ANALISIS RASIO PERTUMBUHAN VARIABEL STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN FARMASI & KIMIA YANG GO PUBLIC DAN MELAKUKAN AKUISISI DI INDONESIA

TESIS

Untuk Memenuhi Persyaratan
Memperoleh Gelar Magister

PROGRAM STUDI MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN

1310883

DEPARTEMEN PENDIDIKAN DAN KEBUDAYAAN
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

PERPUSTAKAAN PUSAT
UNIVERSITAS BRAWIJAYA MALANG

TES
658.152 2
PRA
a
1999
k.1

R. GATOT HERU PRANJOTO
9602060132

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
1999

MILIK
PERPUSTAKAAN
Universitas Brawijaya

TESIS

Analisis Rasio Pertumbuhan Variabel Struktur Modal
Perusahaan Farmasi & Kimia Yang Go Public
Dan Melakukan Akuisisi di Indonesia

Oleh

R Gatot Heru Pranjoto

telah dipertahankan di depan penguji
pada tanggal 02 September 1999
dinyatakan telah memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,

Prof. Dr. M. Syafi'i Idrus, M.Ec.
Ketua

Armanu Thoyib, SE.,M.Sc.,Ph.D
Anggota

Anggota

Malang, 07 JUN 2000

Universitas Brawijaya
Program Pascasarjana
Direktur,

Prof.Dr.Ir. M. Iksan Semaoen, M.Sc.
NIP. 130 368 766

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

KATA PENGANTAR

Syukur alhamdulillah kami panjatkan kehadirat Allah SWT, karena hanya Berkat dan Hidayah-Nya semata, sehingga tesis ini dapat diselesaikan.

Tesis ini disusun berdasarkan penelitian tentang analisis rasio pertumbuhan dalam variabel struktur modal perusahaan farmasi yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia, yang merupakan suatu karya penulisan untuk memenuhi salah satu syarat guna mencapai derajat S-2 di Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.

Dalam kesempatan ini kami mengucapkan terima kasih atas bantuan bimbingan, petunjuk, saran serta nasehat yang tak ternilai harganya sejak awal sampai selesainya penulisan tesis ini, kepada :

1. Yth. Bapak Prof. DR. H.M.S. Idrus, SE., MEc., yang telah berkenan membimbing, mengarahkan dan memberi masukan serta koreksi dalam penyusunan tesis ini
2. Yth. Bapak Armanu Thoyib, SE., MSc., PhD., yang telah berkenan membimbing, mengarahkan dan memberi masukan serta koreksi dalam penyusunan tesis ini.
3. Yth. Ketua Yayasan serta Rektor Universitas Bangkalan Madura, yang telah memberikan kesempatan dan biaya studi di Program Pasca Sarjana di Unversitas Brawijaya.
4. Yth. Segenap dosen dan karyawan perpustakaan Pasca Sarjana Universitas Brawijaya atas segala fasilitas di dalam mendukung penyelesaian kasus ini.
5. Yth. Bapak dan Ibu karyawan perpustakaan Bursa Efek Surabaya, Bursa Efek Jakarta, dan Pojok BEJ Universitas Brawijaya, perpustakaan Pasca Sarjana Universitas Airlangga Surabaya, Perpustakaan Pusat Universitas Merdeka Malang, yang telah memberikan fasilitas yang menunjang studi dan melengkapi data yang dibutuhkan dalam penyelesaian tesis ini.
6. Yth. Bapak dan Ibu yang tercinta, serta istri dan anak yang penuh pengertian serta do'anya dalam memberikan dukungan penyelesaian studi di Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
7. Serta semua pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu persatu.

Semoga Allah SWT melimpahkan balas jasa atas budi baik bapak, ibu dan rekan-rekan sekalian.

Akhir kata, kami mengharap semoga tesis dapat merupakan sumbangan dalam rangka pengembangan ilmu dibidang Manajemen Keuangan.

Bangkalan, Juni 1999

Penulis

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

DAFTAR ISI

	Halaman
KATA PENGANTAR	i
DAFTAR ISI	ii
DAFTAR TABEL	iii
DAFTAR LAMPIRAN	iv
RINGKASAN	v
SUMMARY	vii
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Manfaat Penelitian	8
II. TINJAUAN PUSTAKA	11
2.1 Penelitian Terdahulu	11
2.2 Tinjauan Teoritis	19
2.3 Kerangka Pikir	43
2.4 Hipotesis	44
III. METODOLOGI PENELITIAN	46
3.1 Ruang Lingkup Penelitian	46
3.2 Populasi Penentuan Sampel	46
3.3 Sumber dan Tehnik Pengambilan Data	48
3.4 Identifikasi Variabel	48
3.5 Pengukuran Variabel	49
3.6 Pengujian Hipotesis	50
IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	55
4.1 Gambaran Umum Variabel Analisis	55
4.2 Pertumbuhan Masing-masing Perusahaan	55
4.3 t Hitung Sebelum dan Sesudah Akuisisi	76
V. KESIMPULAN DAN SARAN	82
5.1 Kesimpulan	82
5.2 Saran-saran	83
DAFTAR PUSTAKA	85
LAMPIRAN	88

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

DAFTAR TABEL

No.	Tabel	Halaman
1.	Perusahaan Farmasi dan Kimia Yang Go Public dan Melakukan Akuisisi di Indonesia	3
2.	Dana Terserap Periode 1990 – 1994	3
3.	Jumlah Perusahaan Farmasi yang Melakukan Akuisisi	47
4.	Pertumbuhan Hutang Jangka Panjang	56
5.	Rata-rata Rasio Pertumbuhan Hutang Jangka Panjang	60
6.	Pertumbuhan Modal Sendiri	62
7.	Rata-rata Rasio Pertumbuhan Modal Sendiri	65
8.	Pertumbuhan Rentabilitas Modal Sendiri	66
9.	Rata-rata Rasio Pertumbuhan Rentabilitas Modal Sendiri	70
10.	Pertumbuhan Satu Tahun sesudah Akuisisi	73
11.	Pertumbuhan Dua Tahun sesudah Akuisisi	74
12.	Pertumbuhan Tiga Tahun sesudah Akuisisi	75
13.	Tabel t Hitung Hutang Jangka Panjang	76
14.	Tabel t Hitung Modal Sendiri	77
15.	Tabel t Hitung Rentabilitas Modal Sendiri	78
16.	t Hitung sebelum dan sesudah Akuisisi	79

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

DAFTAR LAMPIRAN

No. Lampiran	Halaman
1. Posisi Sumber Dana sebelum dan sesudah Akuisisi Masing-masing Perusahaan :	
1. PT Dankos Laboratoria	88
2. PT Kalbe Farma	88
3. PT Polysindo Eka Perkasa	88
4. PT Squib Indonesia	89
5.PT Unggul Indah Corporation	89
6. PT Sari Husada	89
7. PT Darya Varia Laboratoria	90
8. PT Aneka Kimia Raya	90
2. Rasio Pertumbuhan Sumber Dana Masing-masing Perusahaan	
1. PT Dankos Laboratoria	91
2. PT Kalbe Farma	92
3. PT Polysindo Eka Perkasa	93
4. PT Squib Indonesia	94
5. PT Unggul Indah Corporation	95
6. PT Sari Husada	96
7. PT Darya Varia Laboratoria	97
8. PT Aneka Kimia Raya	98
3. Hasil Perhitungan Rata-rata Pertumbuhan dan t Hitung	
1. PT Dankos Laboratoria	99
2. PT Kalbe Farma	99
3. Polysindo Eka Perkasa	99
4. PT Squib Indonesia	100
5. PT Unggul Indah Corporation	100
6. PT Sari Husada	100
7. PT Darya Varia Laboratoria	101
8. PT Aneka Kimia Raya	101

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

RINGKASAN

R.GATOT HERU PRANJOTO, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, 2 September 1999. Analisis Rasio Pertumbuhan Variabel Struktur Modal Perusahaan Farmasi & Kimia Yang Go Public Dan Melakukan Akuisisi Di Indonesia; Komisi Pembimbing , Ketua: M.Syafi'i Idrus, Anggota: Armanu Thoyib

Dalam dunia bisnis yang sedang mengalami era baru, yaitu era globalisasi dimana dalam era globalisasi tidak jelas batas-batasnya dari suatu kegiatan dan persaingan menjadi semakin tajam, hal ini memberikan peluang bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk memasuki pasar internasional, demikian juga masuknya produk dan jasa luar negeri ke pasar domestik. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan khususnya industri farmasi & kimia di Indonesia perlu mengantisipasinya dengan meningkatkan efisiensi dan daya saing.

Didalam menunjang pengembangan produksi dan pengembangan industri farmasi & kimia, sangat diperlukan kebijakan tentang keputusan struktur modal yang memadahi. Perubahan didalam struktur modal, dalam arti penggunaan komposisi hutang jangka panjang dan modal sendiri akan memberikan dampak yang berbeda terhadap perubahan profit dimasa yang akan datang, yang selanjutnya akan mempengaruhi tingkat pengembalian modal sendiri (ROE).

Salah satu langkah yang dilakukan perusahaan adalah dengan melakukan akuisisi. Karena dengan melakukan akuisisi perusahaan dapat memperoleh penghematan operasi , skala ekonomi (sinergi), pertumbuhan dan diversifikasi.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah (1).Untuk menganalisis rasio pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE) satu tahun, dua tahun dan tiga tahun baik sebelum maupun sesudah akuisisi perusahaan farmasi dan kimia .(2). Apakah rasio pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE) mempunyai beda nyata baik sebelum dan sesudah akuisisi.

Adapun Perumusan masalah dalam penelitian ini, adalah (1). Apakah terjadi peningkatan pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE). (2). Apakah berbeda nyata pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE).

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi pada tahun 1990, 1991, 1992 dan 1994, yaitu sebanyak 8 perusahaan. Untuk uji hipotesis, digunakan rasio pertumbuhan untuk variabel hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE) untuk satu tahun,dua tahun dan tiga tahun baik sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi, sehingga secara keseluruhan membutuhkan data keuangan sejak tahun 1987 sampai dengan tahun 1997, dengan menggunakan analisis uji t.

Hasil yang diperoleh secara parsial menunjukkan bahwa variabel hutang jangka panjang baik satu tahun, dua tahun dan tiga tahun sesudah melakukan akuisisi, tetap terjadi pertumbuhan, demikian juga variabel modal sendiri maupun

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

rentabilitas modal sendiri tetap mengalami pertumbuhan pada satu, dua dan tiga tahun sesudah akuisisis, tetapi rasio pertumbuhan ketiga variabel tersebut tidak sebesar angka pertumbuhan periode sebelumnya. Dari hasil uji t, menunjukkan bahwa dari ketiga variabel tersebut, mempunyai rata-rata hasil pertumbuhan tidak berbeda nyata baik sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi untuk tiga variabel yang diteliti atau dengan kata lain menunjukkan bahwa pada saat perusahaan melakukan akuisisi perusahaan tersebut berada pada posisi puncak pertumbuhan baik hutang jangka panjang, modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri, sehingga dalam hal ini akuisisi hanya merupakan suatu alat untuk mempertahankan atau memperkuat diri, walaupun akhirnya pertumbuhan ketiga variabel tersebut bahkan menurun setelah melakukan akuisisi. Penurunan pertumbuhan ketiga variabel tersebut, disebabkan tingkat pertumbuhan industri farmasi yang rata-rata 13-18% pertahun, serta tingkat pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yang masih cukup rendah, serta rendahnya kesadaran masyarakat untuk hidup sehat, menyebabkan rendahnya tingkat konsumsi obat di Indonesia. Dilain pihak dengan adanya Kebijaksanaan Pemerintah melalui deregulasi dengan Paket Oktober 1993 tentang pelayanan kesehatan yang seluasluasnya, hal ini memberikan dampak produksi besar-besaran yang dibarengi kerja sama melalui lisensi, maka hal ini menyebabkan tingginya tingkat persaingan didalam industri farmasi dan kimia baik nasional maupun multinasional..

Dimasa yang akan datang, perusahaan farmasi dan kimia di Indonesia dituntut untuk beroperasi dengan kinerja yang baik, meningkatkan koordinasi dalam segala aspek dan sumber daya manusia agar program penghematan biaya dan pengembangan produk baru dapat berjalan lancar, meningkatkan kapasitas dan produktivitas, utamanya melakukan evaluasi terhadap pengembangan produk baru meningkatkan investasi dalam bidang pemasaran baik untuk produk yang sekarang maupun yang baru.

SUMMARY

R.GATOT HERU PRANJOTO, Postgraduate Program Brawijaya University, 2 September 1999. The Analysis Of Growth Ratio In Capital Structure Variable Of The Pharmaceutical And Chemical Industry Which Go Public And Conduct Acquisition In Indonesia. Supervisor: M.Syafi'i. Idrus, Co-Supervisor: Armanu Thoyib.

In this globalization era, clear diversification of activities is not evident, and tough competition has emerged in the business world. This condition has made it possible for Indonesian companies to enter the international market and for the products and services from overseas to enter the domestic market. Therefore, the companies in Indonesia, pharmaceutical and chemical industries in particular, should enhance their efficiency and competitiveness anticipation.

In the attempt of supporting the development of pharmaceutical and chemical industries, appropriate capital structure policies are paramount. A change in the capital structure, i.e. the utilization of long-term debt (LTD) and equity (E), will have different impact on the change of future profit, to further influence the level of return on equity (ROE).

One of the ways used by the companies, in this case, is acquisition. By acquisition, the operation, economic scale (synergy), growth and diversification are economized.

This study is aimed at determining (1) the LTD, the one-year, two-year, and three-year E and ROE, both before and after the acquisition; and (2) whether LTD, E, and ROE were significantly different and before the acquisition.

The problems formulated in this study are (1) whether there is any increase in the growth of LTD, E, and ROE, and (2) whether there is any growth destruction in LTD, E, and ROE ?

This study was conducted at eight go-public pharmaceutical and chemical companies who implemented acquisition in 1990, 1991, 1992, and 1994. The hypothesis was tested by the growth of the one-year, two-year, and three-year LTD, E, and ROE before and after the acquisition, and therefore the financial data of 1987 through 1997 and the t-test were used in the analysis.

The results of the study indicate that in partial terms, the variable of LTD was still growing one year, two years, and three years after the acquisition. Individually, the variables of LTD, E, and ROE still grew one year, two years, and three year after the acquisition, but the growth ratio of the three variables was not as high as the ROE. This indicates that in this case acquisition was only an instrument to maintain or strengthen the company itself, although the growth of the three variables would finally even decrease after the acquisition. The decrease in growth of the three variables, was due to the fact that the average growth rate of the pharmaceutical industry which was (13-18)% annually, the low gross domestic product, the low awareness of the society of living healthily thus leading to low consumption of medicine in Indonesia. On the other hand, the government policy through deregulation by the October 1993 pact about broad health care, has accelerated the production and licensed cooperation, causing the

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

high competition level in the pharmaceutical and chemical industries, both at national and multi-national levels.

It is suggested that the pharmaceutical and chemical industries in Indonesia perform well. The enhancement of coordination in all aspects and human resource will make the cost efficiency and new product development programs run well. This, in turn, enhances the capacity and productivity. The assessment of new product would increase the investment in the marketing of both the present and future products.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Karya ilmiah ini kutujukan kepada
Ayahanda dan Ibunda tercinta,
Istri dan ketiga anakku tersayang
Dimas, Ajeng dan Feri

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam dunia bisnis yang sedang mengalami Era baru, yaitu Era Globalisasi yang berarti idak jelas batas-batasnya dari suatu kegiatan dan persaingan menjadi semakin tajam, dan perusahaan dituntut harus selalu berproduksi dengan tingkat efisiensi yang cukup tinggi, bila tetap menginginkan mempunyai keunggulan daya saing.

Sebagaimana diarahkan dalam Garis-Garis Besar Haluan Negara (GBHN) tahun 1993, pembangunan industri merupakan bagian dari pembangunan ekonomi jangka panjang untuk mencapai struktur ekonomi yang semakin seimbang dengan sektor industri yang maju didukung oleh sektor pertanian yang tangguh. Selanjutnya digariskan pula bahwa proses industrialisasi harus mampu mendorong berkembangnya industri sebagai penggerak utama pertumbuhan ekonomi, pencipta lapangan kerja baru, sumber peningkatan ekspor serta penghematan devisa.

Dalam pola umum pembangunan jangka panjang dan pola umum Pelita VI dalam GBHN, mengamanatkan bahwa pembangunan industri harus mampu membawa perubahan-perubahan fondamentil dalam struktur ekonomi Indonesia sehingga produksi Nasional yang berasal dari sektor diluar pertanian, menjadi bagian yang semakin besar. Disamping itu pembangunan industri sekaligus harus dapat mendorong terwujudnya struktur ekonomi yang semakin seimbang dan kokoh, antara pertanian yang tangguh.

MILIK PERPUSTAKAAN Universitas Brawijaya

Selanjutnya diamanatkan pula bahwa proses industrialisasi harus mampu mendorong berkembangnya industri-industri sebagai penggerak utama peningkatan laju pertumbuhan ekonomi dan perluasan lapangan kerja. Hal ini berarti industrialisasi merupakan instrumen yangharus mampu mentransformasikan sektor-sektor seperti pertanian, pertambangan dan energi, perhubungan, pariwisata dan industri jasa lainnya, menjadi sektor yang semakin produktif.

Berdasarkan pengarahan dalam GBHN diatas, tindakan prioritas pengembangan industri yang dilaksanakan / dimantapkan dalam Repelita VI, meliputi :

1. Pengembangan industri penghasil ekspor, sebagai penggerak utama untuk mempercepat pertumbuhan industri.
2. Penguatan dan pendalaman struktur industri nasional dalam rangka pemantapan keterkaitan baik antara industri maupun antara industri dan sektor ekonomi lainnya dalam rangka meningkatkan nilai tambah industri.
3. Pengembangan industri kecil termasuk industri tradisional dalam upaya menciptakan lapangan usaha dan lapangan kerja yang lebih luas.
4. Pengembangan industri pengolahan hasil pertanian dalam rangka pemanfaatan seoptimal mungkin potensi sektor pertanian dan potensi modal dasar lainnya.
5. Peningkatan kemampuan penelitian dan pengembangan yang diadakan pada pengembangan inovasi dalam proses produksi dan untuk menghasilkan produksi baru, peningkatan efisiensi dan produktivitas industri, serta penguasaan teknologi rancang bangun dan perekayasaan industri untuk pengembangan pembuatan mesin-mesin dan peralatan pabrik.
6. Pengembangan kewiraswastaan dan profesionalisme tenaga industri yang mencakup aspek kualitas dan kuantitas.

Nilai tambahan riil sektor industri dalam Repelita VI, meningkat kurang lebih dengan laju pertumbuhan rata-rata 8,5% pertahun. Dengan laju pertumbuhan ini diharapkan pembangunan sektor industri mampu menyerap tenaga kerja tambahan sekitar 2,3 juta orang atau sekitar 20% dari seluruh tambahan lapangan kerja yang diperkirakan selama Repelita VI.

