



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS FAKTOR DETERMINAN PROBABILITA  
PROPORSI UTANG YANG LEBIH BESAR DALAM  
PENDANAAN AKUISISI**

**TESIS**

**IRFAN ANANDA  
1006830613**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JUNI 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS FAKTOR DETERMINAN PROBABILITA  
PROPORSI UTANG YANG LEBIH BESAR DALAM  
PENDANAAN AKUISISI**

**TESIS**

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

**IRFAN ANANDA  
1006830613**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
JUNI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : Irfan Ananda**

**NPM : 1006830613**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 21 Juni 2012**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : Irfan Ananda  
NPM : 1006830613  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul Tesis : Analisis Faktor Determinan Probabilita Proporsi  
Utang yang Lebih Besar dalam Pendanaan  
Akuisisi

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA

Penguji : Dr. Sylvia Veronica N. P. Siregar

Penguji : Eko Rizkianto, ME

Ditetapkan di : Jakarta  
Tanggal : 21 Juni 2012

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah dan puji syukur penulis panjatkan kepada ke hadirat Allah SWT, atas segala berkat dan rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini tepat pada waktunya. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen, Program Studi Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Dalam masa-masa penulisan, penulis menyadari bahwa hasil yang telah dicapai selama ini tidak terlepas dari bantuan dan dukungan berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih dan rasa hormat serta penghargaan yang setulus-tulusnya kepada pihak-pihak yang telah banyak membantu sehingga tesis ini dapat terwujud, kepada:

1. Prof. Rhenald Kasali, Ph.D. selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
2. Dr. Ir. Tengku Ezni Balqiah M.E selaku Sekretaris Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
3. Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA selaku pembimbing tesis yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan, berdiskusi, memberikan masukan, dan memotivasi penulis dalam penyusunan tesis ini.
4. Ibu Dr. Sylvia Veronica N. P. Siregar dan Bapak Eko Rizkianto, ME selaku dewan penguji yang telah memberikan saran dan kritik membangun bagi penelitian ini.
5. Seluruh dosen dan staf pengajar Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan berbagi pengalaman selama masa perkuliahan.
6. H. Des Yannis, SE dan Hj. Muarti, kedua orang tua saya yang telah memberikan kasih sayang, dukungan moril maupun materil, serta abang-abang saya, Rafisa Mafas dan Istri Chika Siska dan Nur Azmi Yannis, serta adik saya Farnela Sari untuk setiap doa dan dukungannya, serta segenap keluarga besar.

7. Kartika Dian Savitri, untuk setiap bantuan motivasi, doa, serta semangatnya yang tiada henti diberikan dari awal hingga akhir pembuatan tesis ini.
8. Keluarga besar A102, Nosa, Chici, Milka, Gilang, Amel, Mbak Hany, Mbak Tika, Puri, Kartika D. Savitri, Indra, Taufik, Ditto, Farid, Ricky, Faisal, Arya, Nandra, Adit, Arthur, Bayu, Billy dan Earnest, senang telah dapat menjadi bagian dari keluarga ini.
9. Mahasiswa Kelas Keuangan Pagi (KP-102), Rian, Rini, Tya, Rekso, Gerry, Rezka, Paloma, Umi, dan Soni.
10. Indra, Mbak Golda, dan Mbak Deshinta, serta teman-teman seperjuangan lainnya bimbingan tesis dengan Ibu Ancella atas kebersamaan dan berbagi ilmu selama penyusunan tesis ini.
11. Sahabat saya, Dwi, Uchi, Aan, Rini, Rama, Andy, Tyon, Randy, Dedy, Bowo, Andha, Lini, Fransia, Andyn, dan Fera atas doa dan semangat yang diberikan selama kuliah dan penyelesaian tesis ini.
12. Seluruh staf Adpen, Perpustakaan, Resepsionis, dan seluruh staf pegawai Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan banyak bantuan selama ini.

Akhir kata, saya berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 21 Juni 2012

Penulis

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

---

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

Nama : Irfan Ananda  
NPM : 1006830613  
Program Studi : Magister Manajemen  
Departemen : Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Tesis

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 Faktor Determinan Probabilita Proporsi Utang yang Lebih Besar dalam  
Pendanaan Akuisisi

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada Tanggal : 21 Juni 2012  
Yang Menyatakan



(Irfan Ananda)

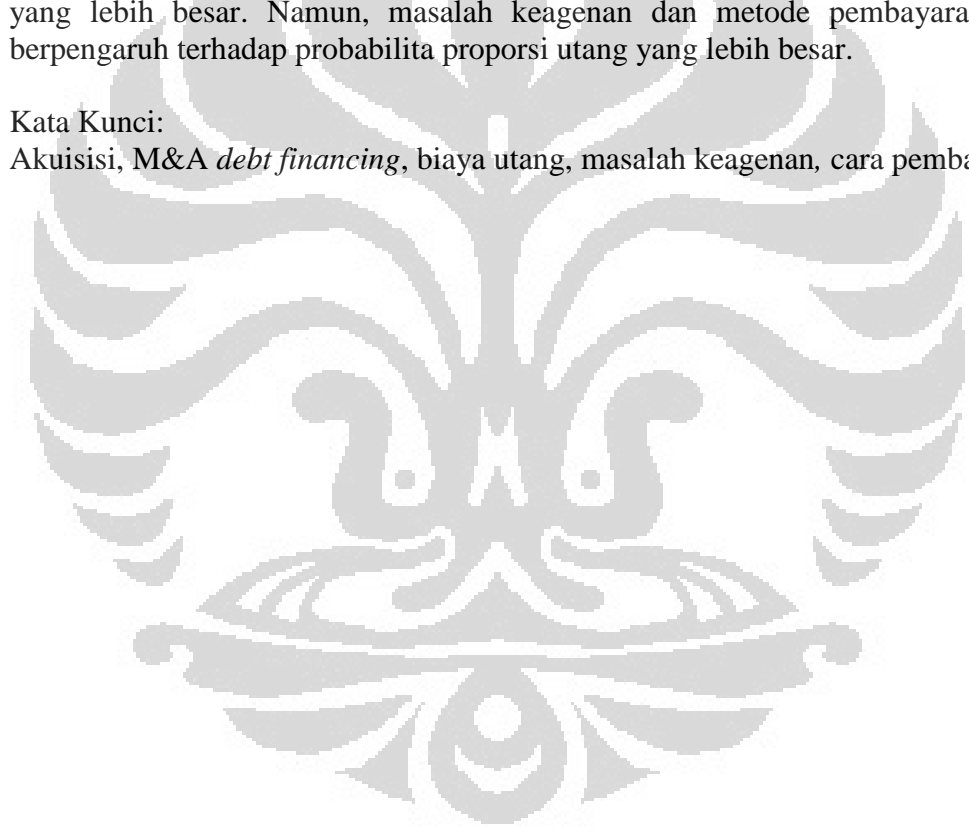
## ABSTRAK

Nama : Irfan Ananda  
Program Studi : Manajemen Keuangan  
Judul : Analisis Faktor Determinan Probabilita Proporsi Utang yang Lebih Besar dalam Pendanaan Akuisisi

Tesis ini bertujuan untuk menguji pengaruh biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran terhadap probabilita proporsi utang yang lebih besar dalam pendanaan akuisisi. Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan model regresi *binary logistic* dengan sampel 61 observasi dari perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000 sampai 2011. Hasil dari penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa biaya utang perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilita proporsi utang yang lebih besar. Namun, masalah keagenan dan metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap probabilita proporsi utang yang lebih besar.

Kata Kunci:

Akuisisi, M&A *debt financing*, biaya utang, masalah keagenan, cara pembayaran.





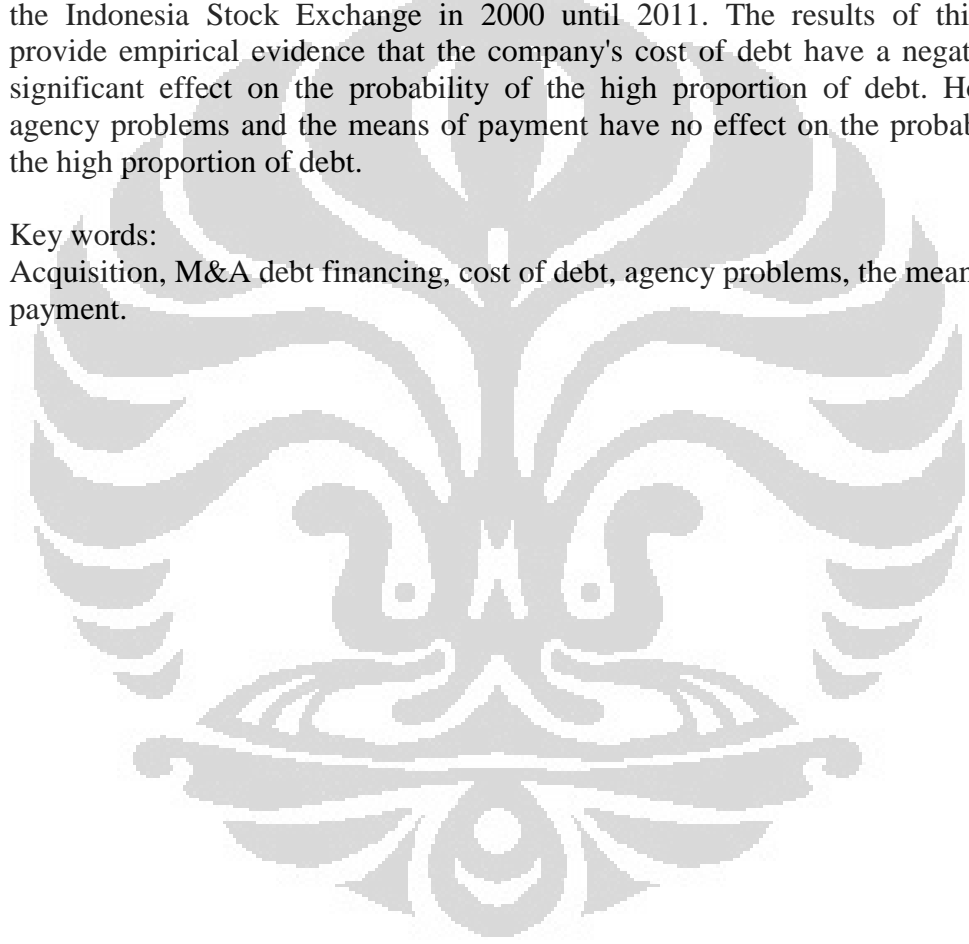
## ABSTRACT

Name : Irfan Ananda  
Study Program : Financial Management  
Title : Determinant Factors of High Debt Proportion Probability on Acquisition Financing

This thesis conducted to examine the effect of cost of debt, agency problems, and the means of payment to the high debt proportion probability to finance acquisitions. Hypothesis testing is done by using binary logistic regression model with a sample of 61 observations of firms conducting acquisitions and listed on the Indonesia Stock Exchange in 2000 until 2011. The results of this study provide empirical evidence that the company's cost of debt have a negative and significant effect on the probability of the high proportion of debt. However, agency problems and the means of payment have no effect on the probability of the high proportion of debt.

Key words:

Acquisition, M&A debt financing, cost of debt, agency problems, the means of payment.



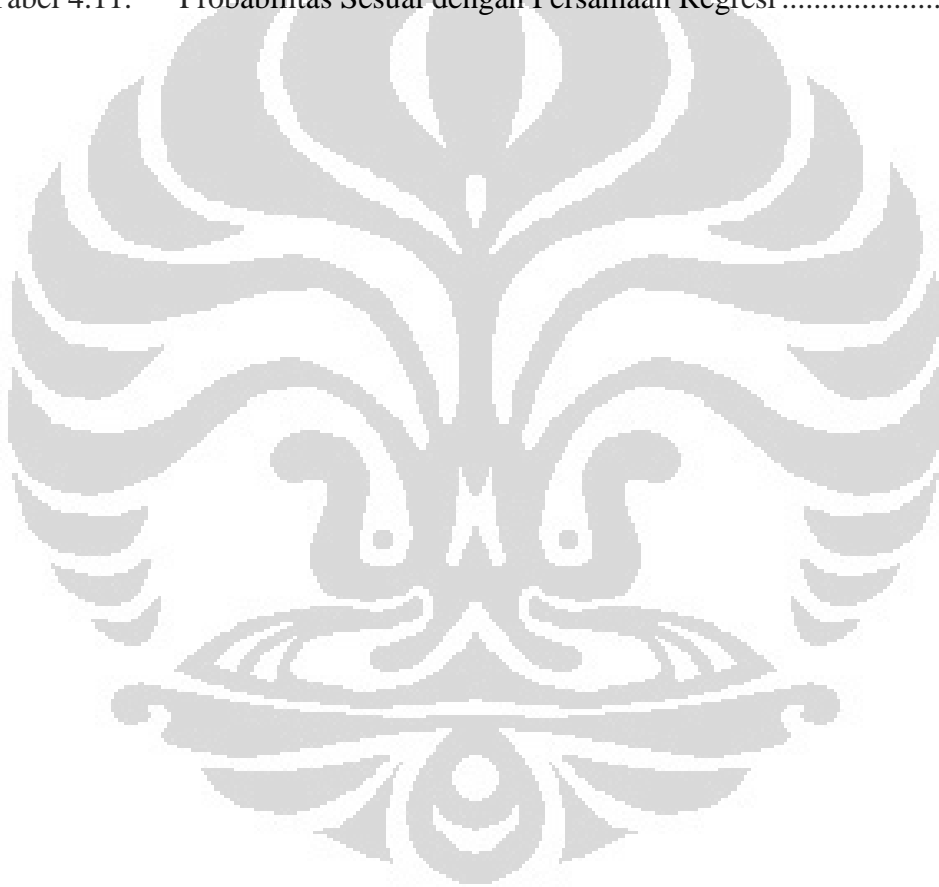
## DAFTAR ISI

<b>LEMBAR JUDUL</b> .....	<b>i</b>
<b>LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS</b> .....	<b>ii</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI</b> .....	<b>iii</b>
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	<b>iv</b>
<b>PERSETUJUAN PUBLIKASI</b> .....	<b>vi</b>
<b>ABSTRAK</b> .....	<b>vii</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>ix</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xi</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xii</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xiii</b>
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	3
1.3 Tujuan Penelitian .....	4
1.4 Manfaat Penelitian .....	4
1.5 Sistematika Penulisan .....	5
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1 Akuisisi .....	7
2.2 <i>M&amp;A Financing Decision</i> .....	11
2.2.1 Biaya Modal .....	12
2.2.2 Masalah Keagenan.....	14
2.2.3 Cara Pembayaran .....	19
2.2.5 <i>Leverage</i> .....	22
2.3 Kerangka Konseptual .....	23
2.4 Pengembangan Hipotesis Penelitian .....	24
<b>BAB 3 METODE PENELITIAN</b>	
3.1 Model Penelitian .....	27
3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian .....	28
3.2.1 Variabel Dependen .....	28
3.2.2 Variabel Independen.....	29
3.2.2.1 Biaya Utang.....	29
3.2.2.2 Masalah Keagenan .....	29
3.2.2.3 Cara Pembayaran .....	30
3.2.3 Variabel Kontrol .....	30
3.2.3.1 Profitabilitas .....	30
3.2.3.2 <i>Leverage</i> .....	30
3.3 Pengujian Empiris .....	31
3.3.1 Statistik Deskriptif.....	32
3.3.2 Analisis Korelasi.....	32
3.3.3 Pengujian <i>Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)</i> .....	33
3.3.4 Pengujian Simultan ( <i>Omnibus Test of Model Coefficient</i> ) .....	34

3.3.5	Koefisien Determinasi ( <i>Model Summary</i> ) .....	34
3.3.6	Pengujian Regresi Logistik.....	34
3.4	Populasi dan Sampel .....	34
3.5	Pengumpulan Data .....	35
<b>BAB 4</b>	<b>ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1	Deskripsi Sampel Penelitian .....	36
4.2	Statistik Deskriptif .....	39
4.3	Analisis Korelasi .....	41
4.4	Analisis Regresi Logistik .....	43
4.4.1	Uji <i>Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)</i> .....	43
4.4.2	Pengujian Simultan ( <i>Omnibus Tests of Model Coefficients</i> ).....	44
4.4.3	Koefisien Determinasi ( <i>Model Summary</i> ).....	44
4.4.4	Pengujian Regresi Logistik.....	45
4.4.4.1	Pengaruh Biaya Utang Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi .....	47
4.4.4.2	Pengaruh Masalah Keagenan Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi .....	48
4.4.4.3	Pengaruh Cara Pembayaran Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi .....	49
4.4.4.4	Analisis Pengaruh Profitabilitas dan <i>Leverage</i> Terhadap Probabilita Penggunaan Utang untuk Pendanaan Akuisisi .....	51
<b>BAB 5</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
5.1	Kesimpulan .....	53
5.2	Keterbatasan Penelitian.....	54
5.3	Saran.....	54
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	.....	56
<b>LAMPIRAN</b>		

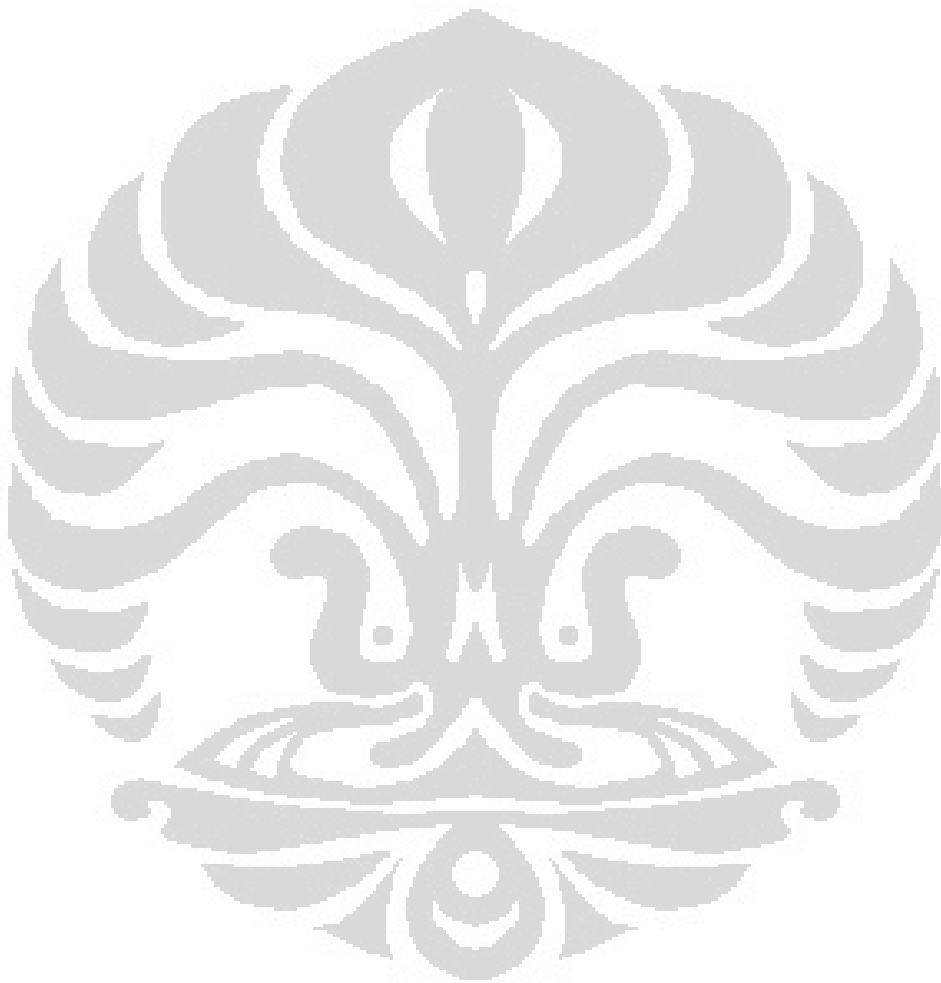
## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Prosedur Penetapan Sampel .....	36
Tabel 4.2	Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri .....	37
Tabel 4.3	Distribusi Perusahaan Berdasarkan Tahun Akuisisi .....	38
Tabel 4.4	Distribusi Perusahaan Berdasarkan <i>Quarter</i> .....	39
Tabel 4.5	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	40
Tabel 4.6	Analisis Korelasi Pearson .....	42
Tabel 4.7	Pengujian <i>Hosmer and Lemeshow Test</i> .....	44
Tabel 4.8	Pengujian <i>Omnibus Test of Model Coefficient</i> .....	44
Tabel 4.9	Koefisien Determinasi .....	44
Tabel 4.10.	Hasil Regresi Logistik.....	45
Tabel 4.11.	Probabilitas Sesuai dengan Persamaan Regresi .....	47



