(3.104)=21.221$, sehingga dapat dikatakan bahwa peluang kinerja dan karakteristik perusahaan untuk tidak dipilih sebagai target akuisisi asing sebesar 21.221 kali dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing. Sedangkan pada nilai B (*intercept*) pada tabel (2) sebesar 4.480 memiliki $\text{Exp}(4.511)=88.235$, sehingga dapat dikatakan bahwa peluang kinerja dan karakteristik perusahaan untuk dipilih sebagai target akuisisi domestik sebesar 88.235 kali dibandingkan peluang menjadi dasar target akuisisi asing.

Selain itu pada masing-masing variabel, ROA pada tabel (1) memiliki koefisien sebesar -0.223 dan $\text{Exp}(B)$ sebesar 0.800 yang berarti bahwa peluang ROA untuk tidak menjadi dasar dilakukannya akuisisi sebesar 0.800 kali kali lebih kecil dibandingkan peluang menjadi target akuisisi asing. Sedangkan pada ROA tabel (2) memiliki koefisien sebesar -2.050 memiliki $\text{Exp}(B)$ sebesar 0.322 yang berarti bahwa peluang ROA untuk menjadi dasar target akuisisi domestik lebih kecil sebesar 0.322 kali dibandingkan peluang ROA menjadi dasar target akuisisi asing. *Cash ratio* dalam tabel (1) diketahui nilai koefisien (B) sebesar -0.137, bahwa peluang *cash ratio* dijadikan dasar untuk tidak menjadi dasar dilakukannya akuisisi adalah sebesar 0.872 kali lebih kecil dibandingkan peluang menjadi dasar target akuisisi asing. Begitu juga dengan variabel lainnya seperti *debt to total asset* (DTA), *sales growth* (GROWTH), *LnAsset*, Tobin'sQ, dan *dividend payout*.

Kesimpulan Hipotesis 1

Berdasarkan hasil yang diperoleh atas pengujian hipotesis pertama, yaitu tidak terdapat hipotesis yang terbukti signifikan secara statistik, maka dapat dikatakan bahwa akuisisi asing terhadap perusahaan domestik di Indonesia bukanlah sebagai motivasi strategi memasuki pasar, sementara akuisisi domestik sebagai kontrol perusahaan. Dapat dikatakan bahwa terdapat motivasi atau faktor-faktor kualitatif lain yang menjadi dasar perusahaan asing memilih perusahaan target akuisisi. Seperti yang dikemukakan oleh Schonlau dan Singh (2009), salah satu faktor penentu dilakukannya akuisisi adalah dewan direksi yang memiliki banyak koneksi dengan perusahaan lain. Semakin banyak seorang direksi memimpin suatu perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut diakuisisi oleh perusahaan lain sehingga, perusahaan pengakuisisi mendapatkan keuntungan dari banyaknya koneksi yang dimiliki oleh direksi perusahaan target.

4.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2

Dalam hipotesis dua akan digunakan pengujian dengan metode *difference in Difference*. Metode ini dilakukan dengan cara mengurangi rasio-rasio yang digunakan dalam penelitian ini atas tiap sampel target dengan sampel kontrol (pasangan). Kemudian diuji dengan menggunakan *wilcoxon signed rank test* untuk mendapatkan perbedaan signifikan secara statistika. Setelah didapatkan hasil pengurangan tersebut, baru kemudian dilakukan pengolahan data menggunakan SPSS untuk dilakukan pengujian *wilcoxon signed rank test*. Selain itu, dilakukan pengujian *wilcoxon* antara perusahaan target akuisisi asing dan perusahaan target akuisisi domestik pada tiap tahun yang sama untuk satu tahun sebelum akuisisi dan berturut-turut tiga tahun setelah akuisisi. Hasil dari pengujian yang dilakukan atas hipotesis 2 dapat dilihat dalam tabel-tabel berikut.

Tabel 4.14 *Difference in Difference (>5%)*

DEPENDEN	N	INDEPENDEN				Wilcoxon
		Domestik		Asing		Domestik vs
		Sig.	Mean	Sig.	Mean	Asing
ROA						
y-1: (Target - Control)	114	0.661	-0.130	0.534	-0.081	0.833
DID: Y0 VS Y-1	114	0.002*	0.518	0.096**	0.053	0.042*
DID: Y+1 VS Y-1	114	0.244	-0.032	0.048*	0.023	0.200
DID: Y+2 VS Y-1	114	0.086**	-0.039	0.084**	0.020	0.465
DID: Y+3 VS Y-1	114	0.131	0.066	0.073**	0.024	0.548
CASH RATIO						
y-1: (Target - Control)	114	0.615	0.468	0.749	0.936	0.465
DID: Y0 VS Y-1	114	0.033*	1.177	0.144	-53.676	0.003*
DID: Y+1 VS Y-1	114	0.058**	0.095	0.124	-0.079	0.820
DID: Y+2 VS Y-1	114	0.903	0.123	0.088**	-0.897	0.548
DID: Y+3 VS Y-1	114	0.958	-0.506	0.052**	-0.970	0.758
DEBT RATIO						
y-1: (Target - Control)	114	0.414	-0.097	0.216	0.314	0.189
DID: Y0 VS Y-1	114	0.394	0.577	0.366	-0.411	0.000*
DID: Y+1 VS Y-1	114	0.498	0.017	0.190	-0.313	0.661
DID: Y+2 VS Y-1	114	0.357	-0.003	0.111	-0.349	0.833
DID: Y+3 VS Y-1	114	0.357	-0.004	0.187	-0.358	0.485
PBV						
y-1: (Target - Control)	114	0.570	-0.435	0.126	-1.478	0.709
DID: Y0 VS Y-1	114	0.126	1.316	0.582	1.504	0.615
DID: Y+1 VS Y-1	114	0.131	0.283	0.900	1.221	0.733
DID: Y+2 VS Y-1	114	0.046*	1.341	0.888	1.324	0.758
DID: Y+3 VS Y-1	114	0.012*	2.078	0.460	1.975	0.948
SALES GROWTH						
y-1: (Target - Control)	114	0.211	0.078	0.922	0.028	0.506
DID: Y0 VS Y-1	114	0.715	0.498	0.265	-0.326	0.115
DID: Y+1 VS Y-1	114	0.170	-0.264	0.315	2.119	0.189
DID: Y+2 VS Y-1	114	0.126	-0.344	0.315	1.324	0.783
DID: Y+3 VS Y-1	114	0.085**	-0.131	0.551	0.138	0.910

Catatan: (1) Selisih **Sig. Domestik** (DID domestik sesudah akuisisi - DID domestik sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (2) Selisih **Sig. Asing** (DID asing sesudah akuisisi - DID asing sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (3) **Sig. Wilcoxon Domestik vs Asing** (DID asing - DID domestik pada tahun yang sama) relatif terhadap sampel kontrol.

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.15 *Difference in Difference (>10%)*

DEPENDEN	N	INDEPENDEN				Wilcoxon Domestik vs Asing
		Domestik		Asing		Sig.
		Sig.	Mean	Sig.	Mean	
ROA						
y-1: (Target - Control)	102	0.748	-0.155	0.184	0.068	0.147
DID: Y0 VS Y-1	102	0.022*	0.595	0.125	-0.097	0.334
DID: Y+1 VS Y-1	102	0.809	-0.044	0.089**	0.120	0.077**
DID: Y+2 VS Y-1	102	0.983	-0.043	0.056**	0.131	0.159
DID: Y+3 VS Y-1	102	0.841	0.043	0.026*	0.127	0.260
CASH RATIO						
y-1: (Target - Control)	102	0.573	0.539	0.715	0.964	0.235
DID: Y0 VS Y-1	102	0.011*	1.332	0.667	-58.65	0.778
DID: Y+1 VS Y-1	102	0.748	0.119	0.667	0.060	0.286
DID: Y+2 VS Y-1	102	0.872	0.128	0.581	-0.906	0.936
DID: Y+3 VS Y-1	102	0.809	-0.581	0.379	-0.989	0.968
DEBT RATIO						
y-1: (Target - Control)	102	0.679	-0.073	0.142	0.367	0.064**
DID: Y0 VS Y-1	102	0.001*	0.580	0.045*	-0.457	0.171
DID: Y+1 VS Y-1	102	0.748	0.003	0.079**	-0.382	0.355
DID: Y+2 VS Y-1	102	0.904	-0.025	0.051**	-0.423	0.546
DID: Y+3 VS Y-1	102	0.717	-0.003	0.092**	-0.421	0.355
PBV						
y-1: (Target - Control)	102	0.717	-0.411	0.075**	-1.763	0.601
DID: Y0 VS Y-1	102	0.001*	1.329	0.076**	2.064	0.398
DID: Y+1 VS Y-1	102	1.000	0.377	0.326	1.492	0.601
DID: Y+2 VS Y-1	102	0.376	1.650	0.317	1.333	0.546
DID: Y+3 VS Y-1	102	0.205	1.891	0.116	2.040	0.856
SALES GROWTH						
y-1: (Target - Control)	102	0.116	0.138	0.911	0.052	0.984
DID: Y0 VS Y-1	102	0.629	0.315	0.614	-0.299	0.398
DID: Y+1 VS Y-1	102	0.053**	-0.304	0.751	2.320	0.159
DID: Y+2 VS Y-1	102	0.027*	-0.451	0.350	2.111	0.687
DID: Y+3 VS Y-1	102	0.099**	-0.240	0.911	0.131	0.748
Catatan: (1) Selisih Sig. Domestik (DID domestik sesudah akuisisi - DID domestik sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (2) Selisih Sig. Asing (DID asing sesudah akuisisi - DID asing sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (3) Sig. Wilcoxon Domestik vs Asing (DID asing - DID domestik pada tahun yang sama) relatif terhadap sampel kontrol.						