Adapun struktur modal serta jumlah perusahaan yang melakukan akuisisi dari perusahaan farmasi dan kimia yang go public di Indonesia, seperti nampak pada Tabel 1 dan 2 berikut ini.

Tabel 1. : Perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama perusahaan	Periode	Keterangan
1.	PT Dankos Laboratoria	1990	AE
2.	PT Kalbe Farma Laboratoria	1991	AE
3.	PT Polysindo Ekaperkasa	1991	AE
4.	PT Squib Indonesia	1991	AE
5.	PT Unggul Indah Corporation	1992	AE
6.	PT Sari Husada	1994	AE
7.	PT Darya Varia Laboratoria	1994	AE
8.	PT Aneka Kimia Raya	1994	AE

Sumber : Indonesia Capital Market Directory Tahun 1990-1994

Keterangan : AE = Akuisisi Eksternal

Tabel 2 : Dana terserap perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

(Dalam ribuan rupiah)

Tahun	Jumlah perusahaan	Dana Terserap	
		H.J.panjang	Modal sendiri
1990	1	413 000	33 392 000
1991	3	82 921 000	416 714 000
1992	1	35 856 000	178 804 000
1994	3	91 663 000	294 244 000

Sumber : Indonesia Capital Market Directory 1990-1997

Pembangunan sektor industri yang dilaksanakan sejak Repelita I sampai dengan tahun pertama Repelita VI, telah memberikan dampak positif bagi pembangunan ekonomi nasional dalam memperkokoh ketahanan Nasional. Tidak terkecuali perkembangan industri kimia dasar, yang salah satu diantaranya adalah industri farmasi dan kimia yaitu industri yang memproduksi obat-obatan telah berkembang pesat, bahkan telah memasuki pasaran ekspor. Sejalan dengan peningkatan kegiatan pembangunan dibidang kesehatan, maka kebutuhan akan obat-obatan, sampai dengan tahun pertama Repelita VI telah mencapai tingkat yang cukup tinggi sehingga mampu menghilangkan ketergantungan pada luar negeri, bahkan kelebihan produksinya dapat diekspor.

Didalam menunjang pengembangan produksi dan pengembangan perusahaan farmasi dan kimia sangat diperlukan kebijakan tentang keputusan struktur modal yang memadahi, dalam arti penggunaan hutang jangka panjang dan modal sendiri yang mamadahi bagi operasi perusahaan.

Keputusan untuk meningkatkan atau menurunkan sumber dana atau dengan kata lain merubah struktur modal, akan memberikan konsekwensi yang berbeda-beda terhadap perubahan profit perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Dhani Ichsanuddin Nur (1997), yang meneliti pengaruh perubahan sumber dana (laba ditahan, equity, dan hutang) terhadap perubahan profit serta rentabilitas modal sendiri perusahaan pada masa yang akan datang. Secara umum, struktur modal dapat dilihat dari :

1. Hutang Jangka Panjang
2. Modal Sendiri

Hutang jangka panjang pada umumnya digunakan untuk mendanai kebutuhan perusahaan akan aktiva tetap. Oleh karenanya dukungan hutang jangka

panjang terhadap perusahaan akan memperbesar ukuran perusahaan baik dalam hal kapasitas produksi maupun perluasan pasar atau volume penjualan. Jadi dengan semakin besar hutang jangka panjang, akan cenderung semakin meningkatkan kekuatan operasional perusahaan.

Modal sendiri pada dasarnya merupakan modal yang berasal dari pemilik perusahaan, yang terdiri dari modal saham dan laba ditahan. Modal saham pada umumnya terdiri dari saham biasa dan saham preferen. Besarnya modal saham merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kreditor dalam menentukan jumlah pinjaman yang akan diberikan kepada perusahaan. Rasio yang umum digunakan untuk menentukan proporsi tersebut, adalah debt leverage, yaitu rasio yang mengukur proporsi total hutang perusahaan terhadap modal perusahaan. Semakin besar modal yang dimiliki perusahaan, berarti semakin besar pula peluang untuk memperbesar perusahaan melalui penambahan hutang,dan semakin besar pula peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penggunaan struktur modal diatas, membawa konsekuensi biaya yang berbeda-beda. Kemampuan manajemen dalam mengkombinasikan penggunaan ke dua sumber dana keuangan untuk meningkatkan profit perusahaan tergantung pada ada tidaknya informasi mengenahi seberapa besar dukungan masing-masing sumber tersebut terhadap nilai perusahaan. Informasi ini sangat penting bagi manajemen perusahaan, khususnya manajer keuangan. Dengan mengetahui besarnya atau hubungan setiap sumber dana keuangan terhadap perubahan profit perusahaan akan membantu manajer keuangan dalam menentukan kombinasi penggunaan kedua sumber dana tersebut untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dilain pihak ada beberapa cara untuk meningkatkan efisiensi,produktivitas kerja dan daya saing dari suatu perusahaan, antaralain Konsolidasi, Merger, Akuisisi, Aliansi dan Go publik.

Salah satu strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan efisiensi dan daya saing, adalah dengan melakukan merger dan akuisisi (M & A). Adapun pengertian dari Merger adalah, merupakan penggabungan dua perusahaan atau lebih menjadi satu kekuatan untuk memperkuat posisi perusahaan. Sedangkan yang dimaksud dengan akuisisi adalah merupakan pengambil alihan sebagian atau keseluruhan saham perusahaan lain, sehingga perusahaan pengambil alih mempunyai hak pengawasan atas perusahaan. (Ruddy Koesnadi : 1992).

Dalam upaya mengembangkan usaha, para pemilik modal dapat menempuh 2 cara pertama, melalui internal growth, maksudnya untuk pengembangan usahanya digunakan laba yang ditahan. Kedua, melalui External growth, artinya untuk pengembangan usahanya, pemilik modal tersebut mengambil alih operasi perusahaan yang lain. (Bobby Sudarsono, Uang Dan Efek, Edisi Juli 1996). Dewasa ini para pemilik modal tersebut ternyata lebih cenderung memilih alternatif merger dan akuisisi dibanding dengan kombinasi bisnis yang lain seperti konslidasi. Kecenderungan ini terjadi seiring dengan perilaku pemilik modal, yang pada umumnya cenderung ingin mengendalikan atau memiliki kekuatan dalam mengelola bisnis dan berusaha untuk menghilangkan ketergantungan kepada pihak yang lain. Alasan untuk penerapan merger dan akuisisi menurut hasil penelitian Maat Pono (1997) adalah :

1. Merupakan salah satu alternatif strategi lebih sederhana dibanding dengan membangun perusahaan baru yang tidak hanya membutuhkan dana dalam

jumlah besar, tetapi juga membutuhkan waktu yang relatif lama serta resiko kegagalan yang cukup tinggi.

2. Alasan untuk meningkatkan sinergi.

Merger dan akuisisi adalah merupakan salah satu strategi pengembangan usaha oleh manajemen dengan melakukan pembelian terhadap aktiva atau saham perusahaan lain untuk mendapat sinergi, efisiensi, skala ekonomi dan diversifikasi yang pada akhirnya dapat diperoleh kinerja keuangan perusahaan yang lebih baik.

Apabila semua tujuan tersebut dapat dicapai, maka perusahaan akan memiliki kemampuan untuk mengembangkan diri, baik dalam bentuk diversifikasi maupun dalam menerapkan strategi dalam menghadapi perubahan lingkungan pada umumnya seperti globalisasi.

Didunia modern, pemindahan kepemilikan suatu perusahaan adalah suatu kejadian atau gejala yang tidak dapat dihindari, karena semua sama-sama mengusahakan agar pasar barang maupun pasar uang (money market) lebih berkembang dalam menyambut pasar bebas tahun 2003 dan berikutnya, khususnya bagi industri farmasi dan kimia, pengambil alihan antara satu perusahaan oleh perusahaan yang lain tidak dapat dihindarkan, terutama keterkaitan dengan usaha pengembangan pasar produk-produk farmasi dan kimia.

1.2. Perumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang masalah yang telah diuraikan diatas, dapat diketahui bahwa sumber dana perusahaan senantiasa perlu dijaga keberadaannya guna menjamin kelancaran operasional perusahaan. Penjelasan diatas juga memberi gambaran bahwa perubahan dalam sumber dana khususnya yang berhubungan dengan hutang jangka panjang (LTD), dapat berpengaruh pada perubahan atau

pertumbuhan rentabilitas modal sendiri. Inti dari penjelasan diatas adalah bagaimana manajemen harus mampu menentukan sumber dana yang tepat agar dapat meningkatkan rentabilitas modal sendiri setelah melakukan akuisisi. Oleh karenanya didalam sub-bab ini dapat dirumuskan suatu permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah terjadi peningkatan pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) perusahaan setelah melakukan akuisisi.
2. Apakah berbeda nyata pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) sebelum dan sesudah melakukan akuisisi .

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis seberapa besar pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) satu tahun , dua tahun dan tiga tahun, sebelum dan sesudah melakukan akuisisi.
2. Untuk menganalisis apakah pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) perusahaan kimia dan farmasi yang go public di Indonesia mempunyai beda nyata sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun Manfaat Penelitian ini, adalah sebagai berikut :

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

1. Bagi Investor (Pemilik Modal).

Informasi dari hasil penelitian ini memberikan gagasan yang penting bagi investor dalam menentukan struktur modal (Hutang jangka panjang) yang dapat memberikan rentabilitas yang memuaskan sesudah akuisisi.

2. Bagi Kreditor.

Kreditor merupakan pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan karena dukungan mereka melalui hutang yang digunakan perusahaan untuk mendanai asset untuk operasi onalnya. Kreditor perlu mengetahui bagaimana kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang dicerminkan oleh kinerja manajemennya.

3. Bagi Manajemen.

Manajemen perusahaan merupakan pihak yang sangat berkepentingan dengan hasil penelitian ini, terutama untuk mengetahui dampak perubahan hutang jangka panjang terhadap rentabilitas modal sendiri, pendapatan perlembar saham dan harga perlembar saham sebelum dan sesudah melakukan akuisisi. Hasil penelitian inimemberikan kontribusi yang penting dibandingkan dengan penelitian yang didasarkan atas rasio keuangan konvensional, terutama bagi pihak manajemen perusahaan dalam menentukan penggunaan struktur modal kususnya hutang jangka panjang dan modal sendiri.

4. Manfaat Literasi

Konsep penelitian ini memberikan gagasan atau alternatif analisis dalam kaitannya dengan struktur modal, hasil penelitian ini dapat memberikan stimulus bagi para pembaca maupun peneliti tentang hutang jangka panjang, modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri sebelum maupun sesudah akuisisi pada Perusahaan farmasi

dan kimia yang go public di Bursa Saham Indonesia.Terutama bagi pembaca yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut dalam skala yang lebih luas atau dalam bidang industri yang berbeda

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya yang diperkirakan mempunyai hubungan dengan penelitian kali ini adalah yang dilakukan oleh :

Aliamin (1993) dengan penelitian mengenai *Faktor-Faktor Yang mempengarui Merger Dan Akuisisi Pada Perusahaan Yang Go Public Di Indonesia.*

Pada penelitian ini menggunakan sampling frame seluruh perusahaan yang telah melakukan merger dan akuisisi pada perusahaan go public.

sedangkan metode yang digunakan adalah teknik regresi majemuk (multiple regression), dengan rumusan sebagai berikut :

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + U$$

Dimana :

Y = Merger dan Akuisisi
X_1 = Faktor meningkatkan skala ekonomi
X_2 = Faktor mengamankan bahan baku
X_3 = Faktor memperluas pasar
X_4 = Faktor menghemat pajak
X_5 = Faktor memanfaatkan fasilitas hutang
X_6 = Faktor menambah laba
X_7 = Faktor mengurangi persaingan
b_0, b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6 dan b_7 merupakan koefisien regresi
U = Disturbance error

Adapun Dari hasil penelitian tersebut diperoleh informasi bahwa :

1. Faktor mengurangi persaingan adalah sangat signifikan. Berarti faktor ini paling kuat mempengarui perusahaan go public di Indonesia dalam melakukan akuisisi.

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

2. Faktor meningkatkan skala ekonomi dan faktor memperluas pasar adalah signifikan. Dengan demikian faktor ini mempengarui perusahaan go public di Indonesia melakukan akuisisi.
3. Faktor mengamankan bahan baku dan menghemat pajak adalah signifikan. Berarti faktor ini mempengarui perusahaan go public di Indonesia melakukan akuisisi.
4. Faktor memanfaatkan kapasitas hutang dan faktor menambah laba adalah kurang signifikan. Berarti faktor ini kurang mempengaruhi perusahaan yang go public di Indonesia melakukan akuisisi.

I Made Sukaja (1994) meneliti tentang *Analisis Struktur Modal Sebelum Dan Sesudah Memasarkan Sahamnya Serta Pengaruhnya Terhadap Rentabilitas Modal Sendiri* Pada Perusahaan Semen Yang Masuk Pasar Modal Jakarta (Indonesia).

Pada penelitian ini sampling frame yang digunakan adalah perusahaan semen yang telah go public di Bursa Efek Jakarta yaitu sebanyak tiga perusahaan semen.

Adapun model yang digunakan adalah :

1. Analisis Keuangan, yang meliputi Analisis profitability, analisa cash flow, analisis sales stability dan analisis dividen policy.
2. Analisis Statistik yang terdiri dari :

   a. Uji t dengan rumusan sebagai berikut :

$$t_{hitung} = \frac{d}{S/\sqrt{n}} \quad \text{dimana,} \quad d = \frac{\Sigma d_I}{n} \quad \text{dan} \quad S = \frac{n\Sigma d_i - \Sigma d_i}{n(n-1)}$$

b. Multiple Regression Analysis, dengan rumusan sebagai berikut :

$$Y_I = b_0 X_1^{b1} X_2^{b2} X_3^{b3} X_4^{b4} e^{ui}$$

Dimana : Yi = Struktur modal, merupakan variabel terikat
$X_i = X_1, X_2 \ldots X_n$, merupakan variabel bebas
X_1 = Cash Flow
X_2 = Sales stability
X_3 = Dividen Policy
X_4 = Profitability
b_0 = Intercept Point (konstanta)
$b_1, b_2, \ldots b_n$ = Parameter / koefisien regresi masing-masing variabel bebas
e^{ui} = Residual Eror atau faktor pengganggu

Dari hasil penelitian tersebut dapat diperoleh informasi sebagai berikut :

1. Struktur modal perusahaan Semen yang masuk pasar modal lebih favorable dibanding dengan sebelum masuk pasar modal. Hal ini ditunjukkan oleh fungsi manajemen pembelanjaan dengan menggunakan t test analisis (hypothesis test formeans),dengan mengukur nilai earning pershare dari ketiga perusahaan semen yang go public selama 6 periode.
2. Bahwa variabel-variabel seperti Cash flows, Sales stability, Dividend policy dan Profitabily secara bersama-sama mempengaruhi terhadap perubahan struktur modal perusahaan semen yang go public di Jakarta.
3. Bahwa secara individu variabel cash flow mempunyai pengaruh yang dominan dibanding dengan variabel lainnya terhadap perubahan struktur modal. kemudian secara berturut-turut adalah profitability, sales stability kemudian yang terakhir adalah dividend policy.
4. Struktur modal perusahaan semen sebelum dan sesudah go public mempunyai pengaruh terhadap Rentabilitas Modal Sendiri.

5. Selama periode penelitian, sebagian besar perusahaan semen yang go public di jakarta melakukan kebijaksanaan struktur modal dengan menggunakan Debt to equity ratio yang kecil atau rendah atau dengan kata lain menggunakan hutang jangka panjang yang lebih kecil dari modal sendiri.

Himmiyatul Amanah Jiwa Juwita (1997) dengan penelitian yang berjudul *Analisis Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada Sektor Perbankan Di Indonesia.*

Subyek yang digunakan didalam penelitian ini adalah bank-bank yang telah melakukan akuisisi di Indonesia setelah Pakmei 1993 yaitu sebanyak 8 bank.

Adapun model analisis yang digunakan, adalah analisis Diskriminan, untuk membuktikan hipotesis pertama, dengan rumus sebagai berikut :

1. $t_{hitung} = \dfrac{X - 0}{s\sqrt{n}}$ $\qquad S^2 = \dfrac{n \Sigma di^2 - (di)^2}{n(n-1)}$

Dimana : S = Standart Deviasi $\qquad$ n = Ukuran sampel

2. $x^2 = (\Sigma \dfrac{X_1 - \mu_1}{\sigma 1})^2$, dengan df = (C-1)(B-1)

Dimana = x^2 = nilai proporsi
x_1 = nilai rata-rata sampel
μ_1 = nilai awal sampel

Untuk membuktikan hipotesis ke dua, digunakan model Fungsi Diskriminan sebagai berikut :

$$Z = V_1X_1 + V_2X_2 + V_3X_3 + V_4X_4$$

Dimana : Z = zeta score atau nilai diskriminan
V_1 = Koefisien yang mencerminkan bobot dari masing-masing variabelBebas
X_1 = nilai variabel bebas

Dari hasil penelitian ini dapat diperoleh informasi sebagai berikut :

1. Akuisisi pada sektor perbankan mempunyai dampak positif terhadap kinerja keuangan bank yang diakuisisi. Dampak positif ini tercermin pada rasio likuiditas dan solvabilitas yang semakin membaik sesudah diakuisisi.
2. Variabel yang mempunyai kontribusi dominan terhadap kinerja keuangan bank : menurut uji simultan, variabel bebas yang mempunyai kontribusi dominan terhadap kinerja keuangan bank adalah seluruh variabel bebas yang dipilih dalam fungsi diskriminan, yaitu rasio likuiditas, solvabilitas, rentabilitas dan efisiensi.

Kurnia Isnuwardiati (1997), meneliti *tentang Analisis Rasio Pertumbuhan Dalam Kinerja Keuangan Perusahaan- Perusahaan Manufaktur Yang Telah Go Publik Dan Melaku kan Akuisisi Di PT Bursa Efek Surabaya.*

Sampel yang digunakan didalam penelitian ini, sebesar 16 perusahaan dari populasi sebesar 39 perusahaan.

Adapun model yang dipakai adalah rumus pertumbuhan dan t test untuk membedakan sebelum dan sesudah akuisisi, adalah sebagai berikut :

1. Rumus Pertumbuhan : $NOI_t = NOI_1 (1+g)^{t-1}$,

   Dimana : NOI_t = laba usaha tahun ke t
   NOI_1 = laba usaha tahun pertama atau t-1
   G = tingkat pertumbuhan

2. $t_{hitung} = \dfrac{d}{\sqrt{\dfrac{S_1^2}{N_1} + \dfrac{S_2^2}{N_2}}}$ Dimana : d = selisih nilai rata-rata 1 dan 2
   S = simpangan baku beda sampel
   N = ukuran sampel

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Informasi yang didapat dari penelitian tersebut adalah sebagai berikut :

1. Dari hasil perhitungan pertumbuhan seluruh perusahaan menunjukkan bahwa pada satu tahun dan dua tahun setelah melakukan akuisisi NS, NOI dan NI

   Menunjukkan pertumbuhan yang berbeda nyata.

2. Dari hasil uji t sebelum dan sesudah melakukan akuisisi secara menyeluruh , tidak ada beda nyata pertumbuhan NS, NOI, NI, EPS dan DS hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pertumbuhan kinerja keuangan baik sebelum dan sesudah akuisisi.

3. Dari semua kelompok industri, tidak terdapat beda nyata untuk semua variabel yang diteliti untuk tiap dua kelompok industri. Namun pada variabel NI , dari 45 uji t mempunyai hasil hipotesis yang menyatakan, bahwa terdapat perbedaan nyata pertumbuhan NI pada dua kelompok industri yang dibedakan sebanyak 16 hasil uji t.

4. Pada saat perusahaan melakukan akuisisi, perusahaan berada pada posisi puncak pertumbuhan kinerja keuangan dan ingin dipertahankan melalui akuisisi, walaupun kemudian pengaruh dari akuisisi diperoleh angka pertumbuhan yang menurun.

Dhani Ichsanuddin Nur (1997), dengan penelitiannya yang berjudul Analisis Pengaruh Perubahan Sumber-Sumber Pendanaan Terhadap Perubahan Laba Bersih Perusahaan farmasi Dan Kimia Yang Go Public Di Indonesia.

Populasi yang digunakan adalah perusahaan kimia dan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya dengan mengambil sampel

sebanyak 10 perusahaan. Sedangkan perumusan modelnya dengan menggunakan Autoregresif, Sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{2it-1} + \beta_4 X_{2it-2} + \beta_5 X_{2it-3} + \beta_6 X_{3it} + \beta_7 X_{3it-1} + \beta_8 X_{3it-2} + \beta_9 X_{it-3} + \beta_{10} Y_{it-1}$$

Dimana : Y = Perubahan laba bersih
X_1 = Perubahan hutang jangka pendek
X_2 = Perubahan hutang jangka panjang
X_3 = Perubahan modal sendiri
I = Observasi Perusahaan ke i
Y_{it-1} = Perubahan laba bersih tahun lalu
α = Konstanta
β = Koefisien Regresi
U = Disturbance Error
t = Periode waktu

1310883

Dari hasil penelitian tersebut dapat diperoleh informasi sebagai berikut :

1. Perubahan hutang jangka pendek berpengaruh positip terhadap perubahan laba bersih, hal ini menunjukkan bahwa pemanfaatan hutang jangka pendek cenderung menguntungkan bagi perusahaan.
2. Perubahan hutang jangka panjang cenderung kurang menguntungkan karena memiliki return yang rendah jika dibanding dengan tingkat bunga pinjaman.
3. Perubahan hutang jangka panjang satu periode lalu, dua periode lalu dan tiga periode lalu cenderung kurang menguntungkan bagi perusahaan karena memiliki return yang lebih rendah jika dibandingkan dengan tingkat bunga pinjaman.
4. Perubahan modal sendiri cenderung menguntungkan. Perubahan modal sendiri satu periode lalu lebih menguntungkan dibanding dengan perubahan modal sendiri tiga periode lalu.

5. Perubahan laba bersih periode lalu cenderung kurang menguntungkan karena m,empunyai hasil yang negatif, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa modal sendiri memiliki pengaruh yang dominan terhadap perubahan laba bersih perusahaan.
6. Berdasar hasil analisis, dapat disimpulkan bahwa perubahan hutang jangka pendek, perubahan hutang jangka panjang dan perubahan modal sendiri secara bersama-sama memiliki pengaruh yang nyata terhadap perubahan laba bersih Perusahaan.

Penelitian yang dilakukan kali ini mempunyai persamaan dan perbedaan dengan penelitian diatas.

Adapun persamaannya adalah sebagai berikut :

1. Menggunakan objek penelitian industri farmasi yang go public di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya.
2. Menggunakan alat analisa Autoregresif model.

Sedangkan perbedaannya, adalah sebagai berikut :

1. Meneliti pengaruh pertumbuhan struktur modal (hutang jangka panjang dan modal sendiri) terhadap pertumbuhan rentabilitas modal sendiri serta membandingkannya sebelum dan sesudah akuisisi.
2. Penelitian kali ini menggunakan objek penelitian perusahaan farmasi dan kimia yang melakukan akuisisi.

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

2.2. Tinjauan Teoritis

Berikut ini disajikan beberapa kajian teoritis sebagai dasar dalam melandasi perumusan hipotesis serta analisis dalam laporan penelitian ini.

1. Pengertian Merjer Dan Akuisisi

Istilah Merjer dan Akuisisi adalah dua istilah yang secara prinsip berbeda. Karena menyangkut pembicaraan tentang penggabungan usaha (business combination), kedua istilah ini sering dapat dipertukarkan (interchangable). Istilah-istilah seperti takeover, merjer (merger), akuisisi (acquisition), penggabungan (combination), penyatuan kepentingan (pooling ofinterest) pembelian (purchase), konsolidasi (consolidation), prinsipnya dalam beberapa hal tidak sama, masing-masing mempunyai karakeristik sendiri, tetapi sama dalam membicarakan tentang penggabungan usaha.

Pengertian penggabungan usaha, Accounting Principles Board (APB) Opinion No. 16 (APB, 1970) menjelaskan :" A business combination occurs when a corporation and one or more incorporate or uni corporated businesses are brought together into one accounting entity. The single entity carries on the activities of previously separate, independent enterprises ".

Secara spesifik, pengertian merjer dan akuisisi dibahas sebagai berikut :

a. Merjer

Vernon Kam (1990) memberikan definisi merjer bahwa " ... when one or more entities are absorbed by another that continues as the sole survivor. The other absorbed firms surrender their legal identities and become a part of the survivor ".

MILIK PERPUSTAKAAN Universitas Brawijaya

Dengan maksud yang sama, dan lebih terperinci, Zaki Baridwan (1992) mendifinisikan merjer :

"terjadi bila suatu perusahaan mengeluarkan saham untuk ditukarkan dengan seluruh saham biasa perusahaan lainnya. Pemegang saham perusahaan yang diambil alih ini menjadi pemegang saham perusahaan yang mengambil alih, dan perusahaan yang diambil alih tidak lagi merupakan perusahaan yang berdiri sendiri, tetapi menjadi bagian dari perusahaan yang mengambil alih ".

Jouch dan Gluech (1988) mendifinisikan merjer yang disertai dengan beberapa metode pertukaran, adalah " combination of two or more business in which one acquires the assets and liabilities of the other in exchange for stock or cash, or both companies are dissolved and assets and liabilities are combinated and new stock is issued ".

Menurut Gauham, seperti yang dikutip Kartini Muliadi dalam Bisnis Indonesia (Kartini Muliadi, 1992), merjer didefinisikan sebagai " penggabungan dua perusahaan, yang satu tetap eksis sedang yang lain mengambil alih semua asset dan tanggung jawab (liabilities) perusahaan yang diambil alih."

Keempat definisi diatas, memberikan gambaran secara jelas bahwa merjer merupakan penggabungan usaha dengan beberapa metode pertukaran. Definisi Jouch dan Gluech memberikan definisi yang lebih tepat.

Meskipun definisi-definisi yang diungkapkan diatas mempunyai maksud yang sama, yakni merjer merupakan penggabungan usaha melalui beberapa metode pertukaran, dan perusahaan yang diambil alih masih tetap hidup dan alasan ekonomis untuk bergabung, tetapi beberapa pengamat berbeda pendapat tentang status dan kondisi perusahaan yangdiambil alih. Misalnya Budiawan (1992) menjelaskan bahwa, merjer dapat juga dibentuk perusahaan baru (atau merjer sama dengan fusi perusahaan); sedangkan Wibisono (Usahawan, 1992) mengatakan

bahwa merjer dilakukan antara perusahaan yang bergabung dalam keadaan seimbang.

Kecuali fusi perusahaan, kedua pendapat diatas tidak tepat. Alasannya, pembentukan perusahaan baru mengarah pada kombinasi bentuk konsolidasi; dan perusahaan dalam keadaan berimbang bukan satu-satunya kondisi perusahaan melakukan penggabungan usaha, tetapi berbagai kondisi (yang tidak seimbang misalnya) melatar belakangi perusahaan untuk melakukan merjer.

b. Akuisisi

International Accounting Standard Committes (IASC) melalui International Accounting Standard (IAS) No. 22 (IASC, 1993a) memberikan pengertian akuisisi dengan " suatu penggabungan usaha yang mana satu perusahaan, pengambil alih, memperoleh kontrol atas net asset dan operasi perusahaan lain, yang diambil alih, melalui pertukaran asset, kewajiban jangka panjang, atau modal saham ".

Menurut Levine (1989) mengemukakan definisi akuisisi dengan " the term acquisition is used for any transaction accuring between willing parties, in which the buyer acquires all or part of the assets of seller".

Zaki Baridwan (1992) mengemukakan akuisisi dengan " bila suatu perusahaan dapat membeli (akuisisi) sebagian saham perusahaan lain (tunai atau ditukar dengan). Bila saham yang dibeli lebih dari 50% saham biasa, maka perusahaan yang sahamnya dibeli disebut dengan anak perusahaan, dan hubungannya disebut afiliasi."

Dalam mendifinisikan akuisisi, sebagian mengemukakan dengan menyebutkan skala atau ukuran perusahaan akuisitor[2] yang lebih besar dari pada perusahaan target.

Queljueo (1993) menyatakan dengan " the size of the acquired is much smaller than the acquirer, and the later exercises control and management there after."

Jadi, akuisisi merupakan penggabungan dengan cara pembelian kas atau saham. Akuisisi adalah penggabungan aktiva dan pasiva dua perusahaan atau lebih dengan carapembelian (melaluikas, sahamatau kombinasi keduanya) menurut harga pasar. selisih nilai buku dengan harga pasar akan menimbulkan goodwill (positif atau negatif).

2. Tipe-Tipe Merjer Dan Akuisisi

Secara umum, tipe-tipe M&A berbagai macam bentuknya, diantaranya adalah :

1. Merjer menurut undang-undang (Statutory merger), disebut reorganisasi tipe A.
2. Merjer kebalikan (Reverse merger).
3. Konsolidasi menurut undang-undang (Statutory consolidation) (Levine, 1989).
4. Merjer melalui perusahaan anak (Subsidiary merger atau triangular merger).
5. Merjer bersegitiga kebalikan (Reverse triangular merger).
6. Saham untuk akuisisi saham (Stock for stock acquisition). Ini disebut juga dengan reorganisasi tipe B.
7. Saham untuk akuisisi asset (Stock for asset acquisition) (Andersen, tanpa tahun)
8. Akuisisi horizontal (Horizontal acquisition)
9. Akuisisi vertikal (Vertical acquisition)

10. Akuisisi pemusatan pemasaran (concentric acquisition marketing)
11. Akuisisi pemusatan teknologi (Technology cocentric acquisition)
12. Akuisisi konglomerasi (Conglomerate acquisition) (Syarifuddin, 1992)
13. Akuisisi Strategis (Strategic acquisition)
14. Akuisisi Finansial (Financial acquisition) (Fuadi, 1992)
15. Akuisisi pemilikan untuk voting (Acqusition of property for voting). Ini disebut juga reorganisasi tipe C (Rusli, 1992)

Berikut ini dijelaskan tipe-tipe dari Merjer dan Akuisisi tersebut.

Merjer menurut undang-undang. Merjer tipe ini disebut juga reorganisasi tipe A yang memberikan arti sempit konsolidasi, dan pertukaran saham. Merjer menurut undang-undang melakukan gabungan usaha berdasarkan penetapan undang-undang negara tentang perusahaan (corporation). Penggabungan ini harus disetujui oleh Dewan Komisaris (Board Of Commissionary) dan pemegang saham. Akibat penggabungan model ini, asset perusahaan target seluruhnya ditransfer kepada akuisitor dan perusahaan target dilikuidasi. Sebagai gantinya, akuisitor memberikan sejumlah saham pada pemilik perusahaan target.

Merjer Kebalikan. Merjer tipe ini penggabungan usaha dua atau lebih perusahaan yang perusahaan targetnya tetap hidup, sedang akuisitor dilikuidasi. Merjer ini digunakan jika akuisitor menilai asset perusahaan target tidak dapat ditransfer karena peraturan atau pertimbangan lain.

Konsolidasi Menurut Undang-Undang. Konsolidasi adalah gabungan dua atau lebih perusahaan kedalam satu perusahaan baru. Seluruh perusahaan yang bergabung dilikuidasi. Konsolidasi menurut undang-undang ini merupakan

kombinasi perusahaan yang telah ditetapkan menurut undang-undang yang sebelumnya juga telah disetujui oleh dewan komisaris dan pemegang saham.

Merjer Melalui Perusahaan Anak. Merjer jenis ini juga disebut dengan merjer segi tiga. Akuisitor melakukan penggabungan perusahaan target melalui perusahaan anak. Asset perusahaan target ditransfer kepada perusahaan anak yang dimiliki akuisitor, dan pemilik perusahaan target memperoleh saham perusahaan anak akuisitor.

Merjer Bersegi Tiga Kebalikan. Akuisitor mendirikan perusahaan anak untuk tujuan merjer. Merjer dilakukan antara perusahaan anak akuisitor dengan perusahaan target. Seluruh asset ditrasfer ke perusahaan target, dan perusahaan anak dilikuidasi.

Saham Untuk Akuisisi Saham. Tipe ini disebut juga dengan reorganisasi tipe B yang merupakan akuisisi saham. Penggabungan usaha dilakukan melalui saham perusahaan target. Akuisitor membeli atau mengakui sebagian atau seluruh saham-saham perusahaan target sekaligus mengeluarkan saham baru untuk mengganti saham perusahaan target. Bagi perusahaan target yang telah go public akuisisi cara ini agak sulit dan memakan waktu lama, karena beragamnya pemegang saham pada publik.

Saham untuk Akuisisi Asset. Penggabungan usaha dilakukan melalui asset perusahaan target. Akuisitor memberikan sejumlah saham pada pemegang saham perusahaan target, dan sebagai gantinya, sebagian atau keseluruhan asset perusahaan target ditransfer kepada akuisitor. Pemindahan asset perusahaan target dapat juga dilakukan dengan melalui perusahaan anak akuisitor.

Akuisisi Horizontal. Penggabungan usaha dilakukan oleh akuisitor terhadap perusahaan target yang bergerak dalam bidang usaha sejenis. Tujuan pengambil alihan ini diantaranya adalah untuk mendapatkan sinergi.

Akuisisi Vertikal. Penggabungan usaha dilakukan terhadap perusahaan target yang bergerak dalam perusahaan pemasok bahan (baku, atau setengah jadi) yang produk jadinya dihasilkan oleh akuisitor. Akuisisi jenis ini dapat juga disebut dengan akuisisi perusahaan hilir. Sebaliknya, akuisisi perusahaan hulu, juga bisa terjadi, yakni akuisitor penghasil barang setengah jadi, melakukan akuisisi dengan perusahaan target penghasil barang jadi. Tujuan penggabungan jenis ini diantaranya untuk menjamin aliran bahan untuk proses produksi.

Akuisisi Pemusatan Pemasaran. Akuisisi jenis ini melakukan penggabungan usaha dengan cara mengambil alih perusahaan saluran distribusi yang sama dari berbagai produk yang menggunakan teknologi yang berbeda. Akuisisi ini akan menguntungkan dari segi terjaminnya distribusi produk.

Akuisisi Pemusatan Teknologi. Akuisisi jenis ini dilakukan terhadap perusahaan target yang menggunakan teknologi sama dengan akuisitor tetapi berbeda dalam distribusi. Akuisisi ini akan menguntungkan dengan teknologi yang sama dengan distribusi produk.

Akuisisi Konglomerasi. Akuisisi jenis ini, akuisitor melakukan akuisisi terhadap perusahaan target yang produknya sama sekali berbeda dengan produk akuisitor. Salah satu tujuan akuisisi jenis ini adalah defersifikasi.

Akuisisi Strategis. Akuisisi jenis ini sebenarnya hampir sama dengan akuisisi horizontal, yakni akuisitor melakukan akuisisi terhadap perusahaan target

yang menghasilkan produk sejenis. Bedanya akuisisi strategis menitik beratkan produk yang bersifat strategis guna mendapat bermacam-macam sinergi.

Bentuk Akuisisi Strategis paling mutakhir, adalah **sware swap**, yaitu pembelian saham antara dua (atau lebih) perusahaan yang terlibat. Tujuannya untuk memperoleh aliansi strategis atau tujuan tertentu, misalnya ingin meningkatkan struktur permodalan salah satu perusahaan yang terlibat.

Akuisisi Finansial. Akuisisi ini dilakukan untuk tujuan keuntungan dibidang keuangan dalam jangka pendek. Akuisitor tidak mempertimbangkan jenis usaha perusahaan target, tetapi dilihat pada kemampuan keuangannya, dan apabila memungkinkan perusahaan target ini akan dijual kembali dengan harga yang menguntungkan.

Akuisisi Pemilikan Untuk Voting. Jenis ini disebut juga dengan reorganisasi tipe C yang tidak lain adalah akuisisi asset. Akuisisi dilakukan oleh akuisitor terhadap perusahaan target dengan memberikan hak voting saham biasa (voting common stock). Tujuan akuisisi ini adalah untuk menguasai seluruh asset perusahaan target (Reksohadiprojo, 1992).

Masih dalam konteks M & A, ada dua istilah yang lebih terkenal, yaitu takeovers dan leverage buyout (LBO). Berikut ini akan dijelaskan kedua istilah tersebut.

Takeover

Transaksi takeover masih mengambil konteks penggabungan usaha dua atau lebih perusahaan menjadi satu unit usaha. Meskipun sama tentang

penggabungan usaha dan metode pencatatan, tetapi berbeda dengan M & A dalam hal teknis dan tujuan.

Burning (1989) mendifinisikan takeover dengan "involves a move by one firm to take over, or seize, another firm against the management's will." Raiborn et al (1991) mengatakan takeover "merupakan sebutan lain yang sangat populer dari merjer yang menunjukkan pengambil alihan perusahaan secara kekerasan (hostile) atau tidak bersahabat (unfriendly)."

Dari dua definisi diatas, jelas bahwa hostile takeover terutama dihasilkan dari kekuatan (power) (Trevor,1989), pembuangan (disposal) (Clements dan Houpt, 1991), perampasan (seize), tidak bersahabat (unfriendly), perampokan (raid), pematian (dissolv), atau sejenis yang berkonotasi "angker". Banyak literatur yang memberikan istilah yang dipersonifikasikan dengan hewan, seperti buaya, gurita, gajah atau beruang.

Karena itu definisi takeover adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan dengan cara kekuatan, pembuangan, perampasan, tidak bersahabat, perampokan pada saat perusahaan target lemah tanpa dikehendaki manajemen.

Leverage Buyout (LBO).

Gorman (1991) dengan " A leverage buyout is the acquisition of a target company by an investor group, which typically includes the targets's own management." Hutagalung (1992) mendifinisikan LBO adalah "suatu untuk untuk menciptakan keuntungan financial dengan membeli/mengambil alih seluruh saham (buyout) suatu perusahaan target".

Kedua difinisi diatas, memberikan pengertian bahwa LBO sama dengan takeover dalam hal tujuan tetapi berbeda dalam teknis. Perbedaan teknis adalah dalam menggunakan pembiayaan melalui jaminan perusahaan target dan hanya sedikit dana akuisitor yang diperlukan.

Langkah LBO dimulai dengan perbaikan manajemen, memanfaatkan pinjaman dari luar, memperbesar terus penyertaan (secara bertahap) dan akhirnya dikuasai. Karena begitu simpelnya, tidak heran seorang ahli LBO, seperti yang dikutip Rijanto dalam Bisnis Indonesia, mengatakan "How to over pay and rich ? It is simple if you know what to buy and how to buy it, when to sell and how to sell it. Mix financial leverage managerial ownership, clever structure and cleverer structure. It's called a LBO and what it does is cure the healthy" (Rijanto, 1992).

LBO hanya perlu sedikit dana. Pembayaran LBO dilakukan melalui obligasi rongsokan (junk bond) -- obligasi bohongan, atau pinjaman dari luar (dengan perusahaan target sebagai jaminan), menjual asset atau anak perusahaan target. Umumnya LBO menggunakan junk bond dan pinjaman dari pihak ketiga (di Amerika Serikat adalah kelompok investor yang melakukannya) untuk melakukan pengambilalihan. Pembayaran dilakukan dari aliran kas perusahaan target. Faltermayer (Hutagalung, 1992a) menjelaskan kemudahan pembayaran ala LBO ini dengan mengatakan :

Leverager deals depend on a company's ability to repay massive debt, which typically runs a higher as 90% of capitalization, from cash flow or asset sales. In eyeing the cash flow to fuel such transactions, deal makers used a maximum definition to justify a maximum price, know as EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation on plant and equipment, and amortization of intangible assets such goodwill)".

Pelaku leverage Buyout (LBO) ada empat jenis, yaitu :

1. Konglomerat
2. Kelompok Investor
3. Perusahaan Spesialis Akuisisi
4. Manajemen Target (Hutagalung, 1992).

Konglomerat dan kelompok investor adalah perusahaan-perusahaanbiasa yang melakukan M&A untuk ekspansi atau tujuan lain akuisitor. Perusahaan spesialisasi akuisisi adalah suatu perusahaan yang dibentuk khusus melakukan akuisisi. Sedangkan manajemen target adalah manajemen perusahaan itu sendiri melakukan LBO terhadap perusahaan yang sedang dikelolanya.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

3. Struktur Modal

1. Pengertian Struktur Modal

Dalam keputusan pembelanjaan akan ditentukan perimbangan yang optimal dari berbagai sumber dana yang akan digunakan.

Van Horne (1988:28) dalam hal ini memperkenalkan apa yang disebut dengan capital strukture (struktur modal), adalah merupakan perimbangan antara utang jangka panjang (Debt) dengan modal sendiri (equity).

Dari sini akan muncul bahwa keputusan pembelanjaan akan menyangkut 2 macam keputusan :

1. Penentuan struktur modal optimal, yang digambarkan melalui Debt Equity Ratio.
2. .Penentuan kebijaksanaan deviden yang digambarkan melalui Deviden Payout Ratio.

Suad Husnan (1994) menyatakan bahwa : ada tiga teori yang dapat digunakan untuk mengadakan penilaian tentang cara pembelanjaan perusahaan antara lain :

a. Mengacu Pada Pendekatan Net Income.

Dikatakan bahwa berapapun besarnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam perusahaan tidak akan mempunyai pengaruh terhadap total value of the firm, dimana biaya modal dan biaya hutang tetap walaupun hutang bertambah.

b. Mengacu Pada Pendekatan Net Operating Income.

Yang menjelaskan bahwa total value of the firm diperoleh dengan mengkapitalisasikan pendapatan sebelum bunga dan pajak, atau EBIT pada tingkat rata-rata seluruh biaya modal (ko) biaya pinjaman jangka panjang (ki)

masih tinggal tetap dengan meningkatnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam perusahaan, tetapi biaya modal (ke) akan meningkat dengan mening katnyakomponen pinjaman jangka panjang (Debt) dalam struktur modal perusahaan.

c. Teori Tradisional.

Yang menyatakan bahwa ada struktur modal yang optimal, dan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penggunaan sejumlah tertentu dari leverage.

Dengan bertambahnya pinjaman jangka panjang (debt) dalam struktur modal maka biaya pinjaman jangka panjang (Debt) sampai pada jumlah tertentu akan tidak berubah. Tetapi setelah batastertentu jika pinjaman jangka panjang terus ditingkatkanmaka biaya pinjaman jangka panjang akan semakin meningkat. Hal ini disebabkan resiko perusahaan dimata investor akan bertambah besar sehingga biaya pinjaman jangka panjang (Debt) akan semakin bertambah meningkat. Dengan meningkatnya biaya hutang jangka panjang tersebut maka biaya modal juga ikut meningkat tidak dapat menutupi biaya pinjaman jangka panjang (Debt) yang semakin meningkat tersebut. Struktur modal optimal, tercapai pada saat tambahan marginal cost dari pinjaman jangka panjang (Debt) adalah sama dengan tambahan marginal cost dari equity.

Menurut Bambang Ryanto (1991), bahwa dilihat dari pengertian pembelanjaan kwantitatif dan pembelanjaan kwalitatif ada hubungan antara kapitalisasi dengan modal sendiri.

Dikatakan bahwa dalam kapitalisasi menunjukkan jumlah securitas yang beredar (out standing) di dalam bentuk modal saham (capital stock) dan obligasi (long terms bond), dengan demikian kapitalisasi meliputi modal sendiri yang termasuk

didalamnya adalah modal saham dan surplus dalam segala bentuknya, serta modal asing yang terdiri dari obligasi atau hutang jangka panjang yang serupa.

Jadi dari uraian diatas dapat dikatakan bahwa struktur modal adalah susunan dari jenis-jenis modal yang membentuk kapitalisasi tersebut atau dapat dikatakan pula bahwa kapitalisasi menekankan pada artian kwantitatif, sedangkan struktur modal menekankan pada artian kwalitatif. Disamping itu dapat pula merupakan jumlah modal yang terikat dalam perusahaan yang meliputi jumlah hutang jangka panjang dan modal sendiri sedangkan struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (*Debt to equity ratio).*

2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Struktur modal merupakan masalah yangpenting bagi perusahaan. Dalam menyajikan berbagai metode yang bisa digunakan untuk menentukan struktur modal suatu perusahaan, sebelumnya perlu diketahui bahwa tidak ada suatu metode yang bisa dianggap paling sempurna. Disini tujuan kita adalah untuk memberikan berbagai pemahaman tentang metode tersebut apabila digunakan secara bersama-sama. Meskipun masing-masing metode tidak dapat dikatakan sempurna, namun dengan menggunakan berbagai metode tersebut, seorang manajer keuangan akan dapat memperoleh informasi yang cukup untuk mengambil keputusan yang rasional. Disamping itu kita tidak beranggapan bahwa kita akan mampu menentukan suatu struktur modal yang terbaik dalam suatu komposisi pembelanjaan yang tepat, namun lebih tepat dikatakan bahwa kita akan coba menaksir dalam suatu range berupa tingkat leverage yang tepat bagi perusahaan.

Didalam menentukan struktur modal perusahaan ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan yang berpengaruh seperti : *Cash Flows, Sales Stability, Devidend Policy dan Profitability.*

a. Cash Flows

Menganalisa kemampuan aliran kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban tetap perusahaan amatlah penting didalam mempertimbangkan struktur modal yang layak, karena ketidak mampuan memenuhi kewajiban ini berakibat adanya Financial insolvency.

Didalam analisa aliran kas perlu pula diperhitungkan berapa probabilitas ketidak mampuan memenuhi kewajiban pembayaran kas (cash insolvency), informasi ini penting bagi manajer karena dengan mengetahui probabilitas deviasi dari aliran kas yang sebenarnya dengan yang diharapkan akan dapat mengambil keputusan berupa besarnya beban tetap dan hutang dapat ditanggung sambil tetap berada dalam batas keamanan keuangan yang dapat ditolerir oleh perusahaan (Suad Husnan, 1990).

Pendapat yang lain mengatakan bahwa :

Pada saat mempertimbangkan struktur modal yang cocok/tepat, kita juga harus menganalisis kemampuan aruskas perusahaan untuk menutupi beban tetap.Semakin besar jumlah dollar dari suatu surat berharga yang dikeluarkan perusahaan dan semakin singkat jangka waktu jatuh temponya, semakin besar beban tetap perusahaan itu. Beban itu berupa pembayaran pokok hutang dan bunga hutang, pembayaran lease dan dividen saham preferen (James Van Horne, 1988).

Dengan demikian sebelum memikul tambahan beban tetap perusahaan harus menganalisis arus kas yang diharapkan pada masa yang akan datang, karena beban tetap harus dibayar dengan kas. Ketidak mampuan membayar beban ini kecuali devidend saham preferen dapat mengakibatkan financial insolvency, semakin stabil arus kas perusahaan yang diharapkan pada masa datang, semakin

besar kapasitas hutang yang dapat dijamin, dan para investor akan semakin percaya akan dana yangdititipkan pada perusahaan itu.

Disamping itu Bambang Ryanto (1991), juga mengatakan bahwa :

Keuntungan yang dilaporkan dalam buku, belum tentu dalam bentuk kas, dengan demikian jumlah kas yang ada dalam perusahaan belum tentu sama dengan jumlah keuntungan yang dilaporkan dalam buku, sehingga untuk dapat menghasilkan keuntungan tambahan kita harus mempunyai kas untuk ditahan kembali.

Dalam mempertimbangkan struktur modal yang layak, sangatlah penting untuk menganalisis kemampuan aliran kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban tetap perusahaan. Semakin besar jumlah hutang (obligasi yang beredar) dan semakin pendek waktu pelunasannya semakin besar beban tetap perusahaan. Jadi dengan memutuskan penambahan beban tetap perusahaan haruslah menganalisis aliran kas dimasa yang akan datang, karena beban tetap perusahaan haruslah dipenuhi dengan uang kas. Ketidak mampuan memenuhi kewajiban itu bisa berakibat perusahaan mengalami financial insolvency, sebaliknya semakin stabil aliran kas perusahaan semakin besar kemampuan perusahaan untuk menggunakan hutang.

b. Sales Stability

Levy and Sarnat (1990), mengatakan bahwa :The more stabile a firms sales and earning, the greeter is the probability that it will be able to meet its fixed charges out of operating income. Hence we expect such a firm to finance a relativeley larger proportion of its assets out of debt.

Stabilitas penjualan adalah faktor lain yang menentukan besarnya keuntungan dan dengan demikian akan menentukan juga jumlah hutang yang bisa dipinjam, yang pada akhirnya akan mempengaruhi stabilitas keuntungan, semakin stabil keuntungan berarti semakin semakin sempit penyebarannya.

Weston and Brigham (1986) menyatakan bahwa :

Perusahaan dengan penjualan yang stabil, boleh lebih banyak mengambil hutang dan memikul biaya tetap yang tinggi, dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Misalnya perusahaan jasa umum, karena stabilnya permintaan masyarakat akan jasa yang mereka sediakan, dapat mengambil hutang yang lebih besar dari pada perusahaan industri.

Dari beberapa pendapat diatas, dapat diambil suatu kesimpulan bahwa dengan stabilitas penjualan dapat membantu manajemen didalam mengambil suatu keputusan tentang besarnya tingkat struktur modal.

c. Dividend Policy

Disamping keputusan tentang pembelanjaan dan lain-lainnya keputusan tentang kebijaksanaan dividen perlu mendapatkan perhatian setelah perusahaan beroperasi dalam jangka waktu tertentu dan memperoleh laba. Demikianlah manajer dengan persetujuan rapat umum pemegang saham (RUPS), mengambil keputusan tentang besarnya bagian laba yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham, dan besarnya jumlah laba yangditahan guna investasi dan pengembangan perusahaan. Ada beberapa pendapat tentang dividend policy :

Weston and Brigham (1990), menyatakan bahwa :

Dividend policy involves the dicision to pay out earnings or to retain them for reinvestment in the firm.

Sedangkan Brealey and Myers (1988), mengatakan :

Dividend policy as the trade off between retained earnings on the one hand and paying out cash and issuing new shares on the other.

Menurut Levy and Sarnat (1990) bahwa :

Dividend policy is the proportion of earnings which should be distributed to its shareholders in the firm of cash dividends.

Demikian pula dengan Van Horne (1986), mengatakan bahwa :

Dividend policy is the precented of earnings paid to stack holders in cash.

Pendapat lain lagi dari Khun (1990), menyatakan bahwa :

Dividend policy may be viewed as the trade off between retaining earnings on the one hand and paying out dividends and issuing new shares on the other.

Masing-masing pendapat dari pakar diatas tidak jauh berbeda satu dengan yang lainnya, ada yang menekankan pada prosentase laba yang harus dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk kas, ada pula yang memandang dari sudut masalah keseimbangan antara laba yang ditahan membayarkan kas dan ada pula yang lebih menonjolkan agar para pemegang saham puas dengan tindakan menahan laba dalam perusahaan pada tingkat tertentu. Dengan demikian pengambil keputusan dapat merealisir kebijakan yang akan diambil dengan persetujuan rapat umum pemegang saham (RUPS) tentang besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

Alternatif Dividend Policy

Weston and Brigham (1991) mengatakan bahwa : ada tiga alternatif kebijaksanaan dalam bidang dividen yaitu;1).Dividen persaham yang stabil atau meningkat terus.2).Ratio pembayaran yang konstan (constan payment ratio). 3).Dividen reguler yang rendah ditambah ekstra.

1. Dividen yang stabil dan meningkat terus.

Kebijaksanaan inimenetapkan suatu jumlah dividen persaham yang kemudian dipertahankannya, dividen ini dinaikkan bilamana pendapatan dimasa depan akan tetap mendukung pemeliharaan tingkat dividen yang dibayarkan.

2. Ratio pembayaran yang konstan,

Sangat sedikit perusahaan melakukan kebijaksanaan ini, karena pendapatan perusahaan adalah amat berfluktuasi, maka jumlah uang dividen akan ikut berfluktuasi.

3. Dividen reguler yang rendah ditambah ekstra,

Dalam kebijaksanaan dividen ini merupakan konpromi dari kedua model kebijaksanaan diatas, hanya saja disini para investor kurang pasti tentang jumlah yang akan diterima,ini akan sangat menguntungkan bagi perusahaan yang pendapatannya kurang baik.

Banyak perusahaan yang mencoba menggunakan kebijakan dividen yang stabil, yaitu dengan membayarkan dividen dalam jumlah yang konstan. Implikasinya kebijaksanaan semacam ini akan langsung dirasakan bagi manajer keuangan yaitu harus menyediakan dana untuk membayar jumlah dividen yang tetap. Dengan demikian semakin tinggi tingkat leverage semakin besar kemungkinan perusahaan tidak bisa membayar dividen dalam jumlah yang tetap (Suad Husnan, 1986).

d. Profitability.

Pada umumnya bahwa, perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi adalah perusahaan yang didalam pembelanjaannya, menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Walaupun tidak ada pembenaran teoritis untuk kenyataan ini akan tetapi beberapa perusahaan seperti IBM, 3M dan Kodak tidak banyak menggunakan hutang, tingkat pengembalian tinggi yang mereka

nikmati, memungkinkan mereka melakukan pembelanjaan atau permodalan dengan sisa laba ditahan saja.

Suad Husnan (1986), mengatakan bahwa : Profitabilitas adalah hasil bersih dari berbagai kebijaksanaan dan keputusan. Kalau kondisi keuangan perusahaan memberikan gambaran yang menarik, maka ratio ini, akan memberikan jawaban akhir tentang seberapa efektif perusahaan dikelola.

Beberapa penulis menggunakan Rentabilitas ekonomis, Return on Investment dan Return on Equity untuk mengukur profitabilitas perusahaan, dan formulanya adalah ;

$$ROE = \frac{\text{Earning after tax (Net Income)}}{\text{Equity}}$$

Financial Leverage

Van Horne (1988),menyatakan tentang penggunaan dana bahwa untuk mana perusahaan membayar Fixed Cost dengan maksud untuk meningkatkan hasil pengembalian (return) bagi para pemegang sahamnya. Hasil pengembalian yang lebih tinggi menyebabkan harga saham lebih tinggi, dengan asumsi faktor-faktor lainnya tidak berubah, sebaliknya resiko yang lebih tinggi menyebabkan harga saham lebih rendah.

Jadi bisa dikatakan bahwa financial leverage ini adalah bertujuan untuk mencapai suatu keseimbangan yang memuaskan antara resiko dengan hasil pengembalian (return) yang diharapkan yang akan memaksimumkan harga pasar saham perusahaan.

3. Metode Penentuan Struktur Modal.

a. Analisa EBIT - EPS

Financial Leverage adalah menyangkut penggunaan dana tertentu dengan harapan untuk memperoleh keuntungan bagi pemilik modal sendiri.Leverage yang favorable terjadi apabila keuntungan yang diperoleh dengan penggunaan dana tambahan itu lebih besar dari pada biaya penggunaan dana tersebut, dan sebaliknya Leverage yang unfavorable.

Menguntungkan tidaknya financial leverage itu dapat dilihat dari pengaruhnya terhadap EPS dengan EBIT. Dengan EBIT tertentu tambahan dana dengan hutang yang mempunyai biaya modal yang lebih besar dari dividen yang dibebankan akan menghasilkan EPS yang lebih besar bila tambahan dana dilakukan dengan hutang, walaupun beban biaya lebih besar. Hal ini karena adanya Tax deductible, sedang dividen bukan merupakan Tax deductible.

b. Degree Of Financial Leverage (DFL)

Degree financial leverage (DFL), adalah perubahan persentase EPS karena adanya perubahan dari earning before interest taxes (EBIT). Misal EBIT sebesar Rp 2 juta kemudian naik menjadi Rp 3 juta, hal ini berarti terjadi kenaikan EBIT sebesar 50% ini akan menyebabkan naiknya EPS dari Rp 3,88 menjadi Rp 6,38 ; yang berarti terjadi kenaikan EPS sebesar 64,4%. Apabila prosentase itu dibandingkan, maka akan menemukan angka sebesar 1,29.

Rentabilitas

Rentabilitas suatu perusahaan adalah merupakan perbandingan antara laba dengan aktiva (modal) yang menghasilkan laba tersebut, dengan kata lain Rentabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu.

Menurut Bambang Ryanto (1991) ada dua cara penilaian Rentabilitas yaitu :

1. Rentabilitas Ekonomi (Rentabilitas perusahaan).
2. Rentabilitas Modal Sendiri (Rentabilitas Badan Usaha).

Dalam studi ini akan digunakan cara penilaian rentabilitas dengan menggunakan Rentabilitas modal sendiri, yaitu kemampuan suatu perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan keuntungan. Laba yang diperhitungkan untuk menghitung rentabilitas modal sendiri adalah laba usaha setelah dikurangi dengan biaya bunga dan pajak, sedangkan modal yang diperhitungkan disini hanyalah modal sendiri yang digunakan dalam operasi perusahaan.

3. Pertumbuhan

1. Pengertian Pertumbuhan

Dalam sudut pandang bisnis, pertumbuhan merupakan unsur yang dialami perusahaan dalam daur hidupnya. Hampton (1989,p.391) mengemukakan bahwa manajer keuangan menggunakan istilahpertumbuhan dalam ukuran dan aktivitas perusahaan dalam jangka panjang. Tiga ukuran pertumbuhan yang secara umum digunakan adalah :

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

1. Peningkatan penjualan

Peningkatandalam penjualan merupakan ukuranyang mengindikasikan bahwa perusahaan mampu mempertahankan atau menjaga posisinya dalam persaingan.Peningkatan penjualan merupakan indikator langsung dari pertumbuhan operasional perusahaan.

2. Peningkatan Profit

Ukuran ini sering kali digunakan oleh komunitas finansial dan pemilik modal. Peningkatan profit menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mentransformasikan pertumbuhan dalam penjualan dan operasi menjadi peningkatan profit perusahaan.

3. Peningkatan Assets

Peningkatan sumber daya untuk operasional perusahaan dapat mengidikasikan pertumbuhan perusahaan.

Pertumbuhan yang terjadi pada perusahaan dari tahun ke tahun mencerminkan trend pertumbuhan perusahaan. Weston dan Copeland (1992) mengemukakan bahwa pertumbuhan merupakan salah satu alat ukur kinerja perusahaan disamping rasio profitabilitas dan valuation ratio. Pertumbuhan mengukur seberapa baik perusahaan mampu mempertahankan posisi ekonomisnya dalam industri. Konsep pertumbuhan dalam sub-bab ini dikaitkan dengan analisis perubahan variabel berikut ini :

1. Hutang Jangka Panjang
2. Modal Sendiri
3. Rentabilitas Modal Sendiri

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

4. Laba Perusahaan

Laba dalam konteks ini adalah laba yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan (laporanrugi laba). Menurut Kieso dan Weygandt (1995,182) unsur – unsur perhitungan rugi laba dapat diringkas sebagai berikut :

1. Pendapatan (revenue). Arus masuk atau peningkatan lain atas harta dari suatu kesatuan atau penyelesaian kewajibannya selama suatu periode daripeny erahan atau produksi barang, pemberian jasa, atau aktivitas lain yang merupakan operasi pokok atau utama yang berkelanjutan dari kesatuan tersebut.

2. Beban (expenses) .Arus keluar atau penggunaan lain atas harta atau terjadinya kewajiban selama suatu periodedari penyerahan atau produksi barang, pemberian jasa, atau pelaksanaan aktivitas lain yang merupakan operasi pokok atau utama yang berkelanjutan dari kesatuan tersebut.

3. Keuntungan (Gains), kenaikan dalam ekuitas (harta bersih) dari transaksi sampingan kecuali yang dihasilkan dari pendapatan atau investasi oleh pemilik.

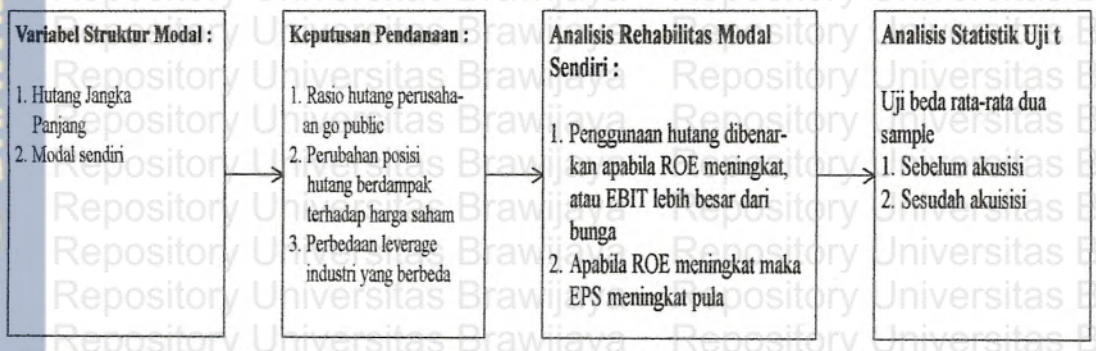
4. Kerugian (losses). Penurunan dalam ekuitas(harta bersih) daritansaksi sampingan kecuali yang diakibatkan dari bebanatau pembagian kepada pemilik. Nicolai dan Bazley (1990) menyatakan bahwa Net Income (NI) merupakan keseluruhan pendapatan perusahaan yang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut : NI = Revenue - Expenses + Gains - Losses

Dari persamaan diatas, dapat disimpulkan bahwa Net Income merupakan laba bersih setelah dikurangi seluruh beban (expenses) ditambah keuntungan (gains) dan setelah dikurangi kerugian (losses).

2.3. Kerangka Pikir

Berdasarkan tinjauan teori dan empiris tersebut diatas, maka dapat disusun kerangka pikir dalam penelitian ini, nampak pada gambar 1 berikut ini :

Gambar 1 : **Kerangka Pikir**



Sumber : Suad Husnan Dan Enny Pudjiastuti (1994 : 179), Manajemen Keuangan

Pada gambar 1 nampak bahwa, secara teoritis perusahaan mestinya menggunakan hutang yang akan meminimkan biaya modal perusahaan. Tidak mudah menentukan proporsi ini. Kesulitan ini disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, perusahaan akan enggan melakukan financing decision semata-mata untuk penggantian sumber dana karena adanya biaya penerbitan yang cukup berarti. Kedua, perusahaan mungkin tidak bisa menaksir besarnya biaya modal sendiri dan ketiga, hutang mungkin diperoleh dari pasar keuangan yang tidak kompetitif. Dengan kata lain , biaya hutang yang ditawarkan oleh yang menyediakan kredit, lebih tinggi dari bunga obligasi.

Oleh karena itu, diperlukan alat analisis lain yang dapat dipergunakan untuk menyimpulkanapakah penggunaan hutang dapat dipertanggung jawabkan atau tidak. Apakah analisis tersebut konsisten dengan analisis dari sisi biaya modal, perlu diketahui keterkaitannya.

Ada beberapa hal yang mempengaruhi pengambil keputusan pendanaan.

1. Rasio hutang yang digunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek cukup tinggi,apabila dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di AS misalnya.

2. Perubahan komposisi hutang mempunyai dampak terhadap harga saham. Studi yang dilakukan Masulis (1980) menunjukkan bahwa abnormal return yaitu perbedaan keuntungan riil dan keuntungan sesuai dengan modal equilibrium.
3. Adanya perbedaan leverage yang digunakan oleh industri yang berbeda.

Analisis rentabilitas ekonomis dan rentabilitas modal sendiri :

1. Pada saat kita sulit untuk menaksir biaya modal sendiri, dan peniongkatan resiko yang ditanggung pemodal karena menggunakan tambahan hutang, analisis yang mendasarkan pada pemikiran bahwa penggunaan hutang dapat dibenarkan sejauh diharapkan bisa memberikan tambahan laba operasi atau EBIT yang lebih besar dari bunga yang dibayar. Ini berarti penggunaan hutang tersebut diharapkan akan memberikan rentabilitas ekonomi yang lebih besar dari bunga kredit tersebut. Ini berarti penggunaan hutang akan diharapkan memberikan rentabilitas modal sendiri yang lebih tinggi dari pada seandainya menggunakan modal sendiri.
2. Peningkatan rentabilitas modal sendiri berarti juga peningkatan EPS (Laba persaham). Karena itulah analisis ini analog dengan analisisi EBIT-EPS pada berbagai Texbooks berbahasa inggris. Meskipun demikian, analisis EBIT-EPS sebenarnya mengacaukan dasar analisis, yaitu digunakan nya nilai pasar untuk variabel harga saham dan ini akan mempengaruhi berapa jumlah saham baru yang akan diterbitkan dan digunaknnya nilai buku untuk variabel EPS.

2.4. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah serta tinjauan pustaka, dapat dirumuskan hipotesis untuk menjawab permasalahan dalam penelitian ini, sebagai berikut :

MILIK PERPUSTAKAAN Universitas Brawijaya

a. Diduga setelah melakukan akuisisi maka terjadi kenaikan pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) perusahaan kimia dan farmasi yang go public di Indonesia.

b. Diduga terjadi perbedaan pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) sebelum dan sesudah melakukan akuisisi perusahaan kimia dan farmasi yang go public di Indonesia.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

III. METODE PENELITIAN

3.1. Ruang lingkup Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan kimia dan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya dengan ruang lingkup analisis rasio pertumbuhan Hutang Jangka Panjang, Modal Sendiri dan Rentabilitas Modal Sendiri pada perusahaan farmasi dan kimia yang melakukan akuisisi dari tahun 1990 sampai tahun 1994. Adapun data yang dibutuhkan sehubungan dengan analisis tersebut adalah data tiga tahun sebelum melakukan akuisisi dan data tiga tahun sesudah melakukan akuisisi, dengan perincian sebagai berikut :

1. Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1990, membutuhkan data tahun 1987 sampai dengan tahun 1993.
2. Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1991, membutuhkan data tahun 1988 sampai dengan tahun 1994.
3. Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1992, membutuhkan data tahun 1989 sampai dengan tahun 1995. dan
4. Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1994, membutuhkan data tahun 1991 sampai dengan tahun 1997.

3.2. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yang diteliti diambil dari perusahaan kimia dan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa efek Surabaya. Kedua industri ini dipilihkarena

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

memiliki karakteristik yang relatif sama. Kriteria pemilihan sampel perusahaan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan sampel memiliki laporan keuangan secarakontinue selama periode penelitian yaitu dari tahun 1987- 1997. Hal ini dimaksudkanuntuk mengetahui trend dari variabel-variabel yang akan dianalisis.
2. Perusahaan sampel memiliki laporan keuangan yang diterbitkan per 31 Desember, jadi perusahaan yang memulai operasi tahun fiskalnya diluar tanggal 1 Januari tidak dimasukkan dalam analisis. Hal ini dimaksudkan untuk menghindari perhitungan kuartal.
3. Perusahaan memiliki atau menggunakan sumber dana baik eksternal maupun internal dalam periode penelitian.

Jumlah perusahaan kimia dan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta maupun Bursa Efek Surabaya adalah sebanayak *18 perusahaan,* dan yang melakukan akuisisi sebanyak 8 *perusahaan*, serta waktu dilakukannya akuisisi yang berbeda-beda. Dengan sengaja kedelapan perusahaan iniakan diteliti (purposive sampling), dengan waktu penelitian 3 tahun baik sebelum maupun sesudah akuisisi. Adapun Identifikasi perusahaan farmasi dan kimia yang go pubik di BEJ dan BES ,nampak pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3 : Perusahaan farmasi & kimia yang melakukan akuisisi di Indonesia

Tahun Akuisisi	Jumlah Perusahaan
1990	1
1991	3
1992	1
1994	3

Sumber : Indonesia Capital Market Directory

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

3.3. Sumber Data Dan Teknik Pengambilan Data

Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan kimia dan farmasi yang go publik di Bursa Efek Jakarta maupun Bursa Efek Surabaya. Jenis data yang dikumpulkan berupa data perkembangan laporan keuangan perusahaan farmasi dan kimia untuk periode 1987 hingga periode 1997. Sedangkan tehnik pengumpulan data yang digunakan adalah tehnik dokumentasi.

Pengumpulan data juga dilakukan melalui riset perpustakaan yang dimaksudkan untuk mendapatkan buku-buku literatur, majalah ilmiah, dan jurnal yang relevan dengan masalah yang akan diteliti. Tehnik yang digunakan dalam pengumpulan data sekunder dari sumber eksternal ini juga menggunakan tehnik dokumentasi.

3.4. Identifikasi Variabel.

Pertumbuhan yang merupakan sasaran dalam analisis menurut Weston & Copeland (1995), merupakan ukuran yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonomi didalam industrinya, sedangkan data yang dilaporkan adalah dalam angka nominal sehingga tingkat pertumbuhan yang dihitung merupakan penjumlahan pertumbuhan nyata ditambah faktor kenaikan tingkat harga.

Van Horne (1988), didalam struktur modal, akan dihadapkan pada permasalahan yang berhubungan dengan resiko finansial antara lain 1. resiko tidak terbayarnya hutang karena adanya beban tetap berupa bunga, 2. resiko semakin kecilnya bagian laba bagi pemegang saham (earning available to common stock).

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini, adalah sebagai berikut :

1. Hutang Jangka Panjang (LTD)
2. Modal Sendiri (E)
3. Rentabilitas Modal Sendiri (ROE)

3.5. Pengukuran Variabel.

Variabel yang akan dianalisis didalam penelitian ini, seperti yang tertera sebagai berikut :

3.5.1. Hutang Jangka Panjang (LTD)

Hutang Jangka Panjang, adalah kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya (jatuh temponya) jangka panjang (lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca).

3.5.2. Modal Sendiri (E)

Modal sendiri atau modal saham, adalah merupakan hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik perusahaan.

3.5.3. Rentabilitas Modal Sendiri (ROE)

adalah mencerminkan kinerja perusahaan yang secara komprehensif menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas modal yang digunakan didalam operasi perusahaan. Rentabilitas modal sendiri diperoleh dari Earning after taxes dibagi dengan equity.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

3.6. Pengujian Hipotesis.

Copeland,et al (1992), menjelaskan tentang rumus pertumbuhan laba uaha (NOI) yang dapat ditulis sebagai berikut :

$$NOI_t = NOI_1 (1+g)^{t-1}$$

dimana : NOI_t = laba usaha (net operating income) pada tahun ke t

NOI_1 = laba usaha (net operating income) pada tahun pertama atau t-1

g = tingkat pertumbuhan (growt rate)

Dari rumus tersebut diatas maka maka untuk mencari tingkat pertumbuhannya dapat ditulis dengan :

$$G = \frac{NOI_t - NOI_1}{NOI_1}$$

Sedang menurut John A Hopkin (1973), untuk mengetahui tingkat pertumbuhan, dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$G = \frac{\Delta E}{E}$$

dimana :

G = tingkat pertumbuhan (growt rate)
E = kekayaan (equity atau net wort)
ΔE = perubahan kekayaan (change in equity)

3.6.1. Menghitung Pertumbuhan

Untuk menguji hipotesis yang telah disebutkan terdahulu, maka digunakan dasar kedua teori tersebut diatas yaitu tingkat pertumbuhan yang diukur, adalah dengan menggunakan :

$$G_{LTD} = \frac{\Delta L}{LTD}$$

$$G_{ROE} = \frac{\Delta ROE}{ROE}$$

dimana :

G = rasio pertumbuhan
$\Delta LTD = LTD_t - LTD_{t-1}$
$\Delta ROE = ROEt - ROE_{t-1}$
LTD = Long Term Debt (Hutang Jangka Panjang)
ROE = Return On Equity (Rentabilitas Modal Sendiri)

Data yang dikumpulkan untuk diolah adalah data selama tujuh tahun. Dimana data tersebut yang terdiri dari data satu tahun, data dua tahun , tiga tahun sebelum akuisisi data saat melakukan akuisisi dan data satu tahun, data dua tahun serta data tiga tahun sesudah akuisisi.

Kemudian dari data yang terkumpul dan tersusun, maka dengan menggunakan rumus pertumbuhan tersebut, maka dapat dihitung nilai rasio pertumbuhannya untuk tiap variabel yang dianalisis.

Dimana :

1. **G1**, adalah rasio pertumbuhan -1 yaitu dihitung sejak tiga tahun sebelum melakukan akuisisi sampai dua tahun sebelum akuisisi.
2. **G2**, adalah rasio pertumbuhan -2 yaitu dihitung sejak dua tahun sebelum akuisisi sampai satu tahun sebelum akuisisi.

3. **G3**, adalah rasio pertumbuhan -3 yaitu dihitung sejak satu tahun sebelum akuisisi sampai tahun dilakukannya akuisisi.
4. **G4**, adalah rasio pertumbuhan -4 yaitu dihitung sejak tahun akuisisi sampai satu tahun sesudah akuisisi.
5. **G5**, adalah rasio pertumbuhan –5 yaitu dihitung sejak satu tahun sesudah akuisisi sampai dua tahun sesudah akuisisi.
6. **G6**, adalah rasio pertumbuhan –6 yaitu dihitung sejak dua tahun sesudah akuisisi sampai tiga tahun sesudah akuisisi.

Sedang untuk mengetahui pertumbuhan variabel Hutang Jangka Panjang (TD) Modal Sendiri (E) dan Rantabilitas Modal Sendiri (ROE) setelah melakukan akuisisi, maka dilakukan dengan cara menghitung rata-rata rasio pertumbuhan satu tahun , dua tahun dan tiga tahun sesudah melakukan akuisisi tersebut yaitu rata-rata G4, rata-rata G5 dan rata-rata G6

3.6.2. Perbedaan Pertumbuhan sebelum Dan Sesudah Akuisisi

Sedangkan untuk mengetahui perbedaan pertumbuhan variabel yang dihitung Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) sebelum dan sesudah melakukan akuisisi, maka dilakukan dengan membandingkan rasio pertumbuhan sebelum melakukan akuisisi dengan rasio pertumbuhan sesudah melakukan akuisisi yaitu dengan menggunakan uji t, untuk

dua kelompok sampel yang berpasangan, dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{d}{\sqrt{\frac{S_1^2}{N_1} + \frac{S_2^2}{N_2}}}$$

dimana :

d = selisih nilai rata 1 dan 2 N = ukuran sampel
S = simpangan baku beda sampel

Untuk mempermudah dalam perhitungan, maka digunakan angka 1 dan angka 2 dibelakang perhitungan varian dan rata-rata, dimana :

Varian 1, adalah varian dari data pertumbuhan sebelum melakukan akuisisi yaitu G1, G2 dan G3

Varian 2, adalah varian dari data pertumbuhan sesudah melakukan akuisisi yaitu G4, G5 dan G6

Rata 1 , adalah hasil rata-rata dari G1 ,G2 dan G3

Rata 2 , adalah hasil rata-rata dari G4 , G5 dan G6

Uji t ini digunakan juga untuk membedakan pertumbuhan variabel yang diteliti LTD, E dan ROE pada saat satu tahun, dua tahun dan tiga tahun baik sebelum maupun sesudah akuisisi dari semua industri.

Sedang untuk semua perhitungan yang dilakukan dalam penelitian ini, dengan menggunakan bantuan komputer program EXCEL.

Dari hasil t yang diperoleh, maka dibandingkan dengan t tabel untuk menentukan tingkat signifikansinya yaitu dengan $\alpha = 5\%$ maka :

1. Bila t hitung > t tabel, maka dikatakan ada beda nyata tentang tingkat pertumbuhan yang dibedakan.

2. Bila t hitung < t tabel maka dinyatakan bahwa tingkat pertumbuhan yang dibedakan tersebut tidak terdapat beda nyata.

Sehingga beda penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, adalah terletak pada variabel yang diukur yaitu Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (E) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE) serta lebih menekankan menggunakan obyek penelitian kelompok industri farmasi dan kimia yang go public diIndonesia. Dimana pengukuran ini melputi rasio pertumbuhan masing-masing perusahaan, rasio pertumbuhan rata-rata seluruh perusahaan, Uji beda rasio pertumbuhan sebelum dan sesudah melakukan akuisisi, uji beda pertumbuhan setelah melakukan akuisisi.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Variabel Analisis.

Didalam penelitian ini digunakan perhitungan dengan menggunakan rasio pertumbuhan untuk tiga macam variabel yang dianalisis yaitu hutang jangka panjang, modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri. Dengan tiga variabel tersebut, maka digunakan dana awal dari masing-masing perusahaan seperti yang tertera pada lampiran 2, yang memuat data perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1990, 1991, 1992 dan 1994.

Hasil yang diperoleh dari penelitian tentang rasio pertumbuhan hutang jangka panjang, modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri perusahaan farmasi dan kimia yang go public dan melakukan akuisisi, adalah dilakukan dengan cara menghitung pertumbuhan, kemudian menghitung t untuk menganalisis rata-rata pertumbuhan perusahaan keseluruhan serta pertumbuhan sebelum dan sesudah akuisisi, dan menghitung rata-rata pertumbuhan seluruh perusahaan.

4.2. Pertumbuhan Masing-Masing Perusahaan

Untuk pertumbuhan masing-masing perusahaan seperti tertera pada lampiran 2 yang merupakan hasil rasio pertumbuhan hutang jangka panjang,modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri yang masing-masing disajikan dalam G1, G2, G3, G4, G5 dan G6. Adapun hasil perhitungannya seperti nampak pada tabel berikut ini :

Tabel 4. Pertumbuhan hutang jangka panjang (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia .

No.	Nama Perusahaan	G1	G2	G3	G4	G5	G6
	Akuisisi Tahun 1990						
1.	PT Dankos L.	0	0	0,125	0,906	-1	0
	Rata-Rata	0	0	0,125	0,906	-1	0
	Akuisisi Tahun 1991						
1.	PT Kalbe Farma L	0	0	- 0,033	0,934	-0,125	102,305
2.	PT Polysindo EPL	-0,082	-0,432	1,877	1,993	-0,008	1,906
3.	PTSquib I	-0,004	0,069	5,547	-0,446	3,792	-0,109
	Rata-Rata	-0,029	-0,121	2,464	0,827	1,220	34,701
	Akuisisi Tahun 1992						
1.	PT Unggul I C	0	0	1,901	-0,024	0,807	0,181
	Rata-Rata	0	0	1,901	-0,024	0,807	0,181
	Akuisisi Tahun 1994						
1.	PT Sari Husada	4,790	0,230	0,251	- 0,552	-0,937	-0,948
2.	PT Darya Varia L	0	0	-0,241	58,187	-0,973	0,400
3.	PT Aneka Kimia L	-0,793	3,853	0,043	0,720	1,448	0,300
	Rata-Rata	1,333	1,361	0,018	19,452	-0,154	-0,083

Sumber : Lampiran 3 , Diolah

Keterangan :

G1 = pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = pertumbuhan 2 tahun sebelum akuisisi
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G6 = Pertumbuhan 3 tahun sesudah akuisisi

Pada Tabel 4 diatas, nampak bahwa untuk perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 1990 sebanyak satu perusahaan, pada tiga tahun dan dua tahun sebelum akuisisi tidak nampak adanya pertumbuhan, hal ini dapat dilihat pada G1 dan G2 dimana angka rata-ratanya sebesar 0. Pada satu tahun sebelum akuisisi sampai tahun akuisisi, pertumbuhannya cenderung meningkat, yang ditunjukkan oleh G3 yaitu sebesar 0,125 Pertumbuhan ini cenderung meningkat sampai satu tahun setelah akuisisi yaitu sebesar 0,906 pada G4 dan terus menurun sampai dua tahun setelah akuisisi yaitu G5 sebesar –1 dan bahkan G6, satu tahun setelah akuisisi angka pertumbuhannya sebesar 0.

Jika dikaitkan dengan kondisi perusahaan, pada tahun 1987-1988 merupakan tahun-tahun sulit bagi perekonomian Indonesia, hal ini membawa dampak yang

berat terhadap dunia farmasi, persaingan didalam industri semakin tajam, beberapa perusahaan farmasi terpaksa gulung tikar atau dijual kepada pihak lain. (PT Dankos L, 1988-89:15). Pada tahun 1990 mulai ada perkembangan perekonomian nasional, ini memberikan dampak adanya perkembangan industri farmasi yang menggembirakan pada tahun 1990, hal ini disebabkan oleh adanya peningkatan tingkat pendapatan masyarakat serta kesadaran tentang cara hidup yang sehat. Dilain pihak, dengan kebijaksanaan pemerintah tentang pengadaan obat-obatan serta perluasan pelayanan kesehatan pada masyarakat melalui Paket 28 Mei 1990, Sejalan dengan ini, maka pada tahun 1990 Perusahaan telah menunjukkan pertumbuhan yang baik dibidang penjualan dan laba perusahaan. (PT Dankos Laboratoria, 1990:7). Hal ini merupakan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan kapasitas produksinya. Dilain pihak pada tahun 1991 pemerintah mengeluarkan kebijaksanaan uang ketat (PT Dankos Laboratoria, 1991:7).

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1991, angka pertumbuhan tiga tahun dan dua tahun sebelum akuisisi, cenderung menurun , yang ditunjukkan oleh angka rata-rata G1 dan G2 berturut-turut sebesar –0,029 dan –0,121 Angka pertumbuhan ini mengalami kenaikan pada satu tahun sebelum akuisisi sampai satu tahun setelah akuisisi dimana pertumbuhannya mempunyai angka positip seperti ditunjukkan oleh G3 dan G4 yaitu sebesar 2,464 dan 0,827. Angka pertumbuhan ini kecenderungannya bertambah walaupun peningkatannya menurun seperti angka pertumbuhan dua tahun dan tiga tahun setelah akuisisi yaitu G5 dan G6 yang mempunyai angka positip sebesar 1,220 dan 34,701

Secara rata-rata pertumbuhan hutang jangka panjang dari perusahaan farmasi dan kimia yang melakukan akuisisi pada tahun 1991 menunjukkan adanya

peningkatan sejak satu tahun sebelum akuisisi sampai dengan tiga tahun setelah akuisisi. Jika kita lihat secara individu, PT Polysindo Eka Perkasa dan PT Squibb Indonesia, menunjukkan tingkat pertumbuhan yang relatif kecil jika dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan PT Kalbe Farma, berfluktuasinya tingkat pertumbuhan hutang jangka panjang itu, adalah merupakan pertimbangan perusahaan karena tingginya tingkat persaingan sedang tingkat pertumbuhan hutang jangka panjang PT Kalbe Farma sampai dengan tiga tahun setelah akuisisi justru meningkat. Jika kita kaitkan dengan kondisi perusahaan pada tahun 1992, satu tahun setelah akuisisi, Peningkatan pertumbuhan hutang jangka panjang ini kemungkinan dapat dikaitkan dengan usaha PT Kalbe Farma dalam memperkuat posisinya di Pasar Modal Indonesia, secara berkelanjutan untuk mengembangkan produk (PT Kalbe Farma, 1992:11). Pada tahun 1991, PT Squib memulai usaha besar dengan meningkatkan kemampuan pabrik untuk memenuhi permintaan konsumen dengan cara yang paling efisien dan hemat biaya serta aman bagi lingkungan. (PT Squib 1991:11), dilain pihak pada tahun 1990, merupakan dimulainya dikade baru pertumbuhan ekonomi yang luar biasa, yaitu dengan dikeluarkannya Kebijaksanaan Fiskal dan Keputusan Moneter Pemerintah Indonesia (PT Squibb Indonesia, 1991:14). Menurut data IMS, besar pasar farmasi Indonesia di tahun 1994 bertumbuh 15,3% menjadi Rp 1 537 .5 milyard dan tahun-tahun sebelumnya disebabkan karena adanya kenaikan pendapatan perkapita serta adanya kesadaran akan hidup sehat (PT. Kalbe Farma , 1994:28).

Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1992, sebanyak satu perusahaan, dimana angka pertumbuhannya meningkat, mulai dari tiga tahun , dua tahun dan satu tahun sebelum akuisisi hingga tiga tahun sesudah akuisisi, angka

pertumbuhannya cenderung meningkat seperti nampak pada G1 sebesar 0 , G2 0 dan G3 1,901 , G4 –0,024 ,G5 0,807 dan G6 sebesar 0,181. Hal ini disebabkan pada tahun 1991, perusahaan memperoleh fasilitas pinjaman sindikasi hingga jumlah maksimum US$ 50 juta dengan The Chase Manhattan Asia Limited, Hongkong, sebagai arranger dan the chase Manhattan Bank, NA sebagai agen. Pada tahun 1992, perusahaan memperoleh pinjaman dari Bank Central Asia, Nassau, sejumlah US$ 20 juta dengan bunga berkisar antara 7-10% pertahun. Pinjaman ini dijamin dengan hak atas tanah dan bangunan tertentu serta akan jatuh tempo pada tahun 1995 (PT Unggul Indah Corporation ,1992:14).

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1994, angka pertumbuhan hutang jangka panjang, mempunyai kecenderungan meningkat, mulai tiga tahun sebelum akuisisi sampai satu tahun setelah akuisisi, seperti nampak pada angka rata-rata G1 sebesar 1,333; G2 sebesar 1,361; G3 sebesar 0,018 dan G4 sebesar 19,452 angka pertumbuhan dua tahun dan tiga tahun setelah akuisisi cenderung menurun,seperti nampak pada G5 sebesar –0,154 dan G6 sebesar –0,083. Penurunan tingkat pertumbuhan hutang jangka panjang dari perusahaan farmasi dan kimia ini, dapat dengan kebijaksanaan Pemerintah tahun 1993, telah mengeluarkan beberapa kebijakan moneter, diantaranya menurunkan tingkat bunga pinjaman untuk lebih memacu kegiatan usaha dengan harapan target pertumbuhan ekonomi dapat dicapai, namun kenaikan harga BBM, tarip listrik dan angkutan diawal tahun merupakan pemicu utama melesatnya laju inflasi sehingga tingkat inflasi tahun 1993 kembali mendekati 2 digit melampoi inflasi tahun 1992 yang hanya mencapai 4,6%. (PT Sari Husada 1993:13). Pada tahun 1997, ditandai dengan krisis moneter yang semula tidak diperkirakan akan berkepanjangan dan

mempunyai magnitude yang sangat besar. Krisis yang semula berawal dari gejolak mata uang pada bulan Juli dan dimulai dari Thailand, akhirnya memukul perekonomian Indonesia dengan berbagai dampaknya seperti naiknya kurs dolar Amerika Serikat, yang mempunyai dampak langsung sangat serius bagi perusahaan yang menggunakan bahan baku impor (PT Sari Husada, 1997:10). Pada tahun 1994, untuk mengurangi resiko akibat terjadinya perubahan nilai tukar mata uang asing terhadap rupiah, perseroan dari waktu kewaktu melakukan swap atas sebagian jumlah pinjaman tersebut (PT Aneka Kimia Raya, 1994:13).

Sehingga bila dilihat dari angka rata-rata rasio pertumbuhan hutang jangka panjang secara keseluruhan, nampak pada Tabel 5 dibawah ini.

Tabel 5. Rasio pertumbuhan hutang jangka panjang (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

Tahun Akuisisi	G1	G2	G3	G4	G5	G6
1990	0	0	0,125	0,906	-1	0
1991	-0,029	-0,121	2,464	0,827	1,220	34,701
1992	0	0	1,901	-0,024	0,807	0,181
1994	1,333	1,361	0,018	19,452	-0,154	-0,083
Rata-Rata	0,326	0,310	1,127	5,290	0,218	8,700

Sumber : Tabel 4, Diolah

Keterangan :

G1 = Pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = Pertumbuhan 2 tahun sebelum akuisisi
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G6 = Pertumbuhan 3 tahun sesudah akuisisi

Angka rasio pertumbuhan dalam Tabel 5 menunjukkan bahwa pada saat tiga tahun sampai satu tahun sebelum akuisisi, angka rata-rata G1, G2 dan G3, menunjukkan bahwa rasio pertumbuhan hutang jangka panjang menurun yaitu 0,326; 0,310 dan 1,127. Tetapi satu tahun setelah akuisisi sampai tiga tahun setelah akuisisi angka rata-rata G4, G5 dan G6 menunjukkan kenaikan yaitu sebesar 5,290 ;0,218 dan 8,700 . Kenaikan ini terjadi pada perusahaan yang melakukan akuisisi

tahun 1991, yaitu PT Kalbe Farma Laboratoria, karena sampai dengan tahun 1994, di Indonesia masih belum mengalami krisis ekonomi, dimana kurs rupiah terhadap dolar AS masih stabil sehingga hal ini mempunyai dampak terhadap meningkatnya hutang jangka panjang. Menurut data IMS, besar pasar farmasi di Indonesia tahun 1994 bertumbuh 15,3% menjadi Rp 1 537,5 milyar, kenaikan tahun 1994 dan tahun-tahun sebelumnya karena kenaikan pendapatan perkapita dan meningkatnya kesadaran akan hidup sehat dan hal ini menyebabkan kenaikan permintaan akan obat-obatan modern (PT Kalbe Farma, 1994:27). Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 1994, umumnya mempunyai pertumbuhan hutang jangka panjang yang meningkat sampai dengan dua tahun sesudah akuisisi, kemudian pada tiga tahun setelah akuisisi yaitu tahun 1997, maka pertumbuhan hutang jangka panjang mulai menurun, kenaikan pertumbuhan sebelum akuisisi ini dapat dikaitkan dengan pertumbuhan perseroan yang luar biasa namun dilain pihak perseroan masih membutuhkan bahan baku impor yang cukup besar sehingga hal ini menyebabkan bertambahnya jumlah hutang jangka panjang (PT Sari Husada, 1993:14). Penurunan pertumbuhan setelah akuisisi , dapat dikaitkan dengan iklim perekonomian di Indonesia sudah diwarnai dengan krisis ekonomi, dimana hal ini ditandai dengan anjloknya nilai tukar rupiah terhadap dollar AS, hal ini mempunyai dampak terhadap lesunya iklim investasi di Indonesia (PT Sari Husada, 1997:10).

Secara keseluruhan, pertumbuhan modal sendiri perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia, seperti nampak pada tabel 6 berikut ini.

Tabel 6 : Pertumbuhan modal sendiri (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	G1	G2	G3	G4	G5	G6
	Akuisisi tahun 1990						
1.	PT Dankos L	0,370	2,084	4,050	0,145	0,233	0,417
	Rata-Rata	0,370	2,084	4,050	0,145	0,233	0,417
	Akuisisi tahun 1991						
1.	PT Kalbe Farma L	0,183	3,664	1,752	0,122	0,664	0,145
2.	PT Polysindo EPL	1,422	8,731	1,570	0,372	0,752	0,093
3.	PT Squib I	0,073	0,174	0,136	0,094	0,229	-0,032
	Rata-Rata	0,559	4,190	1,153	0,196	0,548	0,069
	Akuisisi tahun 1992						
1.	PT Unggul IL	0,261	0,152	0,053	0,100	0,100	0,145
	Rata-Rata	0,261	0,152	0,053	0,100	0,100	0,145
	Akuisisi tahun 1994						
1.	PT Sari Husada	0,099	0,203	1,290	0,354	0,022	0,302
2.	PT Darya Varia L	0,698	3,070	5,089	0,150	0,914	-0,350
3.	PT Aneka Kimia L	2,244	0,232	2,549	0,111	0,070	-0,922
	Rata-Rata	1,014	1,168	2,976	0,205	0,335	-0,323

Sumber : Lampiran 3 , Diolah

Keterangan : G1 = Pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = Pertumbuhan 2 tahun sebelum akuisisi
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G6 = Pertumbuhan 3 tahun sesudah akuisisi

Pada Tabel 6 nampak bahwa, untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1990 mempunyai rata-rata rasio pertumbuhan modal sendiri pada tiga tahun sampai satu tahun sebelum akuisisi yaitu sebesar 0,370 untuk G1; 2,084 untuk G2 dan 4,050 untuk G3. Sedangkan angka pertumbuhan satu tahun setelah akuisisi mengalami penurunan, yaitu sebesar 0,145 untuk G4 kemudian dua tahun sampai tiga tahun sesudah akuisisi mengalami kenaikan sebesar 0,233 untuk G5 dan 0,417 untuk G6. Penurunan pertumbuhan modal sendiri ini, disebabkan karena secara umum harga saham di pasar saham mengalami penurunan, tetapi penurunan harga saham ini tidak diikuti dengan penurunan prestasi perusahaan, hal ini terbukti pada periode setelah melakukan akuisisi, perusahaan mengalami perbaikan posisinya di Pasar Modal Indonesia, hal ini ditunjukkan adanya peningkatan pertumbuhan modal sendiri pada periode dua dan tiga tahun setelah akuisisi. Dilain

pihak, peningkatan modal sendiri disebabkan oleh adanya kesepakatan Rapat Umum Pemegang Saham, untuk merubah anggaran dasar, termasuk perubahan struktur permodalan saham perseroan (PT.Dankos Laboratoria, 1989:17)

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1991, menunjukkan bahwa angka rata-rata pertumbuhan modal sendiri, berfluktuasi dan mempunyai angka rata-rata pertumbuhan yang positip.

Pada tiga tahun sebelum akuisisi, yang ditunjukkan oleh G1 sebesar 0,559; mengalami kenaikan sebesar 4,190 pada dua tahun sebelum akuisisi yaitu G2.Periode berikutnya satu tahun sebelum akuisisi dan satu tahun sesudah akuisisi mengalami penurunan sebesar 1,153 pada G3 dan 0,196 pada G4 kemudian pada dua tahun dan tiga tahun sesudah akuisisi berturut-turut mengalami kenaikan yaitu G5 sebesar 0,548 dan G6 menurun sebesar 0,069. Penurunan pertumbuhan modal sendiri pada sebelum akuisisi ini disebabkan karena masih terpengaruh oleh penurunan harga saham pada umumnya di Pasar Saham Indonesia pada tahun 1990 dan kemudian setelah akuisisi perusahaan berusaha memperkuat posisinya di Pasar Saham, dalam rangka pengembangan produknya, maka pertumbuhan modal sendirinya mulai meningkat sampai dua tahun setelah akuisisi dan kemudian tiga tahun setelah akuisisi mulai menurun lagi. Dilain pihak tahun 1990, merupakan tahun dimulainya dikade baru di Indonesia, yang ditandai dengan kebijakan fiskal dan keputusan moneter oleh pemerintah dengan adanya diregulasi perbankan, Kebijaksanaan ini diharapkan mampu memberikan angin segar bagi perkembangan perusahaan dimasa yang akan datang (PT Squib Indonesia, 1989:14). Dilain pihak bertambahnya jumlah modal sendiri, disebabkan kesepakatan Rapat Pemegang Saham serta pada tahun 1990 perusahaan telah mengeluarkan biaya sekitar Rp 637

juta untuk keperluan penelitian dan pengembangan dan pengeluaran ini akan meningkat terus dimasa yang akan datang (PT Kalbe Farma L, 1990:42).

Perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1992, sebanyak satu perusahaan, sehingga angka pertumbuhan rata-ratanya merupakan angka pertumbuhan perusahaan itu sendiri, dimana angka pertumbuhannya cenderung berfluktuasi, seperti nampak pada tiga tahun, dua tahun dan satu tahun sebelum akuisisi angka pertumbuhannya ditunjukkan oleh G1 sebesar 0,261, menurun berturut-turut menjadi G2 sebesar 0,152 dan G3 sebesar 0,053. Kemudian satu tahun, dua tahun dan tiga tahun sesudah akuisisi angka pertumbuhannya mempunyai kecenderungan naik seperti G4 sebesar 0,100; G5 sebesar 0,100 dan G6 sebesar 0,145.

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1994, mempunyai angka rata-rata pertumbuhan yang cenderung meningkat mulai tiga tahun sampai satu tahun sebelum akuisisi , seperti yang ditunjukkan oleh G1,G2 dan G3, berturut-turut sebesar 1,014; 1,168 dan 2,976, kemudian satu tahun sampai tiga tahun sesudah akuisisi angka rata-rata pertumbuhannya menurun seperti nampak pada G4 sebesar 0,205, G5 sebesar 0,335 dan G6 mempunyai angka rata-rata negatip yaitu sebesar –0,323. Sebelum akuisisi pertumbuhan modal sendiri cenderung meningkat , hal ini disebabkan karena prestasi perusahaan cukup baik, walaupun ditengah gencarnya persaingan dalam industri farmasi, namun kemudian pertumbuhannya menurun positif sampai dua tahun sesudah akuisisi dan bahkan menurun negatif sampai dengan tiga tahun seudah akuisisi, hal ini disebabkan kondisi perekonomian di Indonesia mengalami resesi pada tahun 1997, namun PT Sari Husada pertumbuhan modal sendirinya justru meningkat, hal ini dapat

dikaitkan dengan kemampuan Perseroan untuk memperoleh absolut market leader selama tahun 1997, sehingga walaupun perekonomian dalam kondisi resesi perusahaan masih tetap mampu menghasilkan laba yang memadai (PT Sari Husada, 1997:10). PT Sari Husada merupakan perusahaan dalam negeri yang menghasilkan produk makanan dan minuman yang bergisi tinggi dengan harga yang relatif murah dibanding dengan perusahaan lain.

Secara keseluruhan angka rata-rata rasio pertumbuhan dari modal sendiri, seperti nampak pada Tabel 7 berikut ini.

Tabel 7. Rasio pertumbuhan modal sendiri (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

Tahun Akuisisi	G1	G2	G3	G4	G5	G6
1990	0,370	2,084	4,050	0,145	0,233	0,417
1991	0,559	4,190	1,153	0,196	0,548	0,069
1992	0,261	0,152	0,053	0,100	0,100	0,145
1994	1,014	1,168	2,976	0,205	0,335	-0,323
Rata-Rata	0,551	1,899	2,058	0,162	0,304	0,077

Sumber : Tabel 6, Diolah

Keterangan :

G1 = Pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = Pertumbuhan 2 tahun sebelum Akuisis
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G6 = Pertumbuhan 3 tahun sesudah akuisisi

Dalam Tabel 7 diatas, menunjukkan bahwa angka rasio pertumbuhannya yaitu dari G1 meningkat terus sampai G3 berturut-turut sebesar 0,551; 1,889 dan 2,058 ,sedangkan untuk angka pertumbuhan satu tahun sampai tiga tahun sesudah akuisisi cenderung menurun walaupun angka pertumbuhannya positif yaitu seperti yang nampak pada G4 sebesar 0,162; G5 sebesar 0,304 dan G6 sebesar 0,077. Secara keseluruhan pertumbuhan modal sendiri sebelum akuisisi meningkat karena prestasi industri farmasi dan kimia cukup baik dimana pada umumnya perusahaan telah mengadakan kerja sama dengan perusahaan farmasi dan kimia yang lebih

representatif di luar negeri, dalam rangka pengembangan produknya serta mengembangkan sayapnya dalam memasarkan produknya baik didalam maupun di manca negara. Namun setelah akuisisi pertumbuhannya menurun, karena kondisi perekonomian yang kurang menguntungkan serta ketatnya tingkat persaingan.

Pertumbuhan Rentabilitas Modal Sendiri perusahaan farmasi & Kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia, disajikan pada Tabel 8 berikut ini.

Tabel 8. Pertumbuhan rentabilitas modal sendiri (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	G1	G2	G3	G4	G5	G6
	Akuisisi tahun 1990						
1.	PT Dankos L	0,286	-0,407	-0,625	1,500	0,666	0,280
	Rata-Rata	0,286	-0,407	-0,625	1,500	0,666	0,280
	Akuisisi tahun 1991						
1.	PT Kalbe Farma L	-0,595	-0,666	2,000	0,333	-0,100	0,055
2.	PT Polysindo EPL	-0,260	-0,662	-0,115	-0,870	4,666	-0,059
3.	PT Squib I	0	0,438	-0,043	-0,136	-0,158	-1,125
	Rata-Rata	-0,285	-0,297	0,614	-0,224	1,469	-0,376
	Akuisisi tahun 1992						
1.	PT Unggul I	0,200	-0,066	-0,286	-0,150	-0,235	0
	Rata-Rata	0,200	-0,066	-0,286	-0,150	-0,235	0
	Akuisisi tahun 1994						
1.	PT Sari Husada	0,050	0,263	0,042	0,217	0,179	-0,197
2.	PT Darya Varia L	0,555	-0,571	-0,611	1,143	-0,200	-1,083
3.	PT Aneka Kimia	1,182	-0,208	-0,263	1,430	-0,400	-1,166
	Rata-Rata	0,562	-0,172	-0,277	0,930	-0,140	-0,815

Sumber : Lampiran 3 , Diolah

Keterangan : G1 = Pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = Pertumbuhan 2 tahun sebelum akuisisi
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 3 tahun sesudah akuisisi

Pada Tabel 8 nampak bahwa, rasio pertumbuhan rentabilitas modal sendiri perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1990, angka pertumbuhannya sebelum akuisisi mempunyai kecenderungan yang menurun hingga negatip, yaitu sebesar 0,286 untuk G1, -0,407 untuk G2 dan sebesar –0,625 untuk G3. Sedang angka pertumbuhan rentabilitas modal sendiri periode setelah melakukan akuisisi, mempunyai kecenderungan yang meningkat yaitu sebesar 1,500 untuk G5,

kemudian menurun menjadi 0,66 untuk G5 dan 0,280 untuk G6. Penurunan pertumbuhan rentabilitas modal sendiri pada periode sebelum akuisisi ini, disebabkan karena penjualan bersih pada tahun 1991 yang mencapai Rp 26 milyard, berarti mengalami peningkatan sebesar 25,6% jika dibandingkan dengan penjualan bersih pada tahun 1990 yang sebesar Rp 20,7 milyard. Selain itu perusahaan telah melakukan reduksi biaya tetap dengan baik, sehingga harga pokok berkembang menjadi 16,8%, dimana perkembangan ini dibawah perkembangan penjualan bersih, akibatnya persentase harga pokok terhadap penjualan bersih dari 51,5% pada tahun 1990 turun menjadi 47,9% pada tahun 1991, dimana hal ini mengakibatkan berkembangnya laba kotor sebesar 35,1% pada tahun 1991. Jika kita kaitkan dengan adanya kebijaksanaan uang ketat pada tahun 1991, namun perusahaan masih dapat mengendalikan biaya bunga dengan baik sehingga labanya mengalami peningkatan dari Rp 1,9 milyard pada tahun 1990 menjadi Rp 3,1 milyard pada tahun 1991 yang berarti mengalami perkembangan sebesar 60,1%.

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada pada tahun 1991, angka pertumbuhan rentabilitas modal sendiri pada periode sebelum akuisisi mempunyai kecenderungan menurun hingga negatip, yaitu sebesar –0,285 untuk G1 dan 0,297 untuk G2, sedangkan untuk satu tahun sebelum akuisisi mengalami peningkatan menjadi sebesar 0,614 untuk G3. Peningkatan petumbuhan secara rata-rata ini mayoritas disebabkan oleh adanya pertumbuhan penjualan pada satu tahun sebelum akuisisi yaitu pada tahun 1990, dimana hasil penjualannya selama tiga tahun terakhir telah meningkat cukup mantap yaitu sebesar Rp 44,9 milyard pada tahun 1988 menjadi sebesar Rp 68,6 milyard pada tahun 1990, prestasi ini dicapai berkat

kerja keras melalui penjualan produk baru yang diproduksi dengan formulasi sendiri maupun produk yang berdasarkan lisensi dengan perusahaan multinasional (PT.Kalbe Farma L, 1990:45).

Sedangkan pertumbuhan satu tahun hingga tiga tahun sesudah akuisisi angka pertumbuhannya menurun berturut-turut, seperti nampak pada G4 sebesar –0,224 dan kemudian meningkat menjadi G5 sebesar 1,469 dan menurun menjadi G6 sebesar –0,376. Pertumbuhan rentabilitas modal sendiri sebelum akuisisi memang menurun, hal ini disebabkan olehtingkat rentabilitas modal sendiri yang berakhir pada 30 Juni 1993 adalah 13,47%, sedangkan untuk tahun 1992, 1991 dan tahun 1990 adalah sebesar 28,29%, 23,26% dan 26,24%, penurunan rentabilitas modal sendiri dari tahun ketahun ini disebabkan oleh adanya peningkatan modal sendiri, dimana Perseroan melakukan penawaran umum kepada masyarakat (PT Polysindo Eka Perkasa, 1993:10).

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1992, angka pertumbuhannya cenderung menurun dan mempunyai angka pertumbuhan negatip, mulai dua tahun sebelum akuisisi hingga tiga tahun sesudah akuisisi, seperti nampak pada G1 sebesar 0,200; G2 sebesar –0,066; G3 sebesar –0,286; G4 sebesar –0,150;G5 sebesar –0,235 dan G6 sebesar 0. Pertumbuhan rentabilitas modal sendiri perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1992, cenderung menurun sebelum dan meningkat sesudah akuisisi walaupun pertumbuhannya negatip. Laba usaha tahun 1992 mengalami peningkatan sebesar 14% dibanding dengan tahun 1991 karena operasi perusahaan yang semakin besar dengan adanya akuisisi. Laba konsolidasi sebelum pajak tahun 1992 mengalami penurunan sebesar 4,8% dibanding tahun 1991 yang disebabkan adanya biaya bunga karena serangkaian

investasi yang dilakukan oleh perusahaan serta penurunan suku bunga deposito berjangka dari rata-rata 27% tahun 1991 menjadi 16% di tahun 1992 (PT Unggul Indah Corporation, 1992:22).

Angka pertumbuhan perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 1994, mempunyai kecenderungan meningkat sampai dengan satu tahun setelah akuisisi kemudian dua tahun dan tiga tahun setelah akuisisi, pada umumnya pertumbuhan rentabilitas modal sendirinya cenderung menurun, seperti nampak pada tiga tahun sebelum akuisisi yaitu G1 sebesar 0,562 kemudian menurun menjadi G2 sebesar –0,172 dan G3 sebesar –0,277, angka pertumbuhan ini meningkat pada satu tahun sesudah akuisisi yaitu G4 sebesar 0,930 dan menurun menjadi G5 dan G6 yaitu dua tahun dan tiga tahunsesudah akuisisi,berturut-turut menjadi –0,140 dan –0,815. Pertumbuhan rentabilitas modal sendiri perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1994 cenderung mengalami penurunan, baik pada periode sebelum maupun sesudah akuisisi. Pada periode sebelum akuisisi, kondisi pasar sudah diwarnahi oleh tingkat persaingan yang ketat yang disebabkan oleh adanya kebijaksanaan pemerintah dengan adanya Paket Oktober 1993, hal ini berdampak pada menurunnya omset penjualan yang selanjutnya berpengaruh pada pertumbuhan laba bersih perusahaan, kemudian perusahaan melakukan akuisisi dengan harapan untuk meningkatkan sumber daya manusia dibidang pemasaran juga utamanya berbagai pengembangan produk melalui lisensi, namun hal ini masih belum memberikan dampak yang berarti terhadap pertumbuhan rentabilitas modal sendiri pada periode satu sampai dua tahun setelah melakukan akuisisi kemudian tiga tahun setelah akuisisi semakin terpuruk karena adanya resesi ekonomi di Indonesia pada tahun 1997. Namun sampai sekarang (1997), PT Sari Husada berhasil

menjadi Absolut Market Leader, sehingga penjualan produknya dipasar mampu mencapai 60% (PT Sari Husada, 1997:4). Selama tahun 1997 jumlah produksi mengalami peningkatan sebesar 11,27% dibanding tahun 1996, peningkatan ini diikuti dengan peningkatan penjualan konsolidasi mencapai 225,8 milyard atau meningkat sebsar 16% dibanding tahun 1996 dan laba bersih setelah pajak sebesar Rp 37,3 milyard naik 6,2% dari tahun 1996 yang sebesar Rp 35 milyard. Dilain pihak bahwa dengan terjadinya krisis ekonomi ini, menyebabkan terjadinya kenaikan biaya produksi sedangkan daya beli masyarakat menurun sebagai akibat meningkatnya inflasi tahun 1997 yang mencapai 11,05% dan menurunnya pertumbuhan ekonomi, sebagai akibatnya maka beberapa target tidak dapat tercapai (PT Sari Husada, 1997:10). Kemungkinan lain menurunnya pertumbuhan rentabilitas modal sendiri, disebabkan oleh pertumbuhan laba setelah pajak yang lebih kecil dibandingkan dengan pertumbuhan modal sendiri.

Dilihat secara keseluruhan, maka rata-rata rasio pertumbuhan rentabilitas modal sendiri, nampak pada Tabel 9 berikut ini.

Tabel 9 . Rasio pertumbuhan rentabilitas modal sendiri (%) perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

Tahun Akuisisi	G1	G2	G3	G4	G5	G6
1990	0,286	-0,407	-0,625	1,500	0,666	0,280
1991	-0,285	-0,297	0,614	-0,224	1,469	-0,376
1992	0,200	-0,066	-0,286	-0,150	-0,235	0
1994	0,562	-0,172	-0,277	0,930	-0,140	-0,815
Rata-Rata	0,191	-0,236	-0,144	0,514	0,440	-0,228

Sumber :Tabel 8, Diolah

Keterangan :

G1 = Pertumbuhan 3 tahun sebelum akuisisi
G2 = Pertumbuhan 2 tahun sebelum akuisisi
G3 = Pertumbuhan 1 tahun sebelum akuisisi
G4 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi
G5 = Pertumbuhan 2 tahun sesudah akuisisi
G6 = Pertumbuhan 1 tahun sesudah akuisisi

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Dalam Tabel 9 tersebut diatas, nampak bahwa angka rasio pertumbuhan rentabilitas modal sendiri setelah melakukan akuisisi kecenderungannya meningkat sampai dua tahun setelah akuisisi, tiga tahun setelah akuisisi cenderung menurun, yaitu dari G1 sebesar 0,191 menurun hingga negatip sampai G2 sebesar –0,236 dan G3 sebesar –0,144 kemudian meningkat pada satu tahun sesudah akuisisi pada G4 yaitu sebesar 0,514 dan menurun menjadi G5 sebesar 0,440 kemudian menurun hingga negatip pada G6 sebesar –0,228. Apabila dilihat secara keseluruhan, dari perusahaan yang melakukan akuisisi, maka nampak bahwa pada periode sebelum akuisisi umumnya pertumbuhan rentabilitas modal sendirinya menurun, hal ini disebabkan oleh tingkat pertumbuhan ekonomi Nasional yang sebesar 6-7% pertahun serta tingkat pertumbuhan industri farmasi dan kimia sebesar 13-19% pertahun, (PT Kalbe F, 1991:39), dilain pihak menurunnya laju pertumbuhan rentabilitas modal sendiri ini disebabkan oleh laju pertumbuhan modal sendiri akibat penanaman modal yang lebih cepat dari pada laju pertumbuhan tingkat laba bersih perseroan dan anak perusahaan. Laju pertumbuhan rentabilitas modal sendiri setelah melakukan akuisisi, mempunyai kecenderungan meningkat, hal ini disebabkan adanya terutama oleh peningkatan efisiensi dan produktivitas usaha serta kenaikan laba bersih Perseroan dar tahun ketahun (PT Polysindo Eka Perkasa, 1993:11). Kemungkinan peningkatan rentabilitas modal sendiri disebabkan oleh berbagai usaha dari perusahaan dalam bidang pemasaran seperti penetapan strategi pemasaran yang efisien dan efektif, media promosi yang sangat selektif, peningkatan kualitas dan aktivitas tim promosi di lapangan, penambahan tenaga pemasaran agar sejalan dengan perkembangan produk, berbagai langkah ini ditujukan untuk meningkatkan omset penjualan yang berdampak positif pada laba

bersih.. Dilain pihak kenaikan laju pertumbuhan rentabilitas modal sendiri, disebabkan karena laju pertumbuhan laba bersih perseroan yang lebih cepat dari pada laju pertumbuhan modal sendiri. Perubahan kurs valuta asing juga senantiasa mempengaruhi hasi usaha dan arus kas perseroan, penjualan perseroan diluar Indonesia secara umum dihitung dengan mata uang Dolar AS dan penjualan di Inonesia dihitung dengan Rupiah, Secara umum dipengaruhi oleh harga internasional dalam mata uang Dolar AS, sebagian besar porsi hutang dan obligasi dan pengeluaran dihitung dalam mata uang Dolar AS (PT Polysindo Eka Perkasa, 1996:26-27). Kemungkinan lain bahwa penurunan pertumbuhan rentabilitas modal sendiri dapat dikaitkan dengan hasil penjualan, laba dan biaya promosi. Pertumbuhan penjualan dan laba disebabkan oleh meningkatnya permintaan pasar serta kemampuan Perseroan dalam meningkatkan kapasitas dan produktivitas produksi yang disertai dengan efisiensi biaya (PT Sari Husada, 1993:9).

Bila data diolah secara keseluruhan untuk pertumbuhan perusahaan baik sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi, maka hasil yang diperoleh seperti nampak pada Tabel 10 hingga Tabel 15 dibawah ini. Perhitungan tersebut dimaksudkan adalah untuk melihat pertumbuhan perusahaan satu tahun, dua tahun dan tiga tahun baik sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi.

MILIK
PERPUSTAKAAN
Universitas Brawijaya

Tabel 10. Pertumbuhan satu tahun sesudah akuisisi perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	H.J.P	M.S	R.M.S
1.	PT Dankos Laboratoria	0,906	0,145	1,500
2.	PT Kalbe Farma Laboratoria	0,934	0,122	0,333
3.	PTPolysindo Eka Perkasa	1,993	0,372	-0,870
4.	PT Squib Indonesia	-0,446	0,094	-0,136
5.	PT Unggul Indah Corporation	-0,024	0,100	-0,150
6.	PT Sari Husada	-0,552	0,354	1,217
7.	PT Darya Varia Laboratoria	58,187	0,150	1,143
8.	PT Aneka Kimia Raya	0,720	0,111	1,430
	Rata-Rata	7,715	0,181	0,433
	Standar Deviasi	20,411	0,114	0,850
	T hitung	1,070	4,525	1,443

Sumber : Lampiran 3 , Diolah
Keterangan : HJP = Hutang jangka panjang
MS = Modal sendiri
RMS = Rentabilitas modal sendiri

Pada Tabel 10 nampak bahwa, dari jumlah sampel sebanyak 8 perusahaan menunjukkan bahwa pada satu tahun sesudah akuisisi, modal sendiri mempunyai hasil t hitung sebesar 4,525 yang lebih besar dari t tabel. Dimana pada tingkat α = 0,05 dan n = 8 maka t tabel = 1,860, sedangkan hutang jangka panjang dan rentabilitas modal sendiri mempunyai hasil t hitung yang lebih kecil dari t tabel yaitu sebesar 1,070 dan 1,443. Hal ini menunjukkan bahwa modal sendiri mempunyai hipotesis yang menyatakan pertumbuhan modal sendiri mempunyai beda nyata pada satu tahun setelah akuisisi. Dengan demikian modal sendiri mempunyai hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan modal sendiri mempunyai beda nyata pada satu tahun sesudah akuisisi, sedangkan hutang jangka panjang mempunyai hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan hutang jangka panjang tidak mempunyai beda nyata pada satu tahun sesudah akuisisi, demiakian juga rentabilitas modal sendiri mempunyai hipotesis yang menyatakan

bahwa pertumbuhan rentabilitas modal sendiri tidak mempunyai beda nyata pada satu tahun sesudah akuisisi.

Pertumbuhan dua tahun sesudah akuisisi baik untuk hutang jangka panjang, modal sendiri maupun rentabilitas modal sendiri, disajikan pada Tabel 11 berikut ini.

Tabel 11. Pertumbuhan dua tahun sesudah akuisisi perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	H.J.P	M.S	R.M.S
1.	PT Dankos Laboratoria	-1,000	0,233	0,666
2.	PT Kalbe Farma Laboratoria	-0,125	0,664	-0,100
3.	PT Polysindo Eka Perkasa	-0,008	0,752	4,666
4.	PT Squib Indonesia	3,792	0,229	-0,158
5.	PT Unggul Indah Corporation	0,807	0,100	-0,235
6.	PT Sari Husada	-0,937	0,022	0,179
7.	PT Darya Varia Laboratoria	-0,973	0,914	-0,200
8.	PT Aneka Kimia Raya	1,448	0,074	-0,400
	Rata-Rata	0,404	0,374	0,463
	Standar Deviasi	1,262	0,349	1,185
	t hitung	0,906	3,041	1,105

Sumber : Lampiran 3, Diolah
Keterangan : HJP = Hutang jangka panjang
MS = Modal sendiri
RMS = Rentabilitas Modal Sendiri

Pada Tabel 11 diatas, menunjukkan bahwa pada dua tahun sesudah akuisisi, modal sendiri mempunyai hasil t hitung sebesar 3,041 yang lebih besar dari t tabel. Pada tingkat $\alpha = 0,05$ dan $n = 8$ maka t tabel = 1,860. Untuk hutang jangka panjang dan rentabilitas modal sendiri mempunyai hasil t hitung yang lebih kecil dari t tabel yaitu sebesar 0,906 dan 1,105, dengan demikian menunjukkan bahwa modal sendiri mempunyai hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat beda nyata pertumbuhan modal sendiri pada dua tahun sesudah akuisisi.

Sedang hutang jangka panjang dan rentabilitas modal sendiri, hipotesisnya menyatakan tidak terdapat beda nyata pertumbuhannya dua tahun sesudah akuisisi.

Sedang pertumbuhan tiga tahun sesudah akuisisi dari sampel sebanyak 8 perusahaan, nampak pada Tabel 12 dibawah ini.

Tabel 12. Pertumbuhan tiga tahun sesudah akuisisi perusahaan perusahaan & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	H.J.P	M.S	R.M.S
1.	PT Dankos Laboratoria	0	0,417	0,280
2.	PT Kalbe Farma Laboratoria	102,305.	0,145	0,055
3.	PT Polysindo Eka Perkasa	1,906	0,093	-0,059
4.	PT Squib Indonesia	-0,109	-0,032	-1,125
5.	PT Unggul Indah Corporation	0,181	0,145	0
6.	PT Sari Husada	-0,948	0,302	-0,197
7.	PT Darya Varia Laboratoria	0,400	-0,350	-1,083
8.	PT Aneka Kimia Raya	0,300	-0,922	-1,166
	Rata-Rata	6,490	4,318	3,136
	Standar Deviasi	25,559	20,879	18,106
	T hitung	0,719	0,585	0,490

Sumber : Lampiran 3 , Diolah

Keterangan : HJP = Hutang jangka panjang
RMS = Rentabilitas Modal Sendiri
MS = Modal Sendiri

Pada Tabel 12 diatas, nampak bahwa hasil t hitung dari rentabilitas modal sendiri sebesar 0,490 yang lebih kecil dari t tabel, dimana pada tingkat $\alpha = 5\%$ dan n = 8 maka t tabel = 1,860. Hal ini menunjukkan bahwa rentabilitas modal sendiri mempunyai hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan rentabilitas modal sendiri tidak berbeda nyata pada tiga tahun sesudah akuisisi. Sedang hutang jangka panjang dan modal sendiri mempunyai hasil t hitung yang lebih kecil dari t tabel, yaitu sebesar 0,719 dan 0,585 dan hipotesisnya menyatakan bahwa pertumbuhan hutang jangka panjang tidak mempunyai beda nyata pada tiga tahun sesudah akuisisi, sedangkan modal sendiri hipotesisnya menyatakan bahwa pertumbuhan modal sendiri tidak mempunyai beda nyata pada tiga tahun sesudah akuisisi.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

4.3. Hasil T Hitung Sebelum Dan Sesudah Akuisisi

Untuk membedakan keadaan pertumbuhan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah melakukan akuisisi, maka dengan cara menghitung uji t, yaitu dengan $\alpha = 0,05$ dan $n = 8$ maka t tabel = 1,860.

Adapun perhitungannya, nampak pada lampiran 4, sedang hasil perhitungannya, seperti nampak pada Tabel 13 berikut ini .

Tabel 13 . t Hitung hutang jangka panjang farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	t hitung
	Akuisisi Tahun 1990	
1.	PT Dankos Laboratoria	0,093
	Akuisisi Tahun 1991	
1.	PT Kalbe Farma Laboratoria	-0,716
2.	PT Polysindo Eka Perkasa	-0,614
3.	PT Squib Indonesia	0,245
	Akuisisi Tahun 1992	
1.	PT Unggul Indah Corporation	0,325
	Akuisisi Tahun 1994	
1.	PT Sari Husada	0,554
2.	PT Darya Varia Laboratoria	0,699
3.	PT Aneka Kimia Raya	0,101

Sumber : Lampiran 4 , diolah

Dari Tabel 13 diatas nampak bahwa untuk perusahaan yang melakukan akuisisi pada tahun 1990, mempunyai hasil t hitung (1,262) yang lebih kecil jika dibanding dengan t tabel sebesar 1,860. Hal ini menyatakan bahwa hipotesisnya adalah tidak terdapat beda nyata pertumbuhan hutang jangka panjang sebelum dan sesudah akuisisi.

Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 1991,1992 dan tahun 1994, tidak satupun yang mempunyai hasil t hitung yang lebih besar dari t tabel sebesar

1,860, sehingga hipotesisnya menyatakan bahwa tidak terdapat beda nyata pertumbuhan hutang jangka panjang pada sebelum maupun sesudah akuisisi. Sehingga untuk semua perusahaan hipotesisna menyatakan tidak ada beda nyata pertumbuhan hutang jangka panjang baik sebelum maupun sesudah akuisisi.

Sedangkan t hitung modal sendiri perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia, seperti nampak pada Tabel 14 berikut ini.

Tabel 14 . t Hitung modal sendiri perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	T Hitung
	Akuisisi Tahun 1990	
1.	PT Dankos Laboratoria	1,262
	Akuisisi Tahun 1991	
1.	PT Kalbe Farma Laboratoria	0,594
2.	PT Polysindo Eka Perkasa	1,023
3.	PT Squib Indonesia	0,250
	Akuisisi Tahun 1992	
1.	PT Unggul Indah Corporation	0,274
	Akuisisi Tahun 1994	
1.	PT Sari Husada	0,978
2.	PT Darya Varia Laboratoria	1,453
3.	PT Aneka Kimia Raya	1,695

Sumber : Lampiran 4, Diolah

Pada Tabel 14 , nampak bahwa untuk perusahaan yang melakukan akuisisi baik tahun 1990, 1991, 1992 maupun tahun 1994 tidak satupun yang mempunyai hasil t hitung lebih besar dari t tabel. Sehingga hipotesisnya menyatakan bahwa tidak terdapat beda nyata pertumbuhan modal sendiri baik sebelum maupun sesudah akuisisi.

T hitung rentabilitas modal sendiri perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia, nampak pada Tabel 15 berikut ini.

Tabel 15 : t Hitung rentabilitas modal sendiri perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	t Hitung
	Akuisisi Tahun 1990	
1.	PT Dankos Laboratoria	-1,660
	Akuisisi Tahun 1991	
1.	PT Kalbe Farma Laboratoria	0,115
2.	PT Polysindo Eka Perkasa	-0,649
3.	PT Squib Indonesia	1,186
	Akuisisi Tahun 1992	
1.	PT Unggul Indah Corporation	0,347
	Akuisisi Tahun 1994	
1.	PT Sari Husada	0,083
2.	PT Darya Varia Laboratoria	-0,152
3.	PT Aneka Kimia Raya	0,221

Sumber : Lampiran 4, Diolah

Pada Tabel 15, nampak bahwa baik perusahaan yang melakukan akuisisi tahun 1990, 1991, 1992 dan tahun 1994, tidak satupun yang mempunyai hasil t hitung yang lebih besar dari t tabel. Sehingga hipotesisnya menyatakan bahwa tidak terdapat beda nyata pertumbuhan rentabilitas modal sendiri baik sebelum maupun sesudah akuisisi.

Bila lebih lanjut diperhatikan, maka t hitung secara keseluruhan baik sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi, seperti nampak pada Tabel 16 berikut ini.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Tabel 16. t Hitung sebelum dan sesudah akuisisi perusahaan farmasi & kimia yang go public dan melakukan akuisisi di Indonesia

Nama Perusahaan	HJP		MS		RMS	
	SBL	SSD	SBL	SSD	SBL	SSD
PT Dankos L	0,125	-0,094	6,504	0,795	-0,746	2,446
PT Kalbe F L	-0,033	103,114	5,599	0,931	0,739	0,288
PT Polysindo EP	1,363	3,891	11,723	1,217	-1,037	3,737
PT Squib I	5,612	3,237	0,383	0,291	0,395	-1,419
PT Unggul IC	1,901	0,964	0,466	0,345	-0,152	-0,385
PT Sari H	5,271	-2,437	1,592	0,678	0,255	0,199
PT Darya VL	-0,241	57,614	8,857	0,714	-0,627	-0,140
PT Aneka Kimia R	3,103	2,468	5,025	-0,737	0,711	-0,136
Rata-Rata	1,927	10,947	9,050	6,984	5,350	1,600
Standar Deviasi	2,266	27,418	22,671	19,982	17,702	16,331
T Hitung	2,406	1,130	2,830	0,990	0,855	0,277

Sumber : Lampiran 3, Diolah

Keterangan : HJP = Hutang jangka panjang
MS = Modal sendiri
RMS = Rerntabilitas Modal Sendiri
SSD = sesudah
SBL = sebelum

Pada Tabel 16 , nampak bahwa t hitung untuk hutang jangka panjang sebelum akuisisi mempunyai t hitung sebesar 2,406 yang lebih besar jika dibandingkan dengan t tabel sebesar 1,860, sedang t hitung setelah akuisisi sebesar 1,130 yang lebih kecil jika dibandingkan dengan t tabel sebesar 1,860. Dengan demikian hipotesisnya menyatakan bahwa, pertumbuhan hutang jangka panjang mempunyai beda nyata pada periode sebelum akuisisi, sedang pertumbuhan hutang jangka panjang sesudah akuisisi, tidak berbeda nyata.

Hasil t hitung modal sendiri sebelum akuisisi sebesar 2,830 dimana lebih besar dari t tabel sebesar 1,860, sedang t hitung sesudah akuisisi sebesar 0,990 dimana lebih kecil dari t tabel sebesar 1,860. Dengan demikian hipotesisnya menyatakan bahwa terdapat beda nyata pertumbuhan modal sendiri sebelum akuisisi, sedang pertumbuhan modal sendiri tidak berbeda nyata sesudah akuisisi.

T hitung untuk rentabilitas modal sendiri sebelum akuisisi sebesar 0,855 sedangkan t hitung sesudah akuisisi sebesar 0,277, dimana pertumbuhannya baik sebelum maupun sesudah akuisisi lebih kecil dari t tabel sebesar 1,860. Dengan demikian hipotesisnya menyatakan bahwa pertumbuhan rentabilitas modal sendiri baik sebelum maupun sesudah akuisisi tidak berbeda nyata.

Jika kita bandingkan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dhani IN (1997), yang menganalisis pengaruh perubahan sumber dana terhadap perubahan laba bersih pada perusahaan farmasi dan kimia yang Go public di Indonesia , menyatakan bahwa perubahan hutang jangka panjang (LTD) satu periode lalu, dua periode lalu dan tiga periode lalu cenderung kurang menguntungkan bagi perusahaan, karena memiliki return yang lebih rendah jika dibandingkan dengan tingkat bunga pinjaman. Sedangkan perubahan modal sendiri cenderung menguntungkan. Perubahan modal sendiri untuk satu periode lalu hasil yang diperoleh cenderung menguntungkan bagi perusahaan, karena return yang diperoleh relatif lebih besar dari tingkat bunga pinjaman. Perubahan modal sendiri tiga periode lalu cenderung kurang menguntungkan,return yang dimiliki relatif lebih kecil dari tingkat bunga pinjaman.

Perubahan laba bersih periode lalu cenderung kurang menguntungkan karena memiliki return yang negatif, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa perubahan modal sendiri memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap perubahan laba bersih perusahaan.

Berdasarkan pada hasil analisis, maka dapat disimpulkan bahwa perubahan hutang jangka panjang dan perubahan modal sendiri secara bersama-sama memiliki pengaruh yang nyata terhadap perubahan laba bersih perusahaan.

Jika kita kaitkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurnia I (1997), yang menganalisis rasio pertumbuhan dalam kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang telah go public dan melakukan akuisisi di BES, menyatakan bahwa pada satu tahun dan dua tahun setelah akuisisi, rata-rata pertumbuhan NS dan NOI mempunyai hasil yang signifikan, berarti terdapat pertumbuhan untuk variabel NS dan NOI, walaupun bila dilihat secara secara parsial pertumbuhan yang dialami tidak sebesar angka pertumbuhan sebelumnya.

Dari hasil uji t yang membedakan sebelum maupun sesudah akuisisi secara menyeluruh, menunjukkan rata-rata hasil, bahwa tidak ada beda nyata pertumbuhan NS, NOI, NI, EPS dan DS. Sehingga keadaan tersebut menyatakan bahwa pertumbuhan yang dialami ebelum maupun sesudah melakukan akuisisi tidak terdapat perbedaan pertumbuhan kinerja keuangan pada saat sebelum dan sesudah melakukan akuisisi.

Kaitan hasil penelitian kali ini, dengan penelitian tersebut diatas, adalah lebih memperkuat kesimpulan penelitian terdahulu, dimana pada penelitian kali ini lebih memfokuskan pada sampel perusahaan farmasi & kimia yang melakukan akuisisi di Indonesia serta menitik beratkan analisisi pertumbuhan pada variabel hutang jangka panjang, modal sendiri dan rentabilitas modal sendiri perusahaan sedang hasil kesimpulannya menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut tidak berbeda nyata baik sebelum maupun sesudah akuisisi.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

V. Kesimpulan dan Saran

5.1. Kesimpulan.

Setelah dilakukan pembahasan hasil penelitian seperti yang telah dikemukakan sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Dalam hasil perhitungan pertumbuhan seluruh perusahaan menunjukkan bahwa pada satu tahun setelah melakukan akuisisi, rata-rata pertumbuhan Hutang jangka panajng (LTD), Modal sendiri (Equity) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE), mempunyai hasil yang significan, berarti terdapat pertumbuhan untuk variabel LTD, E dan ROE. Demikian halnya pada dua tahun setelah melakukan akuisisi, untuk LTD, E dan ROE secara keseluruhan menunjukkan adanya pertumbuhan yang berbeda nyata . Untuk tiga tahun setelah melakukan akuisisi , rata-rata pertumbuhan LTD, E dan ROE mempunyai hasil yang signifikan. Jadi terbukti tetap terjadi pertumbuhan LTD, E dan ROE perusahaan setelah melakukan akuisisi, walaupun bila dilihat secara parsial pertumbuhan yang dialami tidak sebesar angka pertumbuhan sebelumnya.
2. Dari hasil uji t yang membedakan sebelum dan sesudah melakukan akuisisi secara menyeluruh, menunjukkan bahwa rata-rata hasil, tidak ada beda nyata pertumbuhan Hutang Jangka Panjang (LTD), Modal Sendiri (Equity) dan Rentabilitas Modal Sendiri (ROE), sehingga keadaan tersebut menyatakan bahwa pertumