



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

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

Dini Zahra Afiffah, Erman Denny Arfianto¹
dinizahraafiffah@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

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

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

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

Keywords: *Method of Payment in Acquisition*

PENDAHULUAN

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

Merger dan akuisisi merupakan salah satu jalan pintas yang dapat dilakukan perusahaan untuk memperluas operasional perusahaan. Cara ini dilakukan perusahaan untuk menjangkau pasar baru dengan menumbuhkan sinergi pada perusahaan yang terlibat meskipun diikuti dengan berbagai risiko yang mungkin terjadi (Magnusson dan Lindbreg, 2013). Ekspansi eksternal yang dilakukan melalui merger dan akuisisi bertujuan untuk mencapai sasaran strategis dan sasaran finansial tertentu perusahaan. Keduanya melibatkan penggabungan dua organisasi yang sering kali berbeda dari segi karakter perusahaan, budaya dan sistem nilainya.

Alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi cukup beragam menurut beberapa penelitian yang terdahulu. Menurut Hartono (2003) akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan didasari oleh beberapa alasan antara lain *economic of scale*, memperbaiki

¹Corresponding author

manajemen, penghematan pajak, diversifikasi, dan meningkatkan *corporate growth rate*. Disisi lain perusahaan juga ingin meraih pangsa pasar yang lebih besar, menumbuhkan berbagai akses inovasi untuk mengurangi risiko pengembangan produk baru, mencapai skala ekonomi dan meningkatkan daya saing perusahaan ketika perusahaan pada akhirnya memilih melakukan merger dan akuisisi (Kumar dan Bansal, 2008). Nurussobakh (2009) juga menambahkan bahwa alasan perusahaan adalah agar dapat mencapai efisiensi dan pada ujungnya untuk meningkatkan return atau penerimaan perusahaan.

Setiawan (2007) menyatakan bahwa untuk melakukan akuisisi salah satu hal yang harus dipertimbangkan perusahaan adalah tipe pembiayaan yang akan digunakan. Metode pembiayaan merupakan salah satu faktor eksternal yang harus dipertimbangkan dalam menciptakan kesuksesan M&A. Pernyataan ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Muktiyanto (2005) yang menyatakan bahwa faktor eksternal seperti jenis metode pembiayaan yang dipilih (baik kas maupun saham); serta penilaian atas nilai perusahaan dari para pelaku pasar yang dipengaruhi oleh informasi asimetris (*undervalued* atau *overvalued*) merupakan faktor-faktor yang harus dipertimbangkan dalam melakukan M&A guna memperoleh keuntungan sesuai dengan yang diharapkan.

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

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

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

Berdasarkan data yang dikumpulkan dari Bloomberg mulai tahun 2009 sampai dengan 2014 sebagian besar perusahaan di Indonesia yang melakukan kegiatan akuisisi memilih menggunakan kas sebagai metode pembiayaan yang paling diminati oleh perusahaan pengakuisisi. Data ini dapat dilihat pada tabel 1 yang menunjukkan jumlah perusahaan yang melakukan akuisisi dan metode pembiayaan yang digunakan perusahaan sebagai berikut.

Tabel 1
Tipe pembiayaan akuisisi yang dilakukan Perusahaan
tahun 2009-2014

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

Sumber: Bloomberg, Juni 2015, data diolah.

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui bahwa di Indonesia terdapat 101 perusahaan yang memberikan informasi tipe pembiayaan yang digunakan saat melakukan akuisisi pada

tahun 2009-2014. Dari data di atas dapat dilihat bahwa setiap tahunnya persentase pemilihan pembiayaan dengan kas memiliki nilai yang paling tinggi. Pada tahun 2009 sebanyak 21 perusahaan (91%), 2010 sebanyak 19 perusahaan (83%), 2011 sebanyak 19 perusahaan (100%), 2012 sebanyak 13 perusahaan (93%), 2013 sebanyak 11 perusahaan (92%) dan terakhir tahun 2014 sebanyak 9 perusahaan (90%).

Seiring dengan perkembangannya sejak tahun 1970 uang tunai merupakan alat yang populer digunakan di Indonesia dalam membiayai kegiatan merger dan akuisisi (Hidayat, 2004). Salah satu hal yang dapat menjelaskan penyebab fenomena ini adalah perbedaan ukuran perusahaan pengakuisisi yang memiliki kepemilikan saham manajerial menyebar sehingga menyebabkan perusahaan memilih menggunakan kas dari pada membiayai dengan saham ketika jumlah kepemilikan saham manajerial dalam suatu perusahaan semakin besar (Facio dan Masulis, 2003). Tingginya penggunaan kas juga dapat terjadi karena banyaknya jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan pengakuisisi, sehingga perusahaan pengakuisisi lebih senang membiayai dengan kas dari pada dengan saham atau utang (Martin, 1996). Pemilihan penggunaan saham dapat dijadikan salah satu alternatif bagi perusahaan untuk membiayai akuisisi, hal ini didorong oleh *growth opportunity* perusahaan. Karena perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh, cenderung membiayai investasi yang akan mereka lakukan dengan kas, sehingga untuk melakukan akuisisi perusahaan memilih menggunakan saham (Jung et al. 1996)

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

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

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

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Akuisisi merupakan salah satu strategi yang dilakukan perusahaan untuk mengembangkan usaha dalam menambah nilai perusahaan. Keberhasilan akuisisi dipengaruhi oleh kebijakan dan keputusan pembiayaan dari perusahaan pengakuisisi. Dalam melakukan akuisisi, perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai akuisisi tersebut.

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

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap *Equity Financing*

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

Penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang dijelaskan dalam MartynovadanRenneboog(2009)menyebutkanbahwa manajeryang mendahulukan kepentingan pribadi dengan mengorbankankekayaanpemegang saham,menganggapbahwamasalahutang mungkin sebaga sumber yang paling tidak disukai dalam pembiayaan karena membatasi ketersediaan dana perusahaan yang telah mereka miliki. Sebaliknya, ekuitas yang meningkat sebagai pendanaan lebih disukai oleh manajer. Konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham yang paling menonjol di perusahaan secara luas dipengaruhi oleh kegiatan para pemegang saham dan *monitoring* yang efisien dari manajemen. Oleh karena itu, berdasarkan kesimpulan teori yang dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Martynova dan Renneboog (2008), maka dapat diformulasikan hipotesis sebagai berikut:

- H_{1a} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh positif terhadap *Cash Financing*.
- H_{1b} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Debt Financing*.
- H_{1c} : Perusahaan dengan struktur kepemilikan manajerial yang semakin besar berpengaruh negatif terhadap *Equity Financing*.

Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Equity Financing*

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

Dalam pandangan Myers (1977), preferensi memaksimalkan kekayaan pemegang saham bergantung pada jenis proyek yang akan dilakukan oleh manajer, jika manfaat yang diharapkan melebihi pembiayaan kepada pemegang utang. Hal ini dapat menyebabkan investasi manajer berkurang, yang mungkin mengorbankan proyek investasi jika manfaat yang diharapkan hanya cukup untuk membayar utang dan tidak ada atau sedikit yang kembali ke pemegang saham. Oleh karena itu, untuk meminimalkan jumlah investasi yang berkurang, perusahaan dengan kemungkinan proyek-proyek yang berkualitas tinggi dapat membatasi *leverage* serta menghindari pinjaman lebih lanjut. Sehingga pengakuisisi lebih menyukai pembiayaan menggunakan ekuitas pada pembiayaan akuisisi dibanding dengan yang lainnya. Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

- H_{2a} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Cash Financing*.
- H_{2b} : *Growth opportunity* berpengaruh negatif pada *Debt Financing*.
- H_{2c} : *Growth opportunity* berpengaruh positif pada *Equity Financing*.

Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Cash Financing*

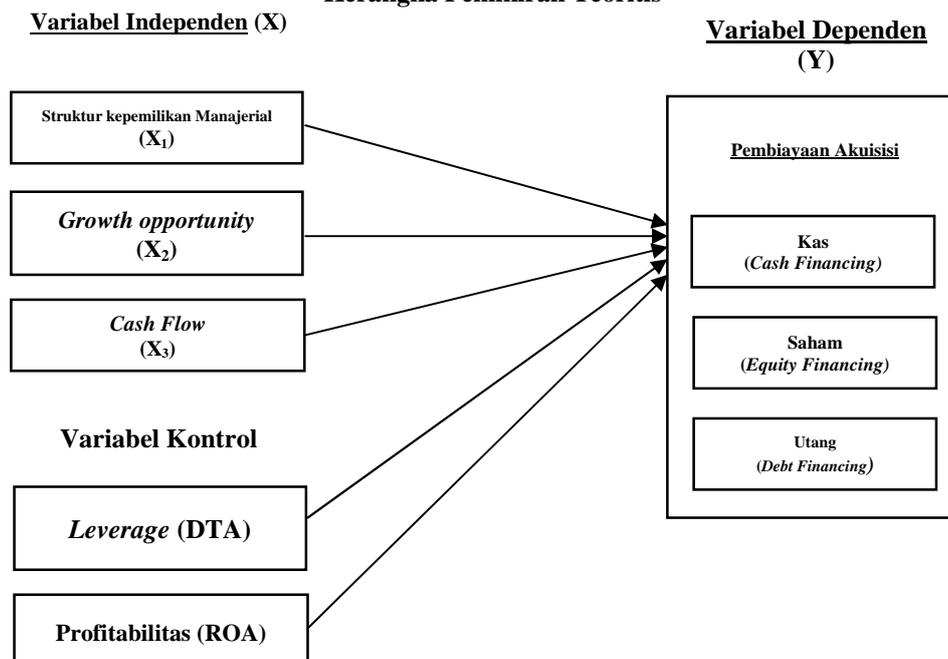
Berdasarkan *Pecking order theory* pada pendanaan perusahaan (Myers, 1984), perusahaan memiliki urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan akan memilih dana yang berasal dari hasil operasi (*internal funds*) kemudian baru diikuti oleh penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi yang berisiko dan terakhir menerbitkan saham. Selain itu, Jensen (1986) juga berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki jumlah *free cash flow* yang besar akan mengarahkan perusahaan untuk membiayai akuisisi dengan uang tunai. Dengan demikian perusahaan yang memiliki uang dalam jumlah besar, atau arus kas yang tinggi serta kapasitas utang yang lebih cukup, akan lebih memungkinkan untuk menggunakan uang tunai untuk membiayai investasi mereka.

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

- H_{3a} : Ketersediaan kas berpengaruh positif pada *Cash Financing*
- H_{3b} : Ketersediaan kas berpengaruh negatif pada *Debt Financing*
- H_{3c} : Ketersediaan kas berpengaruh negatif pada *Equity Financing*

Gambar 1

Kerangka Pemikiran Teoritis



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

METODE PENELITIAN

Objek dari penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan akuisisi dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009-2014. Populasi merupakan gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena tudipandang sebagai sebuah semesta penelitian (Ferdinand, 2006). Sampel digunakan untuk memudahkan peneliti dalam melakukan penelitian karena tidak mungkin kita meneliti seluruh anggota populasi. Teknik pengambilan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling*. Prosedur penetapan sampel ditunjukkan pada Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2
Prosedur Penetapan Sampel

Tahapan	Kriteria penetapan sampel	Jumlah
1	Perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi tahun 2009-2014	213
2	Perusahaan yang tidak terdaftar di BEI	(88)
3	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap	(81)
	Jumlah Sample yang memenuhi kriteria	44

Sumber: Data hasil pengolahan

Metode analisis data yang digunakan dalam model penelitian ini adalah model *Multinomial Logistic Regression*. Pemilihan metode ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara satu variabel independen dengan variabel dependennya yang berupa data kategorik, sehingga analisis regresi linier standar tidak bisa dilakukan. Model multinomial logit digunakan untuk memodelkan probabilitas pengaruh variabel independen terhadap keputusan pemilihan pembiayaan pembayaran akuisisi oleh perusahaan dimana keputusan pembiayaan diklasifikasikan menjadi tiga yaitu: *cash financing*, *debt financing*, dan *equity financing*.

Variabel independen yang digunakan adalah Struktur Kepemilikan Manajerial (MOWN), *Growth opportunity* (Tobin'sQ) dan *Cash Flow* (Cflow/Transval) dan Profitabilitas (ROA) serta *Leverage* (DTA) sebagai variabel kontrol. Variabel-variabel ini mempengaruhi variabel dependen yang diproksi dengan probabilitas pemilihan pembiayaan akuisisi. Dalam formulasi regresi logistik, maka persamaannya sebagai berikut:

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

Keterangan :

- 0, 1, 2, 3, 4 = Konstanta
- MOWN = Struktur kepemilikan saham manajerial
- Tobin'sQ = *Growth opportunity*
- Cflow/transval = *Cash Flow*
- ROA = *Return On Asset* untuk mengukur profitabilitas
- DTA = *Debt to Total Asset* untuk mengukur *leverage*

Dalam regresi multinomial logistik tidak memerlukan uji asumsi klasik, namun penelitian ini menggunakan uji multikolinearitas untuk melihat ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen. Uji yang akan dilakukan melalui beberapa tahap yaitu statistik deskriptif, uji multikolinearitas, menilai model Fit, *Goodness of Fit*, Pseudo R-Square, koefisien determinasi, estimasi parameter dan interpretasinya.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang meliputi nilai minimum (minimum), maksimum (maximum), rata-rata (average) dan standar deviasi (standart deviation) dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 44 perusahaan selama 6 tahun dari tahun 2009-2014. Pada tabel 4 akan disajikan hasil dari statistik deskriptif sebagai berikut ini:

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Independen	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MOWN (%)	44	0.0003	57.3100	4.8154	9.9081
TOBIN'SQ	44	0.4716	13.8345	2.4335	2.6350

Variabel Independen	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CFLOW/TRANSVAL	44	-361.0488	270.8774	-3.3262	70.1042
ROA	44	-11.9268	38.4583	6.6235	9.6897
DTA	44	0.0000	79.8611	29.8238	19.9398
Valid N (listwise)	44				

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Statistik deskriptif pada tabel 4 menunjukkan bahwa jumlah pengamatan yang dilakukan pada penelitian ini adalah sebanyak 44 perusahaan selama periode 2009-2014. Distribusi data penelitian pada variabel independen (Struktur Kepemilikan, *Growth opportunity*, *Cash Flow*, *Leverage* dan *Profitabilitas*) dan variabel kontrol (*profitabilitas* dan *leverage*) dari variabel dependen (Tipe pembiayaan akuisisi) sebagai berikut:

1. Nilai rata rata (*mean*) pada variabel struktur kepemilikan yang diukur dari persentase jumlah kepemilikan saham manajerial adalah 4.8154% dengan nilai minimum 0.0003% pada perusahaan Rigs Tender Indonesia Tbk pada bulan Juli 2010. Nilai maksimum yang dihasilkan sebesar 57.31% pada perusahaan Elang Mahkota Teknologi Tbk pada bulan Mei 2011. Standar deviasi pada variabel Struktur Kepemilikan Manajerial adalah 9.9081%.
2. Nilai rata rata (*mean*) pada variabel *Growth opportunity* yang diukur dengan nilai Tobin'sQ adalah 2.4335 dengan nilai minimum 0.4716 pada perusahaan Sentul City Tbk pada bulan Desember 2009. Nilai maksimum yang dihasilkan sebesar 13.8345 pada perusahaan Surya Citra Media Tbk pada bulan Februari 2013. Standar deviasi pada variabel *Growth opportunity* adalah 2.6350.
3. Nilai rata rata (*mean*) pada variabel *Cash Flow* yang diukur dengan menghitung rasio free cash flow dengan *transaction value of acquisition* adalah -3.3262 dengan nilai minimum -361.0488 pada perusahaan Atlas Resources Tbk pada bulan April 2013. Nilai maksimum yang dihasilkan sebesar 270.8774 pada Bank Central Asia Tbk pada bulan April 2011. Standar deviasi pada variabel *Cash Flow* adalah 70.1042.
4. Nilai rata rata (*mean*) pada variabel Profitabilitas yang diukur menggunakan nilai Return on Asset (ROA) adalah 6.6235% dengan nilai minimum -11.9268% pada perusahaan Berlian Laju Tanker Tbk pada bulan Oktober 2009. Nilai maksimum yang dihasilkan sebesar 38.4583% pada perusahaan Tambang Batubara Bukit Asam Persero Tbk pada bulan Oktober 2009. Standar deviasi pada variabel profitabilitas adalah 9.6897.
5. Nilai rata rata (*mean*) pada variabel *Leverage* yang diukur menggunakan nilai Debt to Total Asset (DTA) adalah 29.8238% dengan nilai minimum 0.0000% pada perusahaan Asahimas Flat Glass Tbk pada bulan Februari 2009. Nilai maksimum yang dihasilkan sebesar 79.8611% pada perusahaan Delta Dunia Makmur Tbk pada bulan Oktober 2010. Standar deviasi pada variabel profitabilitas adalah 19.9398.

Uji Multikolonieritas

Uji Multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen (Ghozali, 2011). Nilai yang dipakai untuk mendeteksi tidak terjadinya multikolonieritas adalah nilai tolerance kurang dari 1 dan nilai VIF lebih dari 1 dan kurang dari 10. Tabel 5 menjelaskan hasil uji multikolonieritas antar variabel sebagai berikut.

Tabel 4
Hasil Uji Multikolonieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		

MOWN	0.9113	1.097
TOBIN'SQ	0.60714	1.647
CFLOW/TRANSVAL	0.795	1.258
ROA	0.71494	1.399
DTA	0.72106	1.387

a. Dependent Variabel: Tipe Pembiayaan Akuisisi

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Berdasarkan data di atas, dapat diketahui bahwa model tidak mengalami masalah multikolerasi. Nilai yang ditunjukkan pada kolom *tolerance* dan VIF sudah memenuhi syarat yang harus dipenuhi, yaitu lebih besar dari 0,1 dan lebih kecil dari 10.

Menilai Model Fit

Statistik-2LogL digunakan untuk menentukan jika variabel independen ditambahkan kedalam model apakah secara signifikan memperbaiki model fit (Ghozali, 2006). Pengujian model secara keseluruhan bertujuan untuk menguji apakah penggunaan variabel independen dalam penelitian dapat menjadikan model semakin baik dalam menjelaskan pilihan pembiayaan yang dipilih pengakuisisi untuk membiayai akuisisi apakah dengan kas, saham atau utang.

Tabel 5
Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	36.161			
Final	9.951	26.209	10	0.0035

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Berdasarkan hasil perhitungan dari uji -2Likelihood, tabel 6 menunjukkan bahwa dengan memasukkan variabel independen kedalam model maka akan menghasilkan model yang lebih baik dibandingkan dengan model yang hanya memasukan intersep saja. -2log likelihood hanya dengan intersep memberikan nilai sebesar 36.161, sedangkan dengan memasukkan variabel independen maka 2 log likelihood turun menjadi 9.951 atau terjadi penurunan chi square 26.209 dengan signifikansi pada $p = 0.0035$. Sehingga model dengan variabel independen menjadi lebih baik untuk memprediksi model pemilihan pembiayaan akuisisi.

Goodness of Fit

Uji ini dilakukan dengan melihat nilai signifikansi pada hasil regresi. Nilai signifikansi *Goodness of Fit* yang baik adalah lebih besar dari 0,05 yang berarti bahwa model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan bahwa model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya (Ghozali, 2006).

Tabel 6
Goodness of Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	18.119	76	1.000
Deviance	9.951	76	1.000

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Tabel ini memberikan informasi apakah model fit dengan data. Nilai Chi square sebesar 18,119 dengan signifikansi 1,000 yang berarti diatas nilai signifikansi 0.05 ($p > 0.05$). Karena model yang baik adalah model yang tidak dapat menolak hipotesis nol yaitu model yang sesuai atau cocok dengan data empiris. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data sudah bisa menjelaskan model tersebut dengan baik.

Koefisien Determinasi

Nagelkerke mempunyai rentang nilai 0 sampai 1. Semakin mendekati 1 maka semakin banyak variasi yang bisa dijelaskan oleh model (Ghozali, 2006). Nilai Nagelkerke pada penelitian ini terdapat pada tabel 4.6 Sebagai berikut :

Tabel 7
Hasil Uji Pseudo R-Square

Cox and Snell	0.449
Nagelkerke	0.801
McFadden	0.725

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Tabel ini memberikan nilai R^2 seperti yang ada pada regresi *Ordinary Least Square* (OLS) yang berarti variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh semua variabel independen. Nilai Nagelkerke R Square sebesar 0.801 yang lebih besar daripada Cox and Snell R Square. Hal ini menunjukkan bahwa 80.1% dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada didalam model dan sisanya 19.9% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Model Regresi yang Terbentuk

Setelah mendapatkan model regresi multinomial logistik yang fit dan tidak memerlukan modifikasi model, maka pengujian hipotesis dapat dilakukan.

Tabel 8
Hasil Uji Likelihood Ratio

Effect	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	df	Sig.
Intercept	9.977	.026	2	.987
MOWN	12.028	2.077	2	.354
TOBIN'SQ	14.883	4.932	2	.085
CFLOW/TRANSVAL	15.176	5.225	2	.073
ROA	15.913	5.962	2	.051
DTA	14.775	4.824	2	.090

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

Tabel 8 Hasil Uji *Likelihood Ratio* menunjukkan kontribusi setiap variabel independen terhadap model. Variabel yang memberikan kontribusi pada model adalah *growth opportunity*, *cash flow*, profitabilitas dan *leverage* yang semuanya signifikan ($p < 0.1$) sedangkan variabel lainnya yaitu struktur kepemilikan tidak memberikan kontribusi pada model karena tidak signifikan ($p > 0.1$). Karena didalam *model fitting information* dinyatakan bahwa model lengkap dengan seluruh variabel dapat digunakan, maka variabel struktur kepemilikan yang tidak signifikan dalam tabel *likelihood ratio test* tidak perlu dikeluarkan dari model. Pada saat menganalisis model dapat dinyatakan bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan terhadap model tidak signifikan.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa tingkat struktur kepemilikan manajerial tidak secara signifikan berpengaruh terhadap pemilihan tipe pembiayaan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan.

Variabel tipe pembiayaan akuisisi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki 3 kategori dalam membiayai akuisisi, yaitu *cash financing*, *stock financing*, dan *debt financing*. Dalam 3 kategori dalam variabel dependennya, maka dalam penerapan Model

Multinomial Logit terdapat 2 model logit yang terbentuk. Model yang terbentuk adalah sebagai berikut:

Model Pertama

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

$$\ln \frac{equity\ financing}{cash\ financing} = 0.296 - 0.348MOWN + 0.697Tobin'sQ - 0.029CFTransval - 0.271ROA - 0.186DTA$$

Tabel 9
Estimasi Parameter Model I

Tipe Pembiayaan Akuisisi ^a		B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
								Lower Bound	Upper Bound
Stock	Intercept	.296	1.831	.026	1	.872			
	MOWN	-.348	.297	1.371	1	.242	.706	0.3945	1.2643
	TOBIN'SQ	.697	.481	2.101	1	.147	2.008	0.7823	5.1517
	CFLOW/TRANSVAL	-.029	.018	2.527	1	.112	.971	0.9368	1.0068
	ROA	-.271	.204	1.763	1	.184	.763	0.5113	1.1377
	DTA	-.186	.122	2.329	1	.127	.830	0.6539	1.0543

a. The reference category is: cash.

Sumber: Data hasil olahan, SPSS.

1. Uji Wald untuk Struktur Kepemilikan

Pada tabel 9 Estimasi Parameter Model I, signifikansi struktur kepemilikan sebesar 0.242 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

2. Uji Wald untuk Growth opportunity

Pada tabel 9 Estimasi Parameter Model I, signifikansi *growth opportunity* sebesar 0.147 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

3. Uji Wald untuk Cash Flow

Pada tabel 9 Estimasi Parameter Model I, signifikansi *cash flow* sebesar 0.112 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

4. Uji Wald untuk Profitabilitas

Pada tabel 9 Estimasi Parameter Model I, signifikansi profitabilitas sebesar 0.184 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

5. Uji Wald untuk Leverage

Pada tabel 9 Estimasi Parameter Model I, signifikansi *leverage* sebesar 0.127 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

Kesimpulan dari model pertama, berdasarkan hasil estimasi parameter dari lima variabel pembentuk model I, tidak ada model yang signifikan secara statistik memengaruhi variabel dependen. Hal ini menunjukkan bahwa setiap variabel independen yang digunakan tidak berpengaruh secara individual terhadap model pembiayaan menggunakan saham.

Model Kedua

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

$$\ln \frac{\text{debtfinancing}}{\text{cashfinancing}} = -60.807 + 2.464\text{MOWN} - 18.814\text{Tobin'sQ} + 0.094\text{CFTransval} - 4.258\text{ROA} + 0.652\text{DTA}$$

Tabel 10
Estimasi Parameter Model II

Tipe Pembiayaan Akuisisi ^a		B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
								Lower Bound	Upper Bound
debt	Intercept	-60.807	0.000		1				
	MOWN	2.464	1692.753	.000	1	.999	11.747	0.0000	.b
	TOBIN'SQ	-18.814	0.000		1		6.751E-09	0.0000	0.0000
	CFLOW/TRANSVAL	.094	480.940	.000	1	1.000	1.098	0.0000	.b
	ROA	-4.258	2894.923	.000	1	.999	.014	0.0000	.b
	DTA	.652	347.270	.000	1	.999	1.919	0.0000	7.6.E+295

a. The reference category is: cash.

b. Floating point overflow occurred while computing this statistic. Its value is therefore set to system missing.

Sumber: data hasil olahan, SPSS

1. Uji Wald untuk Struktur Kepemilikan

Pada tabel 10 Estimasi Parameter Model II, signifikansi struktur kepemilikan sebesar 0.999 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

2. Uji Wald untuk Cash Flow

Pada tabel 10 Estimasi Parameter Model II, signifikansi *Cash Flow* sebesar 1.000 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

3. Uji Wald untuk Profitabilitas

Pada tabel 10 Estimasi Parameter Model II, signifikansi profitabilitas sebesar 0.099 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

4. Uji Wald untuk Leverage

Pada tabel 10 Estimasi Parameter Model II, signifikansi *leverage* sebesar 0.999 ($p > 0.1$), artinya parameter tersebut **tidak signifikan** pada tingkat signifikansi = 10%.

Kesimpulan dari model kedua, berdasarkan hasil estimasi parameter dari lima variabel pembentuk model II, tidak ada model yang signifikan secara statistik memengaruhi variabel dependen. Hal ini menunjukkan bahwa setiap variabel independen yang digunakan tidak berpengaruh secara individual terhadap model pembiayaan menggunakan utang.

Pembahasan Hasil

Hasil pengolahan data dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Dari tiga variabel independen dan dua variabel kontrol yang ditambahkan dalam penelitian ini tidak ada variabel yang signifikan dalam model multinomial logit yang terbentuk, baik model I maupun model II. Karena secara individual variabel tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap model. Sehingga dalam membaca datanya harus diingat bahwa setiap probabilitas pemilihan pembiayaan menggunakan saham atau utang tidak dapat dilihat sebagai keadaan yang signifikan terhadap pemilihan tipe pembiayaan akuisisi dengan saham maupun dengan utang.
2. Secara keseluruhan empat dari variabel yang digunakan yaitu *growth opportunity*, *cash flow*, profitabilitas dan *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap pembiayaan akuisisi dengan kas. Hal ini ditunjukkan oleh hasil pada Uji Likelihood Ratio yang membuktikan bahwa metode model multinomial logit adalah model yang fit untuk menjelaskan faktor-faktor yang menentukan probabilitas pemilihan pembiayaan akuisisi.
3. Sampel yang ada dalam penelitian ini hanya 44 perusahaan yang melakukan akuisisi. Hal ini disebabkan karena dari objek penelitian yang dikumpulkan hanya sejumlah

sampel tersebut yang memenuhi kriteria penelitian. Data informasi metode pembiayaan akuisisi yang dilakukan perusahaan tidak proporsional sehingga hasil uji banyak yang tidak signifikan.

4. Dengan menggunakan variabel struktur kepemilikan, *growth opportunity*, dan *cash flow*, serta ditambahkan dengan variabel kontrol profitabilitas dan *leverage*, maka terbentuk dua model multinomial logit yang dihasilkan yaitu:

Model Pertama

$$\ln \frac{\text{equityfinancing}}{\text{cashfinancing}} = 0.296 - 0.348\text{MWON} + 0.697\text{Tobin'sQ} - 0.029\text{CFTransval} - 0.271\text{ROA} - 0.186\text{DTA}$$

Model Kedua

$$\ln \frac{\text{debtfinancing}}{\text{cashfinancing}} = -60.807 + 2.464\text{MWON} - 18.814\text{Tobin'sQ} + 0.094\text{CFTransval} - 4.258\text{ROA} + 0.652\text{DTA}$$

5. Kedua model menunjukkan bahwa tidak ada variabel yang signifikan secara statistik. Walaupun tidak signifikan, variabel tersebut tidak dapat dihilangkan karena sudah menjadi satu kesatuan dalam pembentukan model multinomial logit. Sebagaimana yang ditunjukkan oleh uji Pseudo R-Square bahwa variabel yang digunakan dapat menjelaskan model sebesar 80.1%.
6. Analisis yang menunjukkan pengaruh variabel struktur kepemilikan, *growth opportunity* dan *cash flow* terhadap pemilihan pembiayaan akuisisi adalah sebagai berikut:

a. Variabel Struktur Kepemilikan

Pada model pertama terbukti bahwa setiap kali terjadi kenaikan struktur kepemilikan pada satu level, maka peluang perusahaan membiayai akuisisi tidak menggunakan saham sebesar 1.4 kali lipat dibandingkan dengan perusahaan membiayai akuisisi dengan kas. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ketika terjadi kenaikan struktur kepemilikan manajerial perusahaan maka perusahaan akan lebih memilih membiayai akuisisi dengan kas dibanding dengan metode pembiayaan yang lain. Oleh karena itu hasil penelitian ini **menerima Hipotesis H_{1a} sehingga Hipotesis H_{1b} dan H_{1c} ditolak**, Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Amihud, Lev, dan Travlos (1990), Stulz (1988) dan Yook (1999) bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap pembiayaan kas. Hal ini dikarenakan oleh semakin tinggi kepemilikan manajerial, perusahaan enggan mengurangi kontrol terhadap perusahaan jika harus membiayai akuisisi dengan saham, selain itu perusahaan juga enggan meningkatkan risiko pada penerbitan saham sehingga perusahaan memilih menggunakan kas.

b. Variabel Growth Opportunity

Pada model I menunjukkan bahwa variabel *growth opportunity* koefisiennya positif. Sehingga dapat diinterpretasikan bahwa setiap kali terjadi kenaikan *growth opportunity* yang diukur melalui Tobin'sQ pada satu level, maka peluang perusahaan membiayai akuisisi menggunakan saham meningkat sebesar 2 kali lipat dibandingkan dengan perusahaan membiayai akuisisi dengan kas. Namun model II menunjukkan bahwa koefisien negatif yang berarti peluang untuk tidak menggunakan utang dibanding dengan menggunakan saham. Sehingga pernyataan tersebut **menerima Hipotesis H_{2a}, H_{2b}, dan H_{2c}**. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan Martin (1996) bahwa semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan yang melakukan akuisisi, maka perusahaan tersebut cenderung lebih suka untuk melakukan pembiayaan akuisisi dengan menggunakan saham. Hal ini dikarenakan kas yang dimiliki perusahaan akan digunakan untuk

membayai investasi yang akan memberikan keuntungan lebih besar dimasa yang akan datang. Sehingga untuk membiayai akuisisi perusahaan memilih dengan saham, karena perusahaan akan lebih fleksibel dalam menentukan keuntungan bagi perusahaan pengakuisisi.

c. Variabel *Cash Flow*

Model I dan II menunjukkan bahwa variabel *cash flow* koefisiennya negatif sehingga setiap kali terjadi kenaikan *cash flow* pada satu level, maka peluang perusahaan membiayai akuisisi tidak menggunakan saham sebesar 1.03 kali lipat dibandingkan dengan perusahaan membiayai akuisisi dengan kas. Begitu juga dengan model II yang menunjukkan bahwa setiap kali terjadi kenaikan *cash flow* pada satu level, maka peluang perusahaan membiayai akuisisi tidak menggunakan utang sebesar 3.45 kali lipat dibandingkan dengan perusahaan membiayai akuisisi dengan kas. Oleh karena itu dapat ditarik kesimpulan bahwa pernyataan tersebut **menerima Hipotesis H_{3a}, H_{3b}, dan H_{3c}**. Kondisi ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismail dan Krause (2010) bahwa ketersediaan kas dan *free cash flow* yang baik memiliki hubungan negatif dengan penawaran menggunakan saham.

KESIMPULAN

Kesimpulan yang didapat dari penelitian ini berdasarkan analisis regresi adalah

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang negatif dan tidak signifikan baik terhadap pembiayaan akuisisi dengan saham untuk membiayai transaksi akuisisi perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi struktur kepemilikan maka perusahaan akan cenderung memilih membiayai akuisisi dengan kas dan enggan membayar menggunakan saham karena perusahaan tetap ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap pembiayaan akuisisi dengan kas dibanding dengan saham. Hasil ini berarti bahwa *growth opportunity* perusahaan yang semakin baik bagi perusahaan maka keinginan membiayai dengan kas akan menurun, sebaliknya perusahaan akan memilih membiayai dengan saham untuk membiayai akuisisi perusahaan.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *cash flow* mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan pembiayaan saham untuk membiayai akuisisi. Hasil ini berarti semakin banyak *cash flow* yang dipegang oleh perusahaan maka perusahaan akan cenderung membiayai akuisisi dengan kas dibanding dengan saham ataupun utang karena perusahaan memiliki ketersediaan kas yang cukup untuk membiayai akuisisi perusahaan.
4. Nilai Nagelkerke R square sebelum menggunakan variabel kontrol adalah sebesar 35.4% namun setelah ditambahkan variabel kontrol kedalam penelitian nilai Nagelkerke R Square meningkat menjadi 80.1%. Hal ini berarti variabel yang ditambahkan semakin menguatkan pengaruh variabel independen.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Sampel penelitian semakin terbatas hanya 44 perusahaan yang terdaftar di BEI, karena dilakukan penarikan sampel dengan menggunakan karakteristik tertentu.
2. Sebagian besar perusahaan yang melakukan akuisisi membiayai kegiatan akuisisi dengan kas. Dari data yang didapat hanya ada satu perusahaan yang membiayai perusahaan dengan utang. Sehingga data yang dihasilkan tidak proporsional.
3. Nilai Nagelkerke R square dalam penelitian ini adalah 80.1% yang menunjukkan pengaruh variabel independen dalam model. Sisanya sebesar 19.9% dapat dijelaskan

oleh variabel yang tidak digunakan dalam penelitian ini seperti: ukuran perusahaan, pajak, *business life cycle*, dan lain sebagainya.