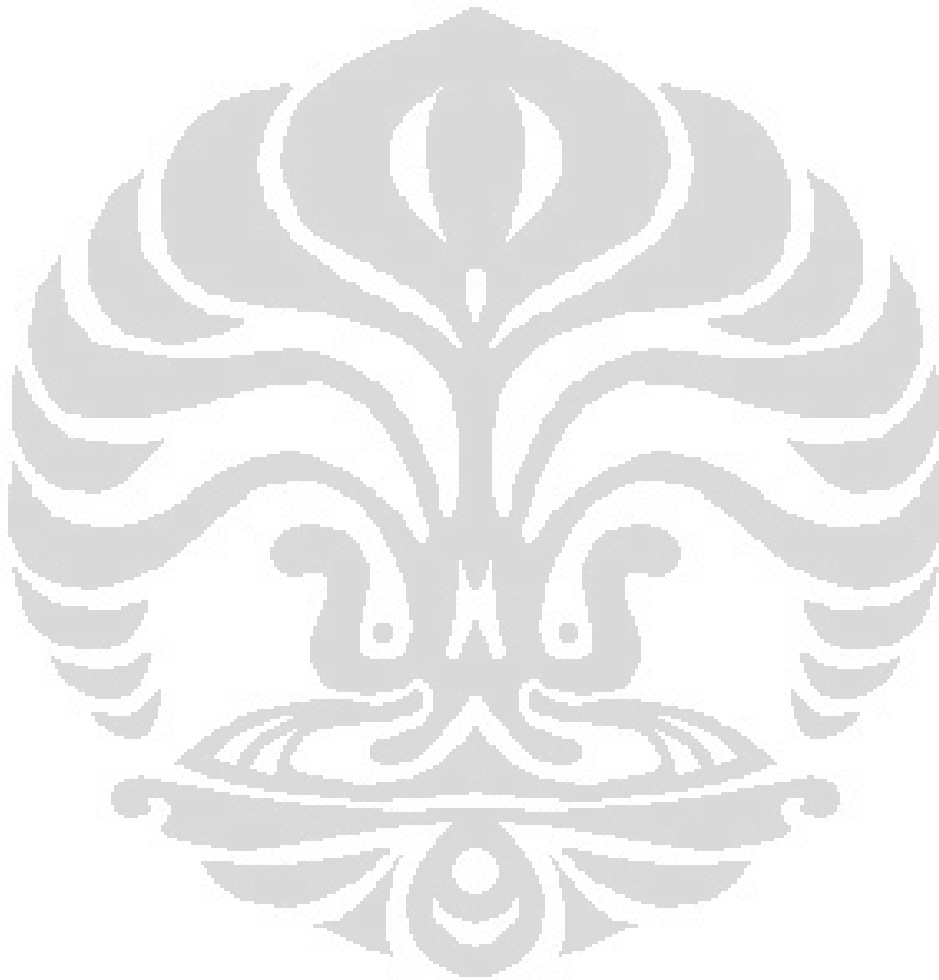
## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Konseptual Penelitian.....	24
------------	-------------------------------------	----



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Sampel Perusahaan yang Melakukan Akuisisi.....	62
Lampiran 2	Daftar Perhitungan Regresi yang Sesuai.....	64



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Salah satu tujuan perusahaan adalah meningkatkan kesejahteraan pemegang saham atau memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan meningkatkan nilai perusahaan (Ross *et al.*, 2010). Oleh karena itulah sebaiknya perusahaan terus memotivasi dirinya untuk menyiapkan strategi dan inovasi baru agar bisa mempertahankan kelangsungan bisnis dan meningkatkan kinerjanya. Selain itu perusahaan harus mampu bersaing dengan perusahaan domestik lain maupun perusahaan internasional. Salah satu dari sekian banyak strategi yang bisa dilakukan perusahaan untuk memperbesar usaha dan nilai perusahaannya adalah dengan melakukan Merjer dan Akuisisi (M&A). Tidak ada perusahaan yang dianggap aman dari kemungkinan *takeover* atau akuisisi. *Takeover* bisa meningkatkan nilai dan efisiensi sumber daya sehingga penggunaannya menjadi optimal, sehingga meningkatkan nilai pemegang saham (Weston *et al.*, 2004).

Alasan dari perusahaan melakukan merjer dan akuisisi cukup beragam menurut beberapa penelitian terdahulu. Alasannya seperti meraih pangsa pasar yang lebih besar, adanya akses inovasi untuk mengurangi risiko pengembangan produk baru, untuk mencapai skala ekonomi, dan meningkatkan daya saing perusahaan (Kumar dan Bansal, 2008). Menurut Martin dan McConnell (1991) ada dua motif perusahaan melakukan merjer dan akuisisi, yaitu (1) Mendorong terjadinya sinergi antara *bidder* (perusahaan pengakuisisi) dan *target* (perusahaan yang diakuisisi) dalam bentuk efisiensi karena penggabungan operasi atau fisik sehingga dapat bersaing di pasar, (2) Untuk mendisiplinkan atau mengawasi kinerja manajer dari perusahaan target agar dapat menciptakan keunggulan produk. Sedangkan menurut Brigham dan Houston (1998), beberapa alasan merjer dan akuisisi adalah sinergi, pertimbangan pajak, diversifikasi, membeli aset dibawah biaya penggantian, insentif bagi manajer, dan *break up value*. Merjer dan akuisisipun menawarkan berbagai keuntungan, seperti akses langsung ke

teknologi, produk, saluran distribusi, dan posisi pasar yang menguntungkan (Al-Laham *et al.*, 2010).

Kegiatan akuisisi dibiayai oleh dana yang bisa didapatkan dari dana internal maupun eksternal perusahaan. Perusahaan yang akan melakukan akuisisi harus memilih keputusan pembiayaan seperti apa yang tepat untuk membiayai akuisisi tersebut, apakah dengan kas perusahaan, utang, atau menerbitkan saham baru. Transaksi merger dan akuisisi mungkin tampak mirip, terlepas dari apakah pembayaran dilakukan dengan tunai atau dengan menerbitkan saham baru (Bruslerie, 2011). Dalam kenyataannya, akuisisi sepenuhnya dibiayai oleh dana internal yaitu kas perusahaan dan setidaknya sepertiga bagian dibiayai dana eksternal dengan persentase tujuh puluh persen dengan utang dan tiga puluh persen dengan saham atau ekuitas (Martynova dan Renneboog, 2009). Pada umumnya pemilihan pembiayaan akuisisi tergantung pada pilihan terbaik menurut pemegang saham perusahaan target untuk menerima pembayaran dalam bentuk tunai dibandingkan dalam bentuk saham *bidder* (Ismail dan Krause, 2010). Ada tiga faktor yang dapat mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan untuk melakukan akuisisi, yaitu biaya modal, masalah keagenan, dan cara pembayaran (Martynova dan Renneboog, 2009).

Faktor-faktor penentu keputusan pendanaan perusahaan dapat dibagi menjadi dua penjelasan dominan: (1) Pertimbangan biaya modal dan (2) Isu-isu yang terkait dengan keagenan. Poin pertama mendukung bahwa ketidaksempurnaan pasar atau kekakuan institusional, seperti *asymmetric information* (Myers dan Majluf, 1984), perlindungan hukum terhadap pemegang saham dan kreditur (La Porta *et al.*, 1998), atau pajak (Modigliani dan Miller, 1963), secara tidak proporsional dapat mempengaruhi biaya utang dan biaya ekuitas. Sedangkan poin kedua mendukung bahwa perusahaan menerbitkan saham yang spesifik bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen, pemegang saham, dan kreditur (Myers, 1977; Zwiebel, 1996). Untuk keputusan pembiayaan dalam melakukan akuisisi perusahaan, dibahas mengenai cara pembayaran yang lebih disukai dalam kesepakatan akuisisi, sehingga dapat mempengaruhi sumber pembiayaan yang dipilih oleh *bidder* (Martynova dan Renneboog, 2009).



Penelitian sebelumnya menemukan bahwa *bidder* memiliki preferensi sistematis untuk sumber pembiayaan tertentu untuk membiayai akuisisi yang tergantung pada karakteristik dari perusahaan (seperti arus kas, kapasitas utang, peraturan *corporate governance*, dan peluang pertumbuhan) dan pada karakteristik akuisisi itu sendiri (ukuran relatif dari perusahaan target, pemaksaan tawaran, status publik atau swasta dari perusahaan target, dll). Keputusan pembiayaan tidak mempunyai hubungan dengan masalah keagenan. Hasil terakhir adalah keputusan pembiayaan akuisisi dipengaruhi oleh pilihan cara pembayaran yang lebih disukai dan spesifik yang merupakan strategi dari *bidder* (Martynova dan Renneboog, 2009). Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Martynova dan Renneboog (2009) sebelumnya dalam hal variabel utama, variabel independen, pengukuran variabel AGENCY, dan penambahan variabel kontrol. Pada penelitian sebelumnya variabel utama yang digunakan adalah keputusan pembiayaan, sedangkan dalam penelitian ini adalah probabilitas utang. Variabel independen di penelitian sebelumnya adalah biaya modal, masalah keagenan, dan cara pembayaran, sedangkan dalam penelitian ini adalah biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran. Penelitian sebelumnya mengukur AGENCY dengan *agency cost of debt*, sedangkan dalam penelitian ini pengukurannya adalah *free cash flow* atas total aset. Penelitian ini menambahkan dua variabel kontrol, yaitu probabilitas dan *leverage*.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka permasalahan yang menjadi pertanyaan dari penelitian ini adalah:

1. Apakah biaya utang mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk pendanaan akuisisi?
2. Apakah masalah keagenan mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk pendanaan akuisisi?
3. Apakah cara pembayaran mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk pendanaan akuisisi?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah diformulasikan, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor apa yang menentukan keputusan pembiayaan dalam mengakuisisi perusahaan. Sehingga tujuannya adalah:

1. Untuk mengetahui apakah biaya utang mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk mendanai kegiatan akuisisi perusahaan.
2. Untuk mengetahui apakah masalah keagenan mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk mendanai kegiatan akuisisi perusahaan.
3. Untuk mengetahui apakah cara pembayaran mempengaruhi probabilitas proporsi utang yang besar untuk mendanai kegiatan akuisisi perusahaan.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Beberapa manfaat yang dapat diberikan oleh penelitian ini antara lain:

- Bagi investor

Hasil dari penelitian ini berguna bagi investor sebagai informasi masukan dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi pada perusahaan yang akan melakukan akuisisi. Penelitian ini memberikan informasi bahwa keputusan pembiayaan akuisisi yang dipilih perusahaan mempunyai dampak terhadap struktur modal perusahaan.

- Bagi perusahaan

Hasil penelitian ini menyediakan pengetahuan mengenai faktor apa saja yang akan mempengaruhi keputusan pembiayaan yang dipilih perusahaan apabila ingin melakukan akuisisi. Selain itu, hasil penelitian ini berguna bagi perusahaan untuk mempertimbangkan keputusan pembiayaan apa yang tepat bagi perusahaan jika akan melakukan akuisisi.

- Bagi regulator

Hasil dari penelitian ini memberikan gambaran kepada regulator (pembuat peraturan), yaitu Bapepam-LK mengenai faktor apa saja yang dapat

mempengaruhi keputusan pembiayaan khususnya penggunaan utang apabila perusahaan ingin melakukan akuisisi. Dengan demikian, penelitian ini memberikan informasi dalam melakukan kajian dan menetapkan kebijakan-kebijakan di masa mendatang yang berkaitan dengan pelaporan kegiatan akuisisi perusahaan yang harus dilaporkan kepada Bapepam-LK secara terperinci mengenai tata cara akuisisi yang dilakukan.

- Bagi perbankan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi bank, khususnya bank yang akan memberikan fasilitas pinjaman kepada perusahaan yang akan melakukan akuisisi, sebagai informasi untuk memperkirakan penggunaan utang dalam akuisisi perusahaan, sehingga bank dapat memberikan bunga pinjaman yang kompetitif kepada perusahaan tersebut.

- Bagi akademisi

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan dan gagasan baru bagi penelitian selanjutnya, khususnya mengenai faktor yang mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan dalam melakukan akuisisi.

## 1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini akan diatur dalam lima bab dengan tiga bab sebelumnya merupakan dasar untuk menyelesaikan penelitian ini. Sistematika penulisannya adalah sebagai berikut:

### BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan yang akan digunakan dalam penelitian ini.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menggambarkan tinjauan pustaka yang membahas teori yang relevan dengan penelitian yang diambil dari berbagai literatur dan penelitian-penelitian sebelumnya yang dapat mendukung penelitian ini. Tinjauan pustaka ini menjadi sumber dasar untuk membangun penelitian. Teori-teori yang akan dibahas dalam bab ini mengenai akuisisi, *M&A financing decision*, biaya modal, masalah keagenan, cara pembayaran, profitabilitas, dan *leverage*. Selain itu terdapat kerangka konseptual dan pengembangan hipotesis dari penelitian.

## BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan langkah-langkah yang diuraikan dalam penelitian ini yang terdiri dari model penelitian, definisi dan pengukuran variabel yang digunakan, pengujian empiris dalam pengolahan data, penetapan sampel data yang digunakan, dan teknik pengumpulan data.

## BAB 4 ANALISIS HASIL PENELITIAN

Bab ini menjelaskan deskripsi sampel penelitian, serta analisis dan diskusi yang merupakan penjelasan informasi yang dihasilkan dalam pengolahan dan pengumpulan data menggunakan metode berdasarkan dasar teoretis yang terdiri dari statistik deskriptif, analisis korelasi, uji multikolinearitas, dan analisis regresi logistic yang telah ditetapkan serta menjelaskan analisis hasil pengujian hipotesis.

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Sebagai akhir penelitian ini, bab ini akan menyimpulkan semua hasil penelitian, implikasi penelitian bagi investor, perusahaan, dan akademisi, keterbatasan penelitian, dan menyarankan beberapa solusi yang akan menjadi pertimbangan untuk penelitian terkait yang selanjutnya di masa mendatang.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Akuisisi

Henry (2011) mengatakan bahwa strategi yang bisa digunakan untuk pertumbuhan atau *growth* suatu organisasi salah satunya adalah dengan melakukan kegiatan *merger and acquisition* (M&A). Pengertian akuisisi itu sendiri ada berbagai macam. Menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Indonesia (PSAK) No. 22 (2002), akuisisi (*acquisition*) adalah suatu bentuk penggabungan usaha ketika salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquiror*), mendapatkan kendali atas aktiva netto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*) dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham. Pada UU No. 40 tahun 2007 pasal 1 ayat (11), akuisisi adalah suatu perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perorangan untuk mengambilalih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut.

Akuisisi menurut beberapa peneliti, seperti Moin (2003), akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan, tetapi baik perusahaan pengambilalih atau yang diambilalih tetap ada sebagai badan hukum yang terpisah. Menurut Sherman dan Hart (2006), akuisisi adalah aktivitas pembelian aset seperti pabrik, divisi, atau bahkan seluruh perusahaan. Akuisisi biasanya melibatkan satu perusahaan sebagai pembeli atau *buyer* yang membeli aset atau saham perusahaan penjual atau *seller* dengan bentuk pembayaran tunai, saham dari *buyer*, atau aset lain yang berharga kepada *seller*. Menurut Weston *et al.* (2004), perusahaan pengakuisisi (*bidder*) biasanya mencari persetujuan manajemen dan dewan direksi dari perusahaan target yang kemudian membuat tawaran langsung ke pemegang saham perusahaan target. *Bidder* yang memperoleh 50% atau lebih saham perusahaan target adalah setara dengan telah menerima persetujuan pemegang saham. Menurut Henry (2011), sebuah akuisisi muncul ketika suatu organisasi berupaya mendapatkan organisasi lain yang biasanya lebih kecil.

Perusahaan yang telah memutuskan untuk mengambil alih perusahaan lain disebut sebagai penawar atau *bidder*. *Bidder* memberikan penawaran untuk membayar tunai atau dengan surat berharga untuk mendapatkan saham atau aset perusahaan lain. Jika tawaran itu diterima, maka perusahaan target akan menyerahkan kontrol atas saham atau aset kepada *bidder* dalam pertukaran untuk pertimbangan, seperti saham, kewajiban, maupun kas perusahaan (Ross *et al.*, 2010). Akuisisi mungkin dilakukan demi kepentingan kedua organisasi terutama ketika perusahaan yang mengakuisisi memiliki sumber keuangan yang cukup besar dan perusahaan yang akan diakuisisi memiliki teknologi yang eksklusif tetapi membutuhkan dana untuk mengembangkannya lebih lanjut (Henry, 2011).

Analisis keuangan mengklasifikasikan akuisisi menjadi tiga tipe (Ross *et al.*, 2010), yaitu:

1. *Horizontal acquisition*, baik perusahaan *acquirer* maupun perusahaan target berada di industri yang sama.
2. *Vertical acquisition*, masing-masing perusahaan berada di tingkat yang berbeda dalam proses produksi.
3. *Conglomerate acquisition*, perusahaan *acquirer* dan perusahaan target tidak berhubungan sama sekali.

Menurut Weston *et al.* (2004) berdasarkan faktor pajak, akuisisi dibedakan menjadi *taxable* dan *nontaxable acquisitions*. Jika akuisisi melibatkan pertukaran saham dari satu perusahaan untuk saham perusahaan yang lain, maka itu adalah transaksi tidak kena pajak (*nontaxable*). Namun, jika uang tunai atau utang yang digunakan, maka itu adalah transaksi kena pajak (*taxable*). Berdasarkan jenis transaksi pembeliannya, akuisisi dibagi menjadi dua yaitu transaksi pembelian saham atau *stock purchase* dan pembelian aset atau *asset purchase* (Sherman dan Hart, 2006). Dalam transaksi pembelian saham, saham *seller* tidak selalu dikombinasikan dengan perusahaan *buyer* yang ada, tetapi sering disimpan terpisah sebagai anak perusahaan baru atau divisi operasi. Sedangkan dalam transaksi pembelian aset, aset disampaikan oleh *seller* kepada *buyer* menjadi aset tambahan bagi perusahaan *buyer* dengan harapan bahwa nilai aset yang dibeli akan melebihi harga yang dibayarkan dari waktu ke waktu, sehingga

meningkatkan nilai pemegang saham sebagai akibat dari manfaat strategis atau keuangan dari transaksi tersebut.

Alasan perusahaan melakukan kegiatan akuisisi menurut Sherman dan Hart (2006), bisa dilihat dari dua sisi, baik dari sisi *seller* maupun dari sisi *buyer*. Ada empat hal yang bertindak sebagai motivator bagi *seller* untuk melakukan akuisisi, yaitu kepemilikan perusahaan mendekati pensiun atau siap untuk keluar, ketidakmampuan untuk bersaing sebagai perhatian independen perusahaan, kebutuhan atau keinginan untuk memperoleh penghematan biaya melalui skala ekonomi, dan akses ke sumber daya yang lebih besar dari perusahaan yang mengakuisisi. Delapan motivator *buyer* untuk melakukan akuisisi diantaranya adalah peningkatan pendapatan, pengurangan biaya, sinergi vertikal dan atau horizontal operasional atau skala ekonomi, pertumbuhan tekanan dari investor, kurang dimanfaatkannya sumber daya, keinginan untuk mengurangi jumlah pesaing (meningkatkan pangsa pasar dan mengurangi kompetisi harga), kebutuhan untuk mendapatkan pijakan di pasar geografis yang baru terutama jika pasar dalam keadaan jenuh, dan keinginan untuk diversifikasi ke produk dan layanan baru.

Sedangkan menurut Trautwein (1990), motivasi yang melandasi perusahaan melakukan M&A adalah (1) *efficiency theory*, yaitu teori yang memandang M&A merupakan suatu kegiatan yang dilakukan untuk meraih sinergi, baik secara finansial, operasional, maupun manajerial; (2) *monopoly theory*, yaitu teori yang memandang bahwa M&A digunakan untuk meraih pangsa pasar yang lebih besar; (3) *valuation theory*, yaitu teori yang menyatakan bahwa M&A dilaksanakan oleh manajer yang mempunyai informasi lebih baik terkait nilai dari perusahaan target dibandingkan informasi yang beredar di pasar; (4) *empire-building theory* ialah teori yang memandang M&A sebagai kegiatan untuk mengejar keuntungan pribadi semata tanpa memikirkan kepentingan pihak lain, khususnya pemegang saham; (5) *procces theory*, ialah teori yang memandang M&A sebagai suatu akhir dari proses dalam manajemen strategik perusahaan; (6) *raider theory* yang mengatakan bahwa M&A adalah pendorong terjadinya *transfer of wealth* dari pemegang saham perusahaan target, seperti *greenmail* terhadap pihak manajemen atau pihak yang terkait lainnya yang telah membantu

memperlancar kegiatan M&A; (7) *disturbance theory* yang memandang M&A sebagai akibat dari adanya perubahan atau gangguan dalam ekonomi, baik itu dalam skala mikro maupun skala makro.

Tujuan perusahaan melakukan akuisisi menurut Henry (2011) yaitu demi menuju pertumbuhan agar dapat memasuki pasar baru dengan cepat dan memperoleh sumber daya dan kemampuan yang saat ini tidak memiliki. Meskipun strategi akuisisi populer digunakan untuk mengejar pertumbuhan di kalangan industri, perusahaan masih menghadapi risiko kegagalan yang tinggi dari akuisisi itu sendiri (Husted *et al.*, 2005). Menurut Weston (2004) biasanya perusahaan melakukan akuisisi untuk memperbesar ukuran atau *size* perusahaan karena penggabungan dari dua perusahaan akan menciptakan skala ekonomi atau sinergi dan *economies of scope*. Salah satu aspek dari skala ekonomi berasal dari hubungan antara teknis dan teknik, misalnya antara volume dan luas permukaan. Skala ekonomi tercipta karena volume meningkat secara tidak proporsional terhadap luas permukaan. Tujuan selanjutnya adalah *returns to scale* yang dapat dibedakan dari pemanfaatan peningkatan kapasitas yang menyebarkan biaya tetap atas sejumlah besar unit. Hal yang terpenting dalam *returns to scale* adalah spesialisasi, perusahaan yang berukuran lebih besar dapat mengatur produksinya menjadi kelompok spesialis yang menekankan satu tugas. Skala ekonomi memungkinkan sebuah perusahaan untuk menghasilkan produk tambahan terkait dengan yang biaya lebih rendah karena adanya pengalaman dengan produk yang ada sebelumnya. Tujuan yang lainnya adalah transfer teknologi.

Menurut Ravenscroft dan Scherer dalam Payamta dan Setiawan (2004), ada beberapa alasan mengapa perusahaan melakukan M&A, yaitu (1) untuk mengganti manajer yang tidak efisien, (2) demi mencapai skala ekonomi dalam produksi, distribusi dan pembiayaan, (3) untuk menarik kekuatan monopoli bagi perusahaan, (4) untuk dimanfaatkan sebagai kesempatan demi mengurangi pajak, dan (5) untuk membangun kerajaan bisnis. Kegiatan M&A dimaksudkan agar perusahaan mendapatkan daerah pemasaran yang lebih luas dan diimbangi dengan volume penjualan yang lebih besar; dapat mengembangkan perusahaan yang lebih kuat, produksi dan manajemen perusahaan yang lebih baik; penurunan biaya dengan melakukan penghematan dan efisiensi karena skala produksi yang lebih



besar; peningkatan pengendalian pasar dan posisi bersaing; diversifikasi lini-lini produk yang dimiliki perusahaan; perbaikan posisi yang terkait dengan sumber pengadaan bahan baku dan peningkatan yang menitikberatkan pada modal untuk pertumbuhan sebagai biaya yang rendah atas pinjaman (Drebin, 1993). M&A memiliki dua kategori besar, tipe pertama memanfaatkan sinergi dan peluang pertumbuhan dan tipe kedua mencari efisiensi yang lebih besar melalui PHK, konsolidasi dan pengurangan investasi (Lambrecht dan Myers, 2005).

Akuisisi memberikan beberapa keuntungan bagi perusahaan, seperti peningkatan kemampuan dalam hal pemasaran, riset, kemampuan manajerial, transfer teknologi, dan efisiensi berupa penurunan biaya produksi (Hitt *et al.*, 2002). Dengan terciptanya sinergi dalam akuisisi, ada beberapa sumber dan manfaat dari sinergi yang dapat diperoleh menurut Ross *et al.* (2010), seperti peningkatan pendapatan yang bisa diperoleh dari *marketing gains*, *strategic benefits*, dan *market or monopoly power*; pengurangan biaya-biaya dengan meningkatnya efisiensi dari operasional perusahaan melalui tercapainya skala ekonomi, *economies of vertical integration*, transfer teknologi, *complementary resources*, dan penghapusan manajemen yang tidak efisien; dan manfaat terakhir adalah insentif dari adanya pengurangan pajak yang didapat dari *the use of tax losses*, *the use of unused debt capacity*, dan *the use of surplus funds*. Manfaat yang akan diperoleh dari M&A menurut Henry (2011) adalah kecepatan, masuk pasar, dan akses cepat terhadap kemampuan, serta meningkatkan pangsa pasar.

## 2.2 M&A Financing Decision

Ada berbagai macam pilihan untuk membiayai transaksi M&A ini, dari pembiayaan ekuitas yang sederhana sampai transaksi yang berlapis dengan berbagai tingkatan utang dan ekuitas. Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur pembiayaan tersebut diantaranya adalah ukuran dan kompleksitas dari transaksi, posisi kas *bidder*, pasar dari saham *bidder*, ketentuan dalam harga pembelian, dan kondisi makro pasar keuangan (Sherman dan Hart, 2006). Ekonom keuangan masih belum memiliki pemahaman lengkap tentang bagaimana perusahaan mengambil keputusan pembiayaan. Tiga teori yang mendominasi

dalam keputusan pembiayaan seperti teori *trade-off* yang berfokus pada tingkat pembiayaan utang yang mengoptimalkan manfaat pajak dikurangi biaya kebangkrutan dari biaya utang, teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan menerbitkan utang ketika tingkat asimetri informasi yang tinggi membuat penerbitan saham menjadi terlalu mahal, dan teori *market timing* mengatakan bahwa manajer perusahaan lebih cenderung untuk menerbitkan saham setelah periode pasar menerjang (Selvarajah dan Ursel, 2011).

Ada empat sumber pembiayaan yang biasa digunakan dalam kegiatan akuisisi, yaitu dana internal (*internal funds*), utang (*debt*), saham (*equity*), atau gabungan diantara sumber-sumber tersebut (Martynova dan Renneboog, 2009). Sumber pembiayaan eksternal seperti utang dan saham lebih sering digunakan dalam akuisisi, namun juga melibatkan pembayaran secara tunai. Akuisisi dengan cara pembayaran yang sama tetapi berbeda sumber pembiayaan transaksi tersebut dalam kenyataannya cukup berbeda. Menurut Martynova dan Renneboog (2009), faktor yang bisa mempengaruhi keputusan pembiayaan akuisisi adalah biaya modal, masalah keagenan, dan cara pembayaran.

Penelitian yang pernah meneliti mengenai alternatif sumber pendanaan perusahaan dengan menggunakan utang adalah penelitian yang dilakukan oleh Khurniasari (2010). Penelitian tersebut mengatakan bahwa perusahaan dengan kondisi kapasitas utang berlebih akan memiliki kesempatan menggunakan utang sebagai alternatif sumber pendanaan. Namun, penggunaan utang yang mendominasi struktur modal menyebabkan perusahaan menjadi *highly leveraged* dan dianggap sangat berisiko.

### **2.2.1 Biaya Modal**

Biaya modal atau *cost of capital* mencerminkan *opportunity cost* dari dana untuk investasi di suatu perusahaan. Jika investasi yang ditanamkan oleh investor diharapkan akan mendapatkan tingkat pengembalian di bawah biaya modal mereka, maka investor akan memiliki alternatif superior untuk dana mereka (Talbot, 2001). Biaya modal merupakan salah faktor yang penting untuk dipertimbangkan sebuah perusahaan dalam hal pembiayaan atas investasi yang

akan mereka lakukan, salah satunya akuisisi. Dalam penelitian yang dilakukan di luar negeri, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan metode yang paling sering digunakan untuk mengestimasi biaya ekuitas (Truong *et al.*, 2008).

Rumus CAPM digunakan untuk mendapatkan biaya ekuitas, dengan rumus (Bodie *et al.*, 2011):

$$r_s = r_f + \beta \times (Er_m - r_f) \quad (2.1)$$

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

Teori *pecking order* dari struktur modal adalah salah satu teori yang paling berpengaruh pada *leverage* perusahaan. Menurut Myers dan Majluf (1984), karena kemungkinan adanya pemilihan yang salah, perusahaan lebih memilih dana internal dibandingkan pembiayaan eksternal. Ketika dana dari luar diperlukan, perusahaan lebih memilih utang daripada saham karena biaya informasi yang rendah yang terkait dengan penerbitan utang, sehingga saham jarang diterbitkan (Frank dan Goyal, 2002). Ide-ide ini disempurnakan sehingga menjadi kunci prediksi yang dapat diuji oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999). Defisit pada pembiayaan biasanya dicocokkan pernilai oleh perubahan utang perusahaan. Ketika para manajer cenderung memilih jumlah yang sedikit dari tingkat utang yang optimal pada perusahaan dalam keputusan struktur modalnya, mereka akan menurunkan nilai perusahaan dan akibatnya meningkatkan biaya modal (Koerniadi dan Tourani-Rad, 2009).

Biaya modal itu terdiri dari biaya utang atau *cost of debt* dan biaya ekuitas atau *cost of equity*. Perusahaan menentukan sumber pembiayaan investasinya dengan memilih biaya yang paling rendah dari kedua biaya tersebut. Biaya utang lebih mudah untuk ditentukan, yaitu biaya peminjaman. Perusahaan umumnya dapat memperoleh informasi ini baik dengan memeriksa hasil atas obligasi yang diperdagangkan secara publik atau dengan berbicara kepada bankir komersial dan

investasi. Biaya utang bisa dari *yield* pada obligasi yang diterbitkan perusahaan, maupun dari bunga pinjaman jika perusahaan meminjam ke bank (Ross, *et al.*, 2010). Jika perusahaan menggunakan utang dan saham untuk membiayai investasinya, maka biaya modal perusahaan dihitung dengan rata-rata tertimbang dari biaya utang dan biaya ekuitas yang dikenal dengan *Weighted Average Cost of Capital* ( $R_{WACC}$ ). Rumus dari WACC adalah sebagai berikut (Ross *et al.*, 2010):

$$R_{WACC} = \frac{S}{S+B} \times R_S + \frac{B}{S+B} \times R_B \quad (2.2).$$

Oleh karena biaya utang berhubungan dengan bunga pinjaman, maka bunga tersebut dapat mengurangi penghasilan kena pajak yang berujung dengan pengurangan beban pajak pada level perusahaan. Sehingga rumus WACC menjadi (Ross *et al.*, 2010):

$$R_{WACC} = \left( \frac{S}{S+B} \right) \times R_S + \left( \frac{B}{S+B} \right) \times R_B \times (1 - t_c) \quad (2.3)$$

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya biaya utang yang dibebankan oleh kreditur kepada perusahaan, seperti tingkat suku bunga Bank Indonesia, risiko yang ditanggung oleh pihak kreditur atas pinjaman yang diberikannya, dan juga penilaian pihak kreditur atas kinerja perusahaan.

Penelitian sebelumnya yang pernah meneliti hubungan antara biaya utang dan penggunaan utang untuk pendanaan, seperti Martynova dan Renneboog (2009) dan Kam-Wah Lai (2011). Wei-wei (2011) mengatakan bahwa untuk tujuan mengurangi biaya modal, maka perusahaan lebih memilih pendanaan dengan utang dari pada pendanaan dengan saham.

### 2.2.2 Masalah Keagenan

Masalah keagenan muncul sebelumnya karena adanya *agency relationship*, yaitu suatu kontrak diantara satu atau lebih *principal* yang juga melibatkan orang lain seperti *agent* untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama mereka yang berkaitan dengan beberapa pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan kepada *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Berdasarkan *agency relationship*, baik *agent* dan *principal* diasumsikan termotivasi hanya oleh

kepentingan diri sendiri (Biswas dan Bhuiyan, 2008). Akibatnya, ketika *principal* mendelegasikan beberapa tanggung jawab pengambilan keputusan kepada *agent*, *agent* sering menggunakan kekuatan ini untuk mempromosikan kesejahteraan diri mereka sendiri dengan memilih tindakan yang mungkin atau mungkin tidak demi kepentingan terbaik bagi *principal* (Roychowdhury, 2006).

Masalah dalam *agency relationship* muncul karena *agent* dan *principal* memiliki perbedaan satu sama lain dan sebagian juga akibat sebagian sifat dari *agency contract* (karena ketidakpastian dan informasi asimetris) tidak dapat sepenuhnya mencegah pihak yang terkait dalam *agency relationship* untuk mengejar kepentingan diri mereka dengan mengorbankan pihak lainnya (Biswas dan Bhuiyan, 2008). Roychowdhury (2006) mengidentifikasi beberapa kemungkinan alasan dalam perbedaan tersebut, seperti:

1. Persepsi dari risiko: *agent* biasanya diasumsikan sebagai pihak yang menghindari risiko (*risk averter*) dan *principal* sebagai pihak yang suka mencari risiko (*risk seeker*) atau yang menghindari risiko.
2. Tingkat keterlibatan dengan organisasi: *agent* mungkin memiliki durasi yang lebih singkat dengan organisasi daripada *principal*.
3. Keterbatasan pendapatan: pendapatan *agent* bersifat tetap (di lain pembayaran insentif), sementara *principal* adalah *residual claimant*.
4. Pengambilan keputusan manajemen: *principal* tidak secara langsung mengambil bagian dalam pengambilan keputusan manajemen dan kontrol (kepemilikan terpisah dari manajemen).
5. Asimetri informasi: informasi yang asimetris terjadi ketika salah satu pihak memiliki informasi lebih banyak atau lebih baik dari pihak lain. Biasanya, *agent* memiliki informasi lebih banyak tentang keadaan perusahaan, termasuk kinerja mereka sendiri, daripada *principal* (Marnet, 2008).

*Agency relationship* dalam bisnis yang utama adalah (1) antara pemegang saham dan manajer dan (2) antara pemegang utang dan pemegang saham. Hubungan ini tidak selalu harmonis, bahkan dalam kenyataannya, *agency theory*

berkaitan dengan apa yang disebut masalah keagenan, atau konflik kepentingan antara *agent* dan *principal*.

Masalah keagenan biasanya timbul dalam suatu perusahaan karena adanya pemisahan kepemilikan terhadap pengawasan dalam perusahaan. Apabila setiap pihak, dalam hal ini manajer perusahaan dan pemilik, berkeinginan untuk memaksimalkan atau mencapai tujuan utamanya masing-masing, maka mereka tidak akan mempunyai kepentingan yang sama saat menjalankan perusahaan tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Secara khusus, masalah keagenan antara pemegang saham dan manajemen umumnya timbul dari kombinasi informasi asimetris dan perbedaan dalam sensitivitas terhadap risiko perusahaan tertentu. Konflik kepentingan antara pengendali dan pemegang saham minoritas mungkin timbul ketika pemegang saham pengendali tersebut dapat mengalihkan bagian dari sumber daya perusahaan untuk kepentingan mereka pribadi dengan mengorbankan pemegang saham yang tidak memiliki kendali. Selain itu, muncul juga masalah antara kreditur dan pemegang saham karena kreditur tidak berpartisipasi atas keuntungan perusahaan yang tinggi di luar utang yang telah disetujui, namun berpartisipasi atas kerugian jika terjadi kebangkrutan (Biswas dan Bhuiyan, 2008).

Manajer selaku pengelola perusahaan mengetahui lebih banyak tentang informasi internal dan prospek perusahaan di masa depan daripada pemilik perusahaan. Oleh karena itu, sebagai administrator, manajer memiliki tugas memberikan sinyal tentang kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan biasanya dalam bentuk pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan (Watts dan Zimmerman, 1986 di Teshima dan Shuto, 2008). Laporan keuangan menjadi alat utama bagi perusahaan untuk menyampaikan informasi keuangan tentang akuntabilitas dari manajemen perusahaan. Laporan keuangan dimaksudkan untuk digunakan oleh berbagai pihak, termasuk pengelola perusahaan itu sendiri. Tetapi kebanyakan pihak yang menaruh perhatian terhadap laporan keuangan yang sebenarnya adalah pengguna eksternal. Laporan keuangan penting bagi pengguna eksternal terutama karena grup ini berada dalam ketidakpastian yang terbesar. Pengguna internal memiliki kontak langsung dengan badan atau perusahaan mereka dan memahami peristiwa penting yang terjadi,

sehingga tingkat ketergantungan terhadap informasi akuntansi tidak setinggi pengguna eksternal. Terkadang informasi yang disampaikan manajer tidak sesuai dengan kondisi aktual perusahaan yang dikenal dengan informasi asimetris. Asimetris antara manajemen dan pemilik memberikan kesempatan bagi para manajer untuk bertindak oportunistis, yaitu untuk mendapatkan keuntungan pribadi. Dalam hal pelaporan keuangan, manajer dapat melakukan rekayasa laporan keuangan untuk menyesatkan pemegang saham tentang kinerja ekonomi perusahaan.

Masalah keagenan ini menimbulkan masalah lain salah satunya *agency cost*, yaitu biaya yang dikeluarkan perusahaan atas kesalahan tindakan yang dilakukan oleh *agent* di suatu perusahaan dengan perintah dari pemegang saham atau pemilik, sehingga menimbulkan kerugian pada perusahaan (Gitman, 2009). Sama halnya dengan yang dikatakan oleh Biswas dan Bhuiyan (2008), konsekuensi dari kelalaian *agent* ini dikenal dengan *agency cost*, yaitu biaya yang mengacu pada penurunan nilai perusahaan karena perilaku *agent* akibat adanya perbedaan kepentingan dengan pemilik.

*Agency costs* di setiap perusahaan berbeda-beda, tergantung oleh kurangnya informasi mengenai aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh *agent* dan biaya-biaya yang dikeluarkan seperti biaya pemantauan dan analisis kinerja manajemen, biaya merancang skema bonus untuk memberikan penghargaan terhadap *agent* yang dapat memaksimalkan kesejahteraan *principal*, dan biaya untuk menentukan dan menegakkan aturan kebijakan. Selain itu bergantung juga pada pasokan manajer pengganti (Biswas dan Bhuiyan, 2008). Coleman dan Biekpe (2006) mengatakan bahwa biasanya harga saham yang dibayarkan oleh pemegang saham atau *principal* mencerminkan *agency costs* tersebut. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, para pemilik dan manajer dari perusahaan harus mengurangi *agency costs*. Tiga jenis *agency costs* menurut Kleiman (1999), yaitu:

1. Biaya pemantauan oleh *principal* adalah biaya yang dikeluarkan untuk memantau *agent* di perusahaan, seperti biaya audit.
2. Biaya kontrak langsung, termasuk:
  - a. Biaya transaksi untuk menyiapkan kontrak, seperti komisi penjualan.

- b. Biaya oportunitas karena adanya ancaman selain keputusan yang optimal.
  - c. Pembayaran insentif untuk *agent* untuk memotivasi mereka agar bertindak secara konsisten demi mencapai tujuan perusahaan.
3. Perusahaan rugi karena pemantauan yang buruk, seperti karyawan yang membuang-buang waktu dan penyalahgunaan aset perusahaan.

Ada beberapa cara untuk mengatasi atau setidaknya mengurangi *agency cost*, tetapi biasanya pemilik memberikan insentif keuangan atau membangun sebuah dewan pengawas independen untuk memantau dan mengevaluasi kegiatan manajer (Lam dan Lee, 2008). Selain itu, rapat umum pemegang saham tahunan (RUPST) juga merupakan alat potensial untuk mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976, dikutip dalam Carrington dan Johed, 2007) karena dalam acara tahunan ini, kedua pihak dapat berbicara tentang perbedaan persepsi di antara mereka.

Menurut Ardalan (2007), ada tiga cara umum untuk meningkatkan kemungkinan bahwa manajemen bertindak demi kepentingan pemegang saham:

1. *Bonding solutions*. Dengan menulis kontrak, pemegang saham bisa membuat manajemen melakukan sebagian dari apa yang diinginkan oleh para pemegang saham.
2. *Monitoring solutions*. Proses pemantauan akan dilakukan oleh manajemen puncak perusahaan, seperti dewan direksi, kreditur, pemegang saham terbesar, dan tim manajemen yang bersaing.
3. *Incentive alignment solutions*. Pemegang saham dapat memperoleh keuntungan dari apa pun yang dilakukan oleh manajemen dalam peningkatan nilai saham biasa di perusahaan, seperti kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dan opsi saham.

Masalah keagenan dalam penelitian ini diproksikan oleh *free cash flow*. Konsep dari *free cash flow* telah diperkenalkan oleh Jensen (1986) dalam penelitian yang dilakukan oleh Fatma dan Chichti (2011) yang mengatakan *free cash flow* adalah arus kas lebih dari yang diperlukan untuk mendanai semua



proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Masalahnya adalah bagaimana mendorong manajer untuk menggunakan uang tunai dengan tepat, daripada menginvestasikannya atau menghambur-hamburkannya pada perusahaan yang tidak efisien. Oleh karena itu, tindakan pura-pura yang dilakukan manajer atas sejumlah kas bebas tersebut adalah inti dari masalah keagenan. Ada dua kasus utama yang telah diteliti sebelumnya. Pertama, utang dapat mengurangi masalah keagenan yang dihasilkan dari perilaku oportunistik manajer (Jensen, 1986). Kedua, utang memperburuk masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditor. (Smith dan Warner, 1979; Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977). Peneliti yang pernah meneliti hubungan antara masalah keagenan dan *debt financing* adalah Fosberg (2004) dan juga penelitian yang dilakukan oleh Martynova dan Renneboog (2009). Sedangkan penelitian mengenai hubungan *free cash flow* dan *debt* adalah penelitian yang pernah dilakukan oleh Fatma dan Chichti (2011) dan Stulz (1990).

### 2.2.3 Cara Pembayaran

Istilah *means of payment* atau cara pembayaran ini mengacu pada sumber pendanaan yang digunakan untuk membiayai akuisisi. Sumber pendanaan di sini yang diukur oleh *means of payment* dapat menyebabkan beberapa ketidakakuratan yang mungkin sangat berat untuk penawaran pembayaran dengan *all-cash* ketika seluruhnya dibiayai oleh uang tunai. Metode pembayaran dalam M&A biasanya berupa uang tunai, saham, utang, atau beberapa kombinasi dari ketiganya (Weston, *et al.*, 2004).

Bentuk pembayaran berupa uang tunai dalam akuisisi terjadi saat pemegang saham di perusahaan target menerima uang sebagai pengganti dari saham yang mereka pegang, setelah hal itu terjadi maka saham tersebut menjadi tidak bernilai. Dalam akuisisi saham, para pihak yang terlibat dalam akuisisi bernegosiasi untuk menetapkan jumlah saham perusahaan pengakuisisi yang akan ditukar untuk setiap saham pada perusahaan target. *Bidders* lebih memilih cara tertentu untuk pembayaran dalam mengakuisisi perusahaan karena beberapa hal,

diantaranya *risk sharing*, *the threat of control change*, dan *characteristic of the takeover bid* (Martynova dan Renneboog, 2009).

Pemilihan bentuk pembayaran dalam M&A, seperti tunai, saham, atau kombinasi dari keduanya, dapat memiliki dampak besar pada keberhasilan penyelesaian transaksi akuisisi tersebut (Ismail dan Krause, 2010). Penawaran pembayaran dengan uang tunai lebih efektif dalam menghalangi adanya persaingan. Hal ini membuat *bidder* yang lebih awal dan memiliki penilaian yang tinggi pada perusahaan target, akan terlebih dahulu membuat penawaran dengan uang tunai. Sedangkan *bidder* yang memiliki penilaian yang rendah pada perusahaan target, akan membuat penawaran berupa saham. Pesaing atau *bidder* yang potensial lainnya kemungkinan tidak akan menawarkan pembayaran dengan uang tunai, tetapi memilih untuk bersaing dengan penawaran berupa saham (Fishman, 1989 dalam Sheng-Syan *et al.*, 2011).

Perusahaan selalu lebih memilih untuk menggunakan dana internal jika dana tersebut tersedia (Schlingemann, 2004). Franks *et al.* (1988) mengemukakan jika semua pihak yang terlibat dalam akuisisi tidak memiliki informasi yang sama mengenai prospek masa depan, maka pilihan cara pembayaran mungkin dipengaruhi oleh beberapa pertimbangan lain selain perpajakan. Secara khusus, asimetri dalam informasi mendorong pihak lain untuk mengejar keuntungan oportunistik. Dalam akuisisi ada dua jenis asimetri dalam informasi yang dapat diantisipasi, baik pengakuisisi memiliki informasi yang superior mengenai valuasi aset, atau yang diakuisisi memiliki informasi yang superior mengenai asetnya. Dalam beberapa kasus pengakuisisi memiliki insentif untuk melakukan akuisisi melalui saham selama periode ketika sahamnya dinilai terlalu tinggi atau setidaknya tidak dinilai terlalu rendah. Ada beberapa kasus yang diakuisisi memiliki insentif untuk menerima tawaran selama periode ketika sahamnya dianggap akan dinilai terlalu tinggi.

Menurut Ismail dan Krause (2010), pemilihan dalam pembayaran akuisisi bisa dipengaruhi oleh beberapa aspek yaitu perpajakan, kontrol manajerial, ukuran kedua perusahaan, dan peluang pertumbuhan. Perpajakan atau *taxation* tergantung pada pentingnya untuk menunjukkan keuntungan yang tinggi bagi *bidder* dan

jumlah pajak tambahan yang harus dibayar oleh pemegang saham di perusahaan target, uang tunai atau saham akan ditawarkan untuk membayar akuisisi. Kontrol manajerial, dengan menggunakan saham sebagai pembayaran, pemegang saham yang ada akan menipiskan saham mereka di perusahaan *bidder* dan karenanya kehilangan kendali atas perusahaan. Ukuran kedua perusahaan akan relevan pada jumlah uang tunai yang besar yang diperlukan untuk sebuah perusahaan sasaran yang besar mungkin akan sulit untuk didapatkan. *Bidder* yang memiliki peluang pertumbuhan yang besar akan lebih sering berusaha untuk membayar akuisisi dengan menggunakan saham agar dapat mempertahankan cadangan kas perusahaan untuk membiayai investasi yang diperlukan untuk pertumbuhannya.

Ada dua model yang mempelajari hubungan antara *return* dari *bidder* dan metode pembayaran, yaitu model "*Information content*" dan model "*Cash flow*" (Chatterjee dan Kuenzi, 2001). Dalam model *information content*, Myers dan Majluf (1984) mengatakan bahwa manajemen akan selalu mencoba untuk membiayai akuisisi yang paling menguntungkan untuk pemegang saham dengan cara: Jika mereka percaya bahwa perusahaan mereka dinilai terlalu rendah, mereka akan lebih memilih penawaran tunai, sedangkan jika mereka percaya bahwa saham mereka dinilai terlalu tinggi, mereka akan mendukung penawaran berupa saham. Pada model *cash flow*, Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer dari perusahaan yang memiliki arus kas lebih yang didapat dari peluang investasi yang menguntungkan memiliki kecenderungan untuk menghamburkan arus kas tersebut pada investasi yang tidak menguntungkan. Selanjutnya, diasumsikan bahwa manajer dari perusahaan tersebut biasanya lebih cenderung untuk menghabiskan arus kas dengan tujuan untuk meningkatkan manfaat manajemen daripada untuk membayar kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham.

Akuisisi yang dibayar secara tunai biasanya menggunakan arus kas yang berlebihan, mengalihkan dana dari investasi internal lainnya, atau meningkatkan utang dari perusahaan yang diakuisisi (McCabe dan Yook, 1997). Peneliti lain yang pernah melakukan penelitian untuk melihat hubungan antara pilihan metode pembayaran pada *takeovers* adalah Martynova dan Renneboog (2009) dan juga Bugeja dan da Silva Rosa (2008).

#### 2.2.4 Profitabilitas

Profitabilitas suatu perusahaan biasanya digambarkan melalui rasio profitabilitas, seperti *profit margin*, *Return on Asset (ROA)*, dan *Return on Equity (ROE)* (Ross *et al.*, 2010). Rasio tersebut menggambarkan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba atau keuntungan. Nilai rasio profitabilitas yang tinggi biasanya menjadi tujuan manajemen dalam suatu perusahaan, karena rasio tersebut menggambarkan bagaimana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Akan tetapi untuk membandingkan perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio profitabilitas, disarankan untuk membandingkan perusahaan dengan industri yang sama atau membandingkan rasio profitabilitas perusahaan dengan rasio satu tahun sebelumnya.

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

#### 2.2.5 Leverage

*Leverage* dapat menunjukkan struktur modal yang dimiliki suatu perusahaan (Ross *et al.*, 2010). *Leverage* juga merupakan ukuran risiko karena perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan. Semakin besarnya *financial leverage* yang dilakukan perusahaan, maka semakin besar pula kewajiban bunga terhadap pinjaman yang dibebankan kepada perusahaan. Akan tetapi, besarnya *leverage* juga dapat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan

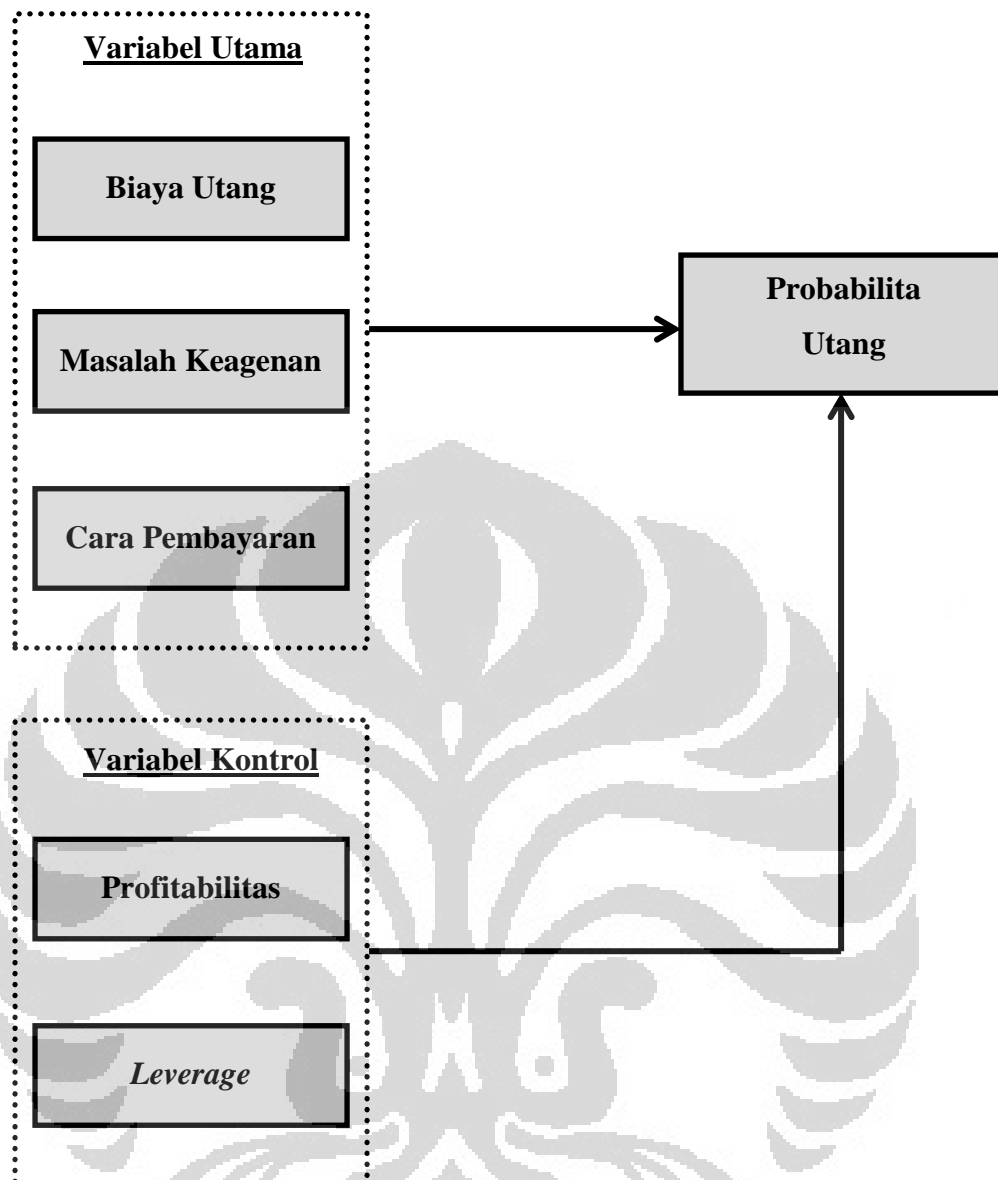
utang dalam struktur modalnya akan mendapatkan keuntungan karena adanya *tax shield* yang kemudian dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Stice *et al.* (2004) menyatakan bahwa *capital structure* yang diproksikan oleh *leverage* dapat dilihat dari rasio *debt to total asset*. Saat suatu perusahaan melakukan penambahan terhadap jumlah utangnya, maka diharapkan perusahaan dapat melakukan pembelian atas aset baru untuk menunjang kegiatan operasionalnya yang pada akhirnya dapat meningkatkan laba bersih. Pembelian aset baru tersebut bisa berupa pembelian atas mesin, tanah dan bangunan, maupun pembelian atau penyertaan saham pada perusahaan lain. Peneliti sebelumnya yang pernah meneliti pengaruh *debt* terhadap tingkat *leverage* perusahaan adalah Prezas (1987) dan Denis dan McKeon (2011).

### 2.3 Kerangka Konseptual

Kegiatan akuisisi merupakan salah satu strategi perusahaan untuk menumbuhkan atau memperbesar usaha dan nilai perusahaan. Akuisisi menurut Weston *et al.* (2004) bisa meningkatkan nilai dan efisiensi sumber daya sehingga penggunaannya menjadi optimal dan berujung pada peningkatan nilai pemegang saham. Dalam melakukan akuisisi, perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai akuisisi tersebut.

Menurut Martynova dan Renneboog (2009), terdapat empat sumber pembiayaan yang biasa digunakan dalam kegiatan akuisisi, yaitu dana internal berupa uang tunai, utang, saham, atau gabungan diantara sumber-sumber tersebut. Probabilita utang itu dipengaruhi oleh tiga hal, yaitu biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran, serta dua variabel kontrol seperti profitabilitas dan *leverage*.



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Konseptual Penelitian**

Sumber: data penelitian

## 2.4 Pengembangan Hipotesis Penelitian

Menurut teori *pecking order*, pilihan pembiayaan suatu perusahaan ditentukan oleh biaya relatif dari penggalangan dana. Secara umum, pembiayaan melalui saham adalah bentuk yang paling mahal yang meningkatkan biaya ekuitas, baik terkait dengan penerbitan langsung dan biaya pemilihan yang tidak

cocok. Ketika suatu perusahaan meningkatkan pembiayaan eksternal di pasar saham, investor tidak yakin mengenai motif di balik keputusan pendanaan perusahaan (Schlingemann, 2004). Perusahaan yang memiliki jumlah uang kas atau dana internal yang terbatas, tetapi memiliki kapasitas utang yang cukup, lebih menyukai pemilihan pembiayaan dengan utang untuk akuisisinya (Martynova dan Renneboog, 2009). Wei-wei (2011) mengatakan bahwa dengan tujuan untuk mengurangi biaya modal, maka perusahaan lebih memilih untuk pendanaan dengan utang karena biaya dari utang lebih kecil, dari pada pendanaan dengan saham.

