



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN
TERHADAP AKTIVITAS AKUISISI**

TESIS

**DESHINTA VIDYASTUTI
1006793246**

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



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN
TERHADAP AKTIVITAS AKUISISI**

TESIS

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

**DESHINTA VIDYASTUTI
1006793246**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN 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 : Deshinta Vidyastuti

NPM : 1006793246

Tanda Tangan : 

Tanggal : 21 Juni 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Deshinta Vidyastuti
NPM : 1006793246
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Aktivitas 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 NPS (.....)

Penguji : Eko Rizkianto, ME (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 21 Juni 2012

KATA PENGANTAR

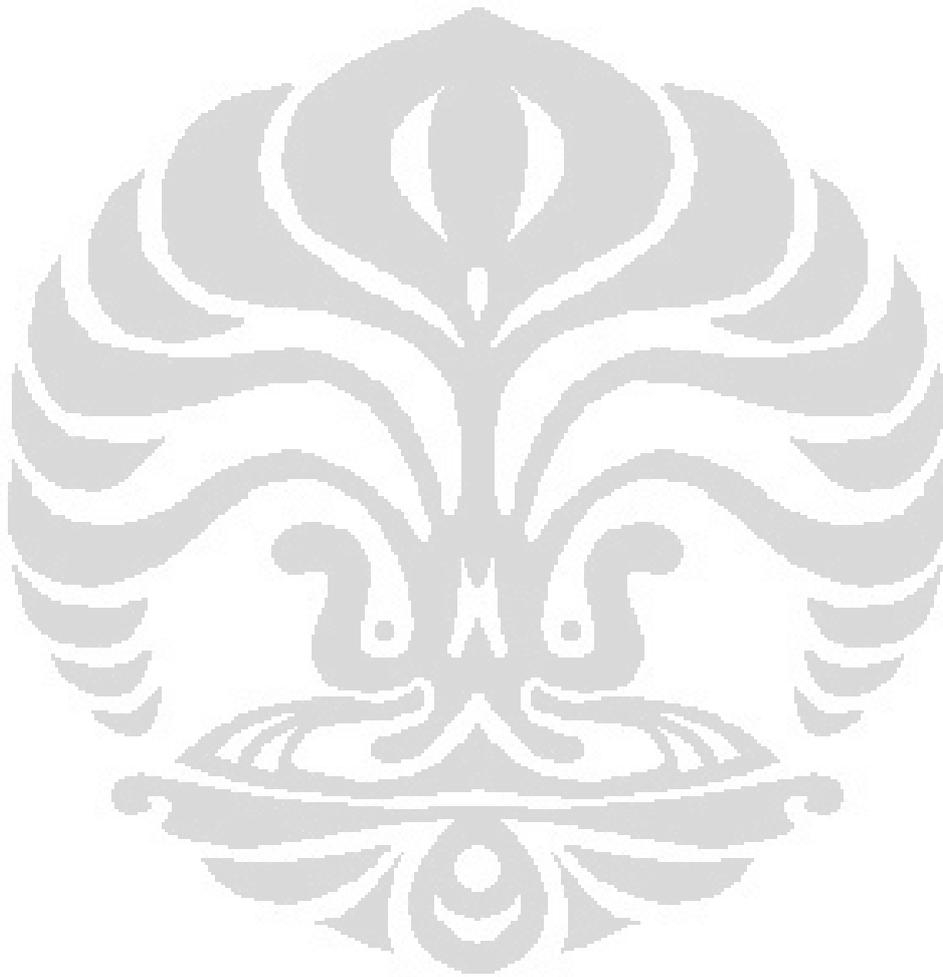
Alhamdulillah saya panjatkan kepada Allah SWT atas berkat dan rahmat-Nya sehingga saya dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari tesis ini dapat terselesaikan atas bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, sejak masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini serta memberikan perhatian, semangat, dan dorongan agar selesai tepat waktu;
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD selaku Ketua Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia;
3. Ibu Dr. Sylvia Veronica NPS dan Bapak Eko Rizkianto, ME selaku penguji tesis yang telah memberikan saran dan masukan yang membangun bagi penelitian ini;
4. Dr. Ir. Achmad Waryanto, CES dan Ir. Tri Yuni Kusumastuti, MSCE sebagai kedua orang tua penulis dan keluarga atas segala doa, semangat, perhatian, pengertian, dan dukungan moralnya, yang telah memberikan inspirasi dan kekuatan bagi penulis sehingga dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik;
5. Chairul Iman, SE yang telah memberikan doa, semangat, bantuan, perhatian, dukungan, dan pengertiannya, serta memberikan kekuatan dan memotivasi penulis sehingga dapat menyelesaikan tesis ini, *thank you for everything*;
6. Seluruh dosen dan staf di Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah banyak membantu dalam perkuliahan dan penyusunan tesis ini;
7. Seluruh teman-teman di Program Magister Manajemen, terutama kelas F101 atas kebersamaan yang tidak akan terlupakan serta teman-teman seperjuangan bimbingan tesis Bu Ancella atas kerjasamanya yang sangat baik;

Akhir kata, semoga Allah SWT memberikan dan membalas segala kebaikan kepada seluruh pihak yang telah membantu dan semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 21 Juni 2012

Penulis



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

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

Nama : Deshinta Vidyastuti

NPM : 1006793246

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Tesis

demikian 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:

Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Aktivitas 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 akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan pemilik sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 21 Juni 2012

Yang menyatakan



(Deshinta Vidyastuti)

ABSTRAK

Nama : Deshinta Vidyastuti
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Aktivitas Akuisisi

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap aktivitas akuisisi, termasuk pengaruh siklus hidup perusahaan *acquirer* terhadap kondisi *wealth* dari akuisisi, persentase saham yang diakuisisi, dan metode pembayaran dalam akuisisi. Data penelitian ini berjumlah 32 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan akuisisi pada periode 2000-2011. Analisis data menggunakan metode regresi *logit* dan metode regresi linier berganda. Pada penelitian ini terdapat empat model penelitian. Hasil penelitian yang pertama menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan tidak signifikan mempengaruhi probabilitas perusahaan melakukan akuisisi. Hasil penelitian yang kedua menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi (*acquirer*) berpengaruh negatif dan signifikan pada kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan. Hasil penelitian yang ketiga menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan *acquirer* berpengaruh tidak signifikan pada persentase saham yang diakuisisi. Hasil penelitian yang keempat menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan *acquirer* berpengaruh positif dan signifikan pada metode pembayaran dalam akuisisi.

Kata kunci:

Siklus hidup perusahaan, akuisisi, *wealth*, persentase saham, metode pembayaran

ABSTRACT

Name : Deshinta Vidyastuti
Study Program : Master of Management
Title : Corporate Life Cycle Influence to Acquisition Activities

This study aims to analyze corporate life cycle influence to acquisition activities, including acquirer corporate's life cycle influence to shareholders wealth, percentage of shares acquired, and payment method in acquisition. Sample data represents 32 sample which are companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) which perform acquisition in period 2000-2011. Data analysis is conducted using logit regression method and double linear regression method. This study consist of four models. The first model result showed that corporate life cycle has no significant relationship with acquisition. The second model result showed that acquirer corporate's life cycle has negative and significant relationship with shareholders wealth. The third model result showed that acquirer corporate's life cycle has no significant relationship with percentage of shares acquired. The fourth model result showed that acquirer corporate's life cycle has positive and significant relationship with payment method in acquisition.

Key words:

Corporate life cycle, acquisition, shareholders wealth, percentage of shares, payment method

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	5
1.4 Manfaat Penelitian.....	6
1.5 Sistematika Penulisan.....	7
2. TINJAUAN PUSTAKA.....	9
2.1 Siklus Hidup Perusahaan.....	9
2.1.1 Tahapan dalam Siklus Hidup Perusahaan.....	9
2.1.2 Hubungan Siklus Hidup dengan Kondisi Finansial Perusahaan.....	13
2.2 Akuisisi.....	17
2.3 Efek Akuisisi pada <i>Wealth</i> Pemegang Saham Perusahaan.....	21
2.4 Metode Pembayaran dalam Akuisisi.....	22
2.5 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Akuisisi.....	23
2.6 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Pengakuisisi Terhadap Kondisi <i>Wealth</i> Pemegang Saham Perusahaan.....	23
2.7 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Pengakuisisi Terhadap Metode Pembayaran.....	24
2.8 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Akuisisi, <i>Wealth</i> Pemegang Saham Perusahaan, Persentase Saham yang Diakuisisi dan Metode Pembayaran.....	25
3. METODE PENELITIAN.....	29
3.1 Kerangka Konseptual.....	29
3.2 Pengembangan Hipotesis.....	33
3.3 Model Penelitian.....	36
3.4 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	38
3.4.1 Variabel Dependen.....	39
3.4.1.1 Probabilita Melakukan Akuisisi.....	39
3.4.1.2 <i>Wealth</i> Pemegang Saham Perusahaan.....	39
3.4.1.3 Persentase Saham yang Diakuisisi.....	40
3.4.1.4 Metode Pembayaran dalam Akuisisi.....	41

3.4.2	Variabel Independen: Siklus Hidup Perusahaan.....	41
3.4.3	Variabel Kontrol.....	42
3.4.3.1	<i>Return on Equity</i> (ROE).....	42
3.4.3.2	Tingkat Pertumbuhan Penjualan (<i>Sales Growth Rate</i>)	43
3.4.3.3	Tingkat Likuiditas Perusahaan.....	43
3.4.3.4	<i>Free Cash Flow</i>	43
3.4.3.5	Ukuran (<i>Size</i>) Perusahaan.....	44
3.4.3.6	Risiko (<i>Beta</i>) Perusahaan.....	44
3.5	Pengujian Statistik.....	45
3.5.1	Statistik Deskriptif.....	45
3.5.2	Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian.....	45
3.5.3	Regresi Logit.....	46
3.5.3.1	Uji <i>Goodness-of-fit-test</i> (<i>Hosmer and Lemeshow Test</i>)	46
3.5.3.2	Uji Simultan (<i>Omnibus test of Model Coefficients</i>).....	46
3.5.3.3	Koefisien Determinasi (<i>Model Summary</i>).....	46
3.5.3.4	Pengujian Parsial.....	47
3.5.4	Analisis Regresi.....	47
3.5.5	Uji Asumsi Klasik.....	47
3.5.5.1	Uji Normalitas.....	47
3.5.5.2	Uji Multikolinieritas.....	48
3.5.5.3	Uji Heteroskedastisitas.....	48
3.5.6	Uji Hipotesis.....	49
3.5.6.1	Uji Statistik <i>F</i>	49
3.5.6.2	Uji Statistik <i>t</i>	49
3.5.6.3	Uji <i>Goodness-of-fit</i> (R^2).....	49
3.6	Populasi dan Sampel.....	50
3.7	Pengumpulan Data.....	51
4.	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	52
4.1	Deskripsi Sampel Penelitian.....	52
4.2	Statistik Deskriptif.....	53
4.3	Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian.....	58
4.4	Analisis Regresi Logit.....	63
4.4.1	Uji <i>Goodness-of-fit-test</i> (<i>Hosmer and Lemeshow Test</i>).....	64
4.4.2	Uji Simultan (<i>Omnibus test of Model Coefficients</i>).....	64
4.4.3	Koefisien Determinasi (<i>Model Summary</i>).....	65
4.5	Uji Asumsi Klasik Regresi Linier Berganda.....	66
4.5.1	Uji Normalitas.....	66
4.5.2	Uji Multikolinieritas.....	69
4.5.3	Uji Heteroskedastisitas.....	70
4.6	Hasil Regresi.....	71
4.6.1	Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial untuk Model 1.....	71
4.6.2	Hasil Regresi Linier Berganda untuk Model 2.....	71
4.6.2.1	Analisis Simultan (Uji <i>F-statistic</i>).....	72
4.6.2.2	Analisis <i>Goodness-of-Fit</i> (<i>Adjusted R²</i>).....	72
4.6.3	Hasil Regresi Linier Berganda untuk Model 3.....	72

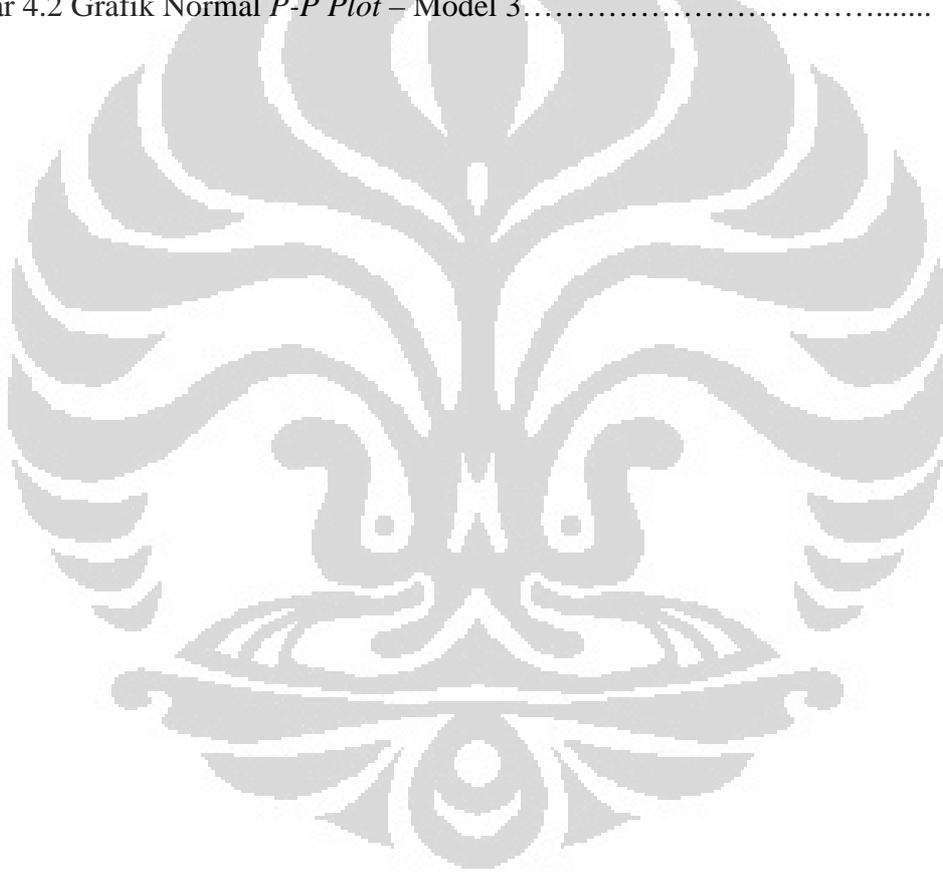
4.6.3.1 Analisis Simultan (Uji <i>F</i> -statistic).....	72
4.6.3.2 Analisis <i>Goodness-of-Fit</i> (<i>Adjusted R</i> ²).....	72
4.6.4 Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial untuk Model 4.....	73
4.7 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis.....	76
4.7.1 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Akuisisi.....	76
4.7.2 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Kondisi <i>Wealth</i> dari Akuisisi.....	77
4.7.3 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Persentase Saham yang Diakuisisi.....	78
4.7.4 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Metode Pembayaran dalam Akuisisi.....	79
4.8 Analisis Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Probabilita Melakukan Akuisisi, Kondisi <i>Wealth</i> , Persentase Saham dan Metode Pembayaran dalam Akuisisi	80
5. KESIMPULAN DAN SARAN.....	82
5.1. Kesimpulan.....	82
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	83
5.3. Saran.....	84
DAFTAR REFERENSI.....	86

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Prosedur Penetapan Sampel.....	52
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif – Model 1.....	53
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif – Model 2.....	54
Tabel 4.4	Statistik Deskriptif – Model 3.....	56
Tabel 4.5	Statistik Deskriptif – Model 4.....	57
Tabel 4.6	Analisis Korelasi <i>Pearson</i> – Model 1.....	58
Tabel 4.7	Analisis Korelasi <i>Pearson</i> – Model 2.....	60
Tabel 4.8	Analisis Korelasi <i>Pearson</i> – Model 3.....	61
Tabel 4.9	Analisis Korelasi <i>Pearson</i> – Model 4.....	62
Tabel 4.10	Pengujian <i>Hosmer and Lemeshow</i>	64
Tabel 4.11	Pengujian <i>Omnibus Test for Simultan Effect</i>	65
Tabel 4.12	Koefisien Determinasi	66
Tabel 4.13	Hasil <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>	69
Tabel 4.14	Hasil Uji Multikolinieritas	70
Tabel 4.15	Hasil Uji <i>White</i>	70
Tabel 4.16	Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial – Model 1 dan Model 4.....	74
Tabel 4.17	Hasil Regresi Linier Berganda – Model 2 dan Model 3.....	75

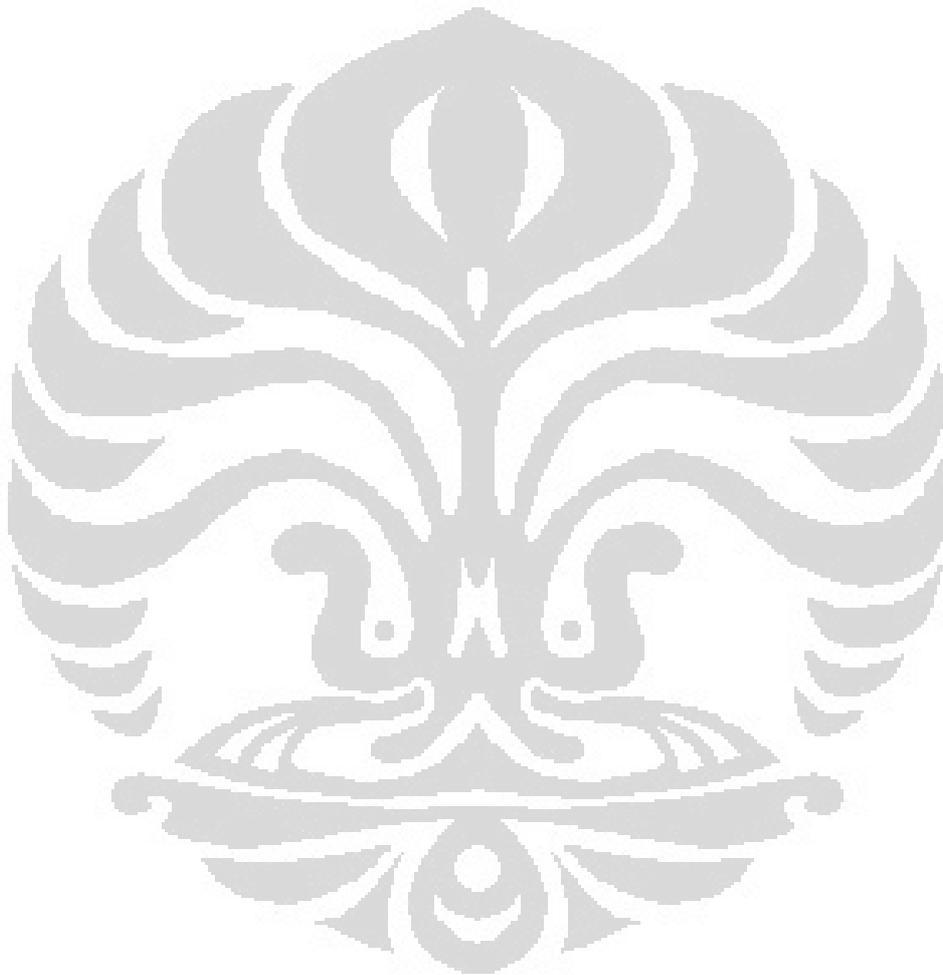
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Kerangka Konseptual 1: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan terhadap Probabilita Melakukan Akuisisi.....	29
Gambar 3.2 Kerangka Konseptual 2: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap <i>Wealth</i> Pemegang Saham Perusahaan.....	30
Gambar 3.3 Kerangka Konseptual 3: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap Persentase Saham yang Diakuisisi.....	31
Gambar 3.4 Kerangka Konseptual 4: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap Metode Pembayaran dalam Akuisisi.....	32
Gambar 4.1 Grafik Normal <i>P-P Plot</i> – Model 2.....	67
Gambar 4.2 Grafik Normal <i>P-P Plot</i> – Model 3.....	68



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data Variabel Perusahaan Sampel - Model 1.....	89
Lampiran 2	Data Variabel Perusahaan Sampel - Model 2, 3 dan 4.....	93
Lampiran 3	Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 1.....	95
Lampiran 4	Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 4.....	99



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut, salah satu cara yang dapat dilakukan yaitu dengan pertumbuhan (*growth*) perusahaan. Strategi pertumbuhan perusahaan dapat dibagi menjadi internal dan eksternal, yaitu pertumbuhan yang eksternal berdasarkan pada merger dan akuisisi (Shim dan Okamuro, 2010). Melalui akuisisi, pertumbuhan perusahaan dapat dihasilkan dari terjadinya sinergi dengan adanya *corporate innovation activities* (Bena dan Li, 2011). Barney (1988), Collis dan Montgomery (1998), serta Harrison *et al.* (1991) menyatakan bahwa sinergi melalui akuisisi yaitu saling melengkapinya antara perusahaan yang mengakuisisi dan targetnya diharapkan menghasilkan nilai gabungan yang melebihi nilai sebagai masing-masing perusahaan yang terpisah (Wright *et al.*, 2002).

Reed dan Lajoux (1999) mendefinisikan akuisisi sebagai proses aset atau bisnis atau saham menjadi milik dari pembeli, yaitu pembeli mengambil alih kepemilikan pihak lain (Manurung, 2011). Di Indonesia, pernyataan tersebut sesuai dengan peraturan Pasal 3 Perkom No. 1 Tahun 2009 yang mengartikan akuisisi yaitu perbuatan hukum yang dilakukan oleh pelaku usaha untuk memperoleh seluruh atau sebagian saham dan atau aset Perseroan/Badan Usaha yang menjadikan beralihnya pengendalian terhadap Perseroan/Badan Usaha tersebut (Manurung, 2011).

Terdapat berbagai hal yang menjadikan akuisisi sebagai strategi utama bagi perusahaan untuk mencapai pertumbuhan perusahaan. Berdasarkan Baker dan Helmink (2000) motif dalam melakukan akuisisi yaitu untuk masuk ke pasar baru, mengoptimalkan portofolio produk, memperluas pangsa pasar, diversifikasi produk maupun bisnis, mentransfer keahlian teknis dan fungsi, serta peningkatan skala ekonomi (Manurung, 2011). Selain itu, Fama (1980) dan Varaiya (1987) menyatakan terdapat ekspektasi bahwa perusahaan yang

mengakuisisi dapat menghasilkan (*extract*) nilai karena pengelolaan sebelumnya oleh perusahaan target dilakukan secara inefisien (Wright *et al.*, 2002).

Namun, dilakukannya akuisisi sebagai strategi perusahaan dapat dikatakan sangat tergantung pada tahap siklus hidup (*life cycle*) perusahaan sedang berada. Siklus hidup perusahaan yaitu proses perkembangan perusahaan melalui beberapa tahapan yang merupakan suatu proses yang linear dan berurutan (Bhaird, 2010). Pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi telah diteliti sebelumnya oleh Owen dan Yawson (2009), yang dalam penelitiannya menyatakan siklus hidup perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi tiga, yaitu muda (*young*), dewasa (*mature*), dan tua (*old*). Perusahaan *young* direpresentasikan dengan kondisi masih rendahnya jumlah *free cash flow*. Perusahaan *mature* direpresentasikan dengan kondisi telah terakumulasinya jumlah *retained earnings* dan *free cash flow* yang besar sehingga manajemen memiliki tendensi menggunakannya untuk melakukan akuisisi. Hal ini terkait dengan *agency problem* yaitu Jensen (1986) berargumen bahwa manajer memiliki insentif untuk pertumbuhan perusahaan karena *growth* akan meningkatkan kekuasaan dan keuntungan bagi manajer (Owen dan Yawson, 2009). Davis dan Stout (1992) berargumen bahwa perusahaan *old* direpresentasikan dengan *organizational inertia* yaitu kondisi tidak dapat beradaptasi dengan perubahan kondisi organisasi sehingga kurang memungkinkan dilakukannya akuisisi (Owen dan Yawson, 2009).

Siklus hidup perusahaan dapat mempengaruhi kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Berdasarkan penelitian sebelumnya oleh Martynova dan Renneboog (2008) dan Mantecon (2008), *abnormal return* yang positif terjadi pada pemegang saham perusahaan target pada pengumuman akuisisi sedangkan *return* untuk pemegang saham perusahaan *bidder* yaitu negatif atau mendekati nol (Owen dan Yawson, 2009). Menurut Masulis *et al.* (2007) menggunakan *event window* dengan jangka waktu pendek akan mencakup sebagian besar atau seluruh efek yang terjadi saat pengumuman akuisisi (Owen dan Yawson, 2009). Hal tersebut dapat terjadi dan disimpulkan pada kondisi pasar saham yang efisien, menurut Yook (2004) yaitu menyatakan bahwa pada pasar

saham yang efisien *gains* yang terjadi pada nilai saham saat pengumuman akuisisi merepresentasikan ekspektasi akan peningkatan kinerja pasca-akuisisi. Namun, pada kenyataannya pasar saham tidak selalu berada dalam kondisi yang efisien.

Mengenai hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi, berdasarkan penelitian oleh Owen dan Yawson (2009), siklus hidup perusahaan secara signifikan memiliki hubungan yang negatif dengan *abnormal returns*, yang dapat direpresentasikan dengan perusahaan *young* (perusahaan dengan proporsi *earned equity* yang rendah) mengalami reaksi pasar negatif yang lebih rendah pada saat pengumuman akuisisi dibandingkan reaksi pasar yang sangat negatif pada perusahaan *bidder* dan *combined firm* dalam akuisisi yang besar. Namun, dapat dinyatakan bahwa seluruh penelitian sebelumnya menyetujui akuisisi secara rata-rata meningkatkan nilai ekuitas gabungan dari perusahaan target dan perusahaan *acquirer* sehingga akuisisi menghasilkan nilai bagi pemegang saham (Yook, 2004).

Akuisisi dapat dilakukan dengan berbagai metode pembayaran yaitu kas, saham, atau kombinasi antara keduanya, yang hal tersebut berkaitan dan dipengaruhi oleh siklus hidup perusahaan serta hal tersebut memiliki dampak yang signifikan terhadap kesuksesan dilakukannya transaksi akuisisi tersebut (Ismail dan Krause, 2010). Pada umumnya, perusahaan target lebih memiliki preferensi untuk menerima pembayaran berupa kas dibandingkan saham dari perusahaan *bidder*. Menurut Myers dan Majluf (1984), terdapatnya informasi yang asimetris (*asymmetric information*) diantara *bidder* dan target mengenai nilai saham *bidder*, menjadikan *bidder* dapat menawarkan saham bila dinilai *overvalued* dan menawarkan kas bila dinilai *undervalued*. Selain itu, metode pembayaran sangat berkaitan dengan kontrol atas manajemen, karena dengan menjadikan saham sebagai metode pembayaran maka pemegang saham perusahaan *bidder* akan mendilusi proporsi kepemilikannya sehingga kehilangan kontrol atas perusahaan *bidder*.

Ukuran relatif kedua perusahaan, baik perusahaan *bidder* maupun target, juga sebagai faktor yang memperlihatkan pengaruh dari siklus hidup perusahaan,

dikarenakan perusahaan *bidder* memerlukan kas dalam jumlah yang lebih besar jika perusahaan target berukuran besar, yang umumnya dimiliki oleh perusahaan yang *mature* (seperti disebutkan pada bagian sebelumnya) dengan jumlah *free cash flow* yang besar. Selain itu, pengaruh siklus hidup perusahaan dengan metode pembayaran, yaitu perusahaan *bidder* yang *young* ditandai dengan dimilikinya berbagai kesempatan *growth* yang besar umumnya membiayai akuisisi dengan saham sehingga dapat menyimpan cadangan kas-nya untuk membiayai berbagai investasi untuk pertumbuhannya (Ismail dan Krause, 2010).

Berbeda dengan penelitian Owen dan Yawson (2009), penelitian ini memodifikasi tahapan siklus hidup (*young, mature, old*) yaitu memfokuskan secara spesifik pada dua jenis tahapan siklus hidup yaitu *mature* dan lainnya (merekpresentasikan tahapan siklus hidup *young*). Hal ini berdasarkan pada perusahaan yang berada dalam siklus hidup *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang besar dinyatakan memiliki kemampuan dan kemungkinan yang lebih besar untuk melakukan akuisisi dengan frekwensi yang lebih sering dibandingkan perusahaan pada tahapan siklus hidup lainnya (Owen dan Yawson, 2009).

Pada penelitian ini, siklus hidup perusahaan direpresentasikan oleh proporsi *retained earnings to total equity* (RE/TE). Berbeda dengan penelitian DeAngelo *et al.* (2006) yang menggunakan *retained earnings to total equity* (RE/TE) dan *retained earnings to total assets* (RE/TA) sebagai *proxy*, pada penelitian ini menggunakan RE/TE dikarenakan ingin lebih menganalisis *earned equity* sebagai bagian dari *total equity* yang merepresentasikan pendanaan perusahaan, sehingga sesuai dengan yang dinyatakan dalam penelitian DeAngelo *et al.* (2006) yaitu apakah perusahaan *self-financing* atau mengandalkan modal dari eksternal. Perusahaan dengan jumlah RE/TE yang besar dapat dikatakan sebagai *mature* dengan penurunan kesempatan berinvestasi sedangkan perusahaan dengan jumlah RE/TE yang rendah cenderung merupakan perusahaan yang *young* dan *growing* (Owen dan Yawson, 2009). Penelitian ini menarik untuk menganalisis dan memberikan gambaran mengenai hubungan antara siklus hidup dengan akuisisi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga menganalisis hubungan antara siklus hidup perusahaan yang melakukan

akuisisi dengan pengaruh terhadap *wealth* pemegang saham perusahaan, proporsi persentase saham yang diakuisisi, dan metode pembayaran dalam akuisisi.

1.2 Perumusan Masalah

Pembahasan dalam penelitian ini yaitu menganalisis pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi. Hal tersebut juga dianalisis hubungannya dengan *wealth effects*, persentase saham yang diakuisisi, dan metode pembayarannya.

Berdasarkan hal-hal tersebut, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menjawab permasalahan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi?
2. Bagaimana pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi?
3. Bagaimana pengaruh siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi terhadap persentase saham yang diakuisisi?
4. Bagaimana pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap metode pembayaran yang dilakukan dalam akuisisi?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris di Indonesia mengenai pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi. Secara spesifik tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah:

1. Untuk memperoleh gambaran apakah siklus hidup perusahaan berpengaruh terhadap keputusan dilakukannya akuisisi.

2. Untuk memperoleh gambaran apakah siklus hidup perusahaan berpengaruh terhadap kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi.
3. Untuk memperoleh gambaran apakah siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi berpengaruh terhadap persentase saham yang diakuisisi.
4. Untuk memperoleh gambaran apakah siklus hidup perusahaan berpengaruh terhadap metode pembayaran yang dilakukan dalam akuisisi.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan panduan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi di suatu perusahaan melalui pembelian saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mempertimbangkan probabilitas dilakukannya akuisisi oleh perusahaan berdasarkan siklus hidup perusahaan yang merepresentasikan prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan.

2. Bagi perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan panduan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan akuisisi dengan mempertimbangkan kondisi siklus hidup perusahaan, serta hubungannya dengan faktor-faktor lain yaitu *wealth effects*, persentase saham yang diakuisisi, dan metode pembayaran.

3. Bagi akademisi dan penelitian selanjutnya

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan dan gagasan baru bagi penelitian selanjutnya, melalui

pengujian empiris dan analisis dengan data-data keuangan perusahaan di Indonesia yang diaplikasikan khususnya pada hubungan siklus hidup perusahaan dan akuisisi, serta faktor-faktor lain yaitu *wealth effects*, persentase saham yang diakuisisi, dan metode pembayaran.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan pada penelitian ini tersusun atas lima bab yang saling mendukung dan berkaitan, sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menjelaskan latar belakang dan perumusan masalah secara garis besar. Bab ini juga menerangkan tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini berisi tinjauan pustaka dari beberapa literatur dan penelitian-penelitian sebelumnya yang mendasari metode dan analisis pengaruh hubungan siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi pada penelitian ini. Selain itu, dibahas juga mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab 3 Metode Penelitian

Bab ini berisi metode penelitian yang terdiri atas kerangka konseptual, pengembangan hipotesis, definisi dan penjelasan mengenai pengukuran variabel penelitian, model penelitian, teknik pengumpulan data dan penetapan sampel, serta metode analisis pengolahan data yang dilakukan.

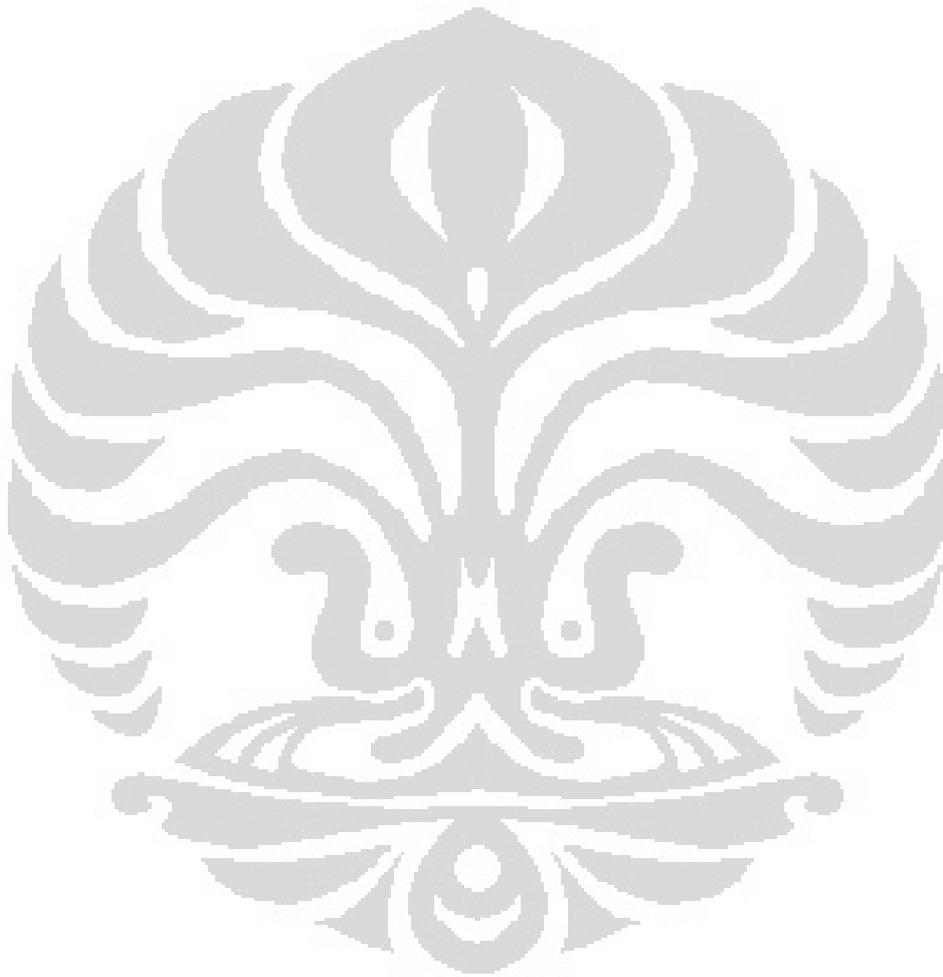
Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi analisis dan pembahasan hasil penelitian yang dilakukan, termasuk menjelaskan hasil statistik deskriptif, analisis

korelasi dan regresi dari model penelitian yang telah ditetapkan serta menjelaskan analisis hasil pengujian hipotesis.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan atas analisis hasil penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian, serta saran bagi penelitian selanjutnya.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Siklus Hidup Perusahaan

Penelitian mengenai siklus hidup perusahaan telah banyak diaplikasikan dalam berbagai literatur mengenai organisasi dan strategi bisnis. Model siklus hidup perusahaan menjelaskan bahwa perusahaan akan berkembang dan berpindah dari satu tahapan perkembangan ke tahapan lainnya. Selain itu, perusahaan akan mengikuti suatu pola yang dapat diprediksi dan ditandai dengan berbagai tahapan perkembangan yang tidak dapat dengan mudah dibalikkan polanya (Owen dan Yawson, 2009). Dalam literatur penelitian oleh Miller dan Friesen (1984) dinyatakan bahwa tiap tahapan siklus hidup yang berbeda akan merepresentasikan strategi, struktur organisasi, metode pengambilan keputusan dan aktivitas yang berbeda, yang faktor-faktor tersebut secara integral saling komplementer antara tiap tahapan siklus hidup. Pertumbuhan organisasi dan peningkatan kompleksitas lingkungan akan mengakibatkan tiap tahapan siklus hidup memperlihatkan berbagai perbedaan yang signifikan pada keempat faktor tersebut. Selain itu, organisasi memiliki tendensi untuk bergerak dan berkembang secara linear melalui lima tahapan siklus hidup yang dinyatakan oleh Miller dan Friesen, yaitu dari tahap *birth* hingga tahap *decline*. Sejumlah proses transisi diekspektasikan terjadi seiring dengan organisasi muda, kecil dan sederhana yang berubah menjadi organisasi yang lebih besar, tua dan kompleks. Walaupun terdapat perbedaan pada berbagai penelitian atas variabel dalam evolusi organisasi, terdapat konsensus bahwa sifat perkembangan organisasi adalah terstruktur.

2.1.1 Tahapan dalam Siklus Hidup Perusahaan

Terdapat berbagai model siklus hidup dengan karakteristik di tiap tahapan dan jumlah tahapan yang berbeda-beda (Owen dan Yawson, 2009). Model siklus hidup yang banyak diaplikasikan kemungkinan besar yaitu model siklus hidup yang diperkenalkan oleh Miller dan Friesen pada tahun 1984 (Granlund dan

Taipaleenmaki, 2004). Menurut Miller dan Friesen (1984) model siklus hidup perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi lima tahap, yaitu *birth*, *growth*, *maturity*, *revival* dan *decline*. Hasil penelitian mereka memperlihatkan terdapatnya karakteristik yang berbeda pada tiap tahapan. Namun, tiap perusahaan tidak melalui tiap tahapan tersebut dengan urutan dan pola yang sama.

Model siklus hidup berdasarkan Miller dan Friesen (1984) yang dibagi menjadi lima tahap (yaitu *birth*, *growth*, *maturity*, *revival* dan *decline*) dengan penelitian pada faktor strategi, struktur organisasi, metode pengambilan keputusan dan situasi organisasi, disertai dengan karakteristik yang relevan sesuai kondisi di tiap tahap siklus hidup, yaitu sebagai berikut:

1. Tahap *Birth*

Tahap suatu perusahaan yang baru berdiri atau muda, didominasi oleh pemiliknya, serta memiliki struktur organisasi yang sederhana, tidak terdiferensiasi dan informal. Umumnya perusahaan berukuran kecil, lingkungannya homogen serta metode dalam pengambilan keputusan dan pemrosesan informasinya masih sederhana. Mengenai inovasi dan strategi, perusahaan menerapkan inovasi yang besar pada lini produknya, strategi *niche* dan melakukan pengambilan risiko yang substansial.

2. Tahap *Growth*

Tahap *Growth* dikatakan dimulai ketika perusahaan telah memiliki dan memantapkan keunggulan kompetitifnya serta telah memperoleh tahap awal kesuksesan produknya di pasar. Fokus perusahaan pada tahap ini yaitu memperoleh pertumbuhan tingkat penjualan dengan cepat dan mengelola lebih banyak sumber daya sebagai upaya untuk merealisasikan keuntungan dari kondisi skala perusahaan yang lebih besar. Perusahaan telah berukuran medium, terdapat beberapa pihak pemegang saham serta lingkungan perusahaan telah heterogen dan kompetitif. Umumnya, perusahaan menerapkan struktur berdasarkan fungsional, telah terdapat diferensiasi yang moderat, sebagian wewenang telah didelegasikan kepada manajer tingkat menengah, dan telah terdapat prosedur operasional perusahaan yang formal.

Perusahaan berada pada tahap awal pengembangan pemrosesan informasi yang formal dan metode pengambilan keputusan, memperluas pasar produknya, meningkatkan inovasi pada lini produknya serta memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang cepat.

3. Tahap *Maturity*

Tahap *Maturity* sebagai tahap selanjutnya setelah tahap *Growth*, yang ditandai dengan stabilnya tingkat penjualan, tingkat inovasi yang menurun, dan struktur organisasi yang lebih birokratis dan formal. Perusahaan telah berukuran besar, pemegang sahamnya banyak dan tersebar, serta lingkungannya lebih heterogen dan kompetitif. Struktur organisasi perusahaan telah terdiferensiasi dan tersentralisasi dengan moderat, serta pengembangan pemrosesan informasi dan metode pengambilan keputusan berada dalam tahap pertumbuhan. Perusahaan dikatakan telah berfungsi secara efisien. Mengenai produk, perusahaan melakukan konsolidasi atas strategi produknya di pasar, berfokus memasok dengan efisien suatu pasar tertentu, bersifat konservatif dan memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat.

4. Tahap *Revival*

Tahap suatu perusahaan umumnya melakukan diversifikasi dan ekspansi lingkup pangsa pasar atas produknya. Perusahaan telah berukuran sangat besar dan telah menerapkan struktur berdasarkan divisi dengan tingkat diferensiasi yang tinggi untuk dapat mengelola perusahaan di tengah pasar yang sangat kompleks, heterogen, kompetitif dan dinamis. Perusahaan juga telah memiliki sistem kontrol dan perencanaan serta pemrosesan informasi yang lebih canggih. Perusahaan juga telah melakukan analisis yang lebih formal dalam metode pengambilan keputusannya. Mengenai inovasi dan strategi, perusahaan memiliki tingkat pengambilan risiko dan perencanaan yang tinggi, melakukan inovasi yang substansial dan memiliki tingkat pertumbuhan yang cepat.

5. Tahap *Decline*

Tahap final yaitu kondisi perusahaan yang menurun, yang direpresentasikan dengan penurunan profitabilitas dikarenakan tantangan dari eksternal, hilangnya pangsa pasar, dan kurangnya inovasi yang dilakukan perusahaan. Struktur organisasi perusahaan birokratis dan formal, berdasarkan fungsional, memiliki tingkat diferensiasi dan sentralisasi yang moderat, serta menurunnya atau berkurangnya tingkat kecanggihan atas sistem pemrosesan informasi dan metode pengambilan keputusannya. Mengenai inovasi dan strategi, perusahaan melakukan berbagai pemotongan tingkat harga atas produknya, bersifat menghindari risiko dan konservatif, serta melakukan likuidasi atas anak-anak perusahaannya.

Menurut Bhaird (2010), jumlah tahapan dalam siklus hidup perusahaan tidak terstandarisasi. Selain tahapan siklus hidup hasil penelitian Miller dan Friesen (1984) yang diuraikan di atas, terdapat juga berbagai hasil penelitian mengenai siklus hidup dengan jumlah tahapan dan karakteristik yang berbeda-beda. Menurut Greiner (1972), menyatakan siklus hidup sebagai suatu *growth phase model* yaitu proses perkembangan organisasi sebagai pergantian dari periode pertumbuhan dan terdapatnya periode krisis yang mengindikasikan pergantian ke tahap yang baru. Periode krisis tersebut dinyatakan terjadi pada akhir dari tiap tahap dan reaksi perusahaan terhadap krisis tersebut yang menentukan masa depan dari pertumbuhan perusahaan. *Growth phase model* terdiri dari lima tahap, yaitu pertumbuhan melalui kreativitas (*creativity*), pengarahan (*direction*), pendelegasian (*delegation*), koordinasi (*coordination*) serta pemantauan (*monitoring*) dan kolaborasi (*collaboration*) (Owen dan Yawson, 2009). *Growth phase model* oleh Greiner juga dapat disebut sebagai *evolution-revolution model* yang tiap tahapannya dipisahkan oleh suatu perubahan revolusioner (Bhaird, 2010). Terdapat juga hasil penelitian Adizes (1979), yang menyatakan model siklus hidup yang lebih komprehensif yaitu perusahaan berkembang melalui sepuluh tahap, dimulai dari organisasi yang masih berupa suatu ide hingga kematian (*death*) (Owen dan Yawson, 2009). Menurut Hanks *et al.* (1994), tahapan pertumbuhan untuk organisasi yang berteknologi tinggi yaitu

diidentifikasinya tahapan perkembangan yang umum (*common developmental stages*) berdasarkan perbandingan antara sejumlah model tahapan (*stage models*), tahapannya yaitu permulaan (*start-up*), ekspansi (*expansion*), *maturity*, diversifikasi (*diversification*) dan penurunan (*decline*) (Bhaird, 2010).

Dalam penelitian oleh Quinn dan Cameron (1983), dinyatakan bahwa tahapan siklus hidup yang memiliki kemungkinan untuk dapat diprediksi hanyalah tahap *birth* ke *maturity* dan terdapat perbedaan dalam jangka waktu yang diperlukan perusahaan pada tiap tahapan siklus hidup. Tahap siklus hidup yang dapat diprediksi hanya tahap *birth* ke *maturity* terlihat dari terdapatnya tahapan siklus hidup yang tidak mengikutsertakan tahap *decline* dan *death* sehingga dapat dikatakan tahapan siklus hidupnya tidak lengkap, namun hal ini dikarenakan pada tahap *mature*, model siklus hidup dapat terpecah dan terjadi perubahan yang terjadi dengan *metamorphically*, tidak dapat diprediksi, ataupun kembalinya perusahaan ke tahapan siklus hidup yang lebih awal. Mengenai jangka waktu dalam tiap tahapan siklus hidup dinyatakan bahwa tiap tahapan dapat berlangsung dengan urutan yang sangat cepat (contohnya, dapat sampai ke tahap *maturity* dengan cepat) atau dapat sangat lambat dalam perkembangan tiap tahapannya.

2.1.2 Hubungan Siklus Hidup dengan Kondisi Finansial Perusahaan

Siklus hidup perusahaan dapat berkaitan dengan berbagai faktor lain di perusahaan. Menurut Bhaird (2010), sumber pembiayaan perusahaan secara signifikan bervariasi sepanjang siklus hidup perusahaan. Selain itu, kombinasi perubahan pembiayaan dan persyaratan pembiayaan (*funding requirements*) berubah dan berkembang pada tiap tahapan siklus hidup perusahaan. Berdasarkan penelitian Weston dan Brigham (1970), kaitan antara siklus hidup dengan pembiayaan dinyatakan dengan teori siklus hidup finansial perusahaan (*financial life cycle theory of the firm*). Menurut Bhaird (2010), serupa dengan model tahapan di studi literatur mengenai organisasi, teori siklus hidup finansial perusahaan yang dikembangkan berkaitan dengan *corporate finance* mengidentifikasi sejumlah tahapan dalam perkembangan perusahaan.

Menurut Bhaird (2010), teori siklus hidup finansial perusahaan menjelaskan sumber-sumber pembiayaan yang umumnya tersedia pada berbagai tahap pertumbuhan perusahaan, seiring dengan potensi permasalahan finansial yang dapat timbul pada tiap tahapan. Model siklus hidup finansial perusahaan mengikutsertakan elemen *trade-off*, *agency*, teori *pecking order* dan penjelasan atas sumber pembiayaan yang umumnya digunakan pada tiap tahapan perkembangan perusahaan. Model siklus hidup finansial perusahaan terdiri dari enam tahapan yaitu tahap permulaan (*inception*), pertumbuhan I (*growth I*), pertumbuhan II (*growth II*), pertumbuhan III (*growth III*), *maturity* dan penurunan (*decline*), yang tiap tahapan dengan masing-masing karakteristik sumber pembiayaan dan potensi permasalahan finansial, dijelaskan lebih lanjut sebagai berikut:

1. Tahap Permulaan (*Inception*)

Sumber pembiayaan berasal dari sumber daya pemilik perusahaan (mencakup sumber pembiayaan dari keluarga dan teman pemilik perusahaan) dikarenakan umumnya pada tahap permulaan ini perusahaan masih kesulitan mendapatkan pembiayaan dari eksternal yang salah satu penyebabnya yaitu kurangnya informasi yang memadai. Potensi permasalahan finansial yaitu terjadinya *undercapitalisation* yang disebabkan kurangnya perencanaan yang dilakukan oleh perusahaan, walaupun perusahaan kemungkinan telah mendapatkan modal yang memadai untuk beroperasi dan melakukan berbagai transaksi.

2. Tahap Pertumbuhan I (*Growth I*)

Pada tahap ini, sumber pembiayaan berasal dari berbagai sumber tambahan, tidak hanya dari sumber daya pemilik perusahaan, namun juga dari laba yang ditahan, *trade credit*, pinjaman dari bank dan *overdrafts*, *hire purchase* dan penyewaan (*leasing*). Sehingga terlihat bahwa seiring dengan beralihnya perusahaan dari tahap permulaan ke tahap pertumbuhan, pembiayaan yang bersumber dari pemilik perusahaan relatif menjadi kurang utama seiring dengan peningkatan sumber pembiayaan yang berasal dari

peningkatan laba yang ditahan. Selain itu, akumulasi dari pengalaman transaksi perusahaan memfasilitasi peningkatan akses ke berbagai sumber dan jumlah pembiayaan dari pihak eksternal, contohnya pembiayaan dari bank dan *trade credit*. Potensi permasalahan finansial yang mungkin terjadi yaitu *overtrading* (yang dapat dikurangi dengan meningkatkan fasilitas *overdraft*) dan krisis likuiditas yang disebabkan oleh pertumbuhan perusahaan yang sangat cepat tidak diiringi dengan memadainya modal kerja (*working capital*). Pada tahap ini, umum bagi perusahaan untuk memiliki tingkat hutang jangka pendek yang tinggi.

3. Tahap Pertumbuhan II (*Growth II*)

Sumber pembiayaan pada tahap ini mencakup sumber-sumber pembiayaan pada tahap sebelumnya, ditambah dengan pembiayaan yang bersifat lebih jangka panjang dari institusi-institusi finansial. Hal ini disebabkan pertumbuhan perusahaan yang telah berada dalam tahap lanjutan ini memerlukan tambahan sumber pembiayaan dari pihak eksternal dalam jumlah yang besar untuk berbagai investasinya. Potensi permasalahan finansial yang mungkin terjadi yaitu terdapatnya *finance gap*.

4. Tahap Pertumbuhan III (*Growth III*)

Pada tahap ini, sumber pembiayaan mencakup sumber-sumber pembiayaan pada tahap sebelumnya, ditambah dengan terdapatnya kemungkinan diperolehnya sumber dana dari penerbitan berbagai instrumen baru di pasar (*new market issue*), contohnya yaitu penerbitan saham baru di pasar. Perusahaan pada tahap ini dikategorikan sedang memiliki strategi pertumbuhan yang tinggi dan kemungkinan sedang terlibat dalam pengembangan produk dan teknologi yang berdasarkan pada teknologi baru. Potensi permasalahan finansial yaitu terjadinya kehilangan atau berkurangnya kontrol kepemilikan atas perusahaan dan terjadinya independensi manajemen terkait dengan *agency problem*, yang disebabkan oleh dilakukannya penerbitan berbagai instrumen baru di pasar.

5. Tahap *Maturity*

Seluruh sumber pembiayaan dinyatakan tersedia pada tahap ini sebagai hasil dari sejarah transaksi perusahaan yang membuka akses ke berbagai sumber pembiayaan. Pada tahap ini, penentuan sumber pembiayaan umumnya berdasarkan pada preferensi pemilik perusahaan, dan bukan pada keterbatasan (*restrictions*) sisi *supply* dari sumber-sumber pembiayaan. Potensi permasalahan finansial yang mungkin terjadi yaitu terkait mempertahankan tingkat imbal hasil dari investasi (*return on investment/ROI*).

6. Tahap *Decline*

Pada tahap ini terjadi penarikan pembiayaan (*withdrawal of finance*), diambil alihnya perusahaan, pembelian kembali saham (*share repurchase*) atau likuidasi. Hal-hal tersebut disebabkan oleh potensi permasalahan finansial yaitu penurunan tingkat imbal hasil dari investasi (*return on investment/ROI*).

Siklus hidup perusahaan yang terkait dengan keputusan investasi dan pembiayaan juga dapat terlihat dari jumlah saldo laba ditahan (*retained earnings*) dalam struktur modal perusahaan (Owen dan Yawson, 2009). Pada tahap *growth*, seluruh investasi yang dilakukan perusahaan umumnya dibiayai dari ekuitas pihak eksternal. Perusahaan pada tahap ini memiliki saldo laba ditahan yang rendah karena perusahaan menginvestasikan sebagian besar laba yang dihasilkannya dan sedang berada dalam tahap memperoleh dana dari pihak eksternal. Selanjutnya, ketika perusahaan telah berkembang dan berada dalam tahap *mature*, perusahaan telah dapat mengakumulasi laba sehingga memiliki jumlah saldo laba ditahan yang lebih besar dalam struktur modalnya.

Berdasarkan penelitian oleh DeAngelo *et al.* (2006), saldo laba (*retained earnings*) digunakan dalam *earned and contributed capital mix*, yaitu *retained earnings* sebagai proporsi terhadap *total equity* (RE/TE) dan proporsi terhadap *total assets* (RE/TA), sebagai *proxy* yang logis untuk tahapan siklus hidup perusahaan karena dapat mengukur apakah perusahaan menggunakan dana internal atau mengandalkan pendanaan dari pihak eksternal. Perusahaan dengan

tingkat RE/TE (RE/TA) yang rendah cenderung berada dalam tahap *growth* yaitu tahap pembentukan modal, sedangkan perusahaan dengan tingkat RE/TE (RE/TA) yang tinggi cenderung berada dalam tahap *mature* dengan laba yang telah terakumulasi sehingga menjadikan perusahaan tersebut dapat *self-financing*.

2.2 Akuisisi

Pengertian akuisisi yaitu mengambil alih kepemilikan pihak lain (Manurung, 2011). Pasal 1 ayat 11 dalam Undang – Undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas mendefinisikan Pengambilalihan yaitu perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut.

Dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 22 (revisi 2010) pihak pengakuisisi adalah entitas yang memperoleh pengendalian atas pihak yang diakuisisi. Pihak pengakuisisi mungkin memperoleh pengendalian atas pihak yang diakuisisi dengan beberapa cara, misalnya:

- a) dengan mengalihkan kas, setara kas atau aset lainnya (termasuk aset neto yang merupakan suatu bisnis);
- b) dengan menimbulkan liabilitas;
- c) dengan menerbitkan kepentingan ekuitas;
- d) dengan memberikan lebih dari satu jenis imbalan; atau
- e) tanpa mengalihkan imbalan, termasuk yang hanya berdasarkan kontrak.

Terdapat berbagai jenis akuisisi yang dapat dilakukan melalui:

- Akuisisi Saham: pengambilalihan dengan pembelian saham perusahaan target. Menurut Ross *et al.* (2010), akuisisi saham yaitu pembelian *voting stock* di perusahaan target melalui pembayaran dengan kas, saham atau sekuritas lainnya;

- Akuisisi Aset: pengambilalihan aset perusahaan target, contohnya pabrik, gedung dan lain sebagainya (Manurung, 2011);
- Akuisisi Bisnis: pengambilalihan bisnis perusahaan target, yaitu bisnis yang dimaksud adalah unit bisnis beserta jaringannya, konsumen, mesin, karyawan dalam unit bisnis tersebut dan lain sebagainya (Manurung, 2011).

Allred *et al.* (2005) menyatakan bahwa pada proses akuisisi, tantangan dalam mengintegrasikan dua perusahaan secara efektif adalah dapat terjadinya bentrokan dalam hal budaya, strategi, dan operasional perusahaan. Pertama-tama, tantangan dalam akuisisi yaitu mengenai kelangsungan hidup perusahaan, kemudian bagaimana keberhasilan dalam pencapaian tujuan dari akuisisi seperti yang telah dianalisa sebelumnya (yang mendasari keputusan untuk melakukan akuisisi). Beberapa poin untuk menguji akuisisi akan dapat menghasilkan nilai bagi pemegang saham menurut Porter, yaitu akuisisi perusahaan target yang berada di industri yang menarik, nilai dari transaksi akuisisi harus terjangkau, dan perusahaan target harus dapat berkinerja dengan lebih baik setelah diakuisisi dan bergabung dibandingkan ketika terpisah.

Berdasarkan penelitian Allred *et al.* (2005), akuisisi dapat berujung pada kegagalan, secara kira-kira, sebagian dari akuisisi mengalami kegagalan. Penyebab kegagalan dari akuisisi banyak dan beragam, diantaranya yaitu sinergi dan penghematan biaya yang tidak tercapai, ketidaksesuaian fasilitas dan teknologi, ketidakmampuan kedua perusahaan dalam berbagi dan transfer kompetensi *resource-based*, tidak adanya program integrasi yang jelas pada waktu sebelum dan sesudah akuisisi, serta *future value* dari perusahaan yang diakuisisi (perusahaan target) pada akhirnya tidak dapat direalisasikan sehingga dapat dikatakan akuisisi tidak berhasil dikelola untuk menghasilkan *real value*. Dapat dikatakan secara simpel, penyebab kegagalan pada proses akuisisi yaitu tidak cocoknya kedua perusahaan atau integrasi tidak dapat dijalankan dengan efektif.

Namun, akuisisi juga dapat berlangsung dengan sukses, dengan berbagai faktor dan kondisi yang mempengaruhinya. Menurut Chatterjee (2008), faktor

utama yang menghasilkan kesuksesan dalam akuisisi adalah kemampuan mengidentifikasi dan mengeksploitasi inefisiensi pasar. Pada pasar yang tidak efisien, nilai potensial dari perusahaan target tidak diketahui secara luas oleh berbagai pihak. Hal tersebut yang merepresentasikan kurangnya informasi menciptakan kondisi yaitu hanya sedikitnya perusahaan *bidder* yang tertarik pada perusahaan target. Sehingga, sedikitnya tekanan kompetisi menjadikan perusahaan *bidder* memiliki lebih banyak waktu, dapat menjalankan proses *due diligence* yang lebih baik, serta umumnya melibatkan premium yang lebih rendah dibandingkan pasar akuisisi dengan banyak perusahaan *bidder*. Selain itu, terkait dengan inefisiensi pasar, hal-hal yang dapat dilakukan agar menghasilkan kesuksesan dalam akuisisi, sebagai berikut:

- Pertahankan proses akuisisi yang *low profile*;
- Memilih perusahaan target yang berada dalam pasar yang sedang dalam periode transisi;
- Memilih perusahaan yang kecil atau privat sebagai perusahaan target.

Menurut Allred *et al.* (2005), akuisisi akan sukses pada kondisi-kondisi sebagai berikut:

- Terbentuknya *market leadership*;
- Merupakan transaksi saham saja, menghasilkan kondisi neraca yang kuat pascaakuisisi;
- Berhasil dilakukannya *strong cost savings*;
- Terpenuhinya kriteria untuk lancar dan efektifnya proses integrasi.

Menurut Shimizu *et al.* (2004), faktor-faktor yang mempengaruhi kesuksesan akuisisi yaitu:

- Kesuksesan dalam proses integrasi dan sistem kontrol yang diterapkan;

- Perusahaan pengakuisisi telah memiliki pengalaman sebelumnya dalam akuisisi dan telah mempelajarinya sehingga dapat mengaplikasikannya secara efektif;
- Sumber daya antar perusahaan yang saling komplementer dan memiliki potensi sinergi yang besar.

Berdasarkan uraian di atas, akuisisi memiliki berbagai tantangan dalam penerapannya, serta dapat berujung pada kesuksesan maupun kegagalan dalam proses akuisisinya. Namun, perusahaan tetap melakukan akuisisi sebagai sarana yang dominan dalam upaya pertumbuhan perusahaan (Ragozzino, 2006). Akuisisi dinilai sebagai sarana yang strategis dan penting bagi manajemen (Chatterjee, 2008). Selanjutnya, faktor utama yang mendorong perusahaan melakukan akuisisi yaitu untuk mencapai sinergi dan menghasilkan (*extract*) nilai dari dilakukannya akuisisi (Ragozzino, 2006).

Terdapat berbagai faktor yang menjadi motivasi bagi perusahaan dalam melakukan akuisisi. Menurut Weston *et al.* (2004), terdapat berbagai faktor yang mendorong perusahaan melakukan akuisisi, diantaranya yaitu terjadinya berbagai perubahan teknologi dan sistem informasi, upaya mengefisienkan operasional dengan *economies of scale*, *economies of scope* dan menggabungkan berbagai aktivitas yang saling komplementer, perkembangan dalam aspek komunikasi dan transportasi, terjadinya kondisi globalisasi dan perdagangan bebas, serta sebagai upaya menyesuaikan dengan regulasi dan kondisi perekonomian. Motivasi perusahaan dalam melakukan akuisisi juga dapat dilihat dari model *Corporate Control* dengan fokus pada kinerja, yaitu jika manajemen yang berkinerja buruk dapat digantikan dengan tim yang lebih baik maka perusahaan yang mengakuisisi akan dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham (Allred *et al.*, 2005). Bagi perusahaan yang baru melakukan penerbitan saham perdana dan baru saja berubah menjadi perusahaan publik, pada periode tertentu tersebut terjadi penilaian yang tinggi atas saham perusahaan tersebut sehingga menjadi salah satu faktor yang mendorong perusahaan untuk melakukan akuisisi (Wiggenhorn *et al.*, 2007).

2.3 Efek Akuisisi pada *Wealth* Pemegang Saham Perusahaan

Menurut penelitian oleh Datta *et al.* (1992), terdapat *wealth* bagi pemegang saham perusahaan yang dapat dihasilkan dari akuisisi yaitu di pasar yang efisien akan terdapat *immediate wealth effect* yang merefleksikan penilaian yang tidak bias oleh keseluruhan pasar saham mengenai *present value* atas keuntungan di masa depan (*future benefits*) dari akuisisi. Penilaian *present value* mencakup:

1. Arus kas atau sekuritas yang aktual dilakukan oleh perusahaan *bidder* pada saat transaksi;
2. Ekspektasi peningkatan arus kas masuk pada tahap integrasi yaitu tahap penggabungan kegiatan operasional perusahaan target dan *bidder*.

Wealth effects dari suatu *event* yang terjadi dapat direpresentasikan oleh *proxy* yaitu *Abnormal return* (Datta *et al.*, 1992). *Abnormal return* didefinisikan sebagai selisih dari *return* aktual saham dibandingkan dengan kondisi *return* saham apabila *event* tidak terjadi (Bodie *et al.*, 2011). Periode waktu untuk mengukur *wealth effects* dari *event* akuisisi umumnya dilakukan pada periode dengan jangka waktu yang relatif pendek di sekitar tanggal diumumkannya akuisisi (*announcement date*). Hal ini dikarenakan ekspektasi dari pasar saham umumnya telah terbentuk di periode sekitar tanggal diumumkannya akuisisi (*announcement date*) yang dapat terjadi pada pasar yang efisien (Datta *et al.*, 1992). Namun pada kenyataannya kondisi pasar saham tidak selalu efisien.

Oleh karena itu, Yook (2004) menyatakan mengenai *acquisition completion* dalam literturnya yaitu penelitian dilakukan atas *return* saham perusahaan *acquirer* dalam periode jangka panjang (sekitar tiga hingga lima tahun) yang mengiringi penyelesaian akuisisi. Karena dapat dinyatakan berdasarkan penelitian sebelumnya bahwa secara rata-rata akuisisi meningkatkan nilai ekuitas gabungan dari perusahaan target dan perusahaan *acquirer* sehingga akuisisi menghasilkan nilai bagi pemegang saham.

2.4 Metode Pembayaran dalam Akuisisi

Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi metode pembayaran dalam akuisisi, yang dapat dilakukan dengan kas, saham, atau kombinasi antara keduanya. Menurut Myers dan Majluf (1984), asimetri informasi (*asymmetric information*) antara perusahaan *bidder* dan perusahaan target, mengenai nilai dari saham perusahaan *bidder* mempengaruhi metode pembayaran dalam akuisisi, yaitu *bidder* akan menawarkan untuk membayar dengan saham bila nilai saham *bidder overvalued* dan menawarkan untuk membayar dengan kas bila nilai saham *bidder undervalued* (Ismail dan Krause, 2010). Asimetri informasi (*asymmetric information*) didefinisikan sebagai kondisi ketika sebagian orang memiliki informasi yang lebih (baik dalam hal informasi yang lebih baik atau lebih lengkap) dan berbeda dengan orang lain (Baye, 2010).

Metode pembayaran dalam akuisisi juga berkaitan dengan kontrol atas manajemen, karena pembayaran dengan saham mengakibatkan terdilusnya proporsi kepemilikan perusahaan *bidder* sehingga akan mengurangi kontrol atas manajemen yang dimiliki oleh perusahaan *bidder*. Faktor lainnya yaitu ukuran relatif kedua perusahaan, baik perusahaan *bidder* maupun target, karena diperlukan kas dalam jumlah yang besar jika perusahaan target berukuran besar. Hal tersebut hanya dapat dilakukan oleh perusahaan *bidder* yang berukuran besar atau telah *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang besar (Ismail dan Krause, 2010). Selain itu, menurut Ismail dan Krause (2010), terdapat faktor lain yaitu perusahaan *bidder* yang sedang memiliki berbagai kesempatan untuk *growth* umumnya akan memilih metode pembayaran dengan saham agar dapat menggunakan kas-nya untuk membiayai investasi untuk pertumbuhannya.

Menurut Martynova dan Renneboog (2009), faktor *agency problem* berpengaruh terhadap pemilihan metode pembayaran dalam akuisisi. *Agency problem* didefinisikan sebagai konflik kepentingan antara pemilik perusahaan (sebagai *principal*) dengan manajemen (sebagai *agent*) yang mengoperasikan perusahaan (Ross *et al.*, 2010). Berdasarkan penelitian Martynova dan Renneboog (2009), manajemen perusahaan yang mengorbankan kepentingan pemegang saham dapat memilih penerbitan utang (*debt issuance*) sebagai opsi terakhir

dikarenakan penerbitan utang membatasi ketersediaan dan penggunaan dana perusahaan. Namun, penerbitan utang akan meningkatkan dana yang tersedia pada saat tertentu yaitu saat perolehan dana dari penerbitan hutang tersebut yang terjadi di bawah kontrol manajemen perusahaan sehingga akan menjadi pilihan yang dipreferensikan oleh manajemen. Hal ini dapat terjadi pada perusahaan yang pengawasan atas manajemennya rendah sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan yang *diffuse* memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk melakukan penerbitan hutang untuk membiayai akuisisi.

2.5 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Akuisisi

Terdapat pengaruh dari siklus hidup perusahaan terhadap keputusan akuisisi perusahaan yang telah diteliti pada beberapa penelitian sebelumnya. Dalam penelitian Owen dan Yawson (2009), siklus hidup perusahaan dibagi menjadi tiga tahap yaitu *young*, *mature*, dan *old*. Perusahaan *young* dinyatakan memiliki tingkat *free cash flow* yang masih rendah sehingga cenderung kecil kemungkinannya dalam melakukan akuisisi. Perusahaan *mature* dinyatakan telah memiliki *retained earnings* dan *free cash flow* dalam jumlah yang besar sehingga cenderung besar kemungkinannya untuk melakukan akuisisi. Sedangkan, perusahaan *old* dinyatakan telah bersifat *organizational inertia* yaitu tidak fleksibelnya terhadap perubahan yang terjadi pada kondisi perusahaan sehingga cenderung kecil kemungkinannya melakukan akuisisi. Menurut penelitian Adizes dan Miller (1989), perusahaan yang sudah dalam zona nyaman (dapat dikategorikan sebagai perusahaan *mature*) cenderung menuju tahap penurunan (*decline*), dapat kehilangan kreativitasnya dan memilih untuk melakukan akuisisi sebagai sarana perubahan dan memperpanjang siklus hidup perusahaan (Regev, 2005).

2.6 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Pengakuisisi Terhadap Kondisi Wealth Pemegang Saham Perusahaan Pengakuisisi

Terdapat penelitian sebelumnya mengenai hubungan antara siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi terhadap kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi tersebut. Menurut Owen dan Yawson (2009),

hubungan antara siklus hidup perusahaan yaitu negatif secara signifikan terhadap *wealth* pemegang saham perusahaan yang direpresentasikan dengan *proxy*-nya yaitu *abnormal returns* pada saat pengumuman akuisisi. Hal ini dinyatakan berdasarkan pada perusahaan *young* dengan tingkat *earned equity* yang rendah memperoleh reaksi pasar negatif yang lebih rendah atas *abnormal return*-nya pada saat pengumuman akuisisi sedangkan perusahaan *mature* yang melakukan akuisisi dengan skala transaksi akuisisi yang besar memperoleh reaksi pasar yang sangat lebih negatif atas *abnormal return*-nya. Namun, menurut Datta *et al.* (1992), *wealth effect* di sekitar tanggal pengumuman akuisisi dapat terjadi pada pasar yang efisien. Sedangkan pada kenyataannya kondisi pasar tidak selalu efisien. Oleh karena itu, berdasarkan Yook (2004) *return* saham perusahaan yang melakukan akuisisi dilihat dalam periode jangka panjang di sekitar penyelesaian akuisisi. Karena berdasarkan penelitian sebelumnya bahwa secara rata-rata akuisisi meningkatkan nilai ekuitas gabungan perusahaan target dan perusahaan *acquirer* sehingga menghasilkan nilai bagi pemegang saham.

2.7 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Pengakuisisi Terhadap Metode Pembayaran

Siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi memiliki pengaruh terhadap metode pembayaran yang dilakukannya. Menurut Ismail dan Krause (2010), perusahaan *young* memiliki berbagai variasi terkait kesempatan *growth* yang masih besar sehingga cenderung melakukan akuisisi melalui metode pembayaran dengan saham karena kas yang dimilikinya digunakan untuk membiayai berbagai aktivitasnya terkait *growth*. Sedangkan, perusahaan *mature* dinyatakan telah memiliki jumlah *free cash flow* yang besar sehingga cenderung melakukan akuisisi melalui metode pembayaran dengan kas.

Menurut Bhaird (2010), pada tahap awal perusahaan (perusahaan *young*) kas yang dimiliki juga masih terbatas karena umumnya sumber dana hanya berasal dari pemilik perusahaan. Selanjutnya, berdasarkan penelitian Wiggenhorn *et al.* (2007), perusahaan yang baru melakukan penerbitan saham perdana (dapat dikatakan sebagai perusahaan *young* karena masih dalam tahap pencarian sumber dana yang besar untuk membiayai berbagai aktivitas *growth* dan investasinya)

berada dalam periode terjadinya penilaian yang tinggi atas saham perusahaan tersebut sehingga cenderung melakukan akuisisi melalui metode pembayaran dengan saham.

2.8 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Akuisisi, *Wealth* Pemegang Saham Perusahaan, Persentase Saham yang Diakuisisi dan Metode Pembayaran

- *Return on Equity* (ROE)

Berdasarkan Owen dan Yawson (2009), hipotesis mengenai inefisiensi manajemen menyatakan bahwa perusahaan dengan manajer-manajer yang efisien memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk mengakuisisi perusahaan target yang operasionalnya kurang efisien agar dapat meningkatkan nilai dari gabungan perusahaan tersebut. Oleh karena itu, berdasarkan teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan *bidder* umumnya memiliki kinerja perusahaan yang kuat sedangkan perusahaan target berkinerja rendah. Kinerja perusahaan tersebut dapat diukur dengan variabel *Return on Equity* (ROE) yaitu rasio *net income before extraordinary items* dibagi dengan jumlah dari *common* dan *preferred equity*.

- Tingkat Pertumbuhan (*Growth Rate*)

Allred *et al.* (2005) menyatakan bahwa metode dominan bagi pertumbuhan perusahaan yaitu dengan melakukan akuisisi. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berhubungan dan memiliki pengaruh terhadap akuisisi. Tingkat pertumbuhan (*growth rate*) perusahaan dapat direpresentasikan dengan tingkat pertumbuhan tahunan pada angka penjualan (Owen dan Yawson, 2009).

- Tingkat Likuiditas

Owen dan Yawson (2009) menyatakan bahwa kondisi finansial perusahaan dapat direpresentasikan oleh beberapa variabel yaitu tingkat likuiditas, *leverage*, dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian Allred *et al.* (2005) menyatakan bahwa semakin besar komitmen terkait kondisi finansial yang disediakan oleh perusahaan yang akan melakukan akuisisi dalam metode

pembayarannya maka akan semakin besar kemungkinan kesuksesan akuisisi. Tingkat likuiditas dapat direpresentasikan sebagai total aset lancar (*current assets*) dibandingkan dengan total aset.

- *Free cash flow*

Menurut penelitian Adizes dan Miller (1989), perusahaan yang memiliki kas dalam jumlah besar umumnya mengupayakan pertumbuhan perusahaan dengan melakukan akuisisi, yaitu mengakuisisi perusahaan yang sedang berkembang dan memiliki teknologi yang memadai sesuai dengan perkembangan pasar (Regev, 2005). Berdasarkan Ismail dan Krause (2010), metode pembayaran mempengaruhi kesuksesan akuisisi dan *free cash flow* yang merepresentasikan kas merupakan metode pembayaran yang lebih dipreferensikan untuk diterima oleh perusahaan target dari perusahaan *bidder* dalam akuisisi sehingga memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk suksesnya akuisisi. Menurut Owen dan Yawson (2009), terdapat *agency cost* terkait *free cash flow* yaitu manajer memiliki insentif untuk menumbuhkembangkan perusahaan, diantaranya dengan melakukan akuisisi, karena akan meningkatkan kekuasaan dan *benefits* bagi manajer walaupun hal itu berarti *inefficient expenditures*. Manajer lebih cenderung untuk tidak membagikan kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham namun lebih memilih untuk melakukan *inefficient expenditures* tersebut. Kondisi perusahaan yang memiliki kas atau *free cash flow* dalam jumlah yang besar lebih memiliki kecenderungan untuk melakukan akuisisi disebut juga dengan *free cash flow hypothesis* (Ross *et al.*, 2010).

Terdapat keterkaitan antara *free cash flow* dengan *wealth* pemegang saham perusahaan dan persentase saham yang diakuisisi. Perusahaan *bidder* yang memiliki *free cash flow* yang besar umumnya melakukan transaksi akuisisi yang besar yang direpresentasikan dengan besarnya persentase saham yang diakuisisi mempengaruhi *wealth* pemegang saham yaitu terjadinya reaksi pasar yang sangat negatif terkait *abnormal return* pada periode pengumuman akuisisi (Owen dan Yawson, 2009).

Menurut Ross *et al.* (2010), *free cash flow* dinyatakan dengan istilah “*free*” karena merepresentasikan jumlah yang bebas untuk didistribusikan perusahaan ke kreditor dan pemegang saham, karena sudah merupakan saldo bersih (*net*) yang telah dikurangi dengan kas yang diperlukan untuk modal kerja atau investasi aset tetap, pelunasan yang terjadwal atas kewajiban berupa hutang, serta pembayaran dividen yang normal. Selanjutnya, sisa *cash flow* lalu dibagi dengan total aset (Owen dan Yawson, 2009). Saldo kas yang tersisa tersebut atau *free cash flow* bila positif merepresentasikan kas yang tersedia yang dapat digunakan untuk berbagai hal lain seperti akuisisi atau menginvestasikan pada berbagai jenis lini bisnis yang baru, melunasi adanya tambahan hutang, serta menaikkan jumlah dividen. Bila *free cash flow* negatif sebagai indikasi jumlah dana yang diperlukan hanya untuk memenuhi dan mendukung kegiatan *current* operasional perusahaan (Anthony *et al.*, 2007).

- Risiko Perusahaan

Beta atas suatu saham merepresentasikan risiko perusahaan relatif terhadap risiko pasar dikarenakan beta mengukur sensitivitas *return* suatu saham terhadap *return* pasar rata-rata atau *return* indeks pasar, yaitu nilai beta suatu saham merepresentasikan kecenderungan untuk kenaikan atau penurunan atas tiap 1% kenaikan atau penurunan pada *return* pasar. Beta juga merepresentasikan *systematic risk* yaitu risiko yang terdapat pada pasar saham secara keseluruhan (Bodie *et al.*, 2011).

- Ukuran (*Size*) Perusahaan

Berdasarkan Owen dan Yawson (2009), ukuran perusahaan mempengaruhi kemungkinan suatu perusahaan untuk melakukan akuisisi dan menjadi *bidder*. Akuisisi dipengaruhi oleh ukuran perusahaan karena terdapat *transaction cost* dalam proses akuisisi yang berkaitan langsung dengan ukuran perusahaan. Selain itu, dinyatakan bahwa perusahaan yang berukuran besar memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk melakukan akuisisi dan menjadi *bidder*. Ukuran perusahaan diukur sebagai logaritma natural dari nilai pasar ekuitas perusahaan (Hermawan, 2009).

Dalam penelitian Allred *et al.* (2005) menyatakan bahwa ukuran (*size*) perusahaan mempengaruhi kesuksesan akuisisi yaitu apabila terdapatnya kesamaan dalam hal ukuran perusahaan (baik ukuran perusahaan *bidder* maupun perusahaan target) maka akan mempengaruhi meningkatnya kerja sama dan kompromi dalam keputusan gabungan antara kedua perusahaan tersebut. Sedangkan, apabila terdapat ukuran perusahaan yang lebih besar dan dominan dapat menyebabkan ketidakseimbangan dalam hal kekuasaan, terjadi diskriminasi, peningkatan kemungkinan perusahaan yang lebih kecil pada akhirnya didivestasi karena gagal dalam pencapaian tujuan akuisisi, sehingga mempengaruhi kemungkinan kegagalan dari proses akuisisi. Oleh karena itu, ukuran perusahaan berhubungan dan berpengaruh positif pada keputusan akuisisi.

Ukuran perusahaan juga berhubungan dan berpengaruh pada *wealth* pemegang saham perusahaan. *Wealth* yang direpresentasikan oleh *return* bagi pemegang saham terlihat pada perusahaan berskala besar yang memperoleh reaksi pasar atau *return* yang sangat negatif pada transaksi akuisisinya yang berskala besar dibandingkan dengan perusahaan berskala kecil dalam tahap siklus hidup *young* yang memperoleh reaksi pasar atau *return* negatif yang lebih rendah (Owen dan Yawson, 2009).

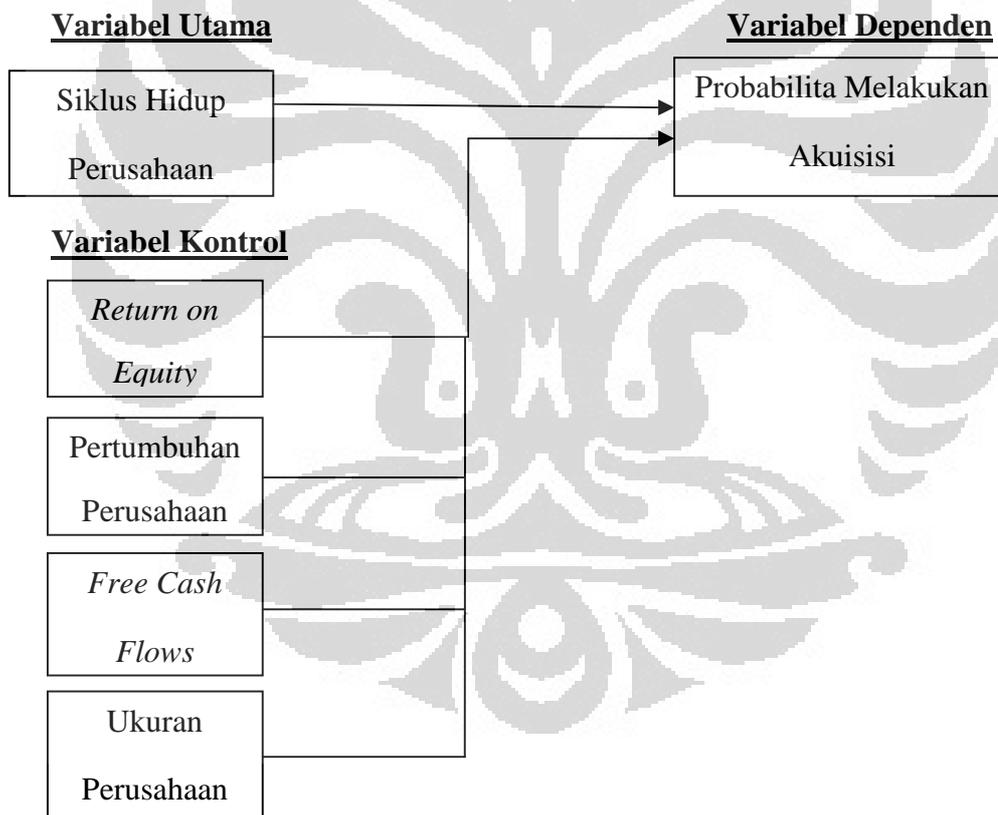
Ukuran perusahaan memiliki hubungan dan mempengaruhi metode pembayaran dalam akuisisi. Ukuran perusahaan yang besar merepresentasikan perusahaan berada dalam tahap siklus hidup *mature* dan ukuran perusahaan yang kecil merepresentasikan perusahaan berada dalam tahap siklus hidup *growth* (Miller dan Friesen, 1984). Berdasarkan Owen dan Yawson (2009), perusahaan *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang besar cenderung menggunakan kas perusahaan tersebut sebagai metode pembayaran dalam melakukan akuisisi. Sedangkan, perusahaan yang sedang *growth* cenderung menggunakan saham dalam melakukan akuisisi (Ismail dan Krause, 2010).

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1. Kerangka Konseptual

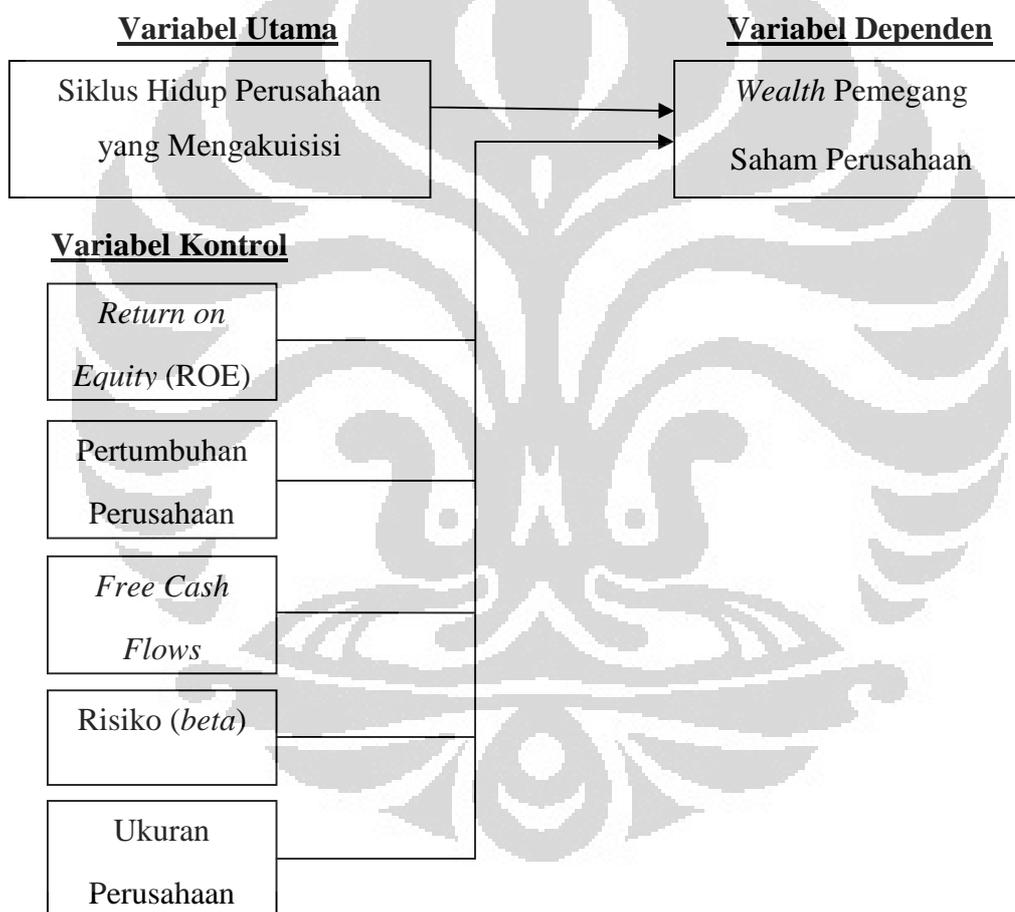
Siklus hidup perusahaan pada penelitian ini berfokus pada dua jenis yaitu *mature* dan siklus hidup lainnya. Berdasarkan Owen dan Yawson (2009), hubungan siklus hidup perusahaan dengan akuisisi terlihat pada perusahaan *young* (sebagai siklus hidup lainnya) dengan jumlah *free cash flow* yang masih rendah memiliki kecenderungan yang lebih kecil untuk melakukan akuisisi dibandingkan perusahaan *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang besar.



Gambar 3.1. Kerangka Konseptual 1: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan terhadap Probabilita Melakukan Akuisisi

Pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap probabilita melakukan akuisisi juga dilihat berdasarkan beberapa variabel kontrol yang terbukti berpengaruh, yaitu *Return on Equity* (ROE), tingkat pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan.

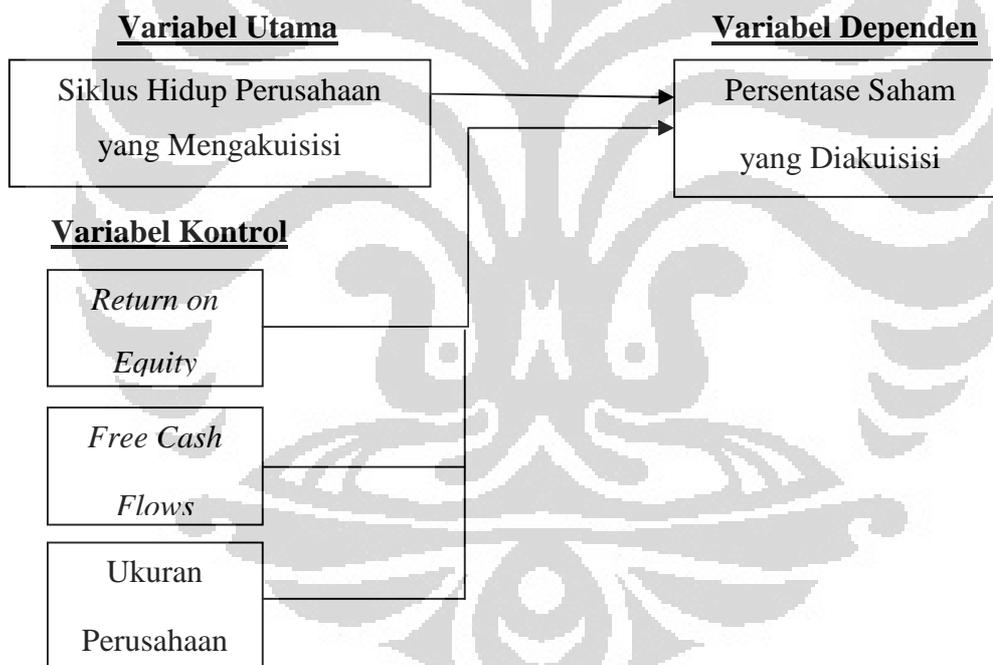
Hubungan antara siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi terhadap *wealth* pemegang saham perusahaan dinyatakan secara signifikan memiliki hubungan yang negatif dengan *abnormal returns*, yaitu *proxy* yang merepresentasikan *wealth* pemegang saham perusahaan. Hal ini berdasarkan pada perusahaan *young* (sebagai siklus hidup lainnya) dengan *earned equity* yang rendah memperoleh reaksi pasar negatif yang lebih rendah dibandingkan perusahaan *bidder* dalam akuisisi yang besar (umumnya melibatkan perusahaan *mature*) memperoleh reaksi pasar yang sangat negatif pada saat pengumuman akuisisi (Owen dan Yawson, 2009).



Gambar 3.2. Kerangka Konseptual 2: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap *Wealth* Pemegang Saham Perusahaan

Pengaruh siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi terhadap *wealth* pemegang saham perusahaan juga dilihat berdasarkan beberapa variabel kontrol yang terbukti berpengaruh, yaitu *Return on Equity* (ROE), tingkat pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, risiko (*beta*), dan ukuran perusahaan.

Hubungan antara siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi dengan persentase saham yang diakuisisi yaitu umumnya perusahaan yang dapat melakukan transaksi akuisisi untuk memperoleh persentase saham yang besar adalah perusahaan *acquirer* yang berada pada tahap siklus hidup *mature*. Hal ini dikarenakan perusahaan yang *mature* direpresentasikan dengan perusahaan yang telah berukuran besar (Miller dan Friesen, 1984). Selain itu, perusahaan *mature* ditandai dengan telah terakumulasinya *profit* yang terlihat dari jumlah *retained earnings* dan *free cash flow* yang besar (Owen dan Yawson, 2009). Namun, karena telah *mature*, menurut Ismail dan Krause (2010) perusahaan umumnya memiliki tingkat inovasi yang menurun dan sedikitnya variasi kesempatan lain untuk pertumbuhan sehingga perusahaan *mature* cenderung memiliki kemungkinan yang besar untuk melakukan akuisisi.



Gambar 3.3. Kerangka Konseptual 3: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap Persentase Saham yang Diakuisisi

Pengaruh siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi terhadap persentase saham yang diakuisisi juga dilihat berdasarkan beberapa variabel kontrol yang terbukti berpengaruh, yaitu *Return on Equity* (ROE), *free cash flow*, dan ukuran perusahaan.

Mengenai hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan metode pembayaran dalam akuisisi, yang dalam penelitian ini berfokus pada dua jenis pembayaran yaitu pembayaran sepenuhnya dengan kas dan pembayaran lainnya (kombinasi antara pembayaran sepenuhnya dengan saham dan *mixed payment* yaitu gabungan pembayaran dengan saham dan kas). Berdasarkan Myers dan Majluf (1984), perusahaan *bidder* yang *young* (sebagai siklus hidup lainnya) memiliki berbagai kesempatan untuk pertumbuhan perusahaan sehingga cenderung menyimpan kas untuk hal tersebut dan menggunakan saham dalam melakukan akuisisi. Perusahaan *bidder* yang *mature* telah memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar sehingga dapat menggunakan pembayaran kas dalam melakukan akuisisi (Ismail dan Krause, 2010).



Gambar 3.4. Kerangka Konseptual 4: Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan yang Mengakuisisi terhadap Metode Pembayaran dalam Akuisisi

Pengaruh siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi terhadap metode pembayaran dalam akuisisi juga dilihat berdasarkan beberapa variabel kontrol yang terbukti berpengaruh, yaitu *Return on Equity* (ROE), tingkat pertumbuhan perusahaan, tingkat likuiditas perusahaan, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan.

3.2 Pengembangan Hipotesis

Perusahaan pada tahapan siklus hidup tertentu memiliki karakteristik dan strateginya masing-masing dalam mencapai pertumbuhan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat dihasilkan melalui berbagai cara, salah satunya yaitu akuisisi. Hipotesis penelitian ini yaitu untuk mengetahui dan membuktikan apakah probabilitas perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* lebih besar untuk melakukan akuisisi dibandingkan perusahaan lainnya yang berada pada tahap siklus hidup yang berbeda. Hipotesis ini didukung oleh penelitian-penelitian sebelumnya, diantaranya yaitu penelitian oleh Owen dan Yawson (2009) yang meneliti pengaruh siklus hidup perusahaan pada aktivitas akuisisi dari perspektif perusahaan yang melakukan akuisisi (*acquirer*). Tahapan siklus hidup yang digunakan dibagi menjadi tiga tahap, terdiri dari muda (*young*), dewasa (*mature*), dan tua (*old*). Siklus hidup perusahaan direpresentasikan dengan *proxy* yaitu *retained earnings* terhadap *total equity* (RE/TE) dan terhadap *total assets* (RE/TA) sebagai *proxy* yang logis karena dapat mengukur seberapa perusahaan mengandalkan pendanaan internal atau eksternal serta dapat mengukur tingkat akumulasi laba yang mencerminkan tahap siklus hidup perusahaan berada. Hasil penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara tahapan siklus hidup perusahaan dengan aktivitas akuisisinya, yaitu perusahaan *mature* yang aktif dan mampu melakukan akuisisi sedangkan perusahaan *young* cenderung belum mampu melakukan akuisisi dan perusahaan *old* yang mampu namun cenderung memilih untuk tidak melakukan akuisisi.

Siklus hidup perusahaan pada penelitian ini difokuskan pada dua tahap, yaitu *young* dan *mature*, karena dapat dikatakan akuisisi cenderung dilakukan pada kedua tahap siklus hidup ini (dibandingkan pada tahap siklus hidup lainnya) dan sebagai tahapan siklus hidup yang dapat dibedakan secara jelas dan umumnya dialami oleh seluruh perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya, perusahaan *mature* dinyatakan berada pada kondisi tingkat inovasinya menurun (Miller dan Friesen, 1984). Namun, perusahaan *mature* umumnya telah memiliki jumlah *retained earnings* dan *free cash flow* yang besar sehingga cenderung melakukan

akuisisi untuk menghasilkan pertumbuhan perusahaan (Owen dan Yawson, 2009). Sedangkan, perusahaan *young* (pada penelitian ini dikategorikan sebagai perusahaan lainnya) masih memiliki berbagai kesempatan lainnya selain akuisisi untuk mencapai *growth* (Ismail dan Krause, 2010). Owen dan Yawson (2009) menyatakan kondisi perusahaan *young* dengan jumlah *free cash flow* yang masih rendah menjadikan kecenderungannya rendah untuk melakukan akuisisi, sedangkan perusahaan *old* dinyatakan mengalami *organizational inertia* yaitu kurang dapat beradaptasi dengan terjadinya perubahan di organisasi sehingga juga memiliki kecenderungan yang rendah untuk melakukan akuisisi. Oleh karena itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H1a: Perusahaan yang *mature* memiliki probabilita yang lebih besar untuk melakukan akuisisi dibandingkan perusahaan lainnya.

Perusahaan yang melakukan akuisisi atau *corporate actions* lainnya umumnya akan mempengaruhi *return* atau nilai sahamnya sebagai representasi dari kondisi *wealth* perusahaan. Hipotesis penelitian ini yaitu untuk mengetahui hubungan antara perusahaan *mature* yang melakukan akuisisi dengan kondisi *wealth* dari akuisisi yang dilakukannya dibandingkan perusahaan lainnya yaitu perusahaan *acquirer* yang berada pada tahap siklus hidup lainnya. Hipotesis ini didukung oleh penelitian-penelitian sebelumnya yaitu terdapatnya berbagai variasi tingkat *return* bagi perusahaan yang melakukan akuisisi (Yook, 2004). Owen dan Yawson (2009) berdasarkan hasil penelitiannya menyatakan pada *return* saham perusahaan *young* yang melakukan akuisisi terjadi reaksi pasar negatif yang lebih rendah dibandingkan pada *return* saham perusahaan *mature* yang melakukan akuisisi yang umumnya merupakan transaksi akuisisi yang besar terjadi reaksi pasar yang sangat lebih negatif sehingga memperlihatkan hubungan yang negatif dan signifikan antara siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi dengan kondisi *wealth* perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan penelitian Faccio *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan akuisisi mengalami *return* yang negatif pada periode pengumuman akuisisi dikarenakan pemegang saham perusahaan *acquirer* menanggung biaya yang lebih rendah apabila

mengakuisisi perusahaan target yang lebih kecil. Sehingga, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2a: Perusahaan yang *mature* akan memiliki kondisi *wealth* dari akuisisi yang lebih rendah dibandingkan perusahaan lainnya.

Perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* dapat dikatakan memiliki kondisi keuangan yang lebih memadai dibandingkan perusahaan pada tahap siklus hidup lainnya karena telah terakumulasinya saldo laba. Namun, perusahaan *mature* berada pada kondisi lebih sedikitnya variasi kesempatan untuk pertumbuhan perusahaan. Berdasarkan Adizes dan Miller (1989), perusahaan yang berada dalam zona nyaman (dapat dikategorikan sebagai perusahaan *mature*) cenderung mengalami penurunan dan kehilangan kreativitas sehingga cenderung melakukan akuisisi untuk perubahan dan agar siklus hidup perusahaan semakin panjang (Regev, 2005). Selain itu, perusahaan dengan jumlah kas yang besar (yaitu perusahaan *mature*) umumnya melakukan akuisisi untuk mencapai pertumbuhan perusahaan (Regev, 2005). Sehingga, perusahaan yang *mature* dengan kondisi finansial yang memadai dan akuisisi sebagai sarana *growth* yang utama dapat dikatakan memiliki kemampuan untuk melakukan transaksi akuisisi yang besar yaitu mengakuisisi persentase saham yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan pada tahapan siklus hidup lainnya, dalam rangka mencapai pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

H3a: Perusahaan yang *mature* akan mengakuisisi persentase saham yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.

Perusahaan sesuai dengan tahapan siklus hidupnya memiliki kondisi keuangan yang berbeda-beda sehingga dapat mempengaruhi metode pembayarannya ketika melakukan akuisisi. Berdasarkan Ismail dan Krause (2010), perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* telah memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang besar sehingga cenderung membayar dengan kas pada saat melakukan akuisisi. Selain itu, perusahaan *young* dinyatakan masih memiliki berbagai kesempatan untuk pertumbuhan perusahaan sehingga cenderung membiayainya dengan kas dan menggunakan metode pembayaran

dengan saham ketika melakukan akuisisi. Perusahaan yang baru melakukan penerbitan saham perdana (dapat dikatakan berada pada tahap *young* karena masih mencari sumber dana yang besar untuk pertumbuhannya) dinyatakan masih memperoleh penilaian yang tinggi atas nilai sahamnya sehingga cenderung membiayai akuisisi dengan sahamnya (Wiggenhorn *et al.*, 2007). Oleh karena itu, hipotesis keempat pada penelitian ini adalah:

H4a: Perusahaan yang *mature* memiliki probabilita yang lebih besar untuk melakukan akuisisi yang metode pembayarannya dengan kas dibandingkan perusahaan lainnya.

3.3 Model Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari model regresi logit dan model regresi berganda. Terdapat empat model penelitian yang mencerminkan keempat hipotesis penelitian. Sebagaimana model yang digunakan dalam penelitian Owen dan Yawson (2009), penelitian ini menggunakan rasio *retained earnings to equity* (RE/TE) sebagai *proxy* yang merepresentasikan siklus hidup perusahaan. Model dalam penelitian ini juga menggunakan variabel lain untuk mengontrol faktor-faktor yang dapat mempengaruhi variabel dependen dalam tiap model penelitian. Variabel independen yang digunakan dalam keempat model penelitian ini adalah siklus hidup perusahaan. Variabel kontrol yang digunakan dalam model penelitian ini terdiri dari *Return on Equity* (ROE), tingkat pertumbuhan perusahaan (*Sales Growth Rate*), *Free Cash Flow*, ukuran perusahaan (*size*), risiko (*beta*), dan tingkat likuiditas perusahaan.

Model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

$$(1). ACQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIFECYCLE_{i(t-1)} + \beta_2 ROE_{i(t-1)} + \beta_3 GROWTH_{i(t-1)} + \beta_4 FREECF_{i(t-1)} + \beta_5 \ln(SIZE)_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

$$(2). \text{WEALTH}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i(t-1)} \\ + \beta_4 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{RISK}_{it} + \beta_6 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

$$(3). \text{SHARESACQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \\ \beta_4 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

$$(4). \text{METHODPAY}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i(t-1)} \\ + \beta_4 \text{LIQ}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

ACQ_{it} : Variabel *dummy* (1,0) dari probabilita perusahaan melakukan akuisisi. Nilai 1 diberikan apabila perusahaan *i* pada tahun *t* melakukan akuisisi dan nilai 0 apabila perusahaan *i* pada tahun *t* tidak melakukan akuisisi.

WEALTH_{it} : *Shareholders wealth* yang diukur dengan *return* saham yaitu selisih nilai saham perusahaan *i* pada akhir tahun *t* dengan awal tahun *t* terhadap nilai saham perusahaan *i* pada awal tahun *t*.

SHARESACQ_{it} : Persentase saham yang diakuisisi perusahaan *i* pada tahun *t*.

METHODPAY_{it} : Variabel *dummy* (1,0) dari metode pembayaran dalam akuisisi. Nilai 1 diberikan apabila perusahaan *i* pada tahun *t* mengakuisisi dengan metode pembayaran berupa kas dan nilai 0 apabila perusahaan *i* pada tahun *t* mengakuisisi dengan metode pembayaran lainnya.

$LIFECYCLE_{it}$: Variabel *dummy* (1,0) dari siklus hidup perusahaan. Nilai 1 diberikan apabila perusahaan *i* pada tahun *t* merupakan perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* dan nilai 0 apabila perusahaan *i* pada tahun *t* merupakan perusahaan pada tahap siklus hidup *young*.

$ROE_{i(t-1)}$: *Return on Equity* merupakan rasio dari laba terhadap total nilai ekuitas perusahaan *i* pada tahun (t-1).

$GROWTH_{i(t-1)}$: Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan *sales growth rate* perusahaan *i* pada tahun (t-1).

$FREECF_{i(t-1)}$: *Free cash flow* merupakan rasio dari arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan arus kas untuk *capital expenditures* dibandingkan terhadap total aset perusahaan *i* pada tahun (t-1).

$\ln(SIZE)_{i(t-1)}$: Logaritma natural nilai ekuitas saham perusahaan *i* pada tahun (t-1).

$RISK_{it}$: Risiko perusahaan yang diukur dengan *beta* perusahaan *i* pada tahun *t*.

$LIQ_{i(t-1)}$: Likuiditas perusahaan yang diukur dengan rasio dari total aset lancar terhadap total aset perusahaan *i* pada tahun (t-1).

3.4 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel-variabel dalam penelitian ini mencakup variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol yang pada bagian ini akan dijelaskan definisi dan pengukurannya berdasarkan kerangka konseptual dan hipotesis penelitian.

3.4.1 Variabel Dependen

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh atau terikat dengan variabel lainnya. Pada penelitian ini terdapat empat model penelitian sehingga terdapat empat variabel dependen, yaitu probabilitas melakukan akuisisi, *wealth* pemegang saham perusahaan, persentase saham yang diakuisisi dan metode pembayaran dalam akuisisi.

3.4.1.1 Probabilitas Melakukan Akuisisi

Variabel dependen dalam model pertama pada penelitian ini merupakan probabilitas melakukan akuisisi. Probabilitas melakukan akuisisi diukur dengan variabel *dummy* (1,0) dengan nilai 1 apabila perusahaan melakukan akuisisi dan nilai 0 apabila perusahaan tidak melakukan akuisisi. Berdasarkan hasil penelitian Owen dan Yawson (2009), dinyatakan bahwa siklus hidup perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap probabilitas melakukan akuisisi.

3.4.1.2 *Wealth* Pemegang Saham Perusahaan

Variabel dependen dalam model kedua pada penelitian ini merupakan *wealth* pemegang saham perusahaan. *Wealth* pemegang saham perusahaan dalam model kedua penelitian ini sebagai variabel yang dipengaruhi atau memperoleh efek dari akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pada tahapan siklus hidup *mature* atau *young* (sebagai variabel independen) dan juga dipengaruhi oleh variabel-variabel kontrol dalam model kedua penelitian ini.

Wealth pemegang saham perusahaan sebagai variabel dependen diukur dengan *event window* yaitu periode tahun saat terjadinya *acquisition completion*, yang penggunaan *event acquisition completion* sesuai dengan yang dinyatakan dalam penelitian Yook (2004). Periode tahun saat terjadinya *event* sesuai dengan yang digunakan pada penelitian Datta *et al.* (1992), yang juga menggunakan suatu periode tertentu pada saat terjadinya *event* yaitu periode bulanan sekitar terjadinya *event*, namun pada penelitian ini berbeda karena menggunakan periode tahun saat terjadinya *event*. Hal ini dapat digunakan berdasarkan penelitian Owen dan Yawson (2009) yang menyatakan tidak terdapatnya suatu konsistensi dalam

penggunaan *event window* untuk penelitian terkait *return* dari *event* akuisisi, sehingga dapat ditentukan berdasarkan tujuan penelitiannya. Pada penelitian ini berfokus pada kondisi *return* pada periode tahun terjadinya *event acquisition completion*, dikarenakan penggunaan periode sekitar *acquisition announcement* dilakukan berdasarkan kondisi pasar saham yang efisien (Datta *et al.*, 1992), sedangkan pasar saham di Indonesia tidak selalu berada dalam kondisi yang efisien. Pengukuran pada periode tahun terjadinya *event acquisition completion* dilakukan dengan data nilai saham yang digunakan yaitu nilai saham pada akhir tahun dibandingkan dengan nilai saham pada awal tahun, sesuai dengan pengukuran untuk mengetahui *abnormal return* yaitu selisih dari *return* saham saat terjadinya *event* dibandingkan dengan kondisi *return* saham saat *event* belum terjadi (Bodie *et al.*, 2011).

Berikut adalah rumus untuk menghitung *wealth* pemegang saham perusahaan:

$$WEALTH_{it} = \frac{CP_i \text{ akhir tahun} - CP_i \text{ awal tahun}}{CP_i \text{ awal tahun}} \quad (3.1)$$

Keterangan:

$WEALTH_{it}$: *return* saham perusahaan i pada tahun t

CP_i akhir tahun: *closing price* saham perusahaan i pada hari di akhir tahun t

CP_i awal tahun: *closing price* saham perusahaan i pada hari di awal tahun t

3.4.1.3 Persentase Saham yang Diakuisisi

Variabel dependen dalam model ketiga pada penelitian ini yaitu persentase saham yang diakuisisi. Perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* dengan kondisi finansial yang memadai dan umumnya memiliki *size* perusahaan yang besar dapat dikatakan memiliki kemampuan untuk melakukan transaksi akuisisi yang besar yang dapat direpresentasikan dengan besarnya persentase saham yang diakuisisi.

3.4.1.4 Metode Pembayaran dalam Akuisisi

Variabel dependen dalam model keempat pada penelitian ini yaitu metode pembayaran dalam akuisisi. Metode pembayaran dalam akuisisi diukur dengan variabel *dummy* (1,0) dengan nilai 1 apabila perusahaan melakukan akuisisi yang metode pembayarannya dengan kas dan nilai 0 apabila perusahaan melakukan akuisisi dengan metode pembayarannya lainnya. Metode pembayaran dengan kas merepresentasikan pembayaran yang sepenuhnya dilakukan dengan kas, sedangkan metode pembayaran lainnya merepresentasikan pembayaran yang sepenuhnya dilakukan dengan saham atau *mixed payment* yaitu pembayaran yang dilakukan merupakan kombinasi antara kas, saham, hutang atau instrumen keuangan lainnya. Berdasarkan penelitian Ismail dan Krause (2010), perusahaan yang *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang besar cenderung membiayai akuisisi dengan kas, sedangkan perusahaan yang *young* cenderung membiayai akuisisi dengan saham karena kas-nya digunakan untuk berbagai kesempatan lain dalam mencapai pertumbuhan perusahaan.

3.4.2 Variabel Independen: Siklus Hidup Perusahaan

Variabel independen merupakan variabel bebas yang dapat mempengaruhi variabel lainnya. Pada penelitian ini, variabel independen yang digunakan dalam seluruh atau keempat model penelitian yaitu siklus hidup perusahaan.

Siklus hidup perusahaan pada penelitian ini berfokus pada dua jenis tahap siklus hidup yaitu *mature* dan *young*. Siklus hidup perusahaan diukur dengan variabel *dummy* (1,0) dengan nilai 1 apabila perusahaan berada pada tahap siklus hidup *mature* dan nilai 0 apabila perusahaan berada pada tahap siklus hidup *young*. Siklus hidup perusahaan menggunakan *proxy* yaitu rasio dari *retained earnings* terhadap *total equity* (RE/TE). *Retained earnings* dan *total equity* yang digunakan adalah data pada tahun (t-1) yaitu data pada tahun sebelum tahun dilakukannya akuisisi sebagai *proxy* yang logis (berdasarkan penelitian Owen dan Yawson, 2009) untuk mengukur proporsi pendanaan internal atau eksternal yang diandalkan perusahaan dalam total nilai ekuitasnya dan untuk mengukur tingkat

akumulasi laba yang merepresentasikan tahapan siklus hidup perusahaan berada, sebelum perusahaan melakukan akuisisi.

$$LIFECYCLE_{it} = \frac{Retained\ Earnings_{i(t-2)}}{Total\ Equity_{i(t-2)}} \quad (3.2)$$

Keterangan:

$LIFECYCLE_{it}$: Variabel *dummy* (1,0) dari siklus hidup perusahaan i pada tahun t

$Retained\ Earnings_{i(t-1)}$: *retained earnings* perusahaan i pada tahun (t-1)

$Total\ Equity_{i(t-1)}$: nilai total ekuitas perusahaan i pada tahun (t-1)

Siklus hidup perusahaan ditentukan dengan mengurutkan perusahaan berdasarkan *proxy* yaitu rasio RE/TE, kemudian dihitung nilai *median* dari rasio RE/TE seluruh perusahaan. Berdasarkan nilai median tersebut, perusahaan dengan rasio RE/TE yang berada di atas nilai *median* akan dikategorikan sebagai perusahaan *mature* dengan nilai 1, sedangkan perusahaan dengan rasio RE/TE yang berada di bawah nilai *median* akan dikategorikan sebagai perusahaan *young* dengan nilai 0.

3.4.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol yaitu variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga tidak ada faktor lain selain variabel independen dalam model penelitian yang mempengaruhi variabel dependen. Terdapat variabel-variabel kontrol tertentu yang termasuk dalam tiap model penelitian, yaitu sebagai berikut:

3.4.3.1 Return on Equity (ROE)

Return on Equity (ROE) merupakan rasio keuangan yang mengukur tingkat profitabilitas perusahaan yaitu seberapa efisien penggunaan aset dan seberapa efisien pengelolaan operasional oleh perusahaan (Ross *et al.*, 2010). Selain itu, berdasarkan Anthony *et al.* (2007), ROE merepresentasikan seberapa

perusahaan telah memberikan hasil atas dana yang telah diinvestasikan oleh pemegang saham, yang merupakan rasio dari laba bersih (laba sebelum pos luar biasa) terhadap nilai ekuitas perusahaan.

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \quad (3.3)$$

3.4.3.2 Tingkat Pertumbuhan Penjualan (*Sales Growth Rate*)

Tingkat pertumbuhan perusahaan diukur dengan pertumbuhan penjualan (*sales growth rate*) karena tingkat pertumbuhan penjualan merepresentasikan peningkatan nilai perusahaan.

Berikut adalah rumus untuk menghitung *sales growth rate*:

$$GROWTH_{t-1} = \frac{\text{Sales}_{t-1} - \text{Sales}_{t-2}}{\text{Sales}_{t-2}} \quad (3.4)$$

3.4.3.3 Tingkat Likuiditas Perusahaan

Tingkat likuiditas perusahaan diukur dengan rasio dari *total current asset* terhadap *total asset*, sebagai rasio yang merepresentasikan seberapa likuidnya perusahaan yaitu dapat merealisasikan asetnya dengan periode kurang dari satu tahun. Variabel ini digunakan dalam hubungannya antara seberapa likuidnya perusahaan dengan metode pembayaran yang digunakan dalam akuisisi.

$$LIQUIDITY = \frac{\text{Total Current Asset}}{\text{Total Asset}} \quad (3.5)$$

3.4.3.4 *Free Cash Flow*

Free cash flow diukur dengan nilai arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan nilai arus kas yang digunakan untuk *capital expenditures*, selanjutnya dibagi dengan nilai total aset perusahaan (Owen dan Yawson, 2009).

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{CF from Operation} - \text{CF for Capital Expenditures}}{\text{Total Assets}} \quad (3.6)$$

Menurut penelitian Harford (1999), perusahaan yang memiliki jumlah kas yang lebih besar akan cenderung memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk

melakukan akuisisi (Owen dan Yawson, 2009). Selanjutnya, menurut Owen dan Yawson (2009), perusahaan dengan jumlah kas yang besar umumnya melakukan transaksi akuisisi dengan skala yang besar direpresentasikan oleh besarnya persentase saham yang diakuisisi, akan berakibat pada *wealth* pemegang saham perusahaan karena akan memperoleh reaksi pasar yang sangat negatif terkait *abnormal return* pada periode di sekitar pengumuman akuisisi. Perusahaan yang memiliki jumlah *free cash flow* yang besar cenderung menggunakan kas sebagai metode pembayaran dalam melakukan akuisisi (Ismail dan Krause, 2010).

3.4.3.5 Ukuran (*Size*) Perusahaan

Berdasarkan pengukuran yang digunakan dalam penelitian Hermawan (2009), ukuran perusahaan diukur dengan nilai ekuitas saham pada akhir tahun. Pada penelitian ini, nilai ekuitas saham digunakan dalam ukuran Logaritma Natural dan dengan data nilai saham pada akhir periode tahun sebelum tahun dilakukannya akuisisi.

3.4.3.6 Risiko (*Beta*) Perusahaan

Risiko perusahaan diukur dengan *beta* perusahaan pada tahun dilakukannya akuisisi. Variabel ini digunakan dalam melihat hubungan antara risiko perusahaan dengan *return* saham perusahaan yang merepresentasikan *wealth* pemegang saham perusahaan. Berdasarkan Bodie *et al.* (2011), model yang digunakan untuk menghitung nilai *beta* yaitu sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.7)$$

Keterangan:

R_{it} : *return* saham perusahaan i pada tahun t

R_{mt} : *return* pasar saham pada tahun t

β_{it} : *beta* perusahaan i pada tahun t

Data nilai beta yang digunakan diperoleh dari *Bloomberg*.

3.5 Pengujian Statistik

Pengujian statistik (dengan menggunakan software SPSS versi 20 dan Eviews versi 7) dilakukan untuk menguji hipotesis penelitian yang pada penelitian ini terdiri dari empat hipotesis dan empat model penelitian dengan menggunakan model regresi logit atau model regresi berganda, yaitu sebagai berikut:

Pengujian Statistik dalam Model 1 dan 4 dengan Regresi Logit	Pengujian Statistik dalam Model 2 dan 3 dengan Regresi Linier Berganda
1. Statistik Deskriptif	
2. Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian	
3. Analisis Regresi Logit	4. Analisis Regresi
3.1 Uji <i>Goodness-of-fit-test</i> (<i>Hosmer and Lemeshow Test</i>)	5. Uji Asumsi Klasik
3.2 Uji Simultan (<i>Omnibus test of Model Coefficients</i>)	5.1 Uji Normalitas
3.3 Koefisien Determinasi (<i>Model Summary</i>)	5.2 Uji Multikolinieritas
3.4 Pengujian Parsial	5.3 Uji Heteroskedastisitas
	6. Uji Hipotesis
	6.1 Uji Statistik F
	6.2 Uji Statistik t
	6.3 Uji <i>Goodness of Fit</i> (R^2)

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai ukuran-ukuran penting dari observasi penelitian yang terdiri dari nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari setiap variabel yang termasuk dalam model penelitian. Hasil analisis statistik deskriptif akan memperlihatkan karakteristik dan kewajaran data observasi pada tiap variabel sehingga dapat mengidentifikasi terdapatnya *outlier* dalam data yang digunakan (Dina, 2011).

3.5.2 Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian

Analisis korelasi antar variabel model penelitian dilakukan dengan analisis korelasi *pearson* yang bertujuan untuk mengetahui korelasi antar variabel yang digunakan dalam model penelitian. Korelasi merepresentasikan ukuran kekuatan hubungan (dengan *range* 0 – 1) antar dua variabel yaitu koefisien korelasi yang

tidak sama dengan nol maka terdapat hubungan antar kedua variabel tersebut. Jika koefisien korelasinya positif maka kedua variabel memiliki hubungan yang sebanding, sedangkan jika koefisien korelasinya negatif maka kedua variabel memiliki hubungan yang berbanding terbalik (Dina, 2011).

3.5.3 Regresi Logit

Model regresi logit yaitu model yang digunakan untuk menguji probabilitas terjadinya suatu kejadian yang diberi nilai 1 atau probabilitas tidak terjadinya suatu kejadian yang diberi nilai 0. Berdasarkan Gujarati & Porter (2009), model regresi logit adalah:

$$L_i = \ln \left(\frac{P_i}{1-P_i} \right) = Z_i = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (3.8)$$

3.5.3.1 Uji Goodness-of-fit-test (*Hosmer and Lemeshow Test*)

Pengujian ini digunakan untuk menganalisis ketepatan atau kecukupan data pada model regresi logit. Pada penelitian ini menggunakan nilai probabilitas sebesar 5% ($\alpha = 0.05$). Pengujian diukur dengan cara yaitu bila nilai probabilitas lebih besar dari 0.05, maka model regresi logit menunjukkan kecukupan data (Balafif, 2010).

3.5.3.2 Uji Simultan (*Omnibus test of Model Coefficients*)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah seluruh variabel perlu dimasukkan (*enter*) ke dalam model atau tidak ada variabel yang dikeluarkan (*remove*) dari model. Pada penelitian ini menggunakan nilai probabilitas sebesar 5% ($\alpha = 0.05$). Pengujian diukur dengan cara yaitu bila nilai probabilitas lebih besar dari 0.05, maka secara keseluruhan variabel independen dimasukkan ke dalam model atau tidak ada variabel yang dikeluarkan dari model (Balafif, 2010).

3.5.3.3 Koefisien Determinasi (*Model Summary*)

Model Summary merupakan pengujian R^2 (pada persamaan regresi linier) yang diaplikasikan pada model regresi logit. Nilai koefisien determinasi (R^2)

merepresentasikan seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen (Nachrowi & Usman, 2006).

3.5.3.4 Pengujian Parsial

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen yang diobservasi memiliki pengaruh atau tidak terhadap variabel dependen secara parsial (Priyanto, 2008). Pada penelitian ini menggunakan nilai probabilitas sebesar 5% ($\alpha = 0.05$). Pengujian diukur dengan cara yaitu bila nilai probabilitas lebih kecil dari 0.05, maka hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen diterima.

3.5.4 Analisis Regresi

Pada pengujian ini digunakan metode regresi linier berganda (*multiple regression*). Regresi linier berganda adalah model yang variabel dependennya dipengaruhi oleh dua atau lebih variabel independen (Gujarati & Porter, 2009). Terdapat pengujian asumsi yang harus dipenuhi terlebih dahulu sebelum menggunakan hasil regresi. Pada pengujian ini, hasil yang disajikan merupakan hasil regresi yang telah memenuhi pengujian asumsi tersebut.

3.5.5 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi (uji asumsi klasik) merupakan pengujian yang harus dipenuhi terlebih dahulu sebelum menggunakan hasil regresi (Dina, 2011). Terdapat beberapa uji asumsi klasik yang digunakan pada penelitian ini, yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas.

3.5.5.1 Uji Normalitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat distribusi normal pada data variabel dependen. Berdasarkan Nachrowi & Usman (2006), uji normalitas dapat dilakukan dengan grafik histogram dari residual (histogram berbentuk kurva yang *bell-shaped* merupakan distribusi normal) dan *normal probability plot* dari *standardized residual* (apabila titik-titik gradien antara probabilitas kumulatif observasi dan probabilitas kumulatif harapan terletak di

sepanjang garis maka merupakan distribusi normal). Hasil uji normalitas dapat dipastikan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* karena tidak menimbulkan perbedaan persepsi yang sering terjadi bila menggunakan uji normalitas berupa grafik. Pengujian *Kolmogorov-Smirnov* merupakan uji beda antara data variabel dependen yang diuji normalitasnya dengan data normal baku. Hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* diukur dengan cara yaitu apabila signifikansi di bawah 0.05 maka data tidak terdistribusi normal (karena data yang diuji berbeda secara signifikan dengan data normal baku) sedangkan apabila signifikansi di atas 0.05 maka data terdistribusi normal.

3.5.5.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk menguji hubungan linier antarvariabel bebas (termasuk variabel independen dan variabel kontrol) yaitu apabila tidak ada korelasi antarvariabel maka koefisien pada regresi berganda dan koefisien pada regresi sederhana adalah sama (Nachrowi & Usman, 2006). Berdasarkan Nachrowi & Usman (2006), terjadinya multikolinieritas diukur dengan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL), yaitu apabila nilai VIF = 1 atau TOL = 1 berarti variabel bebas tidak berkorelasi sedangkan apabila nilai TOL = 0 berarti variabel bebas memiliki korelasi yang sempurna, oleh karena itu tidak terjadi multikolinieritas bila nilai VIF dan TOL mendekati 1.

3.5.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk memastikan varian dari *error* tetap atau konstan. Berdasarkan Nachrowi & Usman (2006), model regresi yang terdapat heteroskedastisitas akan memiliki nilai uji-t dan uji-F yang kurang akurat dan nilai interval kepercayaan yang besar. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan *Uji White* (*White's General Heteroscedasticity Test*) dengan *software Eviews* yang hasilnya diukur dengan cara yaitu apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0.05 maka model regresi telah bersifat homoskedastisitas (tidak terdapat heteroskedastisitas).

3.5.6 Uji Hipotesis

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah koefisien regresi yang diperoleh signifikan yaitu secara statistik tidak sama dengan nol. Pengujian hipotesis dilakukan dengan dua jenis uji yaitu Uji- F dan Uji- t . Uji- F dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara bersama-sama, sedangkan Uji- t dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara parsial atau individu (Nachrowi & Usman, 2006).

3.5.6.1 Uji Statistik F

Pengujian ini dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara bersama-sama yaitu apakah secara bersama-sama variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Nachrowi & Usman, 2006). Apabila p -value lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis yang menyatakan variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen diterima.

3.5.6.2 Uji Statistik t

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau individu serta seberapa besar pengaruhnya (Nachrowi & Usman, 2006). Apabila p -value lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis yang menyatakan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen diterima.

3.5.6.3 Uji *Goodness-of-fit* (R^2)

Nilai koefisien determinasi (R^2) dalam pengujian ini merepresentasikan seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen. Hasil pengujian ini diukur dengan apabila nilai $R^2 = 0$ maka variabel independen tidak dapat menjelaskan sama sekali variasi dari variabel dependen, sedangkan apabila nilai $R^2 = 1$ maka keseluruhan variabel independen dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen (Nachrowi & Usman, 2006).

3.6 Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2000 – 2011. Metode pengambilan sampel yaitu dengan metode *purposive sampling* merupakan metode pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria pengambilan sampel yaitu:

- Perusahaan yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan di Indonesia.
- Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir tanggal 31 Desember.
- Perusahaan tidak termasuk dalam industri perbankan. Hal ini disebabkan perusahaan dalam industri perbankan memiliki format standar laporan keuangan yang berbeda dari perusahaan dalam industri lainnya sehingga bila dimasukkan dapat mengakibatkan bias pada hasil penelitian.
- Perusahaan memiliki laporan tahunan dengan informasi yang lengkap untuk digunakan pada penelitian ini.
- Perusahaan memiliki data harga saham untuk periode pengamatan.
- Perusahaan memiliki data nilai *beta* untuk periode pengamatan.
- Perusahaan tidak memiliki nilai ekuitas yang negatif.

Selain itu, pada penelitian ini digunakan *match* sampel yang memiliki karakteristik yang serupa dengan sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Kriteria pengambilan *match* sampel yaitu:

- Perusahaan tidak melakukan akuisisi pada periode tahun yang sama dengan sampel (tahun dimana sampel melakukan akuisisi).
- Perusahaan memiliki nilai rasio dari *retained earnings* terhadap *total equity* (RE/TE) yang serupa atau nilainya mendekati nilai RE/TE sampel yaitu berada dalam *range mean* +/- 2.5 standar deviasi.
- Perusahaan berada dalam industri atau bidang usaha yang sama atau sejenis dengan sampel.

- Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir tanggal 31 Desember.
- Perusahaan tidak termasuk dalam industri perbankan. Hal ini disebabkan perusahaan dalam industri perbankan memiliki format standar laporan keuangan yang berbeda dari perusahaan dalam industri lainnya sehingga bila dimasukkan dapat mengakibatkan bias pada hasil penelitian.
- Perusahaan memiliki laporan tahunan dengan informasi yang lengkap untuk digunakan pada penelitian ini.
- Perusahaan memiliki data harga saham untuk periode pengamatan.
- Perusahaan tidak memiliki nilai ekuitas yang negatif.

3.7 Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data untuk penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari sumber-sumber sebagai berikut:

- Laporan keuangan tahunan perusahaan untuk periode pengamatan yang diperoleh dari *Bloomberg*, website BEI dan website masing-masing perusahaan.
- Data beta perusahaan yang diperoleh dari *Bloomberg*.
- Data harga saham perusahaan yang diperoleh dari *Reuters*.
- Laporan tahunan perusahaan untuk periode pengamatan yang diperoleh dari *Bloomberg* dan website masing-masing perusahaan.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Sampel Penelitian

Sampel pada penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2000 sampai dengan 2011. Berdasarkan kriteria penetapan sampel yang telah dijelaskan pada Bab 3, diperoleh total sampel sebanyak 32 perusahaan yang memiliki data lengkap dan memenuhi seluruh kriteria. Prosedur penetapan sampel dijelaskan pada Tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1. Prosedur Penetapan Sampel

No.	Kriteria Penetapan Sampel	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan akuisisi pada periode tahun 2000 - 2011	64
2	Perusahaan yang bergerak di industri perbankan	(17)
3	Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif	(12)
4	Perusahaan yang memiliki data tidak lengkap	(3)
5	Jumlah sampel yang memenuhi kriteria	32

Sumber : data hasil pengolahan

Dengan demikian penelitian ini menggunakan total sampel 32 perusahaan yang melakukan akuisisi dalam periode 2000 – 2011. Untuk model penelitian yang pertama digunakan *match* sampel dengan jumlah sama untuk tiap perusahaan yang melakukan akuisisi pada tiap periode tahun yaitu berjumlah 32 *match* sampel, sehingga untuk model penelitian yang pertama jumlah keseluruhan observasi adalah 64 sampel.

4.2 Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif dari variabel-variabel pada penelitian ini disajikan pada Tabel 4.2 sampai dengan Tabel 4.5. Data tiap variabel pertama-tama diperiksa apakah terdapat data *outliers*. Hal ini dilakukan dengan menggunakan *winsorized approach* (Hermawan, 2009) yaitu untuk data tiap variabel dihitung nilai *mean* \pm 3 standar deviasi, lalu untuk data yang terletak di luar *range* hasil penghitungan tersebut, maka diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang masih termasuk dalam *range* hasil penghitungan *winsorized approach* tersebut sehingga tidak ada data yang dikeluarkan dari observasi untuk pengolahan data lebih lanjut.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif - Model 1

	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
ACQ	0	1	0.50	0.504
LIFECYCLE	0	1	0.50	0.504
ROE	-0.89	0.73	0.1866	0.21235
GROWTH	-0.99	2.73	0.3306	0.56864
FREECF	-0.20	0.33	0.0416	0.11322
SIZE	13,050 jt	116,424,000 jt	15,964,299 jt	27,198,212 jt

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 20

Jumlah observasi : 64, dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

ACQ = 1 apabila perusahaan melakukan akuisisi dan 0 apabila perusahaan tidak melakukan akuisisi, LIFECYCLE = 1 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* dan 0 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *young*, ROE = rasio dari laba terhadap total nilai ekuitas perusahaan, GROWTH = tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, FREECF = rasio dari arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan arus kas untuk *capital expenditures* dibandingkan terhadap total aset perusahaan, SIZE = nilai ekuitas saham perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.2, terlihat bahwa variabel ROE sebagai ukuran profitabilitas perusahaan memiliki rata-rata ROE sebesar 18.66% dengan nilai terbesar adalah 73% dan nilai terendahnya -89%. Sehingga memperlihatkan bahwa sampel bervariasi dengan rentang yang besar dan secara rata-rata profitabilitas perusahaan cukup rendah.

Variabel GROWTH sebagai ukuran pertumbuhan perusahaan memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 33.06% sehingga dapat dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan secara rata-rata cukup baik yang terlihat dari tingginya nilai rata-rata pertumbuhan perusahaan tersebut.

Variabel FREECF sebagai ukuran kas yang dimiliki perusahaan pada periode tahun tertentu merupakan saldo bersih yang bebas digunakan untuk tambahan investasi atau melakukan akuisisi memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 4.16% sehingga dapat dikatakan kemampuan perusahaan untuk melakukan tambahan investasi atau proyek lain seperti akuisisi cukup rendah.

Variabel SIZE sebagai ukuran perusahaan berdasarkan nilai ekuitas saham memperlihatkan nilai rata-rata sebesar Rp 15,964,299 juta sehingga dapat dikatakan secara rata-rata ukuran perusahaan sampel yaitu cukup besar.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif - Model 2

	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
WEALTH	-0.58	2.38	0.4156	0.81829
LIFECYCLE	0	1	0.50	0.508
ROE	-0.89	0.66	0.1834	0.25463
GROWTH	-0.99	2.73	0.3241	0.60358
FREECF	-0.15	0.33	0.0509	0.10440
RISK	0.301	2.300	1.13641	0.478804
SIZE	13,050 juta	81,564,203 juta	17,317,802 juta	23,807,656 juta

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 20

Jumlah observasi : 32, dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

WEALTH = *return* pemegang saham perusahaan *acquirer* dari efek akuisisi yaitu selisih nilai saham akhir tahun dengan awal tahun dibagi nilai saham awal tahun pada periode tahun terjadinya akuisisi, LIFECYCLE = 1 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* dan 0 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *young*, ROE = rasio dari laba terhadap total nilai ekuitas perusahaan, GROWTH = tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, FREECF = rasio dari arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan arus kas untuk *capital expenditures* dibandingkan terhadap total aset perusahaan, RISK = nilai *beta* perusahaan pada tahun terjadinya akuisisi, SIZE = nilai ekuitas saham perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.3, variabel WEALTH sebagai ukuran *return* saham pada periode tahun perusahaan melakukan akuisisi merepresentasikan efek akuisisi pada nilai *return* saham perusahaan *acquirer* tersebut. Secara rata-rata sebesar 41.56% memperlihatkan akuisisi memberikan efek yang cukup besar pada nilai saham perusahaan sampel.

Variabel ROE memperlihatkan nilai rata-rata 18.34% yang merepresentasikan cukup rendahnya tingkat profitabilitas perusahaan sampel secara rata-rata. Nilai terbesar adalah 66% dan nilai terendah adalah -89% memperlihatkan cukup besarnya rentang variasi tingkat profitabilitas perusahaan, bahkan terdapat perusahaan yang dengan ROE negatif yang diperlihatkan oleh nilai minimum.

Variabel GROWTH dengan nilai rata-rata sebesar 32.41% memperlihatkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang cukup bagus di antara perusahaan sampel berdasarkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan.

Variabel FREECF memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 5.09% sehingga dapat dikatakan kemampuan perusahaan-perusahaan sampel cukup rendah untuk melakukan tambahan investasi karena merupakan nilai kas bebas yang tersedia yang dibandingkan dengan nilai total aset perusahaan.

Variabel RISK memperlihatkan *beta* perusahaan yang merepresentasikan risiko perusahaan dan hubungannya dengan risiko pasar pada *return* saham perusahaan, terlihat nilai rata-rata sebesar 1.136 sehingga dapat dikatakan cukup berisiko dan fluktuatif pengaruh risiko pasar terhadap risiko perusahaan cukup besar.

Variabel SIZE sebagai ukuran perusahaan berdasarkan nilai ekuitas saham memperlihatkan nilai rata-rata sebesar Rp 17,317,802 juta sehingga dapat dikatakan secara rata-rata ukuran perusahaan sampel yaitu cukup besar. Nilai SIZE yang terbesar yaitu Rp 81,564,203 juta dan yang terkecil sebesar Rp 13,050 juta memperlihatkan rentang yang besar antara variasi ukuran perusahaan sampel.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif - Model 3

	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
SHARESACQ	51.00	100.00	83.4481	18.80729
LIFECYCLE	0	1	0.50	0.508
ROE	-0.89	0.66	0.1834	0.25463
FREECF	-0.15	0.33	0.0509	0.10440
SIZE	13,050 jt	81,564,203 jt	17,317,802 jt	23,807,656 jt

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 20

Jumlah observasi : 32, dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

SHARESACQ = persentase saham yang diakuisisi perusahaan, LIFECYCLE = 1 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* dan 0 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *young*, ROE = rasio dari laba terhadap total nilai ekuitas perusahaan, FREECF = rasio dari arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan arus kas untuk *capital expenditures* dibandingkan terhadap total aset perusahaan, SIZE = nilai ekuitas saham perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.4, variabel SHARESACQ memperlihatkan persentase saham yang diakuisisi perusahaan-perusahaan sampel. Nilai rata-rata sebesar 83.45% memperlihatkan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel melakukan akuisisi saham dalam jumlah yang cukup besar.

Variabel ROE, FREECF, SIZE pada model tiga menggunakan data yang sama dengan model dua sehingga memperlihatkan hasil statistik deskriptif yang sama, seperti yang telah dijelaskan pada penjelasan statistik deskriptif model dua di atas.

Tabel 4.5 Statistik Deskriptif - Model 4

	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
METHOD PAY	0	1	0.69	0.471
LIFE CYCLE	0	1	0.50	0.508
ROE	-0.89	0.66	0.1834	0.25463
GROWTH	-0.99	2.73	0.3241	0.60358
LIQ	0.09	1.00	0.4541	0.22723
FREECF	-0.15	0.33	-0.0509	0.10440
SIZE	13,050 jt	81,564,203 jt	17,317,802 jt	23,807,656 jt

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 20

Jumlah observasi : 32, dengan melakukan *winsorize* untuk *outliers* berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

METHODPAY = 1 apabila perusahaan mengakuisisi dengan metode pembayaran kas dan 0 apabila perusahaan mengakuisisi dengan metode pembayaran lainnya, LIFECYCLE = 1 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* dan 0 apabila perusahaan pada tahap siklus hidup *young*, ROE = rasio dari laba terhadap total nilai ekuitas perusahaan, GROWTH = tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, LIQ = rasio dari total aset lancar terhadap total aset perusahaan, FREECF = rasio dari arus kas bersih dari aktivitas operasional dikurangi dengan arus kas untuk *capital expenditures* dibandingkan terhadap total aset perusahaan, SIZE = nilai ekuitas saham perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.5, variabel METHODPAY memperlihatkan metode pembayaran perusahaan-perusahaan sampel dalam melakukan akuisisi. Nilai 1 memperlihatkan metode pembayaran dengan kas, sedangkan nilai 0 memperlihatkan metode pembayaran lainnya yaitu saham atau *mixed payment* (kombinasi saham, kas atau hutang). Dari tabel 4.5 terlihat bahwa nilai rata-rata sebesar 69% memperlihatkan sebagian besar perusahaan sampel melakukan akuisisi dengan metode pembayaran kas.