Saran

Penelitian ini memberikan beberapa saran untuk beberapa pihak sebagai berikut:

Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan yang akan melakukan akuisisi, seperti pertimbangan dalam pemilihan pembiayaan akuisisi apakah dengan kas, utang ataupun saham. Semakin tinggi struktur kepemilikan manajerial yang dimiliki perusahaan maka perusahaan lebih baik menggunakan kas untuk membiayai akuisisi perusahaan. Terlebih lagi jika perusahaan memiliki ketersediaan kas yang cukup, maka penggunaan kas akan lebih baik digunakan dalam membiayai akuisisi. Namun bagi perusahaan yang memiliki kesempatan yang tumbuh atau *growth opportunity* yang baik maka perusahaan lebih baik membiayai akuisisi dengan saham dibandingkan dengan kas ataupun utang.

Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bagi akademisi berupa paparan mengenai keterkaitan antara struktur kepemilikan, *growth opportunity*, *cash flow*, profitabilitas, dan *leverage* terhadap pemilihan pembiayaan akuisisi yang akan dilakukan oleh pengakuisisi. Adapun hal-hal yang dapat disarankan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperoleh data yang lebih lengkap mengenai kegiatan-kegiatan perusahaan yang melakukan akuisisi sehingga data yang didapatkan untuk penelitian lebih proporsional.
2. Pengukuran masalah keagenan sebaiknya tidak hanya melihat dari sisi struktur kepemilikan manajerial, *cashflow* tetapi juga memperhatikan Komite Audit serta kepemilikan institusional di perusahaan.
3. Variabel lain yang menarik untuk diteliti seperti siklus hidup atau *life cycle* perusahaan sebelum atau setelah melakukan kegiatan akuisisi.

REFERENSI

- Agrawal, Anup. and Charles. R. Knoeber. 1996. *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. Journal of Financial & Quantitative Analysis* 31 (September): 377-397.
- Andrade, G., Mitchell, M.L., Stafford, E. 2001. *New evidence and perspectives on mergers. Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 103-120.
- Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N. 1990. *Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions. Journal of Finance* 45, 603-616.
- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 2001. Manajemen Keuangan. *Fundamentals Of Financial Management, Eight Edition*. Jakarta: Erlangga
- Eckbo, E., Giammarino, R., & Heinkel, R. 1990. *Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. Review of Financial Studies*, 3, 651-675.
- Eisenhardt, K.M. 1989. *Agency Theory: An Assesment and Review, Academy of Management Review*. Vol. 14. No. 1: 57-74
- Faccio, M., Masulis, R.W. 2005. *The choice of payment method in European mergers and acquisitions. Journal of Finance* 60 (3), 1345-1388.
- Ferdinand, Augusty. 2006. *Metode Penelitian Manajemen*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: BP Undip.
- Gujarati, Damodar. 1999. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta : Penerbit Erlangga
- Hansen, R. 1987. *A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. Journal of Business*, 60, 75-95.



- Harford J. 1999. *Corporate cash reserves and acquisitions*. *J Finance* 54:1969–1997.
- Hartono, Tri. 2003. *Merger dan akuisisi sebagai suatu keputusan strategik*. *Jurnal akuntansi dan keuangan*. Volume 2 Nomor 1 hal 37.
- Husnan, Suad. 1997. *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta : BPFE.
- Ismail, Ahmad dan Krause, Andreas. 2010. *Determinants of the Method of Payment in Mergers and Acquisition*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 471-484.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jensen, M. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers* *American Economic Review*, 76 no.2, 323-329.
- Kumar, Satish dan Lalit K. Bansal. 2008. *The Impact of mergers and Acquisition on Corporate Performance in India*. *India: Management Decision*. Vol. 46.No. 10.
- Mai, Muhammad Umar. 2006. *Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta*. *Ekonomika*. Hal. 228- 245. Politeknik Negeri Bandung
- Martynova, Marina dan Renneboog, Luc. 2009. *What determines the financing decision in corporate takeovers: cost of capital, agency problems, or the means of payment?* *Journal of corporate Finance*, 15, 290-315.
- Martin, K. 1996. *The method of payment in corporate acquisition, investment opportunities, and management ownership*. *Journal of finance*. 51. 1227-1246.
- Modigliani, F. dan Miller, M. 1963. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. *American Economic Review*. 53, 433-443.
- Moin, Abdul. 2003. *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Edisi 1. Yogyakarta: Ekonisia.
- Myers, S., & Majluf, N. 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Payamta dan Setiawan, Doddy. 2004. *Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7 (3), 256-282.
- Ross, Stephen A, *et al*. 2010. *Corporate Finance* (9th Ed). New York: McGraw-Hill.
- Selvarajah, Esaignaini dan Ursel, Nancy. 2011. *Mergers and corporate debt financing*. *Economic Letters*, 114, 296-298.
- Stulz, R., 1988. *Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control*. *Journal of Financial Economics* 20 (1/2), 25–54.
- Sudarsanam, Sudi. 1999. *Merger dan akuisisi*. Yogyakarta: Andi.
- Sugiyono. 2004. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Penerbit CV. Alfabeta.
- Weston, J. Fred, *et al*. 2004. *Take over, restructuring, and corporate governance*, (4th Ed). New Jersey: Pearson Education.
- Yook, K., Gangopadhyay, P., & McCabe, G. 1999. *Information asymmetry, management control and method of payment in acquisitions*. *Journal of Financial Research*, 22, 413–427.
- Zhang, P. 2003. *What really determines the payment methods in mergers and acquisitions deals*. *Working paper, Manchester School of Management*. 338.83 - SUD - t - ed.1