**H1a: Tingkat biaya utang berpengaruh negatif terhadap tingkat probabilita proporsi utang yang besar untuk pendanaan akuisisi.**

*Agency theory* telah lama mengakui bahwa pemisahan dari kepemilikan dan kontrol adalah hal umum yang kebanyakan ada di perusahaan yang kemudian menciptakan konflik kepentingan antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Konflik tersebut, yaitu masalah keagenan, muncul karena manajer memiliki kesempatan untuk menggunakan aset perusahaan dengan cara yang menguntungkan dirinya pribadi, tetapi menurunkan kekayaan pemegang saham perusahaan. Amihud dan Lev (1981) percaya bahwa beberapa perilaku oportunistik terjadi karena banyak manajer memiliki proporsi besar dari kekayaan pribadi mereka yang diinvestasikan dalam saham biasa dan di sumber daya manusia pada perusahaan tempat mereka bekerja. Karena kekayaan pribadi mereka diinvestasikan di perusahaan yang mempekerjakan mereka, para manajer akan kehilangan sebagian besar kekayaannya jika perusahaan tersebut bangkrut.

Masalah keagenan dalam penelitian ini diproksikan oleh *free cash flow* atas *total asset* perusahaan. Jensen (1986) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas yang berlebih dan peluang untuk tumbuh yang sedikit, lebih memilih untuk menggunakan utang sebagai pendanaan aktivitas perusahaan untuk tujuan pengawasan. Begitu juga penelitian Stulz (1990) yang juga menemukan pengaruh yang positif antara utang dan *free cash flow*, serta penelitian yang

dilakukan oleh Wu (2004) yang menemukan implikasi dari *free cash flow* terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

**H2a: Perusahaan yang lebih memiliki masalah keagenan akan memiliki tingkat probabilita proporsi utang yang besar untuk pendanaan akuisisi dibandingkan perusahaan lainnya.**

Akuisisi yang dibayar secara tunai biasanya menggunakan arus kas yang berlebihan, mengalihkan dana dari investasi internal lainnya, atau meningkatkan utang perusahaan (McCabe dan Yook, 1997). Sedangkan, dalam beberapa kondisi karena adanya ketidakpastian tentang nilai yang sebenarnya dari perusahaan target, mengakibatkan *bidder* membayar akuisisi tersebut dengan saham perusahaannya dari pada membayar dengan uang tunai (Martynova dan Renneboog, 2009). Perusahaan yang akan mengakuisisi secara tunai membutuhkan dana yang relatif besar. Dana tersebut bisa berasal dari arus kas perusahaan, namun apabila arus kas tersebut tidak cukup untuk membiayai akuisisi, hal lain yang bisa dilakukan perusahaan adalah dengan berutang kepada pihak lain atau menerbitkan surat utang.

Sebagian besar *bidder* yang memiliki jumlah kas dan *liquid asset* terbatas, maka penawaran pembayaran akuisisi secara tunai pada umumnya membutuhkan pendanaan dari utang (Faccio dan Masulis, 2005). Akuisisi yang dibayar melalui *cash* biasanya mengharuskan perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan utang tambahan (Bugeja dan da Silva Rosa, 2008).

**H3a: Akuisisi yang harus dibayar tunai akan memiliki probabilitas lebih besar pada proporsi utang yang besar untuk pendanaan dibandingkan perusahaan lainnya.**



## BAB 3 METODE PENELITIAN

### 3.1 Model Penelitian

Penelitian ini ingin mengidentifikasi faktor mana di antara biaya utang, masalah keagenan, atau cara pembayaran yang mampu mempengaruhi pemilihan pendanaan perusahaan untuk melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain di Indonesia, khususnya probabilita proporsi utang yang besar. Penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian yang menguji hipotesis karena semua hipotesis dari penelitian sebelumnya yang terhubung dengan masalah yang akan dipecahkan didaftar dan diuji untuk mengetahui apakah hipotesis tersebut dapat diimplementasikan atau tidak. Untuk menguji faktor pendorong pilihan *bidder* terhadap sumber pembiayaan, penelitian ini menggunakan *binary logistic*. Model *binary logistic* ini mengasumsikan bahwa *bidder* memilih sumber pendanaan, khususnya probabilita perusahaan tersebut menggunakan proporsi utang yang besar untuk membiayai akuisisi. Oleh karena itu, model dari penelitian ini adalah:

$$PROBDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 COD_{it} + \beta_2 AGENCY_{it} + \beta_3 DMEANSPMT_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Dimana:

- PROBDEBT = Variabel *dummy*, bernilai 1 jika menggunakan *high debt*, bernilai 0 jika menggunakan *low debt*
- COD = Biaya utang perusahaan *i* pada tahun *t*
- AGENCY = Masalah Keagenan perusahaan *i* pada tahun *t*
- DMEANSPMT = Variabel *dummy*, bernilai 1 jika menggunakan *cash*, bernilai 0 jika menggunakan *stock*
- ROA = *Return on Asset* perusahaan *i* pada tahun *t*
- LEV = *Leverage* perusahaan *i* pada tahun *t*
- $\varepsilon$  = *Error* perusahaan *i* pada tahun *t*

### 3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai definisi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian, yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Variabel ini ditentukan berdasarkan kerangka konseptual, tujuan, dan hipotesis penelitian.

#### 3.2.1 Variabel Dependen

Variabel dependen itu sendiri adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah probabilitas utang sebagai pembiayaan akuisisi. Variabel ini dihitung dengan menggunakan model *binary logistic*. Oleh karena variabel dependen dalam penelitian ini adalah variabel *dummy*, yaitu probabilitas utang, maka nilainya berkisar antara 0 sampai 1. Bernilai 1 jika perusahaan menggunakan *high debt* dan bernilai 0 jika perusahaan menggunakan *low debt*. Pendekatan mengenai penggunaan utang sebagai alternatif sumber pendanaan pernah dilakukan oleh Khurniasari (2010) dengan melihat kapasitas utang perusahaan. Sehingga, berdasarkan pendekatan tersebut maka probabilitas utang dihitung dengan:

$$PROBDEBT = \frac{\Delta Total Debt}{Total Value of Acquisition} \quad (3.2)$$

Sedangkan nilai  $\Delta Total Debt$  didapat dari:

$$Total Debt_t - Total Debt_{t-1} \quad (3.3)$$

Selanjutnya dari hasil tersebut tentukan *median* atau nilai tengah untuk mengkategorikan perusahaan sesuai proporsi utangnya. *High debt*, jika nilainya di atas *median* dan *low debt*, jika nilainya di bawah *median*. Proporsi utang yang besar dalam penelitian ini memberikan informasi bahwa perusahaan menggunakan utang sebagai faktor dominan untuk mendanai akuisisinya, sedangkan *low debt* memberikan informasi bahwa terdapat faktor lain selain utang (seperti *cash* dan *stock*) yang lebih dominan untuk mendanai akuisisinya. Kondisi perusahaan dengan kapasitas utang berlebih memiliki kesempatan penggunaan utang sebagai alternatif sumber pendanaan (Khurniasari, 2010).

### 3.2.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel bebas yang tidak terkait dengan variabel lain, tetapi dapat mempengaruhi variabel lain. Variabel independen disebut juga variabel yang diduga sebagai sebab (*presumed cause variable*) dari variabel dependen, yaitu variabel yang diduga sebagai akibat (*presumed effect variable*). Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari tiga komponen, yaitu biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran.

#### 3.2.2.1 Biaya Utang

Biaya utang merupakan *yield* pada obligasi yang diterbitkan perusahaan, maupun dari bunga pinjaman jika perusahaan meminjam ke bank (Ross *et al.*, 2010). Biaya utang atau *cost of debt* (COD) dihitung dengan (Francis *et al.*, 2005):

$$COD = \frac{\text{Interest Expense}_t}{\text{Average Interest Bearing Debt}} \quad (3.4)$$

*Average interest bearing debt* didapat dari:

$$\text{Average Interest Bearing Debt} = \frac{\text{Total Debt}_t + \text{Total Debt}_{t-1}}{2} \quad (3.5)$$

#### 3.2.2.2 Masalah Keagenan

Masalah keagenan timbul karena adanya pemisahan kepemilikan terhadap pengawasan dalam perusahaan. Secara khusus, masalah keagenan antara pemegang saham dan manajemen umumnya timbul dari kombinasi informasi asimetris dan perbedaan dalam sensitivitas terhadap risiko perusahaan tertentu. Masalah keagenan dihitung dengan (Nikkinen dan Sahlström, 2004):

$$AGENCY_{t-1} = \frac{\text{Free Cash Flow}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}} \quad (3.6)$$

*Free cash flow* (FCF) dihitung dengan:

$$FCF_{t-1} = \text{Cash Flow from Operating}_{t-1} - \text{Capital Expenditures}_{t-1} \quad (3.7)$$

### 3.2.2.3 Cara Pembayaran

Kegiatan akuisisi yang dibayar dalam bentuk uang tunai biasanya menggunakan arus kas yang berlebihan, mengalihkan dana dari investasi internal lainnya, atau meningkatkan utang perusahaan (McCabe dan Yook, 1997). Variabel cara pembayaran ini merupakan variabel *dummy*, sehingga nilainya hanya ada 0 dan 1. Bernilai 1 jika perusahaan menggunakan *cash* dan bernilai 0 jika perusahaan menggunakan *stock* sebagai cara pembayaran kegiatan akuisisinya.

### 3.2.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen berdasarkan pendapat peneliti dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol, yaitu profitabilitas dan *leverage*.

#### 3.2.3.1 Profitabilitas

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

$$ROA_{t-1} = \frac{Net\ Income_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}} \quad (3.8)$$

#### 3.2.3.2 Leverage

*Leverage* yang didefinisikan sebagai penggunaan atas aset atau dana yang dimiliki perusahaan yang dapat menutupi biaya kegiatan operasinya, seperti membayar biaya tetap. *Leverage* digambarkan dengan rasio *debt to total asset* atau porsi utang yang dibandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Stice *at al.* (2004), *capital structure* bisa menggunakan *debt to asset ratio*, dengan rumus:

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio_{t-1} = \frac{Total\ Debt_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}} \quad (3.9)$$

### 3.3 Pengujian Empiris

Metode analisis data yang digunakan dalam model ini adalah regresi logit dengan menggunakan program PASW *Statistic* 18. Regresi logit adalah bagian dari analisis regresi yang digunakan ketika variabel dependen (PROBDEBT) merupakan variabel dikotomi. Variabel dikotomi biasanya hanya terdiri atas dua nilai yang mewakili kemunculan atau tidak adanya suatu kejadian yang biasanya diberi angka 0 atau 1. Regresi logit adalah suatu pendekatan dari permodelan matematika yang digunakan untuk menjelaskan hubungan antara beberapa variabel independen dengan variabel dependen yang memiliki nilai dikotomis, yaitu 0 dan 1 (Gujarati, 2003).

Apabila variabel dependen hanya memiliki dua kelompok, maka biasanya regresi logit yang lebih banyak dipilih karena alasan sebagai berikut:

1. *Discriminant analysis* sangat ketat dalam hal pemenuhan asumsi normalitas multivariat dan varian yang sama, yang dalam banyak situasi asumsi ini tidak terpenuhi. Regresi logit tidak menghadapi asumsi yang ketat ini, sehingga sangat tepat digunakan pada lebih banyak situasi.
2. Walaupun asumsi terpenuhi, para peneliti lebih memilih regresi logistik karena keserupaannya dengan regresi. Keduanya memiliki uji statistik yang langsung, kemampuan dalam penyertaan efek nonlinier, dan cakupan diagnosa yang luas.
3. Berdasarkan alasan di atas dan alasan teknis yang lainnya, regresi logistik sepadan dengan *two-group discriminant analysis* dan merupakan pilihan yang tepat pada sebagian besar situasi.

Model regresi logistik, sebagai berikut:

$$P = P(x) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \sum \beta_i x_i)}} \quad (3.10)$$

Regresi logistik akan membentuk variabel prediktor atau respon ( $\log \frac{P}{(1-P)}$ ) yang merupakan kombinasi linier variabel independen. Interpretasi dalam transformasi logit (Gujarati, 2003), yaitu:

$$\frac{P(x)}{1 - P(x)} : \text{odds ratio} \quad (3.11)$$

*Odds ratio* adalah suatu pengukuran dari besarnya efek fakta penting dalam regresi logistik. *Odds* mendefinisikan sebagai rasio dari sebuah kejadian yang muncul dalam satu grup dengan rasio yang muncul pada grup lainnya, atau pada perkiraan berdasarkan sampel dari rasio tersebut. Grup tersebut dalam penelitian ini berupa probabilitas utang dalam membiayai kegiatan akuisisi.

Langkah-langkah yang digunakan dalam pengujian di penelitian ini adalah:

### 3.3.1 Statistik Deskriptif

Tujuan dari uji statistik deskriptif ini adalah untuk memberikan gambaran yang umum mengenai beberapa pengukuran yang penting dari observasi penelitian dari perusahaan yang dijadikan sampel serta melihat karakteristik dan kewajaran data observasi yang digunakan untuk masing-masing variabel. Pengukuran yang ada di dalam uji ini di antaranya adalah nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai standar deviasi (*standard deviation*), nilai minimum (*min.*) dan nilai maksimum (*max.*) dari setiap variabel yang digunakan pada model penelitian.

### 3.3.2 Analisis Korelasi

Pengujian analisis korelasi ini adalah suatu teknik analisis pengukuran yang digunakan untuk melihat hubungan atau korelasi antara dua variabel. Dua variabel bisa dikatakan berhubungan jika variabel yang satu dapat mempengaruhi variabel yang satunya lagi. Namun, jika tidak terdapat pengaruh, maka kedua variabel tersebut adalah independen. Tujuan dari korelasi ini adalah untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel dengan skala tertentu, misalkan

*Pearson correlation* datanya harus berskala interval atau rasio, *Spearman and Kendal* datanya merupakan skala ordinal, dan *Chi square* datanya berbentuk nominal. Kuat atau lemahnya hubungan tersebut diukur dengan *range* 0 – 1 (Yamin *et al.*, 2011). Analisis korelasi yang digunakan pada penelitian ini adalah *Pearson correlation*.

Korelasi ini memungkinkan adanya pengujian hipotesis dua arah (*two-tailed*). Korelasi dikatakan searah jika nilai koefisien korelasinya positif, namun sebaliknya jika nilai koefisien korelasinya negative, maka korelasi tersebut tidak searah. Koefisien korelasi sendiri adalah suatu pengukuran statistik kovariansi atau asosiasi antara dua variabel. Jika koefisien korelasi yang didapat tidak sama dengan nol, maka terdapat ketergantungan antar dua variabel tersebut. Jika koefisien korelasi bernilai +1, maka hubungannya disebut korelasi sempurna atau bergerak bersama-sama atau searah. Sedangkan jika koefisien korelasi bernilai -1, maka hubungan tersebut disebut sebagai korelasi sempurna atau bergerak kebalikan atau berlawanan. Hipotesisnya adalah:

$H_0$ : tidak ada hubungan antarvariabel

$H_a$ : terdapat hubungan antarvariabel

### 3.3.3 Pengujian *Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)*

Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji ketepatan atau kecukupan data pada model regresi logistic. Hipotesisnya adalah:

$H_0$ : model regresi logistic yang digunakan fit dengan data

$H_a$ : model regresi logistic yang digunakan tidak fit dengan data

Apabila probabilitas kecil, misalkan kurang dari alpha ( $\alpha$ ) berarti model regresi logit tidak menunjukkan kecukupan data. Sehingga, dasar pengambilan keputusan uji Hosmer dan Lemeshow adalah sebagai berikut:

Jika nilai probabilitas (Sig.) > ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  diterima

Jika nilai probabilitas (Sig.) < ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  ditolak

### 3.3.4 Pengujian Simultan (*Omnibus Test of Model Coefficient*)

Pengujian ini menunjukkan hasil yang signifikan, maka secara keseluruhan variabel independen dimasukkan (*enter*) ke dalam model atau dengan kata lain tidak ada variabel (*remove*) dalam model. Dasar pengambilan keputusan berdasarkan nilai probabilita:

Jika nilai probabilita (Sig.)  $> (\alpha)$ , maka  $H_0$  diterima

Jika nilai probabilita (Sig.)  $< (\alpha)$ , maka  $H_0$  ditolak

### 3.3.5 Koefisien Determinasi (*Model Summary*)

Analisis koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengetahui seberapa besar persentase sumbangan pengaruh variabel independen secara serentak terhadap variabel dependen (Priyatno, 2009). *Model summary* dalam regresi logistik sama dengan pengujian  $R^2$  pada persamaan regresi linier.  $R^2$  menunjukkan estimasi variasi dari variabel independen terhadap variabel dependen.

### 3.3.6 Pengujian Regresi Logistik

Pengujian regresi logistik ini menggunakan pengujian parsial untuk melihat apakah variabel independen yang diteliti terdapat pengaruh atau tidak terhadap variabel dependen secara parsial. Dasar pengambilan keputusannya berdasarkan nilai probabilitas:

Jika probabilita (Sig.)  $> (\alpha)$ , maka  $H_0$  diterima

Jika probabilita (Sig.)  $< (\alpha)$ , maka  $H_0$  ditolak

## 3.4 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan akuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2000-2011. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel dilakukan berdasarkan kriteria di bawah ini:



- Perusahaan yang melakukan akuisisi adalah perusahaan publik, tidak termasuk bank.
- Perusahaan *acquirer* adalah perusahaan yang mengakuisisi lebih dari 50% saham perusahaan target atau mendapatkan hak kendali penuh atas perusahaan.
- Perusahaan yang menerbitkan *annual report* (laporan tahunan) atau *financial report* (laporan keuangan) pada tahun penelitian, yaitu tahun 2000-2011.
- Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir setiap akhir tahun pada tanggal 31 Desember.
- Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan dengan informasi data yang lengkap dan relevan, sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

### 3.5 Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari laporan tahunan dan laporan keuangan tahunan perusahaan periode tahun 2000-2011 yang diperoleh melalui *website* BEI dan *website* masing-masing perusahaan, serta data *acquirer* yang didapat dari *Reuters 3000 Xtra*.

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan publik yang melakukan akuisisi adalah perusahaan publik, tidak termasuk bank dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000-2011. Berdasarkan data yang dikumpulkan dari *Reuters 3000 Xtra*, ditemukan ada 263 perusahaan yang melakukan kegiatan M&A. Dari total tersebut, ternyata perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi hanya terdapat 74 perusahaan dan sisanya melakukan kegiatan merger. Namun, perusahaan yang memenuhi kriteria pemilihan sampel penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya di Bab 3, diperoleh sebanyak 61 perusahaan yang memiliki data lengkap selama periode penelitian, yaitu tahun 2000-2011. Rincian nama perusahaan secara terperinci disajikan dalam lampiran 1. Prosedur penetapan sampel ditunjukkan pada Tabel 4.1 berikut ini:

**Tabel 4.1. Prosedur Penetapan Sampel**

<b>Tahapan</b>	<b>Kriteria Penetapan Sampel</b>	<b>Jumlah</b>
1	Perusahaan yang melakukan kegiatan <i>Merger&amp;Acquisition</i>	263
2	Perusahaan yang melakukan kegiatan merger	(189)
3	Perusahaan yang memiliki data tidak lengkap	(11)
4	Perusahaan yang memiliki total $debt_t$ dan $debt_{t-1}$ bernilai 0	(2)
	Jumlah sampel yang memenuhi kriteria	61

Sumber: data hasil pengolahan

Dari tabel di atas, maka dapat dikatakan bahwa penelitian ini mengambil sampel data 61 perusahaan *cross section* yang tersebar di 21 jenis industri dari total 37 jenis industri menurut *Reuters* pada tahun 2000-2011. Distribusi sampel berdasarkan industri disajikan pada Tabel 4.2 berikut ini:

**Tabel 4.2 Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri**

<b>No.</b>	<b>Industri</b>	<b>Jumlah</b>	<b>Persentase</b>
1	<i>Tobacco</i>	1	1,64%
2	<i>Media</i>	7	11,48%
3	<i>Food Producers</i>	8	13,11%
4	<i>Fixed Line Telecommunication</i>	6	9,84%
5	<i>Constructions and Materials</i>	5	8,20%
6	<i>Support Services</i>	1	1,64%
7	<i>Travel and Leisure</i>	1	1,64%
8	<i>Oil and Gas Producers</i>	2	3,28%
9	<i>Mining</i>	13	21,31%
10	<i>Real Estate Investment and Services</i>	4	6,56%
11	<i>Industrial Metal and Mining</i>	1	1,64%
12	<i>Household Goods and Home Construction</i>	1	1,64%
13	<i>Chemicals</i>	1	1,64%
14	<i>Industrial Engineering</i>	2	3,28%
15	<i>Automobiles and Parts</i>	1	1,64%
16	<i>Personal Goods</i>	1	1,64%
17	<i>Mobile Telecommunication</i>	1	1,64%
18	<i>Software and Computer Services</i>	1	1,64%
19	<i>Technology Hardware and Equipment</i>	2	3,28%
20	<i>Financial Services</i>	1	1,64%
21	<i>General Retailers</i>	1	1,64%
	<b>Total</b>	<b>61</b>	<b>100%</b>

Sumber: data hasil pengolahan

Berdasarkan Tabel 4.2, terlihat bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di industri *Mining*, yaitu sebanyak 21,31% dari keseluruhan total sampel. Selanjutnya diikuti oleh *Food Producers* sebanyak 13,11%, industri *Media* sebanyak 11,48%, industri *Fixed Line Telecommunication* sebanyak 9,84%, dan industri *Construction and Materials* sebanyak 8,20%. Sedangkan sisanya sebanyak 36,06% tersebar di berbagai industri lainnya. Perusahaan yang bergerak di industri *Mining* memiliki persentase yang paling besar dalam melakukan akuisisi dan sebanyak 61,54% dari perusahaan tersebut mengakuisisi perusahaan yang bergerak di industri yang sama. Perusahaan *Mining* tersebut melakukan akuisisi dengan tujuan untuk mengembangkan dan memperkuat bisnisnya.

Distribusi sampel berdasarkan tahun perusahaan melakukan kegiatan akuisisinya disajikan pada Tabel 4.3 berikut:

**Tabel 4.3 Distribusi Perusahaan Berdasarkan Tahun Akuisisi**

No.	Tahun Akuisisi	Jumlah	Persentase
1	Tahun 2000	3	4,92%
2	Tahun 2001	3	4,92%
3	Tahun 2002	6	9,84%
4	Tahun 2003	2	3,28%
5	Tahun 2004	4	6,56%
6	Tahun 2005	2	3,28%
7	Tahun 2006	1	1,64%
8	Tahun 2007	10	16,39%
9	Tahun 2008	5	8,20%
10	Tahun 2009	10	16,39%
11	Tahun 2010	9	14,75%
12	Tahun 2011	6	9,84%
	Total	61	100%

Sumber: data hasil pengolahan

Berdasarkan Tabel 4.3, terlihat bahwa tahun yang paling banyak perusahaan melakukan akuisisi adalah pada tahun 2007 dan tahun 2009, yaitu sebanyak masing-masing 16,39% dari keseluruhan total sample. Setelah itu diikuti tahun 2010 sebanyak 14,75%, tahun 2002 dan tahun 2011 masing-masing sebesar 9,84%. Sisanya terjadi pada tahun yang lainnya. Pada tahun 2007 terjadi krisis global sehingga beberapa perusahaan di Indonesia pun terkena imbasnya. Namun, perusahaan yang tidak terkena imbas krisis global, melakukan akuisisi dengan harapan bisnisnya menjadi lebih kuat untuk menghadapi krisis global tersebut. Sedangkan pada tahun 2009 adalah tahun terjadinya *recovery* dari krisis global yang melanda pada tahun 2007. Perusahaan mulai mengalami pemulihan, sehingga lebih memungkinkan bagi perusahaan untuk melakukan akuisisi.

Distribusi sampel berdasarkan *quarter* pada tahun perusahaan melakukan akuisisi disajikan pada Tabel 4.4 berikut:

**Tabel 4.4 Distribusi Perusahaan Berdasarkan *Quarter***

<i>Quarter</i>	Jumlah	Persentase
1	14	22,95%
2	16	26,23%
3	8	13,11%
4	23	37,70%
Total	61	100%

Sumber: data hasil pengolahan

Berdasarkan Tabel 4.4, terlihat bahwa *quarter* pada tahun perusahaan melakukan akuisisi ternyata yang paling banyak adalah pada *quarter* 4, yaitu sebanyak 37,70% dari keseluruhan total sampel. Setelah itu diikuti *quarter* 2 sebanyak 26,23%, *quarter* 1 sebanyak 22,95%, dan terakhir *quarter* 3 sebanyak 13,11%. Sehingga terlihat bahwa perusahaan paling banyak melakukan akuisisi pada *quarter* terakhir di tahun tersebut, yaitu *quarter* 4.

Berdasarkan Tabel 4.4 tersebut, maka perhitungan COD menggunakan *interest expense* pada tahun  $t$ , karena terlihat bahwa perusahaan melakukan akuisisi paling banyak terjadi di *quarter* terakhir pada tahun perusahaan mengakuisisi, yaitu pada *quarter* 4.

#### 4.2 Statistik Deskriptif

Rangkuman mengenai statistik deskriptif dari masing-masing variabel yang digunakan pada penelitian disajikan pada Tabel 4.5. Tabel statistik deskriptif menggambarkan nilai minimum (*minimum*), maksimum (*maximum*), rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (*standard deviation*) dari setiap variabel penelitian. Namun, sebelum dilakukan pengolahan lebih lanjut lagi, terlebih dahulu data yang diperoleh diperiksa dengan teliti apakah terdapat data *outliers* atau tidak. Penetapan data *outliers* pada penelitian ini menggunakan *winsorized approach* (Hermawan, 2009).

Data *outliers* adalah data yang terletak di luar batas angka 3 standar deviasi, baik di atas maupun di bawah, nilai rata-rata (*mean*) dari variabel tersebut. Jika ada data *outliers*, maka angka tersebut diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang terdapat dalam data observasi yang masih berada di

dalam batas-batas 3 standar deviasi. Sehingga tidak terdapat observasi yang dikeluarkan dari data sampel yang akan diolah.

**Tabel 4.5 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
PROBDEBT	0	1	0,4900	0,5040
COD	0,0126	0,3150	0,1013	0,0569
AGENCY	-0,1923	0,3631	0,0592	0,1150
DMEANSPMT	0	1	0,9200	0,2770
ROA	-0,4587	0,2906	0,0485	0,1165
LEV	0,0000	0,8174	0,2957	0,1727

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

Jumlah observasi: 61 perusahaan dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*. *Winsorize approach* dilakukan pada variabel ROA.

PROBDEBT = 1 apabila perusahaan menggunakan *high debt* untuk membiayai kegiatan akuisisi dan 0 apabila sebaliknya; COD = *interest expense* di tahun *t* dibagi dengan *average interest bearing debt* di tahun *t* dan *t-1*; AGENCY = *free cash flow* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*; DMEANSPMT = 1 apabila perusahaan membayar kegiatan akuisisi dengan *cash* dan 0 apabila menggunakan *stock*; ROA = rasio *net income* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*; LEV = *total debt* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*.

Berdasarkan Tabel 4.5, terlihat bahwa rata-rata variabel PROBDEBT yang digunakan oleh 61 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah 0,4900. Nilai ini menunjukkan bahwa sebanyak 49% perusahaan dalam sampel penelitian menggunakan proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisinya. Berarti perusahaan dalam sampel penelitian yang menggunakan proporsi utang yang kecil untuk membiayai kegiatan akuisisinya sedikit lebih banyak sebesar 51%.

Variabel COD memiliki nilai rata-rata sebesar 0,1013. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *effective rate* atau beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan atas total utang yang menghasilkan bunga atau *interest bearing debt* adalah sebesar 10,13%. *Effective rate* yang terbesar adalah 31,50% dan terkecil yaitu 1,26%.

Variabel AGENCY mencerminkan *conflict of interest* antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Nilai rata-rata dari AGENCY ini adalah sebesar 0,0592. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata masalah keagenan yang terjadi di perusahaan pada periode 1 tahun sebelum melakukan akuisisi adalah sebesar 5,92%. Masalah keagenan ini disebabkan oleh *free cash flow* yang dimiliki

perusahaan atas *total asset* yang dipegang perusahaan. Nilai masalah keagenan yang tertinggi adalah 36.31% dan yang terendah ialah -19,23%.

Variabel DMEANSPMT menggambarkan metode pembayaran seperti apa yang dipilih oleh perusahaan atas kegiatan akuisisi yang dilakukannya. Nilai rata-rata dari DMEANSPMT adalah sebesar 0,9200. Nilai ini menunjukkan bahwa sebanyak 92% perusahaan dalam sampel penelitian ini menggunakan *cash* sebagai cara pembayaran kegiatan akuisisinya. Hal ini berarti proporsi perusahaan dalam sampel penelitian hanya sebesar 8% yang menggunakan *stock* untuk membayar kegiatan akuisisi yang dilakukannya.

ROA merupakan salah satu pengukuran kinerja keuangan khususnya untuk mengukur profitabilitas perusahaan. Dari 61 jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki rata-rata ROA sebesar 4,85%, dengan ROA terbesar adalah 29,06%., sedangkan nilai ROA terendah adalah sebesar -45,87%. Sehingga secara rata-rata terlihat bahwa kinerja dan profitabilitas perusahaan pada periode 1 tahun sebelum perusahaan melakukan akuisisi cukup rendah, bahkan terlihat ada perusahaan yang memiliki nilai ROA negatif yang artinya perusahaan mengalami kerugian pada periode tersebut.

Variabel *Leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,0000, dengan kata lain terdapat perusahaan dalam sampel penelitian yang tidak melakukan pinjaman sama sekali kepada pihak bank atau lembaga keuangan yang lainnya. Nilai maksimum dari *leverage* ialah sebesar 0,8174, atau terdapat perusahaan yang memiliki komposisi penggunaan utang sangat besar mencapai 81,74%. Nilai rata-rata *leverage* sebesar 0,2957. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi penggunaan utang dari 61 perusahaan sampel berada di kisaran 29,57%.

### **4.3 Analisis Korelasi**

Analisis korelasi digunakan untuk mendapatkan gambaran atas hubungan antar variabel. Analisis korelasi yang digunakan adalah koefisien korelasi Pearson yang dihasilkan dari pengolahan data menggunakan PASW *Statistic* 18. Analisis korelasi antar variabel model penelitian disajikan pada Tabel 4.6.

**Tabel 4.6 Analisis Korelasi Pearson**

	<b>PROBDEBT</b>	<b>COD</b>	<b>AGENCY</b>	<b>DMEANSPMT</b>	<b>ROA</b>	<b>LEV</b>
<b>PROBDEBT</b>	1,00 .					
<b>COD</b>	-0,2190* (0,0450)	1,00 .				
<b>AGENCY</b>	0,0140 (0,4590)	0,2010 (0,0600)	1,00 .			
<b>DMEANSPMT</b>	0,1740 (0,0890)	0,0950 (0,2320)	0,1490 (0,1260)	1,00 .		
<b>ROA</b>	0,1510 (0,1230)	0,0236* (0,0340)	0,1420 (0,1380)	0,3090** (0,0080)	1,00 .	
<b>LEV</b>	0,1540 (0,1180)	-0,3850** (0,0010)	-0,1410 (0,1390)	0,1840 (0,0780)	-0,0800 (0,2710)	1,00 .

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

\*\* Signifikan pada level  $\alpha = 1\%$  (*I-tailed*).

\* Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$  (*I-tailed*).

Angka di dalam kurung menunjukkan nilai *p-value*.



Dari Tabel 4.6 terlihat bahwa variabel COD berkorelasi negatif dan signifikan pada  $\alpha = 5\%$  dengan variabel PROBDEBT. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat biaya utang yang diproksikan dengan *effective rate*, maka semakin rendah probabilitas perusahaan tersebut menggunakan proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi yang dilakukannya.

Variabel ROA memiliki koefisien yang positif dan signifikan pada  $\alpha = 1\%$  dengan variabel DMEANSPMT. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang diproksikan oleh *return on asset*, maka perusahaan akan menggunakan *cash* sebagai cara pembayaran atas transaksi kegiatan akuisisi yang dilakukannya. Sehingga jumlah laba yang tinggi yang diperoleh perusahaan akan digunakan oleh perusahaan untuk membayar kegiatan akuisisinya secara tunai.

Variabel ROA memiliki koefisien yang positif dan signifikan pada  $\alpha = 5\%$  dengan variabel COD. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang diproksikan oleh *return on asset*, maka perusahaan akan meningkatkan penggunaan utang untuk mendapatkan *tax shield* untuk melindungi laba yang diperoleh terhadap beban pajak.

Variabel LEV berkorelasi negatif dan signifikan pada  $\alpha = 1\%$  dengan variabel COD. Hal ini mengindikasikan bahwa tingginya tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan akan membuat perusahaan lebih memilih untuk tidak melakukan pinjaman ke bank maupun lembaga keuangan lainnya, sehingga COD perusahaan pun akan menurun.

#### 4.4 Analisis Regresi Logistik

Pengujian yang dilakukan terhadap model regresi logistik terhadap masing-masing variabel dapat dilihat berikut ini:

##### 4.4.1 Uji Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)

Pada Tabel 4.7 diperlihatkan hasil pengujian Hosmer dan Lemeshow menunjukkan nilai *chi-square* = 7,7190 dan *degree of freedom* (df) = 8. Adapun

tingkat signifikansi sebesar 0,4610 ( $p$ -value sebesar  $0,4610 > \alpha = 0,05$ ) maka keputusannya adalah  $H_0$  diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi logistik yang digunakan pada penelitian ini fit dengan data.

**Tabel 4.7 Pengujian Hosmer and Lemeshow Test**

Chi-square	df	Sig.
7,7190	8	0,4610

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

#### 4.4.2 Pengujian Simultan (*Omnibus Tests of Model Coefficients*)

Dari pengujian regresi logistik dengan melihat Tabel 4.8 hasil pengujian *omnibus tests of model coefficients*, diketahui nilai  $chi$ -square = 7,9060 dan  $degree$  of freedom = 5. Adapun tingkat signifikansi sebesar 0,0800 ( $p$ -value  $0,0800 < \alpha = 0,10$ ) maka  $H_0$  ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat signifikan 10%, variabel COD, AGENCY, DMEANSPMT, ROA, dan LEV berpengaruh terhadap PROBDEBT.

**Tabel 4.8 Pengujian Omnibus Tests of Model Coefficients**

	Chi-square	df	Sig.
Step	7,9060	5	0,0800
Block	7,9060	5	0,0800
Model	7,9060	5	0.0800

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

#### 4.4.3 Koefisien Determinasi (*Model Summary*)

*Model Summary* dalam regresi logistik sama dengan pengujian  $R^2$  pada persamaan regresi linier.  $R^2$  menunjukkan estimasi variasi dari variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 4.9 menyajikan hasil *Model Summary* ini.

**Tabel 4.9 Koefisien Determinasi**

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	76,6410	0,1220	0,1620

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

Dari hasil pengolahan data dengan metode regresi logistik untuk melihat kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen PROBDEBT, diketahui bahwa nilai Nagelkerke  $R^2$  sebesar 0,1620 yang lebih besar dari pada Cox & Snell  $R^2$ . Nilai tersebut menunjukkan bahwa kemampuan kelima variabel independen, yaitu COD, AGENCY, DMEANSPMT, ROA, dan LEV, dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen PROBDEBT sebesar 16,20% dan sisanya 83,80% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang menjelaskan namun tidak diikutsertakan dalam model penelitian.

#### 4.4.4 Pengujian Regresi Logistik

Pengujian regresi logistik ini menggunakan pengujian parsial untuk melihat apakah variabel independen yang diteliti dalam penelitian ini mempunyai pengaruh atau tidak terhadap variabel dependen secara parsial. Hasil pengujian parsial ini ditampilkan pada Tabel 4.10 berikut.

**Tabel 4.10 Hasil Regresi Logistik**

$$PROBDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 COD_{it} + \beta_2 AGENCY_{it} + \beta_3 DMEANSPMT_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

	<i>Expected Sign</i>	<b>B</b>	<b>S.E.</b>	<b>Wald</b>	<b>df</b>	<b>Sig.</b>	<b>Exp(B)</b>
CONSTANT		-0,6900	1,3260	0,2710	1	0,3020	0,5010
COD	-	-10,8750	5,8270	3,4830	1	0,0310**	0,0000
AGENCY	+	0,5820	2,5700	0,0510	1	0,4110	1,7900
DMEANSPMT	+	1,3870	1,2730	1,1870	1	0,1380	4,0040
ROA	-	4,3560	3,3760	1,6640	1	0,0990*	77,9300
LEV	-	0,5590	1,8360	0,0930	1	0,3810	1,7490

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic 18*

\*\* Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$  (*1-tailed*).

\* Signifikan pada level  $\alpha = 10\%$  (*1-tailed*).

Jumlah observasi: 61 perusahaan dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*. *Winsorize approach* dilakukan pada variabel ROA.

PROBDEBT = 1 apabila perusahaan menggunakan *high debt* untuk membiayai kegiatan akuisisi dan 0 apabila sebaliknya; COD = *interest expense* di tahun *t* dibagi dengan *average interest bearing debt* di tahun *t* dan *t-1*; AGENCY = *free cash flow* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*; DMEANSPMT = 1 apabila perusahaan membayar kegiatan akuisisi dengan *cash* dan 0 apabila menggunakan *stock*; ROA = rasio *net income* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*; LEV = *total debt* di tahun *t-1* dibagi dengan *total asset* di tahun *t-1*.

Dari hasil pengujian parsial pada Tabel 4.10, dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \ln \left[ \frac{P}{1-P} \right] &= -0,6900 - 10,8750 \text{ COD} + 0,5820 \text{ AGENCY} + 1,3870 \text{ DMEANSPMT} \\ &\quad + 4,3560 \text{ ROA} + 0,5590 \text{ LEV} \end{aligned}$$

Dari persamaan regresi logistik tersebut, maka dapat dibuktikan kebenarannya dengan memasukkan nilai COD, AGENCY, DMEANSPMT, ROA, dan LEV untuk setiap perusahaan. Hasil persamaan regresi logistik kemudian dieksponekan untuk mengetahui kecocokan nilai dengan nilai PROBDEBT, yaitu 1 atau 0. Nilai potong untuk persamaan regresi logistik tersebut adalah 0,5. Jika nilai eksponen di atas 0,5 atau mendekati 1, berarti perusahaan menggunakan *high debt* untuk mendanai kegiatan akuisisi, namun jika nilai eksponen di bawah 0,5 atau jauh dari 1 berarti perusahaan menggunakan *low debt* untuk mendanai kegiatan akuisisi. Berikut ini adalah contoh cara memasukkan nilai pada persamaan regresi logistik tersebut untuk emiten BHIT tahun 2000.

$$\begin{aligned} \ln \left[ \frac{P}{1-P} \right] &= -0,6900 - 10,8750 \text{ COD} + 0,5820 \text{ AGENCY} + 1,3870 \text{ DMEANSPMT} \\ &\quad + 4,3560 \text{ ROA} + 0,5590 \text{ LEV} \\ &= -0,6900 - 10,8750 (0,1160) + 0,5820 (-0,0099) + 1,3870 (1) + \\ &\quad 4,3560 (0,2043) + 0,5590 (0,3638) \\ &= -0,6900 - 1,2615 - 0,00576 + 1,3870 + 0,8899 + 0,2034 \\ \ln \left[ \frac{P}{1-P} \right] &= 0,5230 \\ \ln \left[ \frac{P}{1-P} \right] &= e^{0,5230} \\ P &= 1,6871 : (1,6871 + 1) \\ P &= 0,6278 \end{aligned}$$

Berdasarkan contoh hasil persamaan regresi logit untuk perusahaan BHIT tahun 2000, diperoleh nilai probabilitas 62,78%. Hal tersebut mengindikasikan bahwa BHIT memiliki kemungkinan yang cukup besar untuk memilih pendanaan kegiatan akuisisinya dengan menggunakan proporsi utang yang besar dan dalam kenyataannya adalah BHIT memilih proporsi utang yang besar sebagai pendanaan kegiatan akuisisinya. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa prediksi dari persamaan

regresi tersebut dapat diambil kebenarannya. Hasil dari keseluruhan sampel perusahaan yang sesuai dengan pembuktian persamaan regresi yang telah diolah menggunakan PASW *Statistic* 18 disajikan pada Tabel 4.11 berikut.

**Tabel 4.11 Probabilitas Sesuai dengan Persamaan Regresi**

<i>Observed</i>			<b>PROBDEBT</b>		<i>Percentage</i>
			<i>Low Debt</i>	<i>High Debt</i>	<i>Correct</i>
<i>Step 1</i>	<b>PROBDEBT</b>	<i>Low Debt</i>	19	12	61,3%
		<i>High Debt</i>	7	23	76,7%
	<i>Overall Percentage</i>				68,9%

Sumber: data hasil pengolahan PASW *Statistic* 18

Berdasarkan Tabel 4.11 terlihat bahwa hasil dari keseluruhan sampel perusahaan yang sesuai dengan pembuktian persamaan regresi yang telah diolah menggunakan PASW *Statistic* 18 adalah sebesar 68,9%, sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan prediksi yang dapat diambil kebenarannya. Daftar keseluruhan ada di lampiran 2.

#### **4.4.4.1 Pengaruh Biaya Utang Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi**

Pada pengujian hipotesis 1a yang menguji pengaruh biaya utang terhadap probabilita penggunaan utang untuk pendanaan akuisisi, dengan melihat hubungan antara biaya utang (COD) dan PROBDEBT. Berdasarkan hasil regresi logistic pada Tabel 4.10, terlihat bahwa variabel COD memiliki koefisien negatif dan signifikan pada  $\alpha = 5\%$  terhadap variabel PROBDEBT. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa biaya utang yang lebih tinggi akan memiliki probabilita yang lebih kecil untuk memilih pendanaan dengan proporsi utang yang besar dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Oleh karena itu, hasil ini mendukung hipotesis 1a, sehingga hipotesis 1a tidak dapat ditolak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Wei-wei (2011) yang mengatakan bahwa untuk tujuan mengurangi biaya modal, maka perusahaan lebih

memilih untuk pendanaan dengan utang dari pada pendanaan dengan saham. Perusahaan yang memiliki dana yang terbatas, tetapi masih memiliki kapasitas utang yang cukup, lebih menyukai pemilihan pembiayaan dengan utang untuk akuisisinya (Martynova dan Renneboog, 2009). Dapat dijelaskan menurut hasil penelitian ini bahwa pengaruh negatif tersebut menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat biaya utang perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut mendanai aktivitas akuisisinya dengan menggunakan proporsi utang yang besar. Hal ini terjadi karena biasanya biaya dari utang lebih kecil dibandingkan biaya untuk menerbitkan saham baru. Oleh karena biaya utang yang murah, maka perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung lebih memilih untuk menggunakan proporsi utang yang besar dari pada menerbitkan saham dan terlebih lagi dengan menggunakan utang, perusahaan akan mendapatkan manfaat berupa *tax shield*.

#### **4.4.4.2 Pengaruh Masalah Keagenan Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi**

Pengujian hipotesis 2a ditujukan untuk menguji pengaruh masalah keagenan perusahaan terhadap probabilita penggunaan utang untuk pendanaan akuisisi, dengan melihat hubungan antara AGENCY dengan PROBDEBT. Berdasarkan hasil regresi logistik pada Tabel 4.10, terlihat bahwa variabel AGENCY memiliki koefisien positif namun tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$  terhadap variabel PROBDEBT. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa masalah keagenan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap probabilita proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi. Hal ini berarti perusahaan yang lebih memiliki masalah keagenan tidak memiliki probabilita yang lebih besar untuk memilih proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung hipotesis 2a, sehingga hipotesis 2a ditolak.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986) yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas yang berlebih dan peluang untuk tumbuh yang sedikit, lebih memilih untuk

menggunakan utang sebagai pendanaan aktivitas perusahaan untuk tujuan pengawasan. Selain itu, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Stulz (1990) yang menemukan pengaruh yang positif antara utang dan *free cash flow*. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Wu (2004) yang menemukan implikasi dari *free cash flow* terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaplinsky dan Niehaus (1990) dalam Fatma dan Chichti (2011) yang tidak menemukan hubungan antara *free cash flow* dan penggunaan utang sebagai pendanaan aktivitas perusahaan. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh De Jong dan van Dijk (2007) dan Martynova dan Renneboog (2009) juga menemukan bahwa tidak ada hubungan antara masalah keagenan dan penggunaan utang. Hal ini terjadi karena setiap perusahaan memiliki kebijakan untuk utangnya (*debt policy*) yang berbeda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Berdasarkan sampel penelitian perusahaan di Indonesia yang melakukan kegiatan akuisisi, dapat terlihat bahwa penggunaan utang bukan merupakan cara untuk mengurangi masalah keagenan di perusahaan dan kemungkinan cara yang digunakan untuk mengurangi masalah keagenan adalah dengan menerapkan mekanisme *corporate governance*, seperti komite audit, komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial (Rachmawati dan Triatmoko, 2007). Sedangkan menurut Suyatmini, *et al.* (2007), untuk mengatasi masalah keagenan dilakukan dengan cara meningkatkan *insider ownership*, meningkatkan *dividen payout ratio*, dan dengan *institutional investor* sebagai *monitoring agent*.

#### **4.4.4.3 Pengaruh Cara Pembayaran Terhadap Probabilita Proporsi Utang yang Besar untuk Pendanaan Akuisisi**

Pada pengujian hipotesis 3a yang menguji pengaruh cara pembayaran terhadap probabilita penggunaan utang, dengan melihat hubungan antara DMEANSPMT dengan PROBDEBT. Berdasarkan hasil regresi logistik pada Tabel 4.10, terlihat bahwa variabel DMEANSPMT memiliki koefisien positif

namun tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$  terhadap variabel PROBDEBT. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa cara pembayaran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap probabilitas proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi. Hal ini berarti perusahaan yang lebih memilih untuk melakukan pembayaran kegiatan akuisisi secara tunai (*cash*) memilih *low debt* untuk membiayai kegiatan akuisisi dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung hipotesis 3a, sehingga hipotesis 3a ditolak.

Hasil ini tidak konsisten dengan temuan Bugeja dan da Silva Rosa (2008) yang mengatakan bahwa akuisisi yang dibayar dengan tunai mengharuskan perusahaan untuk mendapatkan tambahan utang. Pembayaran kegiatan akuisisi secara tunai membutuhkan dana yang sangat besar, sehingga biasanya perusahaan yang memiliki kapasitas utang yang belum terpakai memilih untuk melakukan pinjaman ke bank atau lembaga keuangan lainnya. Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faccio dan Masulis (2005) yang menyatakan bahwa pembayaran akuisisi secara tunai pada umumnya membutuhkan pendanaan dari utang. Hal ini dapat dijelaskan bahwa ketika *bidder* dapat memperoleh akses terhadap kapasitas utang target yang tidak digunakan, maka *bidder* memiliki kemampuan lebih besar untuk membiayai akuisisi tersebut dengan tunai (Bugeja dan da Silva Rosa, 2008). Selain itu dapat dijelaskan lagi bahwa sebagian besar *bidder* yang memiliki jumlah kas yang sedikit dan *liquid assets* yang terbatas, maka penawaran pembayaran akuisisi secara tunai pada umumnya membutuhkan pendanaan dari utang (Faccio dan Masulis, 2005).

Hasil penelitian ini berbeda karena berdasarkan Tabel 4.4 terlihat bahwa hampir keseluruhan atau 92% perusahaan di Indonesia yang dijadikan sampel dalam penelitian ini membayar kegiatan akuisisinya secara tunai atau *cash* dan hanya 8% dari total sampel yang melakukan pembayaran dengan saham atau *stock*. Terdapat perbedaan jumlah yang terlalu jauh antara perusahaan yang membayar secara tunai dan perusahaan yang membayar dengan saham. Selain itu, terlihat juga pada tabel yang sama bahwa hanya 49% perusahaan membiayai akuisisinya dengan utang, hal ini berarti tidak terlalu banyak perusahaan yang menggunakan utangnya untuk mendanai nilai total dari akuisisinya.



#### 4.4.4.4 Analisis Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* Terhadap Probabilita Penggunaan Utang untuk Pendanaan Akuisisi

Dalam menguji pengaruh biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran terhadap probabilita proporsi utang yang lebih besar untuk pendanaan akuisisi, penelitian ini juga melihat dua variabel kontrol yang secara empiris telah terbukti berpengaruh terhadap pemilihan utang. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas yang diproksikan oleh ROA dan *leverage*.

Berdasarkan hasil regresi logistik pada Tabel 4.10, terlihat bahwa variabel ROA memiliki korelasi positif dan signifikan pada  $\alpha = 10\%$  terhadap variabel PROBDEBT. Namun, tanda koefisien variabel ROA menunjukkan hasil yang berlawanan dengan prediksi, ini berarti profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap probabilita proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki laba yang lebih tinggi akan memiliki probabilita yang lebih besar untuk memilih pendanaan dengan proporsi utang yang besar dibandingkan dengan perusahaan lainnya.

Hasil dari penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Huang dan Song (2006) dan Sheikh dan Wang (2010) yang menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif yang kuat dengan utang. Hal itu terjadi karena perusahaan yang memiliki profitabilitas yang besar membutuhkan lebih sedikit dana dari eksternal, seperti *debt*. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian dari (Song, 2005) yang menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang negatif dengan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan pada umumnya lebih memilih menggunakan dana internal dibandingkan mencari dana eksternal.

Namun, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986) yang memprediksi bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dengan utang. Hal ini terjadi karena menurut *trade-off theory*, semakin besar perusahaan memperoleh keuntungan, maka semakin besar tingkat utangnya karena perusahaan mempunyai pendapatan yang lebih besar yang harus dilindungi dari biaya pajak (Fatma dan Chichti, 2011). Terlihat pada Tabel 4.4

bahwa terdapat sampel perusahaan di Indonesia yang melakukan kegiatan akuisisi, memiliki ROA yang cukup tinggi yaitu 29.06%, namun laba yang cukup tinggi membuat perusahaan meningkatkan utangnya untuk melindungi laba tersebut dari adanya biaya pajak.

Berdasarkan hasil regresi logistik pada Tabel 4.10, terlihat bahwa variabel *leverage* memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$  terhadap variabel PROBDEBT. Akan tetapi, tanda koefisien variabel *leverage* menunjukkan hasil yang berlawanan dengan prediksi, ini berarti *leverage* perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap probabilitas proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki *leverage* yang lebih tinggi akan memiliki probabilitas yang lebih besar untuk memilih pendanaan dengan proporsi utang yang besar dibandingkan dengan perusahaan lainnya.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prezas (1987) yang menemukan bahwa *leverage* mempunyai hubungan dengan *debt*. Perubahan dari *leverage* ini tergantung ukuran yang relative dari elastisitas utang dan margin kontribusinya dalam struktur modal perusahaan. Selain itu, perubahan ini mendorong perusahaan ke dalam tingkat risiko yang baru. Hasil ini terjadi karena walaupun tingkat *leverage* perusahaan sudah tinggi, tetapi perusahaan tetap menggunakan utang. Alasannya adalah karena dengan menggunakan utang, perusahaan akan mendapatkan *benefit* yaitu berupa *tax shielded*. Terlihat pada Tabel 4.4 bahwa perusahaan pada sampel penelitian ini mempunyai rata-rata *leverage* yang masih rendah, yaitu sebesar 29.57%. Sehingga, *leverage* tersebut belum tentu digunakan untuk mendanai akuisisi, tetapi lebih untuk membiayai kebutuhan operasional perusahaan tersebut.

## **BAB 5**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Kesimpulan**

Penelitian ini didasarkan pada kerangka konseptual bahwa biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran dapat mempengaruhi perusahaan dalam menggunakan proporsi utang yang lebih besar untuk membiayai kegiatan akuisisinya.

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya utang (COD) mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap probabilitas proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi perusahaan. Hal ini berarti semakin rendah COD maka semakin besar kemungkinan perusahaan menggunakan utang yang lebih besar untuk membiayai kegiatan akuisisinya. Dalam pemilihan pendanaan perusahaan memilih pendanaan dengan biaya yang paling rendah dan biasanya pendanaan dengan utang memiliki biaya yang lebih kecil dibandingkan dengan biaya menerbitkan saham. Sehingga semakin kecil biaya dari utang tersebut, maka semakin besar probabilitas perusahaan menggunakan utang yang lebih besar untuk membiayai aktivitas akuisisinya.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan dari masalah keagenan terhadap probabilitas proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi perusahaan. Hasil ini memiliki arti bahwa perusahaan yang lebih memiliki masalah keagenan belum tentu menggunakan utang yang lebih besar untuk membiayai akuisisinya.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa cara pembayaran tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas proporsi utang yang besar untuk membiayai kegiatan akuisisi perusahaan. Hasil ini mengindikasikan

bahwa pembayaran akuisisi dalam bentuk tunai belum tentu diikuti oleh meningkatnya utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena walaupun adanya penambahan tingkat utang pada suatu perusahaan dan perusahaan tersebut membayar akuisisinya secara tunai, namun ternyata perusahaan tersebut menggunakan utang yang dimilikinya dengan proporsi yang lebih sedikit untuk membiayai kegiatan akuisisi yang dibayar tunai tersebut.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunyai beberapa kelemahan dan keterbatasan, adapun kelemahan dan keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Terdapat banyak perusahaan dalam sampel penelitian yang tidak mencantumkan secara eksplisit mengenai utang yang dimiliki perusahaan digunakan untuk membiayai kegiatan akuisisinya dalam laporan keuangan, sehingga sulit untuk menentukan apakah utang tersebut digunakan untuk mengakuisisi untuk perhitungan probabilitas utang.
- Pengukuran masalah keagenan hanya melihat dari sisi *free cash flow* atas total aset tanpa memperhatikan faktor lainnya.

## 5.3 Saran

Penelitian ini memberikan beberapa saran untuk beberapa pihak sebagai berikut:

- **Bagi Perusahaan**

Hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan yang akan melakukan akuisisi, seperti pertimbangan dalam penggunaan proporsi utang yang lebih besar untuk membiayai transaksi akuisisi tersebut. Semakin rendah tingkat biaya utang perusahaan, maka perusahaan sebaiknya memilih untuk menggunakan utang yang lebih besar untuk membiayai kegiatan akuisisinya. Terlebih lagi jika perusahaan

membutuhkan dana eksternal, maka penggunaan utang biasanya lebih dipilih karena biaya utang biasanya lebih rendah dibandingkan biaya untuk menerbitkan saham baru.

- **Bagi Akademisi**

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bagi akademisi berupa paparan mengenai keterkaitan antara biaya utang, masalah keagenan, dan cara pembayaran dengan probabilita proporsi utang yang lebih besar untuk membiayai kegiatan akuisisi perusahaan. Adapun hal-hal yang dapat disarankan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperoleh data mengenai kegiatan-kegiatan perusahaan yang melakukan akuisisi dari sumber lainnya, tidak hanya *Reuters 3000 Xtra*, seperti membaca berita yang dikeluarkan oleh perusahaan atas kegiatan-kegiatan yang mereka lakukan.
2. Pengukuran masalah keagenan sebaiknya tidak hanya melihat dari sisi *free cash flow* atas total aset saja, tetapi juga memperhatikan kepemilikan manajerial, komite audit, komisaris independen, dan kepemilikan institusional di perusahaan.
3. Variabel lain yang menarik untuk diteliti seperti siklus hidup atau *life cycle* perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Al-Laham, Andreas, Schweizer, Lars, dan Amburgey, Terry L. (2010). Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the “M&A as R&D” type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management*, 26, 25-37.
- Amihud, Y. dan Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12, 605–617.
- Ardalan, K. (2007). Corporate governance: a paradigmatic look. *International Journal of Social Economics*, 34 (8), 506-524.
- Biswas. Pallab Kumar dan Bhuiyan, Md. Hamid Ullah. (2008). Corporate governance and firm performance: Theory and evidence from literature. *SSRN Working Paper*, 1-29.
- Bodie, Z.V. I., Kane, Alex, dan Marcus, Alan J. (2011). *Investment and portfolio management*, (9<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (1998). *Fundamental of financial management*, (8<sup>th</sup> Ed.). The Dryden Press.
- Bruslerie, Hubert de La. (2011). Corporate acquisition process: Is there an optimal cash-equity payment mix? *International Review of Law and Economics*, 1-12.
- Bugeja, Martin dan da Silva Rosa, Raymond. (2008). Taxation of shareholder capital gains and the choice of payment method in takeovers. *Accounting and Business Research*, 38 (4), 331-350.
- Carrington, T. and Johed, G. (2007). The construction of top management as a good steward: A study of Swedish annual general meetings. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20 (5), 702-728.
- Chatterjee, R. dan Kuenzi, A. (2001). Mergers and acquisitions: the influence of methods of payment on bidder's share price. *Research Paper in Management Studies*, 1-53.
- Coleman, A.K, dan Biepke, N. (2006). The link between corporate governance and performance of the non-traditional export sector: evidence from Ghana. *Corporate Governance*, 6 (5), 609-623.
- De Jong, A. dan van Dijk, R. (2007). Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data. *European Journal of Finance*, 13 (6), 565-593.

- Denis, David J. dan McKeon, Stephen B. (2011). Debt financing and financial flexibility evidence from pro-active leverage increases. *Forthcoming in the Review of Financial Studies*, 1-32).
- Drebin, Alan S. (1993). *Advanced accounting*. USA: South Western Publishing Co.
- Faccio, Mara dan Masulis, Ronald W. (2005). The choice of payment method in European mergers & acquisition. *The Journal of Finance*, 60 (3), 1345-1388.
- Fatma, Ben Moussa dan Chichti, Jameleddine. (2011). Interactions between free cash flow, debt policy, and structure of governance: Three stage least square simultaneous model approach. *Journal of Management Research*, 3 (2), 1-34.
- Fosberg, Richard H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects, 4 (1), 31.
- Francis, Jennifer, LaFond, Ryan, Olsson, Per, dan Schipper, Katherine. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Frank, Murray Z. dan Goyal, Vidhan K. (2002). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 1-30.
- Franks, Julian R., Harris, Robert S., dan Mayer, Cohn. (1988). Means of payment in takeovers: result for the United Kingdom and the United States. *National Bureau of Economic Research*, 221-264.
- Gitman, L.J. (2009). *Principles of managerial finance*, (12<sup>th</sup> ed). Massachusetts: Addison Wesley.
- Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*, (4<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.
- Henry, Anthony E. (2011). *Understanding strategic management*, (2<sup>nd</sup> ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Hermawan, Ancella A. (2009). *Pengaruh efektifitas dewan komisaris dan komite audit, kepemilikan oleh keluarga dan peran monitoring bank terhadap kandungan informasi laba*. Disertasi Universitas Indonesia.
- Hitt, Michael A., Harrison, Jeffrey S., dan Ireland, R. Duane. (2002). *Merger dan akuisisi: Panduan meraih laba bagi para pemegang saham*. Jakarta: PT. Raja GrafindoPersada.
- Huang, G dan Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, 14-36.

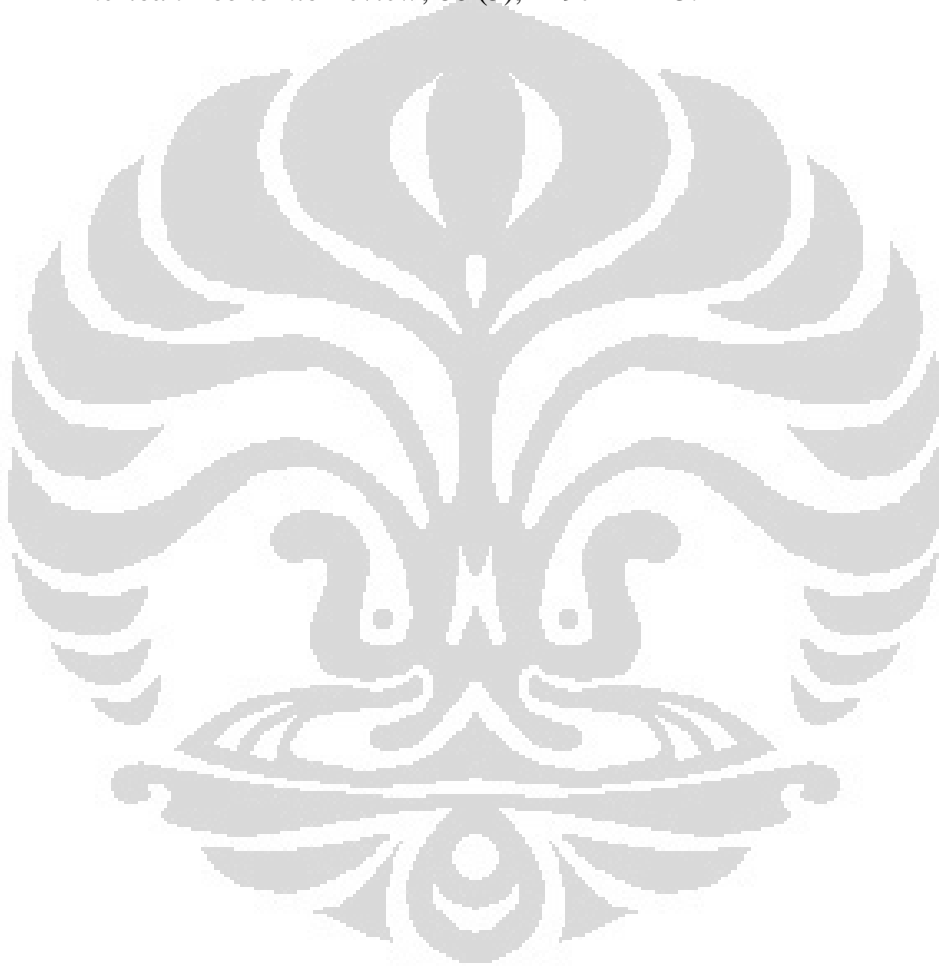
- Husted, Bryan W. (2005). Risk management, real options, and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 60 (2), 175-183.
- Ismail, Ahmad dan Krause, Andreas. (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 471-484.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., dan Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kam-Wah Lai. (2011). The cost of debt when all-equity firms raise finance: The role of investment opportunities, audit quality and debt maturity. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1931-1940.
- Khurniasari, Dela. (2010). *Pengaruh sumber pendanaan dan mekanisme corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan setelah aktivitas merger dan akuisisi*. Tesis Universitas Indonesia.
- Kleiman, Robert T. (1999). Agency theory. *Encyclopedia of Business*, (2<sup>nd</sup> ed). <http://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/A-Ar/Agency-Theory.html>
- Koerniadi, H. and Tourani-Rad, A. (2009). Does board independence matter? Evidence from New Zealand. *Working Paper*, Faculty of Business and Law, Auckland University of Technology.
- Kumar, Satish dan Bansal, Lalit K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Emerald Management Decision*, 46 (10), 1531-1543.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 10 (6), 1113-1155.
- Lam, T.Y. dan Lee, S.K. (2008), CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8 (3), 299-316.
- Lambrecht, Bart M. dan Myers, Stewart C. (2005). A theory of takeovers and disinvestment. *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*, 1-48.
- Marnet, O. (2008). Behaviour and rationality in corporate governance. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 1 (4), 4-22.
- Martin, Kenneth J. dan McConnell, John J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *The Journal of Finance*, 46 (2), 671-687.



- Martynova, Marina dan Renneboog, Luc. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*, 15, 290-315.
- McCabe, G. dan Yook, K. (1997). Jensen, Myers-Majluf, free cash flow and the returns to bidders. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 37, 697-707.
- Modigliani, F. dan Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Moin, Abdul. (2003). *Merger, akuisisi & divestasi*. Yogyakarta: Ekonisia, Kampus FE-UII.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. dan Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nikkinen, Jussi dan Sahlström, Petri. (2004). Does agency theory provide a general framework for audit pricing? *International Journal of Auditing*, 253-262.
- Payamta dan Setiawan, Doddy. (2004). Analisis pengaruh merger dan akuisisi terhadap kinerja perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7 (3), 256-282.
- Prezas, Alexandros P. (1987). Effects of debt on the degrees of operating and financial leverage. *Financial Management*, 16 (2), 39-44.
- Priyatno, Duwi. (2009). *SPSS untuk analisis korelasi, regresi, dan multivariate*. Yogyakarta: Gava Media.
- Rachmawati, Andri dan Triatmoko, Hanung. (2007). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*, 1-26.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Jaffe, Jeffrey. (2010). *Corporate finance*, (9<sup>th</sup> Ed.). New York: McGraw – Hill.
- Roychowdhury, Sugata. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3), 335-370.
- Schlingemann, Frederik P. (2004). Financing decisions and bidder gains. *Journal of Corporate Finance*, 10, 683-701.
- Selvarajah, Esaignani dan Ursel, Nancy. (2011). Mergers and corporate debt financing. *Economics Letters*, 114, 296-298.

- Sheikh dan Wang. (2010). Financing behavior of textile firms in Pakistan. *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 1 (2), 130-135.
- Sheng-Syan Chen, Robin K. Chou, dan Yun-Chi Lee. (2011). Bidders' strategic timing of acquisition announcements and the effects of payment method on target returns and competing bids. *Journal of Banking & Finance*, 35, 2231-2244.
- Sherman, Andrew J. and Hart, Milledge A. (2006). *Mergers & acquisitions from A to Z*. New York: AMACOM.
- Shyam-Sunder, Lakshmi dan Myers, Stewart C. (1999). *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Smith, Clifford W. dan Warner, Jerome B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Song, Han-Suck. (2005). Capital structure determinants: An empirical study of Swedish companies. *Electronic Working Paper Series*, (25).
- Stice, James D, Stice, Earl K., dan Skousen, Fred. (2004). *Intermediate accounting*, (15<sup>th</sup> ed.). Singapore: Thomson South-Western.
- Stulz, Rene. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Suyatmini, Wahyuddi, H.M, dan Triyono. (2007). Pengembangan model interaksi struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan pada perusahaan manufaktur go publik di Indonesia: laporan hasil penelitian. *Indonesian Science & Technology Digital Library*.  
<http://elib.pdii.lipi.go.id/katalog/index.php/searchkatalog/byId/57176>
- Talbot, Susie. (2001). Cost of capital. *Position Paper*. 5-26.
- Teshima, N. dan Shuto, Akinobu. (2008). Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19 (2), 108-132.
- Trautwein, Friedrich. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11, 283-295.
- Truong, Giang, Partington, Graham, dan Peat Maurice. (2008). Cost of capital estimation and capital budgeting practice in Australia. *Australian Journal of Management*, 33 (1), 95-121.
- Wei-wei, XU. (2011). Risk conversion of debt financing in the coal company. 5142-5145.

- Weston, J. Fred, Mitchell, Mark L., dan Mulherin, J. Harold. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, (4<sup>th</sup> Ed.). New Jersey: Pearson Education.
- Wu, L. (2004). The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow. *EFMA Meetings Paper*.
- Yamin, Sofyan, Rachmah, Lien A., dan Kurniawan, Heri. (2011). *Regresi dan korelasi dalam genggaman anda*. Jakarta: Salemba Empat.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86 (5), 1197 – 1215.



**Lampiran 1: Daftar Sampel Perusahaan yang Melakukan Akuisisi**

No.	<i>Announce Date</i>	<i>Stock Code</i>	<i>Acquirer Name</i>
1	11-02-00	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk PT
2	28-04-00	BHIT	Bhakti Investama Tbk PT
3	12-10-00	DSFI	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk PT
4	15-03-01	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
5	12-10-01	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk PT
6	05-12-01	BMTR	Global Mediacom Tbk PT
7	15-02-02	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
8	08-05-02	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
9	18-07-02	AKRA	AKR Corporindo Tbk PT
10	12-08-02	PANR	Panorama Sentrawisata Tbk PT
11	31-10-02	BMTR	Global Mediacom Tbk PT
12	31-10-02	BMTR	Global Mediacom Tbk PT
13	14-05-03	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
14	22-12-03	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk PT
15	31-05-04	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk PT
16	30-06-04	LPKR	Lippo Karawaci Tbk PT
17	08-12-04	BNBR	Bakrie and Brothers Tbk PT
18	14-12-04	GEMA	Gema Grahasarana Tbk PT
19	16-08-05	SRSN	Indo Acidatama Tbk PT
20	07-10-05	MITI	Mitra Investindo Tbk PT
21	26-06-06	CTRS	Ciputra Surya Tbk PT
22	09-01-07	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk PT
23	15-01-07	BMTR	Global Mediacom Tbk PT
24	16-01-07	CPRO	Central Proteinaprima Tbk PT
25	14-03-07	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk PT
26	19-04-07	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering PT
27	26-09-07	BRPT	Barito Pacific Tbk PT
28	02-10-07	BUMI	Bumi Resources Tbk PT
29	17-10-07	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk PT
30	12-12-07	BUMI	Bumi Resources Tbk PT
31	18-12-07	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
32	09-01-08	UNTR	United Tractors Tbk PT
33	09-05-08	SMCB	Holcim Indonesia Tbk PT
34	06-06-08	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk PT
35	12-08-08	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk PT
36	14-08-08	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT
37	05-01-09	BUMI	Bumi Resources Tbk PT
38	06-01-09	BUMI	Bumi Resources Tbk PT

(Lanjutan)

No.	<i>Announce Date</i>	<i>Stock Code</i>	<i>Acquirer Name</i>
39	08-01-09	BUMI	Bumi Resources Tbk PT
40	05-05-09	ADRO	Adaro Energy Tbk PT
41	20-08-09	DOID	Delta Dunia Makmur Tbk PT
42	15-12-09	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT
43	15-12-09	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT
44	15-12-09	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT
45	15-12-09	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT
46	29-12-09	BKSL	Sentul City Tbk PT
47	26-01-10	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT
48	23-03-10	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk PT
49	12-05-10	BRPT	Barito Pacific Tbk PT
50	14-06-10	UNTR	United Tractors Tbk PT
51	25-06-10	UNVR	Unilever Indonesia Tbk PT
52	14-07-10	BRAU	Berau Coal Energy Tbk PT
53	05-11-10	BHIT	Bhakti Investama Tbk PT
54	18-11-10	INVS	Inovisi Infracom Tbk PT
55	21-12-10	FREN	Smartfren Telecom Tbk
56	11-02-11	APLN	Agung Podomoro Land Tbk PT
57	07-04-11	INDY	Indika Energy Tbk PT
58	20-05-11	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk PT
59	23-06-11	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk PT
60	18-10-11	ADRO	Adaro Energy Tbk PT
61	23-12-11	BCAP	Bhakti Capital Indonesia Tbk PT

Sumber: Reuters 3000 Xtra

**Lampiran 2: Daftar Perhitungan Regresi yang Sesuai**

No.	<i>Stock Code</i>	PROBDEBT	Perhitungan Regresi	<i>Correct List</i>
1	RMBA	<i>Low Debt</i>	0.6943	<i>FALSE</i>
2	BHIT	<i>High Debt</i>	0.6280	<i>TRUE</i>
3	DSFI	<i>Low Debt</i>	0.3954	<i>TRUE</i>
4	TLKM	<i>Low Debt</i>	0.5121	<i>FALSE</i>
5	TOTO	<i>High Debt</i>	0.8043	<i>TRUE</i>
6	BMTR	<i>High Debt</i>	0.5938	<i>TRUE</i>
7	TLKM	<i>Low Debt</i>	0.5331	<i>FALSE</i>
8	TLKM	<i>Low Debt</i>	0.5331	<i>FALSE</i>
9	AKRA	<i>Low Debt</i>	0.1748	<i>TRUE</i>
10	PANR	<i>High Debt</i>	0.1824	<i>FALSE</i>
11	BMTR	<i>Low Debt</i>	0.6341	<i>FALSE</i>
12	BMTR	<i>Low Debt</i>	0.3022	<i>TRUE</i>
13	TLKM	<i>High Debt</i>	0.6489	<i>TRUE</i>
14	MEDC	<i>Low Debt</i>	0.5604	<i>FALSE</i>
15	KKGI	<i>Low Debt</i>	0.4718	<i>TRUE</i>
16	LPKR	<i>Low Debt</i>	0.1540	<i>TRUE</i>
17	BNBR	<i>High Debt</i>	0.5825	<i>TRUE</i>
18	GEMA	<i>High Debt</i>	0.2941	<i>FALSE</i>
19	SRSN	<i>Low Debt</i>	0.1205	<i>TRUE</i>
20	MITI	<i>Low Debt</i>	0.0187	<i>TRUE</i>
21	CTRS	<i>Low Debt</i>	0.5743	<i>FALSE</i>
22	MEDC	<i>High Debt</i>	0.5349	<i>TRUE</i>
23	BMTR	<i>High Debt</i>	0.4353	<i>FALSE</i>
24	CPRO	<i>High Debt</i>	0.5178	<i>TRUE</i>
25	INDF	<i>High Debt</i>	0.5638	<i>TRUE</i>
26	TRUB	<i>High Debt</i>	0.6201	<i>TRUE</i>
27	BRPT	<i>Low Debt</i>	0.6419	<i>FALSE</i>
28	BUMI	<i>Low Debt</i>	0.6728	<i>FALSE</i>
29	TBLA	<i>High Debt</i>	0.4047	<i>FALSE</i>
30	BUMI	<i>Low Debt</i>	0.6728	<i>FALSE</i>
31	TLKM	<i>High Debt</i>	0.6334	<i>TRUE</i>
32	UNTR	<i>High Debt</i>	0.6777	<i>TRUE</i>
33	SMCB	<i>Low Debt</i>	0.6408	<i>FALSE</i>
34	MPPA	<i>High Debt</i>	0.6058	<i>TRUE</i>
35	IMAS	<i>High Debt</i>	0.6712	<i>TRUE</i>
36	PTBA	<i>High Debt</i>	0.2647	<i>FALSE</i>
37	BUMI	<i>High Debt</i>	0.6395	<i>TRUE</i>
38	BUMI	<i>High Debt</i>	0.6395	<i>TRUE</i>

(Lanjutan)

No.	Stock Code	PROBDEBT	Perhitungan Regresi	Correct List
39	BUMI	<i>High Debt</i>	0.6395	<i>TRUE</i>
40	ADRO	<i>High Debt</i>	0.5603	<i>TRUE</i>
41	DOID	<i>High Debt</i>	0.5124	<i>TRUE</i>
42	UNSP	<i>Low Debt</i>	0.4947	<i>TRUE</i>
43	UNSP	<i>Low Debt</i>	0.4947	<i>TRUE</i>
44	UNSP	<i>Low Debt</i>	0.4947	<i>TRUE</i>
45	UNSP	<i>Low Debt</i>	0.4947	<i>TRUE</i>
46	BKSL	<i>Low Debt</i>	0.4011	<i>TRUE</i>
47	TLKM	<i>Low Debt</i>	0.6109	<i>FALSE</i>
48	MNCN	<i>Low Debt</i>	0.3884	<i>TRUE</i>
49	BRPT	<i>Low Debt</i>	0.4624	<i>TRUE</i>
50	UNTR	<i>High Debt</i>	0.7373	<i>TRUE</i>
51	UNVR	<i>Low Debt</i>	0.2224	<i>TRUE</i>
52	BRAU	<i>High Debt</i>	0.3725	<i>FALSE</i>
53	BHIT	<i>High Debt</i>	0.4228	<i>FALSE</i>
54	FREN	<i>Low Debt</i>	0.2049	<i>TRUE</i>
55	INVS	<i>Low Debt</i>	0.1738	<i>TRUE</i>
56	APLN	<i>High Debt</i>	0.6389	<i>TRUE</i>
57	INDY	<i>High Debt</i>	0.5340	<i>TRUE</i>
58	EMTK	<i>Low Debt</i>	0.3759	<i>TRUE</i>
59	TBIG	<i>High Debt</i>	0.5877	<i>TRUE</i>
60	ADRO	<i>High Debt</i>	0.6077	<i>TRUE</i>
61	BCAP	<i>Low Debt</i>	0.3190	<i>TRUE</i>

Sumber: data hasil pengolahan

Keterangan	Jumlah	Persentase
<i>TRUE</i>	42	68.9%
<i>FALSE</i>	19	31.1%
Total	61	100%

Sumber: data hasil pengolahan