Variabel LIQ memperlihatkan tingkat likuiditas perusahaan terlihat nilai rata-rata sebesar 45.41%. Hal tersebut merepresentasikan bahwa tingkat likuiditas perusahaan sampel yang cukup bagus dalam merealisasikan aset lancarnya dalam periode kurang dari satu tahun.

Variabel ROE, GROWTH, FREECF, SIZE pada model empat menggunakan data yang sama dengan model dua dan tiga sehingga memperlihatkan hasil statistik deskriptif yang sama, seperti yang telah dijelaskan pada penjelasan statistik deskriptif model dua di atas.

4.3 Analisis Korelasi Antar Variabel Model Penelitian

Analisis korelasi antar variabel model penelitian menggunakan analisis korelasi *Pearson* yang merupakan hasil pengolahan data menggunakan SPSS 20. Analisis korelasi *Pearson* bertujuan untuk memperoleh gambaran hubungan antar variabel dalam model penelitian. Untuk variabel SIZE yang mencerminkan ukuran perusahaan, terlebih dahulu dilakukan transformasi dengan logaritma natural untuk memudahkan pengolahan data.

Tabel 4.6 Analisis Korelasi Pearson – Model 1

	ACQ	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FREE CF	SIZE
ACQ	1.00					
LIFE CYCLE	0.125 (0.163)	1.00				
ROE	0.052 (0.342)	0.306 ^{**} (0.007)	1.00			
GROWTH	-0.035 (0.392)	-0.165 (0.097)	0.077 (0.272)	1.00		
FREECF	0.039 (0.380)	0.367 ^{**} (0.001)	0.124 (0.164)	-0.208 [*] (0.050)	1.00	
SIZE	0.123 (0.167)	0.267 [*] (0.016)	0.598 ^{**} (0.000)	0.168 (0.093)	0.058 (0.325)	1.00

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

* Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Berdasarkan tabel 4.6 untuk model pertama, memperlihatkan bahwa tidak ada variabel yang memiliki korelasi dengan variabel dependen ACQ yaitu probabilita perusahaan dalam melakukan akuisisi. Variabel LIFECYCLE memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan variabel ROE, FREECF dan SIZE. Hal ini menunjukkan bahwa nilai ROE, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan yang besar berkorelasi dan seiring (*align*) dengan siklus hidup perusahaan yaitu memang mencerminkan perusahaan berada pada tahap siklus hidup *mature*. Bahkan antara variabel ROE dan SIZE dengan variabel LIFECYCLE memperlihatkan korelasi yang signifikan yaitu di level $\alpha = 1\%$ yang menunjukkan bahwa perusahaan yang *mature* memang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi (direpresentasikan variabel ROE) dan ukuran perusahaan yang besar (direpresentasikan variabel SIZE). Perusahaan *mature* yang umumnya memiliki ukuran perusahaan yang besar, telah dapat mengakumulasi jumlah *free cash flow* yang tinggi dan memiliki kemampuan dalam menghasilkan laba yang besar. Variabel GROWTH berkorelasi negatif dan signifikan dengan variabel FREECF memperlihatkan bahwa perusahaan yang sedang berada dalam tahap *growth* yang tinggi menggunakan kas untuk membiayai berbagai kesempatan pertumbuhannya sehingga jumlah *free cash flow*-nya rendah. Variabel ROE memiliki korelasi yang positif dan signifikan dengan variabel SIZE sehingga memperlihatkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan seiring dengan semakin tingginya tingkat profitabilitas perusahaan yang direpresentasikan dengan nilai ROE.

Tabel 4.7 Analisis Korelasi Pearson – Model 2

	WEALTH	LIFECYCLE	ROE	GROWTH	FREECF	RISK	SIZE
WEALTH	1.00						
LIFECYCLE	-0.351* (0.025)	1.00					
ROE	0.015 (0.467)	0.256 (0.079)	1.00				
GROWTH	-0.221 (0.112)	-0.149 (0.208)	0.065 (0.362)	1.00			
FREECF	-0.049 (0.395)	0.350* (0.025)	-0.096 (0.300)	-0.293 (0.052)	1.00		
RISK	0.003 (0.493)	0.058 (0.376)	0.162 (0.188)	-0.161 (0.189)	0.381* (0.016)	1.00	
SIZE	-0.283 (0.058)	0.243 (0.090)	0.628** (0.000)	0.049 (0.395)	0.038 (0.419)	0.284 (0.057)	1.00

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

* Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Berdasarkan tabel 4.7 untuk model kedua, terlihat bahwa variabel independen LIFECYCLE memiliki korelasi yang negatif dan signifikan dengan variabel dependen WEALTH. Hal ini memperlihatkan bahwa perusahaan yang *mature* dan melakukan akuisisi memiliki efek yang negatif terhadap *return* sahamnya, sesuai dengan studi literatur di bab 2, yaitu perusahaan *acquirer* yang melakukan transaksi akuisisi yang besar (yang umumnya dapat dilakukan oleh perusahaan yang *mature*) mengalami *return* yang negatif atau mendekati nol. Sedangkan perusahaan target mengalami *return* yang positif sebagai efek dari akuisisi.

Variabel FREECF dan LIFECYCLE terlihat memiliki korelasi yang positif dan signifikan di level $\alpha = 5\%$. Hal ini memperlihatkan bahwa kondisi *free cash flow* berhubungan dan seiring dengan siklus hidup perusahaan, yaitu perusahaan dengan siklus hidup yang *mature* telah dapat mengakumulasi jumlah *free cash*

flow yang besar. Variabel SIZE dan ROE juga memiliki hubungan yang positif dan signifikan, bahkan di level $\alpha = 1\%$ yang menunjukkan bahwa besarnya ukuran perusahaan sangat mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan terkait dengan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Variabel FREECF dan RISK memperlihatkan hubungan yang positif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa RISK yang diukur dengan *beta* perusahaan yang memperlihatkan tingkat risiko perusahaan mempengaruhi jumlah *free cash flow* yaitu perusahaan yang berisiko memiliki jumlah *free cash flow* yang memadai untuk mengantisipasi volatilitas risiko perusahaan dalam hubungannya dengan risiko pasar saham.

Tabel 4.8 Analisis Korelasi Pearson – Model 3

	SHARES ACQ	LIFE CYCLE	ROE	FREE CF	SIZE
SHARESACQ	1.00				
LIFECYCLE	-0.016 (0.465)	1.00			
ROE	-0.051 (0.391)	0.256 (0.079)	1.00		
FREECF	-0.077 (0.339)	0.350* (0.025)	-0.096 (0.300)	1.00	
SIZE	-0.216 (0.118)	0.243 (0.090)	0.628** (0.000)	0.038 (0.419)	1.00

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

* Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Berdasarkan tabel 4.8 untuk model ketiga, terlihat bahwa tidak ada variabel yang berkorelasi dengan variabel dependen SHARESACQ yang merepresentasikan persentase saham yang diakuisisi oleh perusahaan. Seperti hasil korelasi pada model-model sebelumnya (model pertama dan kedua), variabel LIFECYCLE dan FREECF memiliki hubungan yang positif dan signifikan yang memperlihatkan bahwa perusahaan pada tahap siklus hidup *mature* telah dapat mengakumulasi kas yaitu memiliki jumlah *free cash flow* yang besar. Begitu juga

dengan variabel SIZE dan ROE yang berhubungan positif dan signifikan memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan yang besar mempengaruhi kemampuannya dalam menghasilkan laba sehingga memiliki tingkat profitabilitas perusahaan yang besar.

Tabel 4.9 Analisis Korelasi Pearson – Model 4

	MET HOD PAY	LIFE CY CLE	ROE	GRO WTH	LIQ	FREE CF	S I Z E
METHOD PAY	1						
LIFE CYCLE	0.539** (0.000)	1					
ROE	0.138 (0.225)	0.256 (0.079)	1				
GROWTH	-0.421** (0.008)	-0.149 (0.208)	0.065 (0.362)	1			
LIQ	-0.018 (0.461)	-0.007 (0.485)	-0.341* (0.028)	-0.039 (0.415)	1		
FREECF	0.406** (0.010)	0.350* (0.025)	-0.096 (0.300)	-0.293 (0.052)	0.096 (0.301)	1	
SIZE	0.265 (0.071)	0.243 (0.090)	0.628** (0.000)	0.049 (0.395)	-0.462** (0.004)	0.038 (0.419)	1

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

* Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Berdasarkan tabel 4.9 untuk model keempat, terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi variabel dependen METHODPAY yaitu variabel LIFECYCLE, GROWTH dan FREECF. Variabel LIFECYCLE yang memiliki korelasi positif dan signifikan memperlihatkan bahwa perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* mempengaruhi metode pembayarannya dalam melakukan akuisisi yaitu dengan kas (nilai 1 pada variabel METHODPAY yaitu pembayaran dengan kas). Hal ini seiring dengan variabel FREECF yang berhubungan positif dan signifikan memperlihatkan bahwa perusahaan dengan

jumlah *free cash flow* yang besar melakukan akuisisi dengan metode pembayaran yaitu kas. Variabel GROWTH memiliki hubungan yang negatif dan signifikan yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan perusahaan yang besar cenderung melakukan metode pembayaran lainnya (saham, *mixed payment* atau yang lainnya) dalam melakukan akuisisi karena kas yang dimilikinya masih digunakan untuk membiayai berbagai kesempatan lain untuk pertumbuhan perusahaan.

Variabel LIQ dan SIZE memiliki hubungan yang negatif dan signifikan yang memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan yang besar berkorelasi negatif dengan tingkat likuiditasnya. Hal ini disebabkan perusahaan yang telah besar juga umumnya telah lama beroperasi dan memiliki aktiva tetap yang lebih besar dibandingkan aktiva lancarnya dibandingkan terhadap total asetnya. Variabel LIQ dan ROE berkorelasi negatif dan signifikan memperlihatkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat laba yang tinggi akan memiliki tingkat likuiditas yang rendah dikarenakan aset likuidnya digunakan untuk membiayai berbagai aktivitas perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi tersebut. Variabel LIFECYCLE dan FREECF memiliki hubungan yang positif dan signifikan dan variabel SIZE dan ROE juga memiliki hubungan yang positif dan signifikan seperti yang telah dijelaskan pada hasil korelasi yang sama di model-model sebelumnya (model pertama, kedua dan ketiga).

4.4 Analisis Regresi Logit

Analisis regresi logit digunakan untuk pengujian model penelitian pertama dan keempat. Untuk variabel SIZE yang mencerminkan ukuran perusahaan, terlebih dahulu telah dilakukan transformasi dengan logaritma natural untuk memudahkan pengolahan data. Hasil analisis regresi logit terlihat dalam pengujian-pengujian berikut ini.

4.4.1 Uji Goodness-of-fit-test (*Hosmer and Lemeshow Test*)

Untuk model pertama pada tabel 4.10, hasil pengujian *Hosmer and Lemeshow* memperlihatkan tingkat signifikansi sebesar 0.215 (p -value sebesar $0.215 > \alpha 0.05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi logit yang digunakan fit dengan data. Untuk model keempat pada tabel 4.10, hasil pengujian *Hosmer and Lemeshow* memperlihatkan tingkat signifikansi sebesar 0.355 (p -value sebesar $0.355 > \alpha 0.05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi logit yang digunakan fit dengan data. Hasil pengujian *Hosmer and Lemeshow* sebagai berikut:

Tabel 4.10 Pengujian Hosmer and Lemeshow

	Chi-square	Df	Sig
Model 1	10.768	8	0.215
Model 4	8.855	8	0.355

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

4.4.2 Uji Simultan (*Omnibus test of Model Coefficients*)

Untuk model pertama pada tabel 4.11, hasil *Omnibus test of Model Coefficients* memperlihatkan tingkat signifikansi sebesar 0.878 (p -value sebesar $0.878 > \alpha 0.05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat signifikansi 5%, secara keseluruhan LIFECYCLE, ROE, GROWTH, FREECF dan SIZE tidak berpengaruh terhadap ACQ.

Untuk model keempat pada tabel 4.11, hasil *Omnibus test of Model Coefficients* memperlihatkan tingkat signifikansi sebesar 0.002 (p -value sebesar $0.002 < \alpha 0.05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat signifikansi 5%, secara keseluruhan LIFECYCLE, ROE, GROWTH, LIQ, FREECF dan SIZE berpengaruh terhadap METHODPAY.

Hasil *Omnibus test of Model Coefficients* sebagai berikut:

Tabel 4.11 Pengujian *Omnibus Test for Simultan Effect*

		Chi-square	Df	Sig
Model 1	Step	1.784	5	0.878
	Block	1.784	5	0.878
	Model	1.784	5	0.878
Model 4	Step	20.971	6	0.002
	Block	20.971	6	0.002
	Model	20.971	6	0.002

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

4.4.3 Koefisien Determinasi (*Model Summary*)

Untuk model pertama pada tabel 4.12, hasil koefisien determinasi yang merupakan pengujian R^2 untuk regresi logit (sama dengan pengujian R^2 di persamaan regresi linier) yang diukur dengan nilai *Nagelkerke R^2* adalah 0.037. Hal ini memperlihatkan bahwa variabel LIFECYCLE, ROE, GROWTH, FREECF dan SIZE dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu ACQ sebesar 3.7% sedangkan sisanya sebesar 96.3% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian.

Untuk model keempat pada tabel 4.12, hasil koefisien determinasi yang merupakan pengujian R^2 untuk regresi logit (sama dengan pengujian R^2 di persamaan regresi linier) yang diukur dengan nilai *Nagelkerke R^2* adalah 0.676. Hal ini memperlihatkan bahwa variabel LIFECYCLE, ROE, GROWTH, LIQ, FREECF dan SIZE dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu METHODPAY sebesar 67.6% sedangkan sisanya sebesar 32.4% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian.

Hasil koefisien determinasi sebagai berikut:

Tabel 4.12 Koefisien Determinasi

	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
Model 1	86.939 ^a	0.027	0.037
Model 4	18.778 ^a	0.481	0.676

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

4.5 Uji Asumsi Klasik Regresi Linier Berganda

Uji Asumsi Klasik digunakan untuk pengujian model penelitian kedua dan ketiga. Untuk variabel *SIZE* yang mencerminkan ukuran perusahaan, terlebih dahulu telah dilakukan transformasi dengan logaritma natural untuk memudahkan pengolahan data. Uji asumsi klasik merupakan pengujian yang harus dipenuhi terlebih dahulu sebelum menggunakan hasil regresi, yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas.

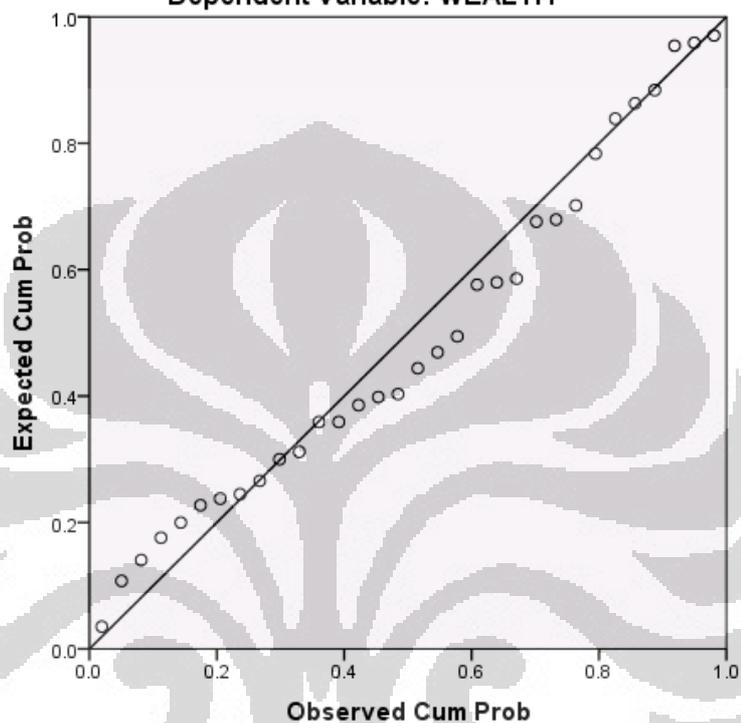
4.5.1 Uji Normalitas

Untuk model kedua pada Gambar 4.1, uji normalitas (untuk mengetahui apakah terdapat distribusi normal pada variabel dependen) menggunakan analisis grafik *Normal P-P Plot* yang memperlihatkan penyebaran data variabel dependen, yaitu bila penyebaran data berada di sekitar dan searah dengan garis diagonalnya, maka asumsi normalitas telah terpenuhi oleh model regresi.

Berdasarkan Gambar 4.1, penyebaran data telah berada di sekitar dan searah dengan garis diagonal maka asumsi normalitas telah terpenuhi oleh model regresi.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

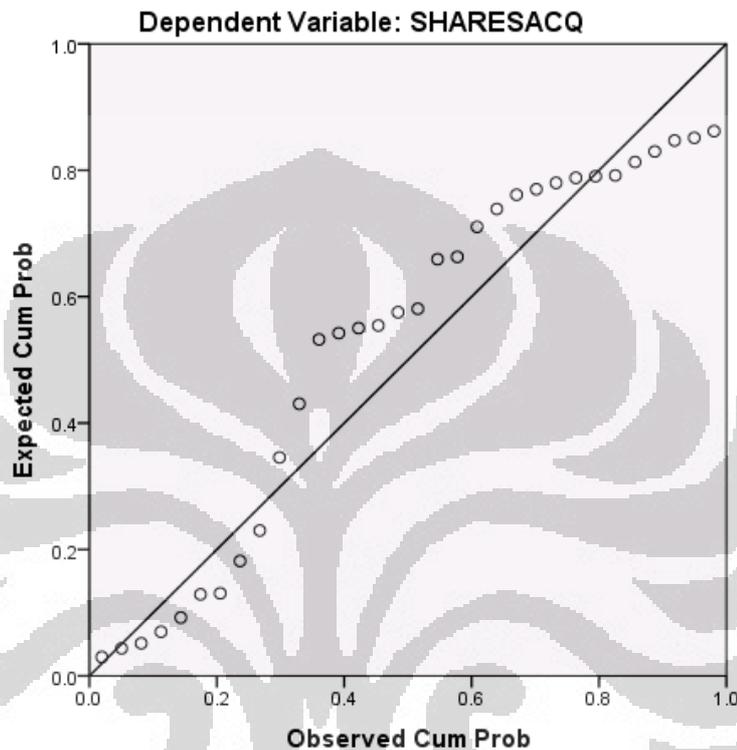
Dependent Variable: WEALTH



Gambar 4.1 Grafik *Normal P-P Plot* – Model 2

Untuk model ketiga pada Gambar 4.2, uji normalitas telah memperlihatkan penyebaran data telah berada di sekitar dan searah dengan garis diagonal maka asumsi normalitas telah terpenuhi oleh model regresi.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.2 Grafik Normal P-P Plot – Model 3

Uji *Kolmogorov-Smirnov* bertujuan untuk memastikan hasil uji normalitas. Untuk model kedua, hasil *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada Tabel 4.13, memperlihatkan bahwa nilai *p-value* dari variabel dependen WEALTH adalah 0.164, yaitu lebih besar dari 0.05 sehingga hasil ini memperkuat kesimpulan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi oleh model regresi.

Untuk model ketiga, hasil *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada Tabel 4.13, memperlihatkan bahwa nilai *p-value* dari variabel dependen SHARESACQ adalah 0.092, yaitu lebih besar dari 0.05 sehingga hasil ini

memperkuat kesimpulan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi oleh model regresi.

Tabel 4.13 Hasil *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

		Model 2	Model 3
		WEALTH	SHARESACQ
N		32	32
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0.4156	83.4481
	Std. Deviation	0.81829	18.80729
Most Extreme Differences	Absolute	0.198	0.219
	Positive	0.198	0.189
	Negative	-0.112	-0.219
Kolmogorov-Smirnov Z		1.118	1.241
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.164	0.092

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

4.5.2 Uji Multikolinieritas

Untuk model kedua, uji multikolinieritas (untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang sempurna antar variabel dalam persamaan regresi berganda) diukur dengan nilai *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) yaitu bila nilai dari $VIF < 10$ dan $TOL > 0.1$ maka pada model regresi disimpulkan tidak terdapat korelasi yang sempurna antar variabelnya sehingga tidak terdapat masalah multikolinieritas. Hasil pengujian pada Tabel 4.14 memperlihatkan seluruh nilai TOL berada di atas 0.1 dan nilai VIF berada di bawah 10 sehingga tidak terdapat masalah multikolinieritas pada model regresi.

Untuk model ketiga, uji multikolinieritas pada Tabel 4.14 memperlihatkan seluruh nilai TOL berada di atas 0.1 dan nilai VIF berada di bawah 10 sehingga tidak terdapat masalah multikolinieritas pada model regresi.

Tabel 4.14 Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Model 2		Model 3	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
LIFECYCLE	0.757	1.320	0.790	1.266
ROE	0.562	1.779	0.566	1.767
GROWTH	0.898	1.113		
FREECF	0.660	1.515	0.834	1.200
RISK	0.748	1.337		
SIZE	0.561	1.782	0.593	1.687

Sumber: data hasil pengolahan SPSS 20

4.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Untuk model kedua, uji heteroskedastisitas (untuk memastikan seluruh *error* memiliki varian yang tetap atau konstan) dilakukan dengan Uji *White* yang merupakan hasil olah data *Eviews*. Hasil pengujian pada Tabel 4.15 nilai *p-value* dari variabel *Obs*R-squared* sebesar 0.9652, yaitu lebih besar dari 0.05 sehingga hipotesis bahwa model regresi telah bersifat homokedastis dapat diterima.

Untuk model ketiga, uji heteroskedastisitas pada Tabel 4.15 memperlihatkan nilai *p-value* dari variabel *Obs*R-squared* sebesar 0.2524, yaitu lebih besar dari 0.05 sehingga hipotesis bahwa model regresi telah bersifat homokedastis dapat diterima.

Tabel 4.15 Hasil Uji White

Heteroskedasticity Test: White	Model 2	Model 3
F-statistic	0.192101	1.357887
Obs*R-squared	1.410314	5.359274
Scaled explained SS	0.987333	3.781328
Prob. F(4,27)	0.9762	0.2746
Prob. Chi-Square(4)	0.9652	0.2524
Prob. Chi-Square(4)	0.9861	0.4364

Sumber : data hasil pengolahan Eviews 7

4.6 Hasil Regresi

4.6.1 Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial untuk Model 1

Pengujian parsial bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Untuk model pertama, berdasarkan hasil pengujian parsial pada tabel 4.16, maka persamaan regresi menjadi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} ACQ_{it} = & -3,776 + 0,417 LIFECYCLE_{i(t-1)} - 0,557 ROE_{i(t-1)} - 0,138 GROWTH_{i(t-1)} \\ & - 0,137 FREECF_{i(t-1)} + 0,129 \ln(SIZE)_{i(t-1)} \end{aligned}$$

Berdasarkan persamaan regresi logit di atas, pengujian dilakukan dengan memasukkan nilai LIFECYCLE, ROE, GROWTH, FREECF dan SIZE untuk setiap sampel. Selanjutnya, hasilnya diekspresikan untuk menguji kecocokannya dengan nilai ACQ yaitu 1 atau 0, dengan nilai potong untuk persamaan regresi logit yaitu 0.5. Bila hasil nilainya di atas 0.5 atau mendekati 1 maka model regresi logit secara keseluruhan dapat menjelaskan atau memprediksi probabilitas sampel melakukan akuisisi, sedangkan bila hasil nilainya di bawah 0.5 maka model regresi logit secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan atau memprediksi probabilitas sampel melakukan akuisisi. Pada penelitian ini, hasil dari keseluruhan sampel yang telah dihitung dengan memasukkan nilai tiap variabel ke dalam persamaan regresi logit di atas menghasilkan probabilitas sebesar 50%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model secara keseluruhan tidak dapat memprediksi probabilitas sampel melakukan akuisisi.

4.6.2 Hasil Regresi Linier Berganda untuk Model 2

Hasil regresi linier berganda memperlihatkan apakah koefisien regresi yang diperoleh signifikan yaitu secara statistik tidak sama dengan nol, uji yang digunakan pada penelitian ini terdiri dari uji-*F*, uji-*t* dan *goodness-of-fit test* (*adjusted R*²).

4.6.2.1 Analisis Simultan (Uji *F-statistic*)

Untuk model kedua pada Tabel 4.17, uji *F-statistic* (bertujuan untuk menguji hipotesis koefisien regresi apakah secara keseluruhan variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel dependen) memperlihatkan hasil *p-value* = 0.093 dan *F-statistic* sebesar 2.071. Hasil tersebut menunjukkan *p-value* sebesar 0.093 (merupakan *two-tailed*) maka menjadi sebesar 0.0465 sehingga secara bersama-sama variabel independen dan variabel kontrol dapat menggambarkan pengaruh kepada variabel dependen.

4.6.2.2 Analisis *Goodness-of-Fit* (*Adjusted R²*)

Untuk model kedua pada Tabel 4.17, uji *Goodness-of-Fit* atau Koefisien Determinasi (bertujuan untuk mengetahui seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen) memperlihatkan nilai *Adjusted R²* sebesar 0.172 yang berarti variabel LIFECYCLE, ROE, GROWTH, FREETCF, RISK dan SIZE dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu WEALTH sebesar 17.2% sedangkan sisanya sebesar 82.8% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian.

4.6.3 Hasil Regresi Linier Berganda untuk Model 3

4.6.3.1 Analisis Simultan (Uji *F-statistic*)

Untuk model ketiga pada Tabel 4.17, uji *F-statistic* (bertujuan untuk menguji hipotesis koefisien regresi apakah secara keseluruhan variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel dependen) memperlihatkan hasil *p-value* = 0.768 dan *F-statistic* sebesar 0.455. Hasil tersebut menunjukkan *p-value* sebesar 0.768 (merupakan *two-tailed*) maka menjadi sebesar 0.384 sehingga secara bersama-sama variabel independen dan variabel kontrol belum dapat menggambarkan pengaruh kepada variabel dependen.

4.6.3.2 Analisis *Goodness-of-Fit* (*Adjusted R²*)

Untuk model ketiga pada Tabel 4.17, uji *Goodness-of-Fit* atau Koefisien Determinasi (bertujuan untuk mengetahui seberapa besar variasi dari variabel

dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen) memperlihatkan nilai *Adjusted R²* sebesar -0.076 yang berarti variabel LIFECYCLE, ROE, FREETCF dan SIZE dapat menjelaskan (dengan hubungan yang negatif) variasi dari variabel dependen yaitu SHARESACQ sebesar -7.6% sedangkan sisanya sebesar 92.4% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian.

4.6.4 Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial untuk Model 4

Untuk model keempat, berdasarkan hasil pengujian parsial pada tabel 4.16, maka persamaan regresi menjadi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{METHODPAY}_{it} = & -23.830 + 3.131 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} - 0.839 \text{ROE}_{i(t-1)} \\ & - 3.869 \text{GROWTH}_{i(t-1)} + 5.426 \text{LIQ}_{i(t-1)} + 9.809 \text{FREETCF}_{i(t-1)} \\ & + 0.771 \text{Ln(SIZE)}_{i(t-1)} \end{aligned}$$

Berdasarkan persamaan regresi logit di atas, pengujian dilakukan dengan memasukkan nilai LIFECYCLE, ROE, GROWTH, LIQ, FREETCF dan SIZE untuk setiap sampel. Selanjutnya, hasilnya diekspresikan untuk menguji kecocokannya dengan nilai METHODPAY yaitu 1 atau 0, dengan nilai potong untuk persamaan regresi logit yaitu 0.5. Bila hasil nilainya di atas 0.5 atau mendekati 1 maka model regresi logit secara keseluruhan dapat menjelaskan atau memprediksi probabilitas metode pembayaran sampel dalam melakukan akuisisi, sedangkan bila hasil nilainya di bawah 0.5 maka model regresi logit secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan atau memprediksi probabilitas metode pembayaran sampel dalam melakukan akuisisi. Pada penelitian ini, hasil dari keseluruhan sampel yang telah dihitung dengan memasukkan nilai tiap variabel ke dalam persamaan regresi logit di atas menghasilkan probabilitas sebesar 68.85%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model secara keseluruhan dapat memprediksi probabilitas metode pembayaran sampel dalam melakukan akuisisi.

Tabel 4.16 Hasil Regresi Logit: Pengujian Parsial – Model 1 dan Model 4

	Model 1						Model 4					
	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
LIFECYCLE	0.417	0.578	0.521	1	0.235	1.518	3.131	1.587	3.892	1	0.024**	22.891
ROE	-0.557	1.527	0.133	1	0.358	0.573	-0.839	4.064	0.043	1	0.418	0.432
GROWTH	-0.138	0.473	0.085	1	0.385	0.871	-3.869	2.578	2.252	1	0.067*	0.021
FREECF	-0.137	2.463	0.003	1	0.478	0.872	9.809	7.207	1.853	1	0.087*	18,196.443
SIZE	0.129	0.151	0.731	1	0.196	1.138	0.771	0.468	2.707	1	0.050**	2.161
LIQ							5.426	4.414	1.511	1	0.110	227.196
Constant	-3.776	4.156	0.825	1	0.182	0.023	-23.830	14.065	2.871	1	0.045**	0.000

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 20

*** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

* Signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (2-tailed)

Model Regresi 1

$$ACQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i(t-1)} + \beta_4 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

Model Regresi 4

$$\text{METHODPAY}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i(t-1)} + \beta_4 \text{LIQ}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{Ln}(\text{SIZE})_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

Tabel 4.17 Hasil Regresi Linier Berganda – Model 2 dan Model 3

Variable	Expected Sign	Unstandardized Coefficients (B)	t-Statistic	Sig.	Expected Sign	Unstandardized Coefficients (B)	t-Statistic	Sig.
		Model 2			Model 3			
(Constant)		5.235	2.401	0.012**		154.628	2.716	0.006***
LIFECYCLE	-	-0.670	-2.215	0.018**	+	1.933	0.249	0.403
ROE	+	1.346	1.921	0.033**	+	8.598	0.470	0.321
GROWTH	-	-0.361	-1.542	0.068*				
FREECF	+	0.549	0.348	0.365	-	13.022	-0.354	0.363
RISK	+	0.025	0.078	0.469				
SIZE	-	-0.160	-2.011	0.028**	-	-2.506	-1.235	0.114
R-squared	0.332				0.063			
Adjusted R-squared	0.172				-0.076			
F-statistic	2.071				0.455			
Prob(F-statistic)	0.0465**				0.384			

*** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed) ** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed) * Signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (2-tailed)

Model Regresi 2

$$\begin{aligned} \text{WEALTH}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i(t-1)} \\ &+ \beta_4 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{RISK}_{it} + \beta_6 \text{Ln(SIZE)}_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Model Regresi 3

$$\begin{aligned} \text{SHARESACQ}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{LIFECYCLE}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{ROE}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{FREECF}_{i(t-1)} + \\ &\beta_4 \text{Ln(SIZE)}_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

4.7 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

Seluruh uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas beserta uji signifikansi koefisien regresi telah dipenuhi dan diperoleh hasilnya. Selanjutnya, berdasarkan pengolahan data dengan SPSS dan *EViews* yang telah dilakukan maka akan dipaparkan analisis hasil pengujian hipotesis.

4.7.1 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Akuisisi

Pengujian hipotesis 1a bertujuan untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap dilakukannya akuisisi yaitu apakah perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* memiliki probabilitas yang lebih besar untuk melakukan akuisisi dibandingkan perusahaan lainnya. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.16 terlihat bahwa variabel *LIFECYCLE* memiliki koefisien positif namun tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut memperlihatkan bahwa siklus hidup perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap probabilitas perusahaan untuk melakukan akuisisi. Oleh karena itu, hasil ini tidak mendukung hipotesis penelitian 1a sehingga hipotesis 1a ditolak.

Hasil ini tidak mendukung temuan Owen dan Yawson (2009) yang menyatakan bahwa siklus hidup perusahaan berhubungan secara signifikan terhadap probabilitas perusahaan untuk melakukan akuisisi. Pada hasil penelitiannya, siklus hidup (yang dibagi menjadi tiga tahap yaitu *young*, *mature* dan *old*) memiliki hubungan yang signifikan dengan akuisisi, yaitu perusahaan *mature* dengan jumlah *retained earnings* terhadap *total equity* (RE/TE) dan jumlah *free cash flow* yang telah terakumulasi sehingga berjumlah besar dinyatakan memiliki probabilitas yang besar untuk melakukan akuisisi direpresentasikan dari

hubungannya yang positif dan signifikan. Sedangkan, perusahaan *young* dengan jumlah RE/TE dan *free cash flow* yang masih rendah dinyatakan belum memiliki kemampuan untuk melakukan akuisisi terlihat dari hubungannya yang negatif dan signifikan serta perusahaan *old* dengan jumlah RE/TE yang besar namun cenderung tidak melakukan akuisisi karena terdapatnya *organizational inertia* (kurang fleksibelnya terhadap perubahan kondisi organisasi) terlihat dari hubungannya yang negatif namun tidak signifikan (Owen dan Yawson, 2006).

Pada penelitian ini, tidak adanya pengaruh dari tahapan siklus hidup perusahaan berada terhadap probabilitas melakukan akuisisi memperlihatkan bahwa baik perusahaan *mature* maupun perusahaan *young* sama-sama memiliki probabilitas untuk melakukan akuisisi. Hal ini dapat terjadi karena akuisisi merupakan salah satu upaya perusahaan untuk mencapai pertumbuhan. Sesuai dengan penelitian Ragozzino (2006) yang menyatakan bahwa akuisisi merupakan sarana yang dominan dalam upaya pertumbuhan perusahaan dikarenakan dapat tercapai sinergi dan menghasilkan (*extract*) nilai dari dilakukannya akuisisi.

4.7.2 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Kondisi *Wealth* dari Akuisisi

Pengujian hipotesis 2a bertujuan untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap kondisi *wealth* dari akuisisi yaitu apakah perusahaan *acquirer* yang berada pada tahap siklus hidup *mature* akan memiliki kondisi *wealth* (*wealth* pemegang saham perusahaan) yang lebih rendah dibandingkan perusahaan lainnya. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.17 terlihat bahwa variabel LIFECYCLE memiliki koefisien yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut memperlihatkan bahwa siklus hidup perusahaan memiliki pengaruh terhadap kondisi *wealth* dari akuisisi. Oleh karena itu, hasil pengujian mendukung hipotesis penelitian 2a sehingga hipotesis 2a diterima.

Hasil ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu berdasarkan Faccio *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa berdasarkan hasil penelitiannya memperlihatkan perusahaan yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan target yang *listed* menghasilkan rata-rata *return* yang negatif atau nol pada periode pengumuman akuisisi. Hasil ini sesuai dengan hasil pengujian pada penelitian ini yang menggunakan sampel perusahaan target yang *listed* atau terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil ini juga konsisten dengan penelitian Martynova dan Renneboog (2008) dan Mantecon (2008), yang menyatakan bahwa pemegang saham perusahaan target memperoleh *return* yang positif sedangkan perusahaan

bidder memperoleh *return* yang negatif atau mendekati nol pada periode pengumuman akuisisi (Owen dan Yawson, 2010). Selain itu, berdasarkan Owen dan Yawson (2010), terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara siklus hidup perusahaan dengan kondisi *wealth* yaitu perusahaan *young* yang tingkat *earned equity*-nya rendah memperoleh reaksi negatif yang lebih rendah dari pasar atas *return*-nya pada saat pengumuman akuisisi sedangkan perusahaan *mature* yang melakukan transaksi akuisisi yang besar memperoleh reaksi pasar yang sangat lebih negatif terhadap *return*-nya.

Pengaruh akuisisi terhadap kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan *acquirer* yang menjadi negatif pada periode pengumuman akuisisi disebabkan oleh berbagai hal. Berdasarkan Faccio *et al.* (2006), perusahaan yang mengakuisisi perusahaan target yang *listed* mengalami *return* yang negatif pada periode pengumuman akuisisi dikarenakan pemegang saham perusahaan *acquirer* menanggung biaya yang lebih rendah apabila mengakuisisi perusahaan yang lebih kecil atau perusahaan yang sahamnya tidak diperdagangkan (*not listed*). Menurut Weston *et al.* (2004), dalam akuisisi dapat terjadi *the winner's curse* yaitu perusahaan *acquirer* berhasil mengakuisisi perusahaan target pada suatu nilai tertentu yang sebenarnya memiliki kemungkinan *overvalued* dikarenakan perusahaan *acquirer* kurang memiliki pengetahuan yang lengkap mengenai nilai dari perusahaan target. Selain itu, berdasarkan Fuller *et al.* (2002), proses perusahaan *acquirer* dalam *bidding* akuisisi dinyatakan sebagai proses yang berbiaya besar dan *time-consuming* bagi pemegang saham sehingga menghasilkan kondisi *wealth* yaitu *return* yang negatif pada periode pengumuman akuisisi. Namun, hal-hal tersebut terjadi pada periode pengumuman akuisisi, sedangkan secara rata-rata pada periode jangka panjang setelah penyelesaian akuisisi disimpulkan bahwa akuisisi meningkatkan nilai ekuitas gabungan perusahaan target dan perusahaan *acquirer* sehingga menghasilkan nilai bagi pemegang saham (Yook, 2004).

4.7.3 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Persentase Saham yang Diakuisisi

Pengujian hipotesis 3a bertujuan untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap persentase saham yang diakuisisi yaitu apakah perusahaan yang berada pada tahap siklus hidup *mature* akan mengakuisisi persentase saham yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.17 terlihat bahwa variabel *LIFECYCLE* memiliki koefisien positif namun tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian

tersebut memperlihatkan bahwa siklus hidup perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap persentase saham yang diakuisisi. Selain itu, hasil uji *F-statistic* sebesar 0.455 memperlihatkan bahwa secara bersama-sama variabel independen dan variabel kontrol (model penelitian) belum dapat menggambarkan pengaruh kepada variabel dependen. Oleh karena itu, analisis hipotesis penelitian 3a tidak dapat dilanjutkan.

4.7.4 Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Metode Pembayaran dalam Akuisisi

Pengujian hipotesis 4a bertujuan untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan terhadap metode pembayaran yang dilakukan dalam akuisisi yaitu apakah perusahaan *acquirer* yang berada pada tahap siklus hidup *mature* memiliki probabilitas yang lebih besar untuk melakukan akuisisi yang metode pembayarannya dengan kas dibandingkan perusahaan lainnya. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.16 terlihat bahwa variabel LIFECYCLE memiliki koefisien yang positif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut memperlihatkan bahwa siklus hidup perusahaan memiliki pengaruh terhadap metode pembayaran dalam akuisisi. Oleh karena itu, hasil pengujian mendukung hipotesis penelitian 4a sehingga hipotesis 4a diterima.

Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian oleh Ismail dan Krause (2010), yang menyatakan bahwa perusahaan *young* memiliki berbagai variasi terkait kesempatan *growth* yang masih besar sehingga cenderung melakukan akuisisi melalui metode pembayaran dengan saham karena menggunakan kas yang dimilikinya untuk membiayai berbagai aktivitasnya terkait pertumbuhan perusahaan. Sedangkan, perusahaan *mature* dinyatakan telah memiliki jumlah *free cash flow* yang besar sehingga cenderung melakukan akuisisi melalui metode pembayaran dengan kas.

Hasil pengujian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Owen dan Yawson (2009), yang menyatakan perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup *young* direpresentasikan dengan kondisi masih rendahnya jumlah *free cash flow* sedangkan perusahaan yang *mature* direpresentasikan dengan kondisi telah terakumulasinya jumlah *retained earnings* dan *free cash flow* yang besar sehingga manajemen cenderung menggunakannya untuk melakukan akuisisi.

4.8 Analisis Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Probabilita Melakukan Akuisisi, Kondisi *Wealth*, Persentase Saham dan Metode Pembayaran dalam Akuisisi

Pada penelitian ini, digunakan beberapa variabel kontrol yang dijadikan konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak diobservasi dan tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Untuk model penelitian yang pertama, terhadap variabel dependen yaitu probabilita melakukan akuisisi digunakan beberapa variabel kontrol yaitu ROE, tingkat pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.16 terlihat bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial pada variabel dependen. Hal ini memperlihatkan bahwa bervariasinya nilai data variabel-variabel kontrol perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu probabilita perusahaan untuk melakukan atau tidak melakukan akuisisi.

Untuk model penelitian yang kedua, terhadap variabel dependen yaitu kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan digunakan beberapa variabel kontrol yaitu ROE, tingkat pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, tingkat risiko dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.17 terlihat bahwa terdapat variabel independen yang memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial di level $\alpha = 5\%$ dan terdapat variabel kontrol yang *marginally significant* di level $\alpha = 10\%$ terhadap variabel dependen. Variabel ROE memiliki pengaruh yang positif dan signifikan, memperlihatkan bahwa WEALTH yang diukur yang merepresentasikan *return* saham dipengaruhi secara positif dan signifikan yaitu perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi mencerminkan kinerja perusahaan yang baik sehingga menjadikan nilai sahamnya menjadi tinggi. Variabel GROWTH memiliki pengaruh negatif dan *marginally significant*, dijelaskan dengan perusahaan yang masih memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi merepresentasikan perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup *young* (Ismail dan Krause, 2010). Hal ini sesuai dengan hasil regresi atas LIFECYCLE dengan WEALTH yang memiliki hubungan yang negatif dan signifikan, yaitu walaupun perusahaan *young* dengan tingkat *earned equity* yang rendah masih memperoleh reaksi negatif (walaupun lebih rendah dibandingkan perusahaan *mature*) dari pasar atas *return* sahamnya sehingga memperlihatkan hubungan yang negatif namun *marginally significant* (Owen dan Yawson, 2010). Variabel SIZE memiliki pengaruh yang

negatif dan signifikan memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan yang besar mengindikasikan perusahaan telah *mature*, dan berdasarkan Owen dan Yawson (2010) perusahaan *mature* yang melakukan transaksi akuisisi yang besar memperoleh reaksi pasar yang sangat negatif terhadap *return* sahamnya yang merepresentasikan variabel WEALTH.

Untuk model penelitian yang ketiga, terhadap variabel dependen yaitu persentase saham yang diakuisisi digunakan beberapa variabel kontrol yaitu ROE, *free cash flow* dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.17 terlihat bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial pada variabel dependen. Hal ini memperlihatkan bahwa bervariasinya nilai data variabel-variabel kontrol perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu persentase saham yang diakuisisi.

Untuk model penelitian yang keempat, terhadap variabel dependen yaitu metode pembayaran yang digunakan dalam akuisisi digunakan beberapa variabel kontrol yaitu ROE, tingkat pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.16 terlihat bahwa terdapat variabel independen yang memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial di level $\alpha = 5\%$ dan terdapat variabel kontrol yang *marginally significant* di level $\alpha = 10\%$ terhadap variabel dependen. Variabel GROWTH memiliki pengaruh negatif dan *marginally significant* memperlihatkan bahwa perusahaan yang masih memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi memerlukan kas untuk membiayainya sehingga cenderung menggunakan metode pembayaran saham (pada penelitian ini termasuk sebagai metode pembayaran lainnya) ketika melakukan akuisisi (Ismail dan Krause, 2010). Variabel FREECF memiliki pengaruh positif dan *marginally significant* memperlihatkan bahwa semakin tingginya perusahaan memiliki jumlah *free cash flow* maka akan cenderung menggunakan kas sebagai metode pembayarannya dalam melakukan akuisisi (Owen dan Yawson, 2009). Variabel SIZE memiliki pengaruh positif dan signifikan memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan yang besar mengindikasikan perusahaan telah *mature* sehingga telah memiliki jumlah *retained earnings* dan *free cash flow* yang terakumulasi dan besar sehingga menjadikan metode pembayaran yang umumnya digunakan dalam akuisisi yaitu kas, seiring dengan penjelasan variabel FREECF sebelumnya.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Pada penelitian ini terdapat empat kerangka konseptual beserta empat model penelitian. Kerangka konseptual yang pertama yaitu siklus hidup perusahaan dapat berpengaruh terhadap probabilita perusahaan tersebut dalam melakukan akuisisi yang pengujiannya menjadi tujuan penelitian yang pertama. Kerangka konseptual yang kedua yaitu siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi dapat mempengaruhi kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan *acquirer* tersebut, yang pengujiannya menjadi tujuan penelitian yang kedua. Kerangka konseptual yang ketiga yaitu siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi dapat mempengaruhi persentase saham yang diakuisisinya yang pengujiannya menjadi tujuan penelitian yang ketiga. Kerangka konseptual yang keempat yaitu siklus hidup perusahaan yang mengakuisisi dapat mempengaruhi metode pembayarannya dalam melakukan akuisisi yang pengujiannya menjadi tujuan penelitian yang keempat.

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, kesimpulan penelitian sebagai berikut:

1. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari siklus hidup perusahaan terhadap probabilita perusahaan untuk melakukan akuisisi. Hasil ini berarti bahwa baik perusahaan *mature* maupun perusahaan *young* sama-sama memiliki probabilita untuk melakukan akuisisi. Salah satu yang dapat menjadi penyebabnya yaitu akuisisi merupakan salah satu upaya perusahaan (tidak terpengaruh oleh perusahaan sedang berada di tahapan siklus hidup tertentu) untuk mencapai pertumbuhan.
2. Siklus hidup perusahaan terbukti memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kondisi *wealth* (pemegang saham perusahaan *acquirer*) dari akuisisi. Hasil ini berarti bahwa perusahaan yang *mature* dan umumnya melakukan transaksi akuisisi yang besar akan mempengaruhi kondisi *wealth*-nya yang direpresentasikan dengan nilai *return* saham menjadi negatif atau mendekati nol pada periode tahun dilakukannya akuisisi. Salah satu hal yang dapat menjadi penyebabnya yaitu *return* yang negatif disebabkan pemegang saham perusahaan *acquirer* memandang bahwa akan menanggung biaya yang

lebih rendah apabila akuisisi dilakukan atas perusahaan yang ukuran dan transaksi akuisisinya lebih kecil.

3. Terlihat dari hasil penelitian bahwa siklus hidup perusahaan memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap persentase saham yang diakuisisi. Hasil ini berarti bahwa baik perusahaan *mature* maupun perusahaan *young* sama-sama dapat melakukan akuisisi dengan berbagai variasi besaran persentase saham yang diakuisisi.
4. Hasil yang terlihat dari penelitian ini bahwa siklus hidup perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap metode pembayaran yang dilakukan dalam akuisisi. Hasil ini berarti bahwa perusahaan *mature* dengan jumlah *free cash flow* yang telah terakumulasi sehingga berjumlah besar mempengaruhi metode pembayaran perusahaan *mature* sehingga cenderung melakukan akuisisi dengan metode pembayaran kas.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Pada penelitian ini, terdapat beberapa kelemahan dan keterbatasan sebagai berikut:

- Sampel data yang digunakan adalah data perusahaan *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan akuisisi dan tercatat di *Bloomberg* (kecuali industri perbankan) pada periode tahun 2000 – 2011.
- Data observasi terdiri dari perusahaan dengan data lengkap dan telah tercatat di BEI pada periode tahun 2000 – 2011. Sampel perusahaan yang digunakan hanya 32 perusahaan akibat tidak terpenuhinya kriteria-kriteria yang telah ditetapkan, seperti dikeluarkannya perusahaan yang memiliki ekuitas negatif.
- Penetapan kategori *match* sampel dilakukan berdasarkan data komparasi perusahaan dari *Bloomberg*, data perusahaan dalam industri yang sejenis berdasarkan data emiten saham yang dipublikasikan di Koran Kompas dan berdasarkan komparasi laporan keuangan perusahaan. Penelitian ini tidak menggunakan data yang mungkin lebih handal karena keterbatasan data yang diperoleh.
- Dalam sampel penelitian ini terdapat perusahaan yang sahamnya baru IPO. Hal ini dapat mempengaruhi nilai *return* saham dan nilai *beta* perusahaan, sehingga nilai tersebut dapat tidak mencerminkan nilai sebenarnya.

5.3 Saran

▪ Bagi Investor

Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan *acquirer* tersebut. Oleh karena itu, hal ini dapat menjadi indikasi bagi investor, bagi siklus hidup perusahaan yang *mature* (berdasarkan nilai *retained earnings* terhadap *total equity*) yang akan atau telah melakukan akuisisi atas perusahaan yang *listed* maka pada periode tahun dilakukannya akuisisi, *return* saham akan negatif atau mendekati nol. Hal ini dapat menjadi panduan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi saham suatu perusahaan di BEI.

▪ Bagi Perusahaan

Perusahaan dapat memperoleh informasi dari hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan akuisisi dengan mempertimbangkan dampaknya pada kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan pada periode tahun terjadinya akuisisi (seperti telah dijelaskan pada bagian 5.3.2 di atas) dan metode pembayaran dalam akuisisi. Hal ini dapat menjadi panduan bagi Perusahaan untuk mengetahui bahwa siklus hidup perusahaan yang melakukan akuisisi berpengaruh secara positif dan signifikan pada metode pembayaran dalam akuisisi tersebut seperti perusahaan yang *mature* cenderung melakukan pembayaran dalam akuisisi dengan kas, sehingga dapat menjadi panduan bagi Perusahaan dalam menentukan keputusan metode pembayaran ketika melakukan akuisisi dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan sedang berada.

▪ Bagi Akademisi dan Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memberikan kontribusi bagi akademisi dan ilmu pengetahuan berupa paparan mengenai analisis hubungan siklus hidup perusahaan dengan akuisisi, kondisi *wealth* pemegang saham perusahaan, persentase saham yang diakuisisi dan metode pembayaran dalam akuisisi.

Hal-hal yang dapat disarankan untuk penelitian selanjutnya yaitu:

- Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan data dalam periode yang lebih panjang sehingga dapat memperoleh gambaran kondisi yang sebenarnya atas pengaruh dari variabel-variabel yang digunakan secara lebih baik dan konsisten.
- Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel perusahaan dengan cakupan yang lebih luas, seperti menggunakan sampel perusahaan yang tidak *listed* atau memperoleh sampel perusahaan *listed* dari sumber data lain (tidak hanya *Bloomberg*).
- Penelitian selanjutnya dapat memperoleh data *match* sampel dari sumber data yang lebih handal dan lengkap.
- Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel perusahaan yang memiliki data saham yang lengkap dengan memilih periode pengamatan tertentu.
- Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengkategorian alternatif untuk variabel dependen yang diuji dengan regresi logit pada penelitian ini, seperti metode pembayaran dalam akuisisi yang bernilai 1 bila pembayaran secara *mixed payment* dan bernilai 0 bila pembayaran sepenuhnya secara kas atau saham.

DAFTAR REFERENSI

- Allred, Brent B., Boal, Kimberly B., & Holstein, William K. (2005). Corporations as stepfamilies: a new metaphor for explaining the fate of merged and acquired companies. *The Academy of Management Executive*, 19, 23-37.
- Anthony, Robert N., Hawkins, David F., & Merchant, Kenneth A. (2007). *Accounting: Text & Cases*. New York: McGraw-Hill.
- Balafif, Shirin. (2010). Pengaruh Efektifitas Komite Audit, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan oleh Keluarga, dan Kepemilikan Asing Terhadap Pemilihan Auditor Eksternal Berkualitas. Tesis Universitas Indonesia.
- Baye, Michael R. (2010). *Managerial Economics and Business Strategy*. New York: McGraw-Hill.
- Bena, Jan & Li, Kai (2011). Corporate innovations and mergers and acquisitions. <http://ssrn.com/abstract=1917215>.
- Bhaid, C. Mac an. (2010). Resourcing small and medium sized enterprises. *Management Science Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2010*.
- Bodie, Zvi., Kane, Alex., & Marcus, Alan J. (2011). *Investments and Portfolio Management*. New York: McGraw-Hill.
- Chatterjee, Sayan (2008). The keys to successful acquisition programmes. <http://www.elsevier.com/locate/lrp>.
- Datta, Deepak K., Pinches, George E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis. *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 67-84.
- DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda, & Stulz, Rene M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81, 227-254.
- Dina, Alexandra Ryan Ahmad. (2011). Pengaruh Peran *Monitoring Bank* Sebagai Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Peningkatan Nilai Perusahaan. Tesis Universitas Indonesia.
- Faccio, Mara., McConnell, John J., & Stolin, David. (2006). Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 197-220.

- Fuller, Kathleen, Netter, Jeffry, & Stegemoller, Mike. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57, 4.
- Gujarati, Damodar N. & Porter, Dawn C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Granlund, Markus & Taipaleenmaki, Jani (2004). Management control and controllership in new economy firms – a life cycle perspective. *Management Accounting Research* 16, 21-57.
- 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.
- Ismail, Ahmad & Krause, Andreas (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 471-484.
- Manurung SH., Prof. Dr. Adler Haymans. (2011). *Restrukturisasi Perusahaan: Merger, Akuisisi dan Konsolidasi, serta Pembiayaannya*. Jakarta: Percetakan STIEP Press.
- Martynova, Marina & 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.
- Miller, Danny & Friesen, Peter H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, Vol. 30, No. 10, 1161-1183.
- Mitchell, Mark., Pulvino, Todd., & Stafford, Erik. (2004). Price pressure around mergers. *The Journal of Finance*, 59, 31-63.
- Nachrowi, Nachrowi D. & Usman, Hardius. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Owen, Sian & Yawson, Alfred (2009). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34, 427-440.
- Priyanto, Duwi. (2008). *Mandiri Belajar SPSS*. Yogyakarta: Mediakom.
- Quinn, Robert E. & Cameron, Kim (1983). Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. *Management Science*, Vol. 29, No. 1, 33-51.

- Ragozzino, Roberto (2006). Firm valuation effects of high-tech M&A: A comparison of new ventures and established firms. *Journal of High Technology Management Research*, 17, 85-96.
- Regev, Haim. 2005. Life Cycle, Innovation and Firm Productivity: Israeli Manufacturing Firms, 1955–1999. *Annals of Economics and Statistics*, 79/80, 405-431.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., & Jaffe, Jeffrey. (2010). *Corporate Finance*. USA: McGraw-Hill/Irwin.
- Shim, Jungwook & Okamuro, Hiroyuki (2010). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35, 193-203.
- Shimizu, Katsuhiko., Hitt, Michael A., Vaidyanath, Deepa., & Pisano, Vincenzo. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10, 307-353.
- Weston, J. Fred, Mitchell, Mark L., & Mulherin, J. Harold. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. USA: Pearson Education, Inc.
- Wiggenhorn, Joan., Gleason, Kimberly C., & Madura, Jeff. (2007). Going public to pursue acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 331-351.
- Wright, Peter., Kroll, Mark., Lado, Augustine., & Ness, Bonnie van. (2002). The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strategic Management Journal*, 23, 41-53.
- Yook, Ken C. (2004). The measurement of post-acquisition performance using EVA. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 43, 67-83.

Lampiran 1 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 1

No.	Nomor Sampel dan Match Sampel (*)	Sampel - Nama Perusahaan	ACQ	LIFE CYCLE	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FCF	SIZE
					(RE/TE)				
1	1	Adaro Energy Tbk PT	1	0	0.29	0.13	-0.08	0.01	81,564,203,100,000
2	1*	Berau Coal Energy Tbk PT	0	0	0.20	-0.25	0.15	0.09	17,799,000,000,000
3	2	Agung Podomoro Land Tbk PT	1	0	0.07	0.07	1.26	-0.15	7,892,500,000,000
4	2*	Ciputra Development Tbk PT	0	0	0.04	0.08	0.27	0.00	5,308,035,597,900
5	3	AKR Corporindo Tbk PT	1	1	0.67	-0.89	0.16	0.27	13,049,920,000
6	3*	Indosat Tbk PT	0	1	0.74	0.28	0.00	0.16	1,863,899,998,200
7	4	Aneka Tambang Tbk PT	1	1	0.89	0.17	0.00	0.12	23,369,226,385,050
8	4*	International Nickel Indonesia Tbk PT	0	1	0.74	0.26	0.68	0.23	48,439,651,260,000
9	5	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT-2010	1	0	0.29	0.09	-0.21	0.09	2,153,438,377,578
10	5*	Gozco Plantations Tbk PT-2010	0	0	0.25	0.16	0.40	0.07	1,150,000,000,000
11	6	Bhakti Capital Indonesia Tbk PT	1	1	0.66	0.19	0.50	-0.09	762,606,750,000
12	6*	Global Mediacom Tbk PT	0	1	0.53	0.12	0.26	-0.15	8,950,639,457,500
13	7	Bhakti Investama Tbk PT	1	0	0.16	0.04	0.02	-0.01	360,037,443,864
14	7*	Polaris Investama Tbk PT	0	0	0.08	0.05	1.07	0.04	959,202,000,000
15	8	Bumi Resources Tbk PT-2006	1	1	1.03	0.66	0.69	0.07	14,747,040,000,000
16	8*	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT-2006	0	0	0.42	0.23	0.15	0.11	4,147,437,328,200

Lampiran 1 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 1 (lanjutan)

No.	Nomor Sampel dan Match Sampel (*)	Sampel - Nama Perusahaan	ACQ	LIFE CYCLE	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FCF	SIZE
					(RE/TE)				
17	9	Bumi Resources Tbk PT-2009	1	1	0.82	0.53	0.49	0.12	17,657,640,000,000
18	9*	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT-2009	0	1	0.70	0.43	0.75	0.25	15,898,509,758,100
19	10	Ciputra Surya Tbk PT	1	0	0.45	0.13	0.77	0.13	831,123,230,280
20	10*	Lippo Cikarang Tbk PT	0	0	0.13	0.01	-0.25	-0.04	177,480,000,000
21	11	Delta Dunia Makmur Tbk PT	1	0	0.00	0.01	-0.99	-0.03	1,671,867,304,051
22	11*	Bayan Resources Tbk PT	0	0	0.07	0.02	0.42	-0.20	3,133,333,490,000
23	12	Elang Mahkota Teknologi Tbk PT	1	0	0.15	0.17	0.19	0.18	6,255,308,708,400
24	12*	Bhakti Investama Tbk PT	0	0	0.18	0.14	0.25	-0.07	4,865,250,543,735
25	13	Global Mediacom Tbk PT-2002	1	0	0.37	0.27	-0.06	-0.01	142,441,020,000
26	13*	Tempo Inti Media Tbk PT-2002	0	0	0.08	0.05	0.21	-0.08	145,000,000,000
27	14	Global Mediacom Tbk PT-2003	1	1	0.50	0.24	0.14	-0.05	285,663,090,783
28	14*	Surya Citra Media Tbk PT-2003	0	0	0.14	0.12	0.10	0.01	1,078,125,000,000
29	15	Global Mediacom Tbk PT-2007	1	1	0.48	0.13	0.35	-0.02	1,847,118,470,100
30	15*	Surya Citra Media Tbk PT-2007	0	0	0.17	0.10	0.09	0.03	1,515,000,000,000
31	16	Indika Energy Tbk PT-2009	1	0	0.40	0.21	-0.01	-0.03	5,675,784,780,000
32	16*	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT-2009	0	1	0.70	0.43	0.75	0.25	15,898,509,758,100

Lampiran 1 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 1 (lanjutan)

No.	Nomor Sampel dan Match Sampel (*)	Sampel - Nama Perusahaan	ACQ	LIFE CYCLE	LIFE CYCLE (RE/TE)	ROE	GROWTH	FCF	SIZE
33	17	Indika Energy Tbk PT-2011	1	1	0.46	0.14	0.51	-0.13	24,603,745,950,000
34	17*	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT-2011	0	1	0.81	-0.31	-0.12	0.23	52,879,825,934,550
35	18	Inovisi Infracom Tbk PT	1	0	0.17	0.14	2.73	-0.11	7,821,012,447,744
36	18*	Tower Bersama Infrastructure Tbk PT	0	0	0.23	0.16	0.97	0.06	11,391,749,722,500
37	19	Matahari Putra Prima Tbk PT	1	0	0.43	0.07	0.23	0.05	1,588,526,717,760
38	19*	Mitra Adiperkasa Tbk PT	0	0	0.27	0.10	0.16	-0.07	1,510,600,000,000
39	20	Medco Energi Internasional Tbk PT	1	1	0.55	0.14	-0.21	0.09	10,492,383,768,750
40	20*	Energi Mega Persada Tbk PT	0	0	0.42	0.31	0.73	0.03	6,670,492,755,944
41	21	Panorama Sentrawisata Tbk PT	1	0	0.20	0.13	0.70	-0.05	60,000,000,000
42	21*	Pudjiadi Prestige Tbk PT	0	0	0.25	0.03	0.11	0.04	36,400,000,000
43	22	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT	1	1	0.58	0.27	0.17	0.33	27,649,582,188,000
44	22*	Bumi Resources Tbk PT	0	1	0.67	0.73	0.22	0.05	116,424,000,000,000
45	23	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2001	1	1	0.47	0.22	0.29	0.14	10,331,999,629,975
46	23*	Indosat Tbk PT-2001	0	1	0.74	0.28	0.00	0.16	1,863,899,998,200
47	24	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2002	1	1	1.08	0.50	0.33	0.11	16,127,999,422,400
48	24*	Indosat Tbk PT-2002	0	1	0.46	0.16	0.75	-0.05	1,957,094,998,110

Lampiran 1 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 1 (lanjutan)

No.	Nomor Sampel dan Match Sampel (*)	Sampel - Nama Perusahaan	ACQ	LIFE CYCLE	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FCF	SIZE
					(RE/TE)				
49	25	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2003	1	1	1.04	0.61	0.29	0.10	19,403,999,305,075
50	25*	Indosat Tbk PT-2003	0	0	0.44	-0.05	0.32	-0.14	1,915,674,998,150
51	26	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2007	1	1	0.79	0.49	0.17	0.00	203,615,992,717,900
52	26*	Indosat Tbk PT-2007	0	1	0.84	0.10	0.06	-0.01	36,679,051,118,250
53	27	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2010	1	1	0.94	0.49	0.17	0.00	190,511,993,186,550
54	27*	Indosat Tbk PT-2010	0	1	0.86	0.09	-0.01	-0.12	25,675,335,782,775
55	28	Tower Bersama Infrastructure Tbk PT	1	0	0.23	0.16	0.97	0.06	11,391,749,722,500
56	28*	Inovisi Infracom Tbk PT	0	0	0.17	0.14	2.73	-0.11	7,821,444,590,744
57	29	Tunas Baru Lampung Tbk PT	1	0	0.20	0.06	-0.02	0.05	989,809,451,040
58	29*	PP London Sumatra Indonesia Tbk PT	0	0	0.13	0.23	0.17	0.06	1,445,702,666,760
59	30	United Tractors Tbk PT-2007	1	1	0.71	0.21	0.03	0.04	17,181,914,374,594
60	30*	Petrosea Tbk PT-2007	0	1	0.53	0.09	-0.20	0.10	62,073,000,000
61	31	United Tractors Tbk PT-2008	1	1	0.75	0.26	0.32	0.11	28,592,799,284,790
62	31*	Petrosea Tbk PT-2008	0	1	0.57	0.09	0.19	0.08	58,482,000,000
63	32	United Tractors Tbk PT-2010	1	1	0.64	0.28	0.05	0.08	49,577,258,346,357
64	32*	Petrosea Tbk PT-2010	0	1	0.58	0.02	-0.17	0.18	104,390,617,500

Lampiran 2 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 2, 3 dan 4

No.	Sampel - Nama Perusahaan	MET HOD PAY	SHARES ACQ	LIFE CYC LE	LIFE CYC LE	ROE	GRO WTH	LIQ	FCF	SIZE	WEA LTH	β
1	Adaro Energy Tbk PT	Cash	61.00	0	0.29	0.13	-0.08	0.25	0.01	81,564,203,100,000	-0.34	1.469
2	Agung Podomoro Land Tbk PT	Others	90.00	0	0.07	0.07	1.26	0.63	-0.15	7,892,500,000,000	-0.09	1.179
3	AKR Corporindo Tbk PT	Cash	80.00	1	0.67	-0.89	0.16	-0.67	0.27	13,049,920,000	-0.04	1.065
4	Aneka Tambang Tbk PT	Cash	100.00	1	0.89	0.17	0.00	0.62	0.12	23,369,226,385,050	-0.35	1.050
5	Bakrie Sumatera Plantations Tbk PT-2010	Cash	99.90	0	0.29	0.09	-0.21	0.13	0.09	2,153,438,377,578	-0.31	1.693
6	Bhakti Capital Indonesia Tbk PT	Cash	99.90	1	0.66	0.19	0.50	0.94	-0.09	762,606,750,000	-0.08	0.825
7	Bhakti Investama Tbk PT	Cash	99.90	0	0.16	0.04	0.02	0.42	-0.01	360,037,443,864	2.28	1.409
8	Bumi Resources Tbk PT-2006	Cash	99.99	1	1.03	0.66	0.69	0.33	0.07	14,747,040,000,000	0.18	0.516
9	Bumi Resources Tbk PT-2009	Cash	84.45	1	0.82	0.53	0.49	0.35	0.11	17,657,640,000,000	1.66	2.300
10	Ciputra Surya Tbk PT	Cash	53.00	0	0.45	0.13	-0.77	0.88	-0.13	831,123,230,280	1.31	1.536
11	Delta Dunia Makmur Tbk PT	Cash	99.99	0	0.00	0.01	-0.99	0.63	-0.03	1,671,867,304,051	2.38	0.796
12	Elang Mahkota Teknologi Tbk PT	Others	84.77	0	0.15	0.17	0.19	0.58	-0.18	6,255,308,708,400	1.75	0.489
13	Global Mediacom Tbk PT-2002	Others	70.00	0	0.37	0.27	-0.06	0.45	-0.01	142,441,020,000	1.00	0.701
14	Global Mediacom Tbk PT-2003	Others	98.09	1	0.50	0.24	0.14	0.39	-0.05	285,663,090,783	0.12	0.301
15	Global Mediacom Tbk PT-2007	Cash	51.00	1	0.48	0.13	0.35	0.47	-0.02	1,847,118,470,100	0.48	0.680
16	Indika Energy Tbk PT-2009	Cash	98.55	0	0.40	0.21	-0.01	0.45	-0.03	5,675,784,780,000	1.04	1.266

Lampiran 2 : Data Variabel Perusahaan Sampel – Model 2, 3 dan 4 (lanjutan)

No.	Sampel - Nama Perusahaan	METHO D PAY	SHARES ACQ	LIFE CYC LE	LIFE CYC LE	ROE	GRO WTH	LIQ	FCF	SIZE	WEA LTH	β
17	Indika Energy Tbk PT-2011	Others	51.00	0	0.46	0.14	0.51	0.43	-0.13	24,603,745,950,000	-0.57	1.279
18	Inovisi Infracom Tbk PT	Others	60.00	0	0.17	0.14	2.73	0.09	-0.11	7,821,012,447,744	0.40	0.522
19	Matahari Putra Prima Tbk PT	Others	100.00	0	0.43	0.07	0.23	0.41	0.05	1,588,526,717,760	0.18	0.808
20	Medco Energi Internasional Tbk PT	Cash	100.00	1	0.55	0.14	-0.21	0.30	0.09	10,492,383,768,750	0.04	1.038
21	Panorama Sentrawisata Tbk PT	Others	94.50	0	0.20	0.13	0.70	0.53	-0.05	60,000,000,000	0	1.027
22	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk PT	Cash	51.00	1	0.58	0.27	0.17	0.78	0.33	27,649,582,188,000	-0.43	1.831
23	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2001	Cash	90.32	0	0.47	0.22	0.29	0.32	0.14	10,331,999,629,975	0.56	1.844
24	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2002	Cash	100.00	1	1.08	0.50	0.33	0.23	0.11	16,127,999,422,400	0.20	1.757
25	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2003	Cash	51.00	1	1.04	0.61	0.29	0.24	0.10	19,403,999,305,075	0.75	1.623
26	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2007	Cash	80.00	1	0.79	0.33	0.23	0.19	0.06	203,615,992,717,900	0.00	1.007
27	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT-2010	Cash	75.00	1	0.94	0.33	0.23	0.22	0.06	190,511,993,186,550	-0.16	0.746
28	Tower Bersama Infrastructure Tbk PT	Others	100.00	0	0.23	0.16	0.97	0.30	0.06	11,391,749,722,500	-0.05	0.565
29	Tunas Baru Lampung Tbk PT	Others	86.98	0	0.20	0.06	-0.02	0.32	0.05	989,809,451,040	1.63	1.160
30	United Tractors Tbk PT-2007	Cash	100.00	1	0.71	0.21	0.03	0.48	0.04	17,181,914,374,594	0.66	0.963
31	United Tractors Tbk PT-2008	Cash	100.00	1	0.75	0.26	0.32	0.54	0.11	28,592,799,284,790	-0.58	1.668
32	United Tractors Tbk PT-2010	Cash	60.00	1	0.64	0.28	0.05	0.49	0.08	49,577,258,346,357	-0.32	1.252

Lampiran 3 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 1

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
1	-3.776	0	-0.0724	0.01104	-0.0014	4.128	0.28926	1.33544	0.571814959
2	-3.776	0	-0.1393	-0.0207	-0.0123	3.999	0.05072	1.05203	0.512677282
3	-3.776	0	-0.039	-0.17388	0.02055	3.87	-0.0983	0.90636	0.475439782
4	-3.776	0	-0.0446	-0.03726	0	3.741	-0.1168	0.88975	0.470828168
5	-3.776	0.417	0.4957	-0.02208	-0.037	2.967	0.04466	1.04567	0.511163145
6	-3.776	0.417	-0.156	0	-0.0219	3.612	0.07512	1.07801	0.518771174
7	-3.776	0.417	-0.0947	0	-0.0164	3.999	0.52887	1.69701	0.629219519
8	-3.776	0.417	-0.1448	-0.09384	-0.0315	4.128	0.49883	1.64679	0.622184337
9	-3.776	0	-0.0501	0.02898	-0.0123	3.612	-0.1975	0.8208	0.450789822
10	-3.776	0	-0.0891	-0.0552	-0.0096	3.612	-0.3179	0.72767	0.421185181
11	-3.776	0.417	-0.1058	-0.069	0.01233	3.483	-0.0385	0.96223	0.490376189
12	-3.776	0.417	-0.0668	-0.03588	0.02055	3.87	0.42883	1.53546	0.605594249
13	-3.776	0	-0.0223	-0.00276	0.00137	3.483	-0.3167	0.72857	0.421487508
14	-3.776	0	-0.0279	-0.14766	-0.0055	3.612	-0.345	0.70823	0.414597858
15	-3.776	0.417	-0.3676	-0.09522	-0.0096	3.87	0.03857	1.03932	0.509641305
16	-3.776	0	-0.1281	-0.0207	-0.0151	3.741	-0.1989	0.81965	0.450443237
17	-3.776	0.417	-0.2952	-0.06762	-0.0164	3.999	0.26073	1.29788	0.564815733
18	-3.776	0.417	-0.2395	-0.1035	-0.0343	3.87	0.13374	1.1431	0.533385253
19	-3.776	0	-0.0724	-0.10626	-0.0178	3.483	-0.4895	0.61295	0.380016074
20	-3.776	0	-0.0056	0.0345	0.00548	3.354	-0.3876	0.67869	0.404297594

Lampiran 3 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 1 (lanjutan)

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
21	-3.776	0	-0.0056	0.13662	0.00411	3.612	-0.0288	0.97157	0.4927905
22	-3.776	0	-0.0111	-0.05796	0.0274	3.741	-0.0767	0.92617	0.480834395
23	-3.776	0	-0.0947	-0.02622	-0.0247	3.741	-0.1806	0.83479	0.454979759
24	-3.776	0	-0.078	-0.0345	0.00959	3.741	-0.1379	0.87119	0.465582017
25	-3.776	0	-0.1504	0.00828	0.00137	3.354	-0.5627	0.56965	0.362913714
26	-3.776	0	-0.0279	-0.02898	0.01096	3.354	-0.4679	0.62633	0.38512051
27	-3.776	0.417	-0.1337	-0.01932	0.00685	3.354	-0.1512	0.85972	0.462284278
28	-3.776	0	-0.0668	-0.0138	-0.0014	3.612	-0.246	0.78191	0.438805816
29	-3.776	0.417	-0.0724	-0.0483	0.00274	3.612	0.13503	1.14457	0.533706301
30	-3.776	0	-0.0557	-0.01242	-0.0041	3.612	-0.2362	0.7896	0.441215616
31	-3.776	0	-0.117	0.00138	0.00411	3.741	-0.1465	0.86374	0.463445338
32	-3.776	0.417	-0.2395	-0.1035	-0.0343	3.87	0.13374	1.1431	0.533385253
33	-3.776	0.417	-0.078	-0.07038	0.01781	3.999	0.50945	1.66438	0.624677533
34	-3.776	0.417	-0.1727	0.01656	-0.0315	4.128	0.58138	1.7885	0.641384882
35	-3.776	0	-0.078	-0.37674	0.01507	3.87	-0.3457	0.70776	0.414437681
36	-3.776	0	-0.0891	-0.13386	-0.0082	3.87	-0.1372	0.8718	0.465753704
37	-3.776	0	-0.039	-0.03174	-0.0069	3.612	-0.2416	0.78539	0.439897021
38	-3.776	0	-0.0557	-0.02208	0.00959	3.612	-0.2322	0.7928	0.442211891
39	-3.776	0.417	-0.078	0.02898	-0.0123	3.87	0.44967	1.56779	0.610560771
40	-3.776	0	-0.1727	-0.10074	-0.0041	3.87	-0.1835	0.83234	0.454248336

Lampiran 3 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 1 (lanjutan)

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
41	-3.776	0	-0.0724	-0.0966	0.00685	3.225	-0.7132	0.49009	0.328900972
42	-3.776	0	-0.0167	-0.01518	-0.0055	3.096	-0.7174	0.48803	0.32797239
43	-3.776	0.417	-0.1504	-0.02346	-0.0452	3.999	0.42094	1.52339	0.603708162
44	-3.776	0.417	-0.4066	-0.03036	-0.0069	4.128	0.32518	1.38428	0.580586137
45	-3.776	0.417	-0.1225	-0.04002	-0.0192	3.87	0.32926	1.38994	0.581579313
46	-3.776	0.417	-0.156	0	-0.0219	3.612	0.07512	1.07801	0.518771174
47	-3.776	0.417	-0.2785	-0.04554	-0.0151	3.87	0.17189	1.18755	0.542867006
48	-3.776	0.417	-0.0891	-0.1035	0.00685	3.612	0.06723	1.06954	0.516801172
49	-3.776	0.417	-0.3398	-0.04002	-0.0137	3.999	0.24651	1.27955	0.561317307
50	-3.776	0	-0.0279	-0.04416	0.01918	3.612	-0.2168	0.80507	0.446003888
51	-3.776	0.417	-0.2729	-0.02346	0	4.128	0.47261	1.60418	0.616001322
52	-3.776	0.417	-0.0557	-0.00828	0.00137	3.999	0.57739	1.78138	0.640466625
53	-3.776	0.417	-0.2729	-0.02346	0	4.128	0.47261	1.60418	0.616001322
54	-3.776	0.417	-0.0501	0.00138	0.01644	3.999	0.60769	1.83618	0.64741368
55	-3.776	0	-0.0891	-0.13386	-0.0082	3.87	-0.1372	0.8718	0.465753704
56	-3.776	0	-0.078	-0.37674	0.01507	3.87	-0.3457	0.70776	0.414437681
57	-3.776	0	-0.0334	0.00276	-0.0069	3.612	-0.2015	0.8175	0.449792281
58	-3.776	0	-0.1281	-0.02346	-0.0082	3.612	-0.3238	0.7234	0.419752375
59	-3.776	0.417	-0.117	-0.00414	-0.0055	3.87	0.38441	1.46875	0.594936299
60	-3.776	0.417	-0.0501	0.0276	-0.0137	3.225	-0.1702	0.84347	0.457544973

Lampiran 3 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 1 (lanjutan)

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
61	-3.776	0.417	-0.1448	-0.04416	-0.0151	3.999	0.43595	1.54643	0.607293575
62	-3.776	0.417	-0.0501	-0.02622	-0.011	3.225	-0.2213	0.80147	0.444897219
63	-3.776	0.417	-0.156	-0.0069	-0.011	4.128	0.59518	1.81336	0.644552794
64	-3.776	0.417	-0.0111	0.02346	-0.0247	3.225	-0.1463	0.86386	0.463480151
									Probabilitas = 50%

Lampiran 4 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 4

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	LIQ	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
1	-23.83	0	-0.1091	0.30952	1.3565	0.09809	24.67	2.49704	12.1465	0.923934
2	-23.83	0	-0.0587	-4.87494	3.41838	-1.4714	23.13	-3.6866	0.02506	0.024444
3	-23.83	3.131	0.74671	-0.61904	3.63542	2.64843	17.73	3.44552	31.3596	0.969097
4	-23.83	3.131	-0.1426	0	3.36412	1.17708	23.9	7.60057	1999.34	0.9995
5	-23.83	0	-0.0755	0.81249	0.70538	0.88281	21.59	0.08317	1.08673	0.520781
6	-23.83	3.131	-0.1594	-1.9345	5.10044	-0.8828	20.82	2.24172	9.4095	0.903934
7	-23.83	0	-0.0336	-0.07738	2.27892	-0.0981	20.82	-0.9431	0.38941	0.280273
8	-23.83	3.131	-0.5537	-2.66961	1.79058	0.68663	23.13	1.68486	5.3917	0.843547
9	-23.83	3.131	-0.4447	-1.89581	1.8991	1.07899	23.9	3.83961	46.5073	0.978951
10	-23.83	0	-0.1091	-2.97913	4.77488	1.27517	20.82	-0.0511	0.95014	0.487215
11	-23.83	0	-0.0084	3.83031	3.41838	-0.2943	21.59	4.70403	110.391	0.991023
12	-23.83	0	-0.1426	-0.73511	3.14708	1.76562	22.36	2.56396	12.9871	0.928506
13	-23.83	0	-0.2265	0.23214	2.4417	-0.0981	20.05	-1.4348	0.23817	0.192355
14	-23.83	3.131	-0.2014	-0.54166	2.11614	-0.4905	20.05	0.22967	1.25818	0.557166
15	-23.83	3.131	-0.1091	-1.35415	2.55022	-0.1962	21.59	1.77982	5.92879	0.855675
16	-23.83	0	-0.1762	0.03869	2.4417	-0.2943	22.36	0.53893	1.71417	0.631563
17	-23.83	0	-0.1175	-1.97319	2.33318	-1.2752	23.9	-0.9616	0.38227	0.27655
18	-23.83	0	-0.1175	-10.5624	0.48834	-1.079	23.13	-11.97	0.0000	0.00001
19	-23.83	0	-0.0587	-0.88987	2.22466	0.49045	21.59	-0.4755	0.62158	0.383318
20	-23.83	3.131	-0.1175	0.81249	1.6278	0.88281	23.13	5.63664	280.519	0.996448

Lampiran 4 : Data Hasil Perhitungan Pengujian Parsial – Model 4 (lanjutan)

No.	Constant	LIFE CYCLE	ROE	GROWTH	LIQ	FREECF	SIZE	Total	EXP	Probabilitas
21	-23.83	0	0	-3.869	5.426	0	19.28	-2.998	0.04989	0.047516
22	-23.83	3.131	-0.2265	-0.65773	4.23228	3.23697	23.9	9.78699	17800.6	0.999944
23	-23.83	0	-0.1846	-1.12201	1.73632	1.37326	23.13	1.10299	3.01316	0.75082
24	-23.83	3.131	-0.4195	-1.27677	1.24798	1.07899	23.13	3.0617	21.3638	0.955285
25	-23.83	3.131	-0.5118	-1.12201	1.30224	0.9809	23.9	3.85134	47.0561	0.979191
26	-23.83	3.131	-0.2769	-0.88987	1.03094	0.58854	24.67	4.42574	83.5746	0.988176
27	-23.83	3.131	-0.2769	-0.88987	1.19372	0.58854	24.67	4.58852	98.3488	0.989934
28	-23.83	0	-0.1342	-3.75293	1.6278	0.58854	23.13	-2.3708	0.0934	0.085424
29	-23.83	0	-0.0503	0.07738	1.73632	0.49045	21.59	0.01181	1.01188	0.502952
30	-23.83	3.131	-0.1762	-0.11607	2.60448	0.39236	23.13	5.13558	169.963	0.994151
31	-23.83	3.131	-0.2181	-1.23808	2.93004	1.07899	23.9	5.75481	315.706	0.996842
32	-23.83	3.131	-0.2349	-0.19345	2.65874	0.78472	24.67	6.98809	1083.65	0.999078
										Probabilitas = 68.85%