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan tabel *Difference in Difference* yang terdapat pada tabel 4.7, dengan level signifikansi sebesar 5% untuk kepemilikan diatas 5%, terdapat beberapa perubahan signifikan yang terjadi yaitu, terdapat perbedaan yang signifikan pada ROA target akuisisi di tahun akuisisi dengan nilai probabilitas yaitu $0.002 < 0.05$, dengan nilai rata-rata sebesar 0.518, sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan target akuisisi domestik memiliki ROA yang lebih besar signifikan pada tahun akuisisi dibandingkan dengan satu tahun sebelum akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrolnya. Kemudian, terdapat perbedaan yang signifikan pada ROA target akuisisi asing dengan nilai probabilitas yaitu $0.096 < 0.10$, dengan nilai rata-rata sebesar 0.053, sehingga perusahaan target akuisisi asing memiliki ROA yang lebih besar signifikan pada tahun akuisisi dibandingkan dengan satu tahun sebelum akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol. Selain itu, terdapat perbedaan yang signifikan pula pada ROA target akuisisi asing satu tahun setelah akuisisi terjadi dengan nilai probabilitas yaitu $0.048 < 0.05$, sehingga perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai ROA satu tahun setelah akuisisi lebih besar signifikan relatif terhadap perusahaan kontrol. Sementara untuk dua tahun setelah akuisisi, terdapat perbedaan yang signifikan pada ROA dengan nilai probabilitas yaitu $0.084 < 0.10$, sehingga perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai ROA yang lebih besar signifikan dua tahun setelah akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol dan terdapat perubahan signifikan pada ROA target akuisisi domestik dua tahun setelah akuisisi dengan nilai probabilitas yaitu $0.086 < 0.10$, sehingga perusahaan target akuisisi domestik memiliki nilai ROA yang lebih besar signifikan dua tahun setelah akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol.

Selain itu jika dilihat dari karakteristik perusahaan, terdapat perbedaan yang signifikan pada *cash ratio* target akuisisi domestik satu tahun sebelum akuisisi terjadi, dibandingkan dengan perusahaan kontrol. Nilai probabilitas yaitu $0.033 < 0.05$. Sehingga, perusahaan target akuisisi asing memiliki nilai *cash ratio* lebih besar signifikan pada tahun akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol. Kemudian, terdapat perbedaan yang signifikan pada *cash ratio* target akuisisi

domestik sebesar $0.058 < 0.10$, sehingga *cash ratio* perusahaan target akuisisi domestik meningkat signifikan satu tahun setelah akuisisi dibandingkan dengan sebelum akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol. Lalu, terdapat perbedaan yang signifikan pada *cash ratio* target akuisisi asing sebesar $0.088 < 0.10$, namun dilihat dari rata-rata dua tahun setelah akuisisi dengan sebelum akuisisi, maka *cash ratio* perusahaan target akuisisi asing lebih kecil signifikan dibandingkan dengan satu tahun sebelum akuisisi. Begitu juga yang terjadi pada tahun ketiga setelah akuisisi.

Apabila dibandingkan dengan nilai pasar, terdapat perbedaan yang signifikan pada PBV target akuisisi domestik 2 (dua) tahun setelah akuisisi terjadi, dibandingkan dengan perusahaan kontrol dengan nilai probabilitas yaitu sebesar $0.046 < 0.05$ sehingga, perusahaan target akuisisi domestik memiliki nilai PBV lebih besar dua tahun setelah akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol, begitu juga dengan tiga tahun setelah akuisisi. Kemudian, terdapat perbedaan yang signifikan pula pada PBV target akuisisi domestik 3 (tiga) tahun setelah akuisisi terjadi dibandingkan dengan satu tahun sebelum akuisisi, relatif terhadap perusahaan kontrol. Nilai probabilitas yaitu $0.012 < 0.05$. PBV mengukur kinerja harga saham perusahaan terhadap nilai buku perusahaan. Maka dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai PBV perusahaan, semakin tinggi pula harga per lembar saham perusahaan dihargai oleh investor. Lalu, terdapat perbedaan signifikan pada *sales growth* perusahaan target akuisisi domestik tiga tahun setelah akuisisi, dibandingkan dengan perusahaan kontrol dengan nilai probabilitas $0.085 < 0.10$, dengan nilai rata-rata negatif, sehingga perusahaan target akuisisi domestik memiliki nilai *sales growth* lebih kecil signifikan pada tiga tahun setelah perusahaan melakukan akuisisi.

Sementara berdasarkan kepemilikan akuisisi diatas 10%, terdapat perbedaan yang signifikan atas ROA perusahaan target akuisisi asing, selama tiga tahun berturut-turut setelah akuisisi terjadi dan terdapat perbedaan yang signifikan atas ROA perusahaan target akuisisi domestik pada tahun akuisisi sehingga ROA perusahaan target akuisisi asing lebih besar tiga tahun berturut-turut dibandingkan

dengan kinerja perusahaan target sebelum akuisisi, begitu juga dengan ROA perusahaan target akuisisi domestik pada tahun akuisisi. Kemudian, terdapat perbedaan signifikan atas *cash ratio* perusahaan target akuisisi domestik saat tahun terjadinya akuisisi, sehingga perusahaan target akuisisi domestik memiliki *cash ratio* yang lebih tinggi signifikan pada tahun akuisisi dibandingkan sebelum akuisisi relatif terhadap perusahaan kontrol. Selain itu, terdapat perbedaan yang signifikan atas *debt ratio* perusahaan target akuisisi asing selama tiga tahun berturut-turut setelah akuisisi terjadi dan terdapat perbedaan yang signifikan atas *debt ratio* perusahaan target akuisisi domestik saat tahun akuisisi. Lalu, apabila dibandingkan dengan nilai pasar, terdapat perbedaan yang signifikan atas PBV perusahaan target akuisisi asing satu tahun sebelum akuisisi dan saat tahun akuisisi. Sedangkan pada perusahaan target akuisisi domestik, terdapat perubahan signifikan atas PBV pada tahun akuisisi dan pada tahun sebelum akuisisi. Pada perusahaan target akuisisi domestik, terdapat perbedaan yang signifikan atas PBV pada tahun terjadinya akuisisi. Di sisi lain, terdapat peningkatan yang signifikan pada *Sales Growth* perusahaan target akuisisi domestik selama tiga tahun berturut-turut setelah akuisisi. Terlihat bahwa *sales growth* perusahaan target akuisisi domestik lebih kecil dibandingkan dengan tahun sebelumnya relatif terhadap perusahaan kontrol.

Dari berbagai signifikansi yang didapat, *Difference in Difference* ini tidak dapat memberikan bukti yang signifikan terkait hipotesis kedua (2a) yang dibangun, yaitu apakah perusahaan yang diakuisisi pihak domestik akan mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan, maka **hipotesis ditolak**. Hal tersebut karena tidak terdapat perbedaan yang signifikan atas kinerja keuangan perusahaan domestik setelah akuisisi melebihi perusahaan target akuisisi asing pada kepemilikan akuisisi di atas 5%. Secara keseluruhan, tidak terdapat peningkatan rasio kinerja dan karakteristik yang signifikan, kecuali pada peningkatan ROA satu tahun setelah akuisisi, penurunan *cash ratio* satu tahun setelah akuisisi, peningkatan PBV dan *growth* satu tahun setelah akuisisi untuk kepemilikan di atas 5%, sementara hal yang sama juga terjadi untuk kepemilikan

diatas 10%. Sementara berdasarkan hipotesis (2b) yaitu apakah perusahaan yang diakuisisi pihak asing tidak mengalami peningkatan kinerja keuangan yang signifikan, maka **hipotesis ditolak**. Hal tersebut karena terdapat perubahan yang signifikan atas kinerja keuangan perusahaan (ROA) yang diakuisisi pihak asing tiga tahun berturut-turut setelah akuisisi pada kepemilikan akuisisi diatas 5%. Hal yang sama terjadi untuk kepemilikan akuisisi diatas 10%. Perusahaan pengakuisisi asing memberikan dampak kinerja (ROA) yang signifikan atas akuisisi perusahaan target.

Hasil hipotesis (2b) peningkatan kinerja (ROA) pada perusahaan target akuisisi asing sama dengan hasil penelitian Fukao et al. (2006) yang menunjukkan perbedaan signifikan antara perusahaan target yang diakuisisi pihak asing dengan perusahaan target yang diakuisisi pihak domestik bahwa perusahaan target akuisisi asing mengalami peningkatan kinerja yang signifikan dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi domestik. Hal tersebut dikarenakan pihak asing lebih menjanjikan dalam meningkatkan kinerja perusahaan target yang diakuisisi dibandingkan dengan pihak pengakuisisi domestik (Fukao et al., 2006). Selain itu, di Indonesia terdapat kepemilikan keluarga atau terkonsentrasi yang tinggi, dan sebagian besar pengakuisisi domestik yang menjadi sampel penelitian ini adalah perusahaan keluarga yaitu sebesar 86% dari keseluruhan sampel perusahaan target akuisisi domestik. Selanjutnya, penelitian Muslimin (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif yang signifikan atas kinerja perusahaan. Dimungkinkan bahwa pendiri keluarga telah banyak menanamkan investasi atas perusahaan yang telah dibangun, sehingga menjadikan pendiri sekaligus pengelola cenderung menghindari resiko yang mungkin timbul, dimana terdapat potensi keuntungan yang hilang dengan tidak mengambil investasi yang lebih beresiko, dan mengurangi kinerja perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997).

4.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis Tiga

Dalam pengujian hipotesis ketiga, penelitian ini meneliti perubahan struktur kepemilikan perusahaan target yang terjadi antara sebelum akuisisi dan setelah akuisisi. Pengujian yang dilakukan, yaitu dengan mengukur rata-rata

struktur kepemilikan dari perusahaan target akuisisi domestik dan rata-rata struktur kepemilikan dari perusahaan target akuisisi asing. Kemudian dilakukan pengujian *t test* untuk melihat signifikansi perbedaan yang terjadi. Adapun struktur kepemilikan perusahaan satu tahun sebelum akuisisi sebagai berikut.

Tabel 4.16 Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>5%)

Struktur Kepemilikan	Domestik			Asing			Dom vs Asing
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	<i>t</i>
Manajerial	22	0.007	2.370	35	0.008	2.091	0.615
Perusahaan asing	22	0.205	0.205	35	0.208	23.382	0.157
Pemerintah	22	0.000	0.000	35	0.026	11.450	-1.309
Publik	22	0.360	20.272	35	0.309	17.473	0.745
Institusional	22	0.062	13.541	35	0.038	6.305	-0.369
Keluarga	22	0.367	26.402	35	0.412	27.349	-0.324

Sumber: Data yang diolah

Dari struktur kepemilikan satu tahun sebelum akuisisi, diketahui bahwa perusahaan target akuisisi domestik memiliki perusahaan lain sebagai pemegang saham lebih besar dibandingkan perusahaan target akuisisi asing. Selain itu, Perusahaan target akuisisi domestik memiliki publik sebagai pemegang saham lebih besar dibandingkan dengan perusahaan target akuisisi asing. Secara keseluruhan, tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari struktur kepemilikan perusahaan target akuisisi domestik dan perusahaan target akuisisi asing.

Tabel 4.17 Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>10%)

Struktur Kepemilikan	Domestik			Asing			Dom vs Asing
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	<i>t</i>
Manajerial	19	0.008	2.602	32	0.008	2.067	0.812
Perusahaan asing	19	0.169	25.116	32	0.191	23.403	0.967
Pemerintah	19	0.000	0.000	32	0.028	12.145	0.206
Publik	19	0.359	20.420	32	0.314	17.196	0.410
Institusional	19	0.059	14.403	32	0.033	6.093	0.909
Keluarga	19	0.404	28.622	32	0.426	29.118	0.848

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.18 Perubahan Struktur Kepemilikan (>5%)

Struktur Kepemilikan	Sebelum (H-1)			Sesudah (H+2)			Sig.
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	
Domestik							
Manajerial	22	0.007	2.370	22	0.000	0.427	0.263
Perusahaan asing	22	0.205	0.205	22	0.150	27.816	0.083**
Pemerintah	22	0.000	0.000	22	0.000	0.000	NA
Publik	22	0.360	20.272	22	0.340	145.456	0.636
Institusional	22	0.062	13.541	22	0.100	13.844	0.093**
Keluarga	22	0.367	26.402	22	0.420	28.646	0.237
Asing							
Manajerial	35	0.008	2.091	35	0.007	2.715	0.891
Perusahaan asing	35	0.208	23.382	35	0.528	22.422	0.000*
Pemerintah	35	0.026	11.450	35	0.004	2.447	0.177
Publik	35	0.309	17.473	35	0.176	15.699	0.001*
Institusional	35	0.038	6.305	35	0.140	18.967	0.001*
Keluarga	35	0.412	27.349	35	0.145	18.177	0.000*

*Signifikansi 5%, **Signifikansi 10%

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.19 Perubahan Struktur Kepemilikan (>10%)

Struktur Kepemilikan	Sebelum (H-1)			Sesudah (H+2)			Sig.
	N	Mean (%)	SD	N	Mean (%)	SD	
Domestik							
Manajerial	19	0.008	2.602	19	0.001	0.136	0.199
Perusahaan asing	19	0.170	25.116	19	0.108	20.368	0.072**
Pemerintah	19	0.000	0.000	19	0.000	0.000	NA
Publik	19	0.359	20.420	19	0.337	15.432	0.102
Institusional	19	0.059	14.403	19	0.009	14.321	0.288
Keluarga	19	0.404	28.622	19	0.463	30.195	0.803
Asing							
Manajerial	32	0.009	2.067	32	0.008	2.878	0.803
Perusahaan asing	32	0.191	23.403	32	0.540	22.357	0.000*
Pemerintah	32	0.028	12.145	32	0.005	2.597	NA
Publik	32	0.314	17.196	32	0.162	14.097	0.002*
Institusional	32	0.033	6.093	32	0.141	19.959	0.001*
Keluarga	32	0.426	29.118	32	0.145	18.599	0.000*

*Signifikansi 5%, **Signifikansi 10%

Sumber: Data yang diolah

Dalam pengujian hipotesis, dilihat perubahan yang terjadi dua tahun setelah akuisisi. Diestimasikan dalam dua tahun akan terjadi perubahan dalam struktur kepemilikan perusahaan. Perubahan yang terjadi terlihat pada Tabel 4.8.

Tabel 4.20 Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>5%)

Perubahan kepemilikan	Domestik				Asing			
	N	% naik	% turun	% tetap	N	% naik	% turun	% tetap
Manajerial	22	5%	14%	82%	35	14%	14%	57%
Asing	22	5%	27%	68%	35	86%	11%	3%
Pemerintah	22	0%	0%	100%	35	0%	6%	94%
Publik	22	45%	14%	41%	35	23%	74%	3%
Institusi	22	32%	5%	64%	35	49%	0%	51%
Keluarga	22	50%	45%	5%	35	11%	71%	17%

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.21 Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>10%)

Perubahan kepemilikan	Domestik				Asing			
	N	% naik	% turun	% tetap	N	% naik	% turun	% tetap
Manajerial	19	11%	16%	74%	32	13%	17%	72%
Asing	19	5%	26%	68%	32	88%	9%	3%
Pemerintah	19	0%	0%	0%	32	0%	6%	94%
Publik	19	47%	16%	37%	32	16%	81%	3%
Institusi	19	32%	5%	63%	32	50%	0%	50%
Keluarga	19	47%	47%	5%	35	13%	69%	19%

Sumber: Data yang diolah

Dari perubahan yang terjadi, perusahaan yang diakuisisi oleh pihak domestik mengalami perubahan yang signifikan pada manajerial dan publik. Sementara perusahaan yang diakuisisi oleh pihak asing mengalami perubahan yang signifikan pada manajerial saja.

Hipotesis (3a) yaitu apakah perusahaan yang diakuisisi pihak domestik mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan **ditolak**, karena tidak terdapat perubahan yang signifikan pada kepemilikan manajerial dan perubahan yang signifikan pada kepemilikan publik untuk kepemilikan akuisisi diatas 5%,

begitu juga dengan kepemilikan di atas 10%. Terlihat juga perubahan yang terjadi pada kepemilikan perusahaan lain, institusional, dan keluarga. Terlihat penurunan kepemilikan asing, peningkatan kepemilikan institusional, dan peningkatan perusahaan lain. Hal tersebut karena mayoritas perusahaan di Indonesia adalah perusahaan keluarga, sehingga satu tahun sebelum akuisisi perusahaan target sudah memiliki struktur kepemilikan keluarga yang tinggi, sehingga tidak terdapat peningkatan yang signifikan atas perusahaan target setelah akuisisi. Dalam hipotesis (3b) yaitu mengenai apakah perusahaan yang diakuisisi oleh pihak asing tidak mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan **ditolak** karena banyak perubahan yang signifikan atas akuisisi pihak asing jika dibandingkan dengan perubahan struktur kepemilikan perusahaan target akuisisi domestik untuk kepemilikan di atas 5% dan kepemilikan di atas 10%. Berbeda dari penelitian sebelumnya (Zhu, Jog, dan Otchere, 2011) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perubahan struktur kepemilikan yang signifikan atas perusahaan target akuisisi asing, sementara dalam penelitian ini, terdapat peningkatan yang signifikan atas kepemilikan asing, penurunan pada kepemilikan publik, peningkatan pada kepemilikan institusional, dan penurunan pada kepemilikan keluarga. Selain itu, dalam penelitian ini, komposisi kepemilikan asing sebelum akuisisi belum mengontrol perusahaan target, namun setelah dua tahun kepemilikan asing menjadi mengontrol perusahaan target Hal ini mengindikasikan perusahaan asing mengakuisisi untuk memperoleh kontrol atas perusahaan target.

4.4 Hasil Uji Sensitivitas

Hasil dari pengujian sensitivitas dalam penelitian ini terdiri dari dua macam, yaitu pengujian atas hipotesis satu dengan menggunakan *binary logistic regression*, dan pengujian ulang atas keseluruhan hipotesis untuk kepemilikan akuisisi di atas 20%.

4.4.1 *Binary Logistic Regression*

Dalam penelitian ini dilakukan uji sensitivitas atas hipotesis satu dengan menggunakan *binary logistic regression* yang terdiri dari dua parameter, yang pertama membandingkan antara perusahaan target dengan perusahaan non target.

Masing-masing sampel diberikan kode (1) untuk perusahaan target dan kode (0) untuk perusahaan non target. Selain itu, parameter kedua yang digunakan adalah dengan membandingkan antara perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan target akuisisi domestik. Dengan masing-masing sampel diberikan kode (1) untuk perusahaan target akuisisi asing dan kode (0) untuk perusahaan target akuisisi domestik. Dari hasil yang diperoleh, diketahui bahwa model *binary logistic regression* untuk persentase kepemilikan akuisisi diatas 5% tidak signifikan untuk perusahaan target dengan perusahaan non target maupun perusahaan target akuisisi asing dengan perusahaan target akuisisi domestik sehingga, tidak dapat dijadikan acuan dalam menjawab hipotesis penelitian ini. Sementara untuk model *binary logistic regression* untuk persentase kepemilikan akuisisi diatas 10%, terdapat model yang signifikan atas target akuisisi asing dengan target akuisisi domestik. Namun, dalam uji signifikansi variabel, tidak terdapat perubahan yang signifikan. Hasil dari pengujian dapat dilihat pada lampiran.

4.4.2 Kepemilikan Akuisisi Diatas 20%

Selain pengujian hipotesis satu dengan menggunakan *binary logistic regression*, akan dilakukan pengujian ulang keseluruhan untuk persentase kepemilikan akuisisi diatas 20%. Berikut merupakan hasil *wilcoxon* atas target akuisisi domestik dan asing dibandingkan dengan perusahaan kontrol menggunakan *wilcoxon* dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.22 *Wilcoxon Signed Rank Test* satu tahun sebelum akuisisi (Domestik) (>20%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Domestik		Kontrol		Domestik vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	13	0.040	0.060	0.150	0.460	-0.628 ^b	0.530
CR	13	0.690	1.010	0.560	0.560	-0.089 ^c	0.929
DTA	13	0.570	0.410	0.760	0.760	-0.706 ^c	0.480
GR	13	0.390	0.640	-0.050	0.440	-1.491 ^b	0.136
Ln Asset	13	12.819	1.873	12.903	1.328	-0.235 ^b	0.814
TBQ	13	1.030	0.440	1.820	1.300	-1.726 ^c	0.084**
DIV	13	1.400	3.870	0.000	0.000	-1.214 ^b	0.225

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Tabel 4.23 Wilcoxon Signed Rank Test satu tahun sebelum akuisisi (Asing) (>20%)

Kinerja dan Karakteristik	N	Domestik		Kontrol		Domestik vs Kontrol	
		Mean	SD	Mean	SD	Z	Sig.
ROA	31	0.850	0.240	0.120	0.110	-1.215 ^b	0.224
CR	31	1.310	5.620	0.310	0.460	-0.284 ^c	0.776
DTA	31	0.960	1.200	0.590	0.210	-1.303 ^b	0.193
GR	31	1.290	0.890	0.270	0.680	-0.196 ^b	0.845
Ln Asset	31	13.470	1.600	13.296	1.623	-1.078 ^b	0.281
TBQ	31	1.280	1.330	1.040	0.530	-0.059 ^b	0.953
DIV	31	0.200	0.900	0.170	0.340	-1.664 ^c	0.096**

b. Berdasarkan tanda negatif Catatan: Selisih didapat dari (Target - Kontrol)

c. Berdasarkan tanda positif * signifikansi 5%, ** signifikansi 10%

Berdasarkan hasil tersebut diketahui terdapat perbedaan yang signifikan atas Tobin's Q perusahaan target akuisisi domestik dan kontrol domestik dengan kepemilikan diatas 20% sebesar $0.084 < 0.10$, sementara terdapat perbedaan yang signifikan atas *dividend payout* perusahaan target akuisisi asing dan kontrol asing dengan probabilitas sebesar $0.096 < 0.10$. Selain itu, dilakukan pengujian atas hipotesis satu dengan *multinomial logistic regression* dengan hasil sebagai berikut.

Tabel 4.24 Likelihood Ratio Tests (>20%)

Effect	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	Sig.
Intercept	141.827	0.910	0.635
ROADOM	141.617	0.699	0.705
CASHDOM	142.544	1.627	0.443
DEBTDOM	144.056	3.138	0.208
GROWDOM	142.161	1.243	0.537
ASETDOM	142.318	1.400	0.497
TOBINSDOM	141.291	0.374	0.830
DIVDOM	146.714	5.796	0.055**

The chi-square statistic is the difference in -2 log-likelihoods between the final model and a reduced model. The reduced model is formed by omitting an effect from the final model. The null hypothesis is that all parameters of that effect are 0.

Berdasarkan *likelihood ratio tests*, diketahui bahwa hanya *dividend payout ratio* yang memiliki pengaruh signifikan atas model dalam penelitian ini, sementara untuk rasio lainnya tidak terdapat pengaruh yang signifikan atas model

penelitian. Selanjutnya, dilakukan uji atas variabel secara keseluruhan terhadap model penelitian dengan hasil sebagai berikut.

Tabel 4.25 *Model Fitting Information (>20%)*

Model	-2 Log Likelihood	Likelihood Ratio Tests		
		Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	153.975			
Final	140.918	13.058	14	0.522

* Signifikansi level 5%

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil *model fitting information*, diperoleh bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan atas variabel secara bersama-sama terhadap model penelitian. Hal ini dikarenakan sampel untuk kepemilikan akuisisi diatas 20% sedikit, sehingga model tidak signifikan. Maka dari itu pengujian *multinomial* tidak dilanjutkan.

Dalam uji sensitivitas juga akan diuji hipotesis dua menggunakan *difference in difference* dan kemudian dilihat perbedaan signifikannya menggunakan *wilcoxon* dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.26 *Difference in Difference (>20%)*

DEPENDEN	N	INDEPENDEN				Wilcoxon Domestik vs Asing Sig.
		Domestik		Asing		
		Sig.	Mean	Sig.	Mean	
ROA						
y-1: (Target - Control)	86	0.530	-0.113	0.224	0.068	0.754
DID: Y0 VS Y-1	86	0.050*	0.697	0.164	-0.098	0.004*
DID: Y+1 VS Y-1	86	0.754	-0.032	0.117	0.122	0.050*
DID: Y+2 VS Y-1	86	0.722	-0.022	0.081**	0.130	0.347
DID: Y+3 VS Y-1	86	0.695	-0.003	0.036*	0.130	0.239
CASH RATIO						
y-1: (Target - Control)	86	0.695	0.074	0.776	0.996	0.583
DID: Y0 VS Y-1	86	0.041*	0.952	0.544	-6.556	0.084**
DID: Y+1 VS Y-1	86	0.754	0.309	0.557	0.053	0.388
DID: Y+2 VS Y-1	86	0.937	-0.035	0.524	-0.937	0.638

Tabel 4.26 *Difference in Difference (>20%)* (lanjutan)

DEPENDEN	N	INDEPENDEN				Wilcoxon Domestik vs Asing
		Domestik		Asing		
		Sig.	Mean	Sig.	Mean	Sig.
CASH RATIO						
DID: Y+3 VS Y-1	86	0.937	-0.080	0.347	-1.022	0.638
DEBT RATIO						
y-1: (Target - Control)	86	0.480	-0.153	0.193	0.369	0.209
DID: Y0 VS Y-1	86	0.023*	0.516	0.071	-0.462	0.002*
DID: Y+1 VS Y-1	86	0.583	0.008	0.112	-0.385	0.289
DID: Y+2 VS Y-1	86	0.695	0.002	0.067	-0.430	0.530
DID: Y+3 VS Y-1	86	0.814	-0.007	0.122	-0.425	0.272
PBV						
y-1: (Target - Control)	86	0.695	-0.038	0.069**	-1.826	0.050**
DID: Y0 VS Y-1	86	0.010*	1.799	0.060**	2.157	0.814
DID: Y+1 VS Y-1	86	1.000	0.923	0.294	1.544	0.480
DID: Y+2 VS Y-1	86	0.695	1.378	0.268	1.393	0.347
DID: Y+3 VS Y-1	86	0.272	2.145	0.131	2.089	0.308
SALES GROWTH						
y-1: (Target - Control)	86	0.136	0.402	0.845	0.055	0.060**
DID: Y0 VS Y-1	86	0.875	0.478	0.610	-0.306	0.117
DID: Y+1 VS Y-1	86	0.050**	-0.579	0.681	2.390	0.158
DID: Y+2 VS Y-1	86	0.060**	-0.908	0.357	2.175	0.117
DID: Y+3 VS Y-1	86	0.099**	-0.638	0.891	0.133	0.084**

Catatan: (1) Selisih **Sig. Domestik** (DID domestik sesudah akuisisi - DID domestik sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (2) Selisih **Sig. Asing** (DID asing sesudah akuisisi - DID asing sebelum akuisisi) relatif terhadap sampel kontrol, (3) **Sig. Wilcoxon Domestik vs Asing** (DID asing - DID domestik pada tahun yang sama) relatif terhadap sampel kontrol.

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil pengujian *difference in difference* (DID) untuk kepemilikan akuisisi diatas 20%, terlihat kinerja perusahaan target akuisisi asing meningkat signifikan pada dua tahun dan tiga tahun setelah akuisisi. Hasil ini sama dengan hasil DID untuk kepemilikan diatas 5% dan diatas 10%. Secara keseluruhan, tidak terjadi peningkatan kinerja dan karakteristik pada tahun-tahun setelah akuisisi., Namun, terlihat penurunan yang signifikan atas *growth* perusahaan target akuisisi domestik dalam tiga tahun berturut-turut setelah akuisisi. Terlihat bahwa untuk kepemilikan diatas 20%, perusahaan pengakuisisi domestik memperlambat pertumbuhan perusahaan target. Hal ini mungkin dikarenakan efek kepemilikan

keluarga yang dominan, sehingga mengurangi kompetensi sumber daya manusia yang memimpin perusahaan seperti yang dikatakan Shleifer dan Vishny (1997) bahwa dibutuhkan biaya yang besar bagi perusahaan untuk efek *entrenchment* pada jajaran eksekutif perusahaan yang terus memimpin meskipun tidak kompeten dalam memimpin.

Dalam uji sensitivitas dilihat pula perubahan struktur kepemilikan atas perusahaan target akuisisi asing dan domestik dengan kepemilikan akuisisi diatas 20% sebagai berikut.

Tabel 4.27 Struktur Kepemilikan Satu Tahun Sebelum Akuisisi (>20%)

Struktur Kepemilikan	Domestik			Asing			Dom vs Asing
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	t
Manajerial	12	0.013	3.085	31	0.009	2.202	0.493
Perusahaan asing	12	0.075	13.726	31	0.190	23.168	0.341
Pemerintah	12	0.000	0.000	31	0.029	12.134	0.211
Publik	12	0.386	25.143	31	0.317	17.777	0.217
Institusional	12	0.042	6.873	31	0.034	6.039	0.912
Keluarga	12	0.485	25.853	31	0.421	27.394	0.815

Sumber: Data yang diolah

Dilihat dari hasil statistik deskriptif, struktur kepemilikan secara keseluruhan antara perusahaan target akuisisi asing dan perusahaan target akuisisi domestik tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hasil dari statistik deskriptif ini dengan kepemilikan akuisisi diatas 20% sama dengan hasil statistik deskriptif kepemilikan akuisisi diatas 5% dan diatas 10% bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan atas struktur kepemilikan perusahaan target akuisisi asing dan perusahaan target akuisisi domestik sebelum akuisisi. Tidak hanya itu, uji sensitivitas dengan kepemilikan akuisisi diatas 20% juga melihat perubahan struktur kepemilikan yang terjadi satu tahun sebelum akuisisi dan dua tahun setelah akuisisi sebagai berikut.

Tabel 4.28 Perubahan Struktur Kepemilikan (>20%)

Struktur Kepemilikan	Sebelum (H-1)			Sesudah (H+2)			Sig.
	N	Mean	SD	N	Mean	SD	
Domestik							
Manajerial	12	0.013	3.085	12	0.000	0.072	0.109
Perusahaan asing	12	0.075	13.726	12	0.007	1.595	0.080**
Pemerintah	12	0.000	0.000	12	0.000	0.000	1.000
Publik	12	0.386	25.143	12	0.313	19.255	0.374
Institusional	12	0.042	6.873	12	0.089	13.102	0.116
Keluarga	12	0.485	25.853	12	0.591	25.070	0.155
Asing							
Manajerial	31	0.009	2.202	31	0.008	2.875	0.241
Perusahaan asing	31	0.190	23.168	31	0.548	21.483	0.000*
Pemerintah	31	0.029	12.134	31	0.005	2.595	0.180
Publik	31	0.317	17.777	31	0.162	14.078	0.000*
Institusional	31	0.034	6.039	31	0.146	19.792	0.000*
Keluarga	31	0.421	27.394	31	0.131	16.873	0.000*

*Signifikansi 5%, **Signifikansi 10%

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil yang didapatkan, terlihat bahwa perusahaan target akuisisi asing mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan atas peningkatan kepemilikan perusahaan asing, penurunan kepemilikan publik, peningkatan kepemilikan institusional, dan penurunan kepemilikan keluarga. Adapun persentase perubahan struktur kepemilikan sebagai berikut.

Tabel 4.29 Perubahan Persentase Struktur Kepemilikan (>20%)

Perubahan kepemilikan	Domestik				Asing			
	N	% naik	% turun	% tetap	N	% naik	% turun	% tetap
Manajerial	12	0%	25%	75%	31	13%	16%	71%
Asing	12	0%	33%	67%	31	87%	10%	3%
Pemerintah	12	0%	0%	100%	31	0%	6%	94%
Publik	12	42%	50%	8%	31	19%	3%	77%
Institusi	12	42%	0%	58%	31	55%	0%	45%
Keluarga	12	58%	33%	9%	31	10%	71%	19%

Sumber: Data yang diolah

Dari hasil statistik deskriptif perubahan persentase struktur kepemilikan akuisisi diatas 20%, terlihat bahwa kepemilikan asing perusahaan target akuisisi asing mengalami peningkatan sebesar 87%, dimana terdapat penurunan kepemilikan keluarga sebesar 71%, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan target akuisisi asing mengambil alih kepemilikan keluarga sebesar 71% untuk meningkatkan kepemilikan asing hingga 87%. Selain itu, tidak terdapat perubahan yang signifikan atas persentase kepemilikan perusahaan target akuisisi domestik, hanya terdapat peningkatan atas kepemilikan keluarga sebesar 58%, dan peningkatan kepemilikan institusi sebesar 42%.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan tujuan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Menguji secara empiris motivasi akuisisi asing sebagai strategi masuk pasar, motivasi akuisisi domestik sebagai upaya untuk mengontrol pasar
2. Menguji kinerja perusahaan target akuisisi asing dan domestik setelah sebelum dan sesudah akuisisi
3. Menguji perubahan struktur kepemilikan setelah perusahaan melakukan akuisisi.

Dilakukan pengujian atas hipotesis penelitian dengan kesimpulan yang dapat diambil sebagai berikut:

Tidak ditemukan bukti yang mendukung hipotesis (1a) dan (1b) mengenai motivasi akuisisi asing maupun domestik baik untuk kepemilikan akuisisi diatas 5% dan 10%. Hal ini mungkin disebabkan adanya motivasi lain yang menjadi dasar perusahaan pengakuisisi melakukan akuisisi atas perusahaan target, seperti misalnya sumber daya manusia, *corporate governance*, dan faktor-faktor kualitatif lainnya.

Selain itu, tidak terdapat bukti yang mendukung hipotesis (2a) dan (2b) bahwa perusahaan target akuisisi domestik akan mengalami perubahan yang signifikan dan perusahaan target akuisisi asing tidak mengalami perubahan signifikan, dimana yang terjadi adalah sebaliknya dimana target akuisisi domestik tidak mengalami perubahan kinerja yang signifikan sementara perusahaan target akuisisi asing mengalami perubahan kinerja yang signifikan untuk kepemilikan akuisisi diatas 5% dan 10%. Hal ini mungkin disebabkan mayoritas kepemilikan perusahaan di Indonesia adalah perusahaan keluarga, sehingga akuisisi domestik yang dilakukan adalah akuisisi perusahaan keluarga. Menurut Muslimin (2009), kepemilikan perusahaan keluarga berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, dibutuhkan biaya yang besar bagi perusahaan keluarga untuk efek *entrenchment* pada jajaran eksekutif perusahaan yang terus memimpin

meskipun tidak kompeten untuk memimpin perusahaan. (Shleifer dan Vishny, 1997)

Hasil dari pengujian hipotesis (3a) dan (3b) menunjukkan bahwa perusahaan target akuisisi domestik tidak mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan dalam dua tahun setelah akuisisi, di sisi lain perusahaan target akuisisi asing mengalami perubahan struktur kepemilikan yang signifikan dalam dua tahun setelah akuisisi. Hal ini disebabkan untuk perusahaan target akuisisi domestik sudah memiliki kepemilikan keluarga yang tinggi sehingga tidak terdapat perubahan kepemilikan yang signifikan pada dua tahun setelah akuisisi, sementara untuk perusahaan target akuisisi asing belum memiliki kepemilikan yang tinggi sebelum akuisisi dan dua tahun setelah akuisisi mengalami perubahan kepemilikan asing yang tinggi sehingga menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi asing melakukan akuisisi dengan tujuan untuk mengontrol perusahaan target akuisisi.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Tidak dilakukan pengujian atas variabel-variabel kualitatif yang mungkin berpengaruh atas keputusan akuisisi pada suatu perusahaan.
2. Keterbatasan waktu untuk dilakukan pengujian terhadap kepemilikan akuisisi signifikan lebih dari 50%.
3. Dalam penelitian ini, tidak dilakukan pengujian atas akuisisi dalam industri keuangan.
4. Tidak adanya data yang lengkap atas akuisisi perusahaan yang tidak *listing* di BEI.
5. Sampel yang digunakan terbatas dan tidak banyak, sehingga kurang dapat menjawab pernyataan hipotesis penelitian.

5.3 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya

Saran yang dapat berguna bagi penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Sebaiknya penelitian selanjutnya tidak hanya membahas kinerja keuangan saja, tetapi juga melihat melakukan pengujian atas variabel-variabel kualitatif yang mungkin berpengaruh atas akuisisi pada suatu perusahaan seperti kompetensi sumber daya manusia di perusahaan target, *corporate governance*, dan berbagai aspek lainnya.
2. Apabila dalam penelitian selanjutnya memiliki waktu yang cukup banyak dalam melakukan penelitian, sebaiknya penelitian selanjutnya menguji kepemilikan akuisisi lebih dari 50%.
3. Penelitian selanjutnya sebaiknya juga memasukkan akuisisi yang dilakukan perusahaan keuangan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi motivasi akuisisi. Hal ini karena saat penulis melakukan prosedur pemilihan sampel, terdapat banyak perusahaan keuangan yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain terlepas dari motivasi yang mendasari akuisisi tersebut.
4. Sebaiknya dalam penelitian selanjutnya, memasukkan sampel perusahaan target tidak hanya yang *listing* di BEI, namun juga yang tidak *listing* apabila datanya memungkinkan.
5. Sebaiknya dalam penelitian selanjutnya, memperpanjang periode penelitian untuk didapatkan sampel yang lebih banyak.

DAFTAR REFERENSI

- Anderson, R.C., S.A. Mansi., D.M. Reeb. (2002). Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Ardiagarini. S. (2011). Analisis Dampak Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Target pada Perusahaan Diakuisisi Periode 1997-2009. *Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*.
- Arifin, Z. (2003). Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan Dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Perusahaan Publik di Indonesia. *Depok: Disertasi Pascasarjana FEUI*.
- Arosa, B., Iturralde, T., Maseda. A. (2009). Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence from Spain. *Bilbao: University of The Basque Country*.
- Aydin, N., Sayim, M., Yalama, A., (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 1450-2887.
- Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) tahun 2005.
- Balakrishnan, S., Koza, M. (1992). Information asymmetry, adverse selection and joint venture: theory and evidence. *J. Econ. Behav. Organiz.* 20, 99–117.
- Bandick, R., Görg, H., dan Karpaty, P., (2010). Foreign Acquisitions, Domestic Multinationals, and R&D. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- Chari, A., Chen, W., Dominguez, K.M.E. (2009). Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging - Market Acquisitions in The United States. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Damijan, J., Kostevc, C., dan Rojec, M. (2010). Post-Acquisition Performance of Firms Acquired In Cross-Border Acquisitions: Theoretical Considerations And Empirical Evidence (pp. 27-37). Ljubljana: Faculty of Social Sciences, University of Ljubljana.
- Emirzon, J. (2008). Akuisisi Lintas Batas Negara Dalam Perspektif Hukum Perbankan Hukum Persaingan Bisnis Indonesia (Studi Kasus Akuisisi Saham PT. BII). *Jurnal Hukum bisnis* , 55-59.
- Fahlevi, A. R. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi. In A. R. Fahlevi, Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Merger dan Akuisisi (pp. 35-38). *Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*.
- Gitman, L.J., Zutter, C.J. (2012). Principles of Managerial Finance (13th ed.). Boston: Pearson Education.

Go, Marcel. (1992). *Financial Statement Analysis* (2nd ed.). Toronto: Frenitce Hall International Inc.

<http://www.nber.org/papers/w14786>

<http://repository.cmu.edu/tepper/449>

Hadiningsih, M., (2007). *Analisis Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Diakuisisi di Bursa Efek Jakarta*. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.

Imam, M.O., Malik, M. (2007). Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Paper*, Vol 3, 88-110.

Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2000 - 2011.

Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Manajerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.

Klapper, L.F., Love, I. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *World Bank Policy Research Working Paper* 2818.

Komisi Pengawas Persaingan Usaha Republik Indonesia (2010). *Laporan Tahun 2010*.

Krishnamurti, C., & S.R., V. (2008). *Mergers, Acquisitions And Corporate Restructuring*. (pp. 185-187). New Delhi: Vivek Mehra.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes., A. Shleifer., (1999). Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance* 54, 471-517.

Moin, A. (2003). *Merjer, Akuisisi, dan Divestasi*. Yogyakarta: *Ekonisia*

Muslimin, M.I., (2009). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kepemimpinan, dan Perwakilan Keluarga Pada Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan*. Depok: *Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.

Nachrowi, D. & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta : LPEM-FEUI

Neergaard, L. K. (2009). *Drivers of Successful Cross Border Mergers and Acquisitions - a Meta Analysis of the Literature*. Aarhus: Department of Management Aarhus School of Business.

Organisation For Economic Co-Operation And Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. France: OECD Publications.

Payamta, Setiawan, D. (2004). Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 7, 265-282.

- Peraturan Pemerintah RI Nomor 28 Tahun 1999 Tentang Merger, Konsolidasi, Dan Akuisisi Bank
- Peraturan Pemerintah RI Nomor 57 Tahun 2010 Tentang Penggabungan Atau Peleburan Badan Usaha Dan Pengambilalihan Saham Perusahaan yang Dapat Mengakibatkan Terjadinya Praktik Monopoli Dan Persaingan Usaha Tidak Sehat
- Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 22 Tentang Akuntansi Penggabungan Usaha
- Rau, P.R. and T. Vermaelen. 1998. 'Glamour, Value and the Post-acquisition Performance of Acquiring Firms', *Journal of Financial Economics*, 49: 223–53.
- Reuer, J., Koza, M. (2000). Asymmetric information and joint venture performance: theory and evidence for domestic and international joint ventures. *Strategy Manage. J.* 21, 81–88.
- Rossi. S., Volpin. P. (2003). *Cross Country Determinants of Mergers and Acquisitions*. London: Institute of Finance and Accounting, London Business School.
- Sabrina, A. I. (2010). *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Schonlau, R., Singh P. V. (2009). *Board Networks and Merger Performance*. Paper 449. Carnegie Mellon University, Pittsburgh.
- Siregar, V. S., & Utama, S. (2006). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 9 (3), 307-326.
- Towers Perrin Consulting. (2000). *Mergers and Acquisitions: Positioning for Growth Before, During, and After a Transaction*. New York: Author.
- United States. National Bureau of Economic Research. *Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging-market Acquisitions in the United States*. By Chari, A., Chen. W., Dominguez, K. M. E. March 2009. Paper 14786.
- Undang-Undang Nomor 25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal
- Undang-Undang Nomor 49 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal
- Undang-Undang Nomor 5 Tahun 1999 Tentang Larangan Praktek Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat
- United Nations. (2000). *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers And Acquisitions And Development*. New York and Geneva: United Nations Publication.
- United Nations (2008) *World Investment Report 2008*. New York and Geneva.

- United Nations. World Investment Report 2011: Non-Equity Modes of International Production And Development. New York and Geneva: United Nations Publication.
- Wahyudi, U., Prawestri, H.P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX* Padang.
- Višić. J., Perić. B. Š (2011). The Determinants of Value of Incoming Cross-Border Mergers and Acquisitions in European Transition Countries. Split: Faculty of Economics University of Split.
- Widyaningtyas, R. (2010). Pengaruh Akuisisi Pihak Asing Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Lokal yang Diakuisisi. *Depok: Skripsi Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.
- Widyaputra, D. (2006). Analisis Perbandingan Kinerja Perusahaan dan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2004. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wiriastari. R. (2010). Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di BEI Tahun 2004-2008. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Zaheer, S. (1995). Overcoming the liability of foreignness. *Acad. Manage. J.* 38, 341–363.
- Zhu, P., Jog, V., & Otchere, I. (2011). Partial Acquisition in Emerging Markets: A Test Of The Strategic Market Entry And Corporate Control Hypotheses. *Journal of Corporate Finance* , 288-305

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Domestik	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
1	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	GDYR	2003	PT Kali Besar Asri	6.26%
2	PT Pan Brothers Tex Tbk.	PBRX	2005	PT Trisetijo Manunggal	7.51%
3	PT Modernland Realty Tbk.	MDLN	2007	PT Inti Putra Modern	6.63%
4	PT Trias Sentosa Tbk.	TRST	2000	PT Rejo Sari Bumi	10.37%
5	PT Mas Murni Indonesia Tbk.	MAMI	2002	PT Waluco Prima	10.12%
6	PT Rig Tenders Tbk.	RIGS	2003	PT Tata Upadi Pratama	10.03%
7	PT Lippo Cikarang Tbk.	LPCK	2005	PT Kresna Graha Sekurindo Tbk	10.79%
8	PT Mandom Indonesia Tbk.	TCID	2005	Asia Jaya Paramita	11.31%
9	PT Eratex Djaja Tbk.	ERTX	2007	PT Wakala Korpora Indonesia	10.68%
10	PT Tempo Inti Media Tbk.	TMPO	2007	PT Jaya Raya Utama	16.28%
11	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk.	IMAS	2001	PT Cipta Sarana Duta Perkasa	72.63%
12	PT Ever Shine Tex Tbk.	ESTI	2002	PT Cahaya Interkontinental	52.06%
13	PT Gema Grahasarana Tbk.	GEMA	2003	PT Virrucci Indogriya Sarana	50.75%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Domestik	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
14	PT Indo Setu Bara Resources Tbk.	CPDW	2004	PT Graha Pustaka	41.52%
15	PT Delta Dunia Makmur Tbk	DOID	2004	PT Texta Indonesia	66.08%
16	PT Surya Citra Media Tbk.	SCMA	2004	PT Abhimata Mediatama Pledge	16.44%
				PT Abhimata Mediatama A/C I	11.76%
17	PT Enseval Putera Megatrading Tbk.	EPMT	2005	PT Kalbe Farma Tbk	58.19%
18	PT Inti Agri Resources Tbk.	IIKP	2006	Maxima Agro Industri	39.15%
19	PT Anta Express Tour & Travel Service Tbk.	ANTA	2007	PT Trans Lifestyle	55%
20	PT Dyviacom Intrabumi Tbk.	DNET	2007	PT Philadel Terra Lestari	76.21%
21	PT PP London Sumatra Indonesia Tbk.	LSIP	2007	PT Salim Ivomas Pratama	32.21%
22	PT Plaza Indonesia Realty Tbk.	PLIN	2007	PT Global Land Development Tbk	21.6%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
1	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk.	CMNP	2002	Remington Gold Limited, Singapore	5.23%
2	PT Pioneerindo Gourmet International Tbk.	PTSP	2004	Diamond Millenium Ltd.	5.13%
3	PT Central Proteinaprima Tbk.	CPRO	2007	Red Dragon Group Pte., Ltd.	14.29%
4	PT Hero Supermarket Tbk.	HERO	2001	Mulgrave Corp. BV	12.13%
				SSF Netherlands BV	7.29%
5	PT Astra International Tbk.	ASII	2000	Cycle & Carriage (Mauritius) Ltd	31.1%
6	PT Bumi Resources Tbk.	BUMI	2000	Long Haul Holding Ltd	73.01%
7	PT Multi Prima Sejahtera Tbk.	LPIN	2000	Pacific Asia Holding Limited	43.35%
8	PT Multipolar Tbk.	MLPL	2000	Across Asia Ltd.	50.13%
9	PT Pioneerindo Gourmet International Tbk.	PTSP	2000	Tuscan Asset Ltd.	47.75%
10	PT Davomas Abadi Tbk.	DAVO	2001	Hassock Enterprises Ltd	24.3%
				Caterpillar Associates Ltd	12.03%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
				Krigler Holding Ltd	8.13%
				Polar Cap Investments Ltd	6.39%
				Templeton Assets Ltd	5.81%
				Catnera International Ltd	5.81%
11	PT INDOSAT Tbk.	ISAT	2007	STT (Singapore)	40.81%
12	PT Eterindo Wahanatama Tbk.	ETWA	2003	Watervale Worldwide inc.	21.83%
				Centrin Telecom Ltd.	14.25%
				Osville energy corporation (S) Pte., Ltd.	14.25%
13	PT Pelangi Indah Canindo Tbk.	PICO	2003	Hammond Holdings Limited	74.52%
14	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk.	PRAS	2003	Venice Enterprises Holding Ltd	35.37%
15	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk.	IKAI	2003	Dynamic Leader Holdings Limited	24.44%
16	PT Akasha Wira International Tbk.	ADES	2004	Waters Partners Bottling S.A.	68.26%
17	PT Millennium Pharmacon International Tbk.	SDPC	2004	Esteem Interpoint SDN, BHD	55.00%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
18	PT Suryainti Permata Tbk.	SIIP	2004	Eastlion Worldwide Ltd., Singapura	33.44%
19	PT Panasia Filament Inti Tbk.	PAFI	2004	Abernova Overseas Limited	71.44%
20	PT Zebra Nusantara Tbk.	ZBRA	2004	Beautex Offshore Inc. British Virgin Islands	35.08%
21	PT Gajah Tunggal Tbk.	GJTL	2005	Denham Pte., Limited	24.91%
22	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.	HMSP	2005	PT Philip Morris Indonesia	97.95%
23	PT Intraco Penta Tbk.	INTA	2005	PT Pristine Resources International	32.67%
				Westwood Finance Inc.	27.05%
24	PT Sekar Laut Tbk.	SKLT	2005	Omnistar Inv. H. Ltd.	22.95%
25	PT Panasia Indosyntec Tbk.	HDTX	2006	Mercury Capital International Inc.	22.85%
26	PT Hotel Sahid Jaya International Tbk.	SHID	2006	Merchiston Group Limited	41.68%
27	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk.	DVLA	2006	Blue Sphere Singapore Pte., Ltd	92.66%
28	PT Modern Internasional Tbk.	MDRN	2006	Asialink Electronics Pte., Ltd.	58.31%
29	PT Voksel Electric Tbk.	VOKS	2006	Perfect Prospect Limited	30.87%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Tahun Akuisisi	Nama Perusahaan Pengakuisisi	Persentase Kepemilikan Akuisisi
30	PT Jaya Pari Steel Tbk.	JPRS	2007	International Magnificent Fortune Limited	19.94%
31	PT Kedawung Setia Industrial Tbk.	KDSI	2007	Quarading Ltd. Hongkong	25.68%
32	PT Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	2007	Encore Energy Pte., Ltd.	50.7%
33	PT Royal Oak Development Asia Tbk.	RODA	2007	Forever Prosperous Pte., Ltd.	50.2%
				RZB-Austria Singapore Branch	44.53%
34	PT Barito Pacific Tbk.	BRPT	2007	Magna Resources Corporation Pte., Ltd.	52.13%
35	PT Cita Mineral Investindo Tbk.	CITA	2007	Red Eastern Shipping & Mining Pte., Ltd.	51%
				Richburg Enterprise Pte., Ltd.	21.57%

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Domestik	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
1	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	GDYR	Rp 385,548	PT Indospring Tbk.	INDS	Rp 282,378
2	PT Pan Brothers Tex Tbk.	PBRX	Rp 126,772	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	SIMM	Rp 135,321
3	PT Modernland Realty Tbk.	MDLN	Rp 1,683,725	PT Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.	JSPT	Rp 1,682,122
4	PT Trias Sentosa Tbk.	TRST	Rp 1,463,000	PT Argha Karya Prima Industry Tbk.	AKPI	Rp 1,552,568
5	PT Mas Murni Indonesia Tbk.	MAMI	Rp 531,794	PT Pudjiadi Prestige Tbk.	PUDP	Rp 412,230
6	PT Rig Tenders Tbk.	RIGS	Rp 463,454	PT Steady Safe Tbk.	SAFE	Rp 275,037
7	PT Lippo Cikarang Tbk.	LPCK	Rp 1,129,852	PT Bakrieland Development Tbk.	ELTY	Rp 1,220,992
8	PT Mandom Indonesia Tbk.	TCID	Rp 472,364	PT Mustika Ratu Tbk.	MRAT	Rp 294,415
9	PT Eratex Djaja Tbk.	ERTX	Rp 307,056	PT Century Textile Industry (CENTEX) Tbk.	CNTX	Rp 336,618
10	PT Tempo Inti Media Tbk.	TMPO	Rp 117,860	PT Fortune Indonesia Tbk.	FORU	Rp 146,987
11	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk.	IMAS	Rp3,531,135	PT Astra Otoparts Tbk.	AUTO	Rp 1,767,778
12	PT Ever Shine Tex Tbk.	ESTI	Rp 741,159	PT Hanson International Tbk.	MYRX	Rp 675,815
13	PT Gema Grahasarana Tbk.	GEMA	Rp 71,178	PT BFI Finance Indonesia Tbk.	BFIN	Rp 934,721

Lampiran C. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Domestik (lanjutan) 98

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Domestik	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
14	PT Indo Setu Bara Resources Tbk.	CPDW	Rp 64,796	PT Majapahit Securities Tbk.	AKSI	Rp 130,085
15	PT Delta Dunia Makmur Tbk	DOID	Rp 40,096	PT Primarindo Asia Infrastructure Tbk.	BIMA	Rp 83,086
16	PT Surya Citra Media Tbk.	SCMA	Rp1,899,770	PT Star Pacific Tbk.	LPLI	Rp 1,022,737
17	PT Enseval Putera Megatrading Tbk.	EPMT	Rp1,653,956	PT Astra Otoparts Tbk.	AUTO	Rp 2,436,481
18	PT Inti Agri Resources Tbk.	IIKP	Rp 114,279	PT ATPK Resources Tbk.	ATPK	Rp 84,154
19	PT Anta Express Tour & Travel Service Tbk.	ANTA	Rp 264,669	PT Bayu Buana Tbk.	BAYU	Rp 146,246
20	PT Dyviacom Intrabumi Tbk.	DNET	Rp 20,750	PT Pelayaran Tempuran Emas Tbk.	TMAS	Rp 827,171
21	PT PP London Sumatra Indonesia Tbk.	LSIP	Rp2,985,212	PT Central Proteinaprima Tbk.	CPRO	Rp 3,919,605
22	PT Plaza Indonesia Realty Tbk.	PLIN	Rp2,238,608	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk.	SONA	Rp 405,200

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
1	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk.	CMNP	Rp 1,327,564	PT Star Pacific Tbk.	LPLI	Rp 908,008
2	PT Pioneerindo Gourmet International Tbk.	PTSP	Rp 111,320	PT Prasadha Aneka Niaga Tbk.	PSDN	Rp 174,970
3	PT Central Proteinaprima Tbk.	CPRO	Rp 3,919,605	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk.	UNSP	Rp 1,783,001
4	PT Hero Supermarket Tbk.	HERO	Rp 820,555	PT Tigaraksa Satria Tbk.	TGKA	Rp 561,365
5	PT Astra International Tbk.	ASII	Rp22,203,518	PT Polychem Indonesia Tbk.	ADMG	Rp 6,536,021
6	PT Bumi Resources Tbk.	BUMI	Rp 349,123	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk.	SONA	Rp 356,053
7	PT Multi Prima Sejahtera Tbk.	LPIN	Rp 162,880	PT Indospring Tbk.	INDS	Rp 214,651
8	PT Multipolar Tbk.	MLPL	Rp 1,018,956	PT Bhuwanatala Indah Permai Tbk.	BIPP	Rp 1,169,903
9	PT Pioneerindo Gourmet International Tbk.	PTSP	Rp 135,144	PT Astra Graphia Tbk.	ASGR	Rp 134,848
10	PT Davomas Abadi Tbk.	DAVO	Rp 599,441	PT Multi Bintang Indonesia Tbk.	MLBI	Rp 433,607
11	PT INDOSAT Tbk.	ISAT	Rp22,348,700	PT XL Axiata Tbk.	EXCL	Rp 12,636,576

Lampiran D. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Asing (lanjutan) 100

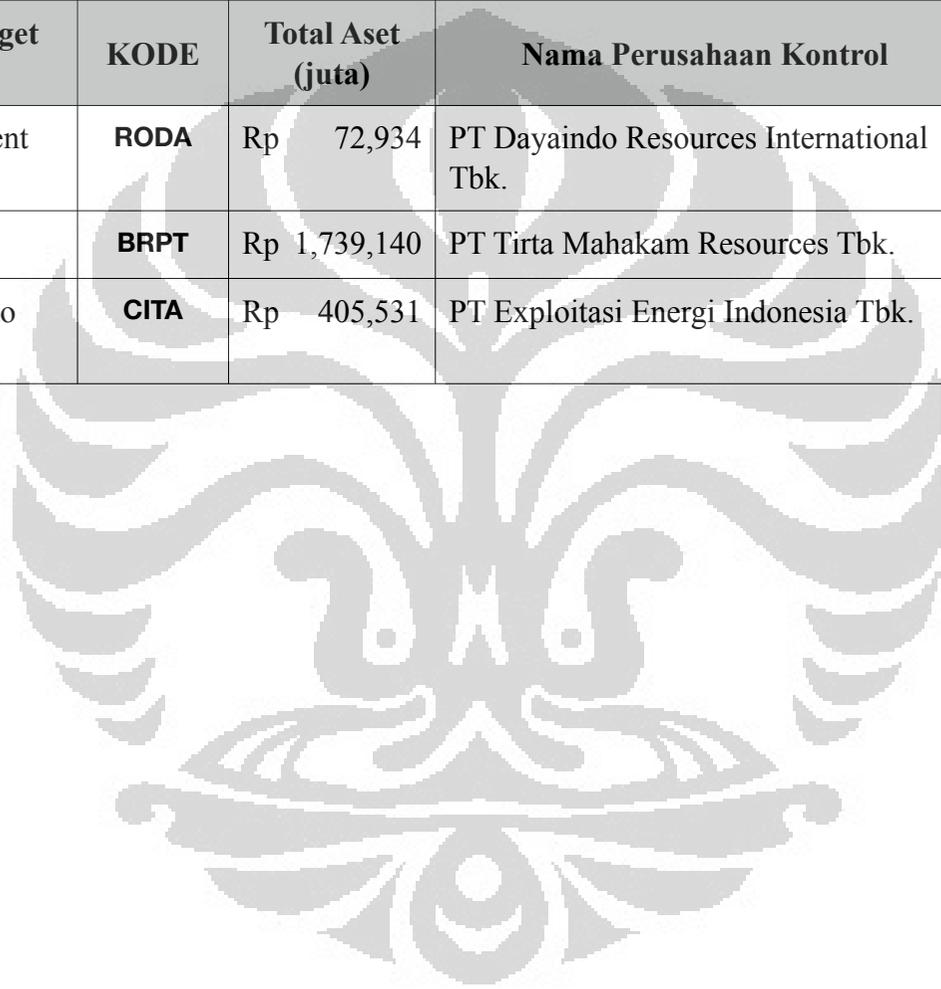
No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
12	PT Eterindo Wahanatama Tbk.	ETWA	Rp 2,928,341	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC	Rp 1,855,530
13	PT Pelangi Indah Canindo Tbk.	PICO	Rp 272,493	PT Indal Aluminium Industry Tbk.	INAI	Rp 300,555
14	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk.	PRAS	Rp 303,102	PT Indospring Tbk.	INDS	Rp 282,378
15	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk.	IKAI	Rp 812,188	PT Surya Toto Indonesia Tbk.	TOTO	Rp 551,573
16	PT Akasha Wira International Tbk.	ADES	Rp 192,043	PT Fast Food Indonesia Tbk.	FAST	Rp 244,381
17	PT Millennium Pharmacon International Tbk.	SDPC	Rp 116,401	PT FKS Multi Agro Tbk.	FISH	Rp 106,694
18	PT Suryainti Permata Tbk.	SIIP	Rp 447,595	PT Lamicitra Nusantara Tbk.	LAMI	Rp 272,894
19	PT Panasia Filament Inti Tbk.	PAFI	Rp 717,711	PT Sunson Textile Manufacturer Tbk.	SSTM	Rp 913,734
20	PT Zebra Nusantara Tbk.	ZBRA	Rp 100,891	PT Mitra International Resources Tbk.	MIRA	Rp 83,989
21	PT Gajah Tunggal Tbk.	GJTL	Rp 6,341,117	PT United Tractor Tbk.	UNTR	Rp 6,769,367

Lampiran D. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Asing (lanjutan) 101

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
22	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.	HMSP	Rp11,563,295	PT Gudang Garam Tbk.	GGRM	Rp 20,591,389
23	PT Intraco Penta Tbk.	INTA	Rp 780,040	PT Hexindo Adiperkasa Tbk.	HEXA	Rp 636,109
24	PT Sekar Laut Tbk.	SKLT	Rp 112,336	PT Cahaya Kalbar Tbk.	CEKA	Rp 290,337
25	PT Pania Indosyntec Tbk.	HDTX	Rp 1,036,533	PT Sunson Textile Manufacturer Tbk.	SSTM	Rp 898,039
26	PT Hotel Sahid Jaya International Tbk.	SHID	Rp 699,114	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk.	SONA	Rp 412,439
27	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk.	DVLA	Rp 550,629	PT Indofarma (Persero) Tbk.	INAF	Rp 518,824
28	PT Modern Internasional Tbk.	MDRN	Rp 888,436	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk.	KONI	Rp 66,232
29	PT Voksel Electric Tbk.	VOKS	Rp 411,826	PT KMI Wire and Cable Tbk.	KBLI	Rp 489,802
30	PT Jaya Pari Steel Tbk.	JPRS	Rp 189,384	PT Lion Metal Works Tbk.	LION	Rp 187,689
31	PT Kedawung Setia Industrial Tbk.	KDSI	Rp 439,737	PT Kedaung Indah Can Tbk.	KICI	Rp 140,214
32	PT Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	Rp16,620,285	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	PGAS	Rp 15,113,868

Lampiran D. Perusahaan Kontrol Target Akuisisi Asing (lanjutan) 102

No	Nama Perusahaan Target Akuisisi Asing	KODE	Total Aset (juta)	Nama Perusahaan Kontrol	KODE	Total Aset (juta)
33	PT Royal Oak Development Asia Tbk.	RODA	Rp 72,934	PT Dayaindo Resources International Tbk.	KARK	Rp 72,779
34	PT Barito Pacific Tbk.	BRPT	Rp 1,739,140	PT Tirta Mahakam Resources Tbk.	TIRT	Rp 570,117
35	PT Cita Mineral Investindo Tbk.	CITA	Rp 405,531	PT Eksploitasi Energi Indonesia Tbk.	CNKO	Rp 734,006



Omnibus Tests of Model Coefficients (>5%)

Target vs Non Target	Chi-square	df	Sig.
Step	13.467	7	0.062
Block	13.467	7	0.062
Model	13.467	7	0.062

Omnibus Tests of Model Coefficients (>5%)

Target Asing vs Target Domestik	Chi-square	df	Sig.
Step	15.728	7	0.028
Block	15.728	7	0.028
Model	15.728	7	0.028

Binary Logistic Regression (1) (>5%)

	Target vs Non Target				Target Asing vs Target Domestik			
	B	S.E.	Wald	Sig.	B	S.E.	Wald	Sig.
ROA	-0.549	0.555	0.975	0.323	3.009	2.628	1.311	0.252
CASH	0.153	0.283	0.29	0.59	0.092	0.174	0.282	0.596
DTA	0.568	0.441	1.66	0.198	-0.554	0.554	1.003	0.317
GROWTH	0.183	0.269	0.464	0.496	-0.117	0.435	0.073	0.788
LnASSET	0.112	0.142	0.627	0.428	0.258	0.215	1.437	0.231
TOBIN'S Q	-0.110	0.255	0.185	0.667	0.227	0.373	0.369	0.543
DIV PAY	0.317	0.277	1.304	0.254	-0.284	0.201	2.008	0.156
Constant	-1.730	1.886	0.841	0.359	-3.677	2.857	1.657	0.198

Target (1) Non target (0)

Sumber: Data yang diolah

Omnibus Tests of Model Coefficients (>10%)

Target vs Non Target	Chi-square	df	Sig.
Step	11.403	7	0.122
Block	11.403	7	0.122
Model	11.403	7	0.122

Omnibus Tests of Model Coefficients (>10%)

Target Asing vs Target Domestik	Chi-square	df	Sig.
Step	14.479	7	0.043*
Block	14.479	7	0.043*
Model	14.479	7	0.043*

Binary Logistic Regression (1) (>10%)

	Target vs Non Target				Target Asing vs Target Domestik			
	B	S.E.	Wald	Sig.	B	S.E.	Wald	Sig.
ROA	-0.178	0.776	0.776	0.818	5.139	3.959	1.684	0.194
CASH	0.117	0.183	0.183	0.523	0.066	0.14	0.221	0.639
DTA	0.707	0.477	0.477	0.138	-0.511	0.55	0.864	0.352
GROWTH	0.232	0.277	0.277	0.402	-0.137	0.402	0.117	0.733
LnASSET	0.027	0.138	0.138	0.842	0.278	0.224	1.541	0.215
TOBIN'S Q	-0.168	0.273	0.273	0.539	0.259	0.393	0.433	0.510
DIV PAY	0.337	0.285	0.285	0.237	-0.3	0.202	2.213	0.137
Constant	-0.914	1.857	1.857	0.623	-3.752	2.967	1.599	0.206

Target (1) Non target (0)

Sumber: Data yang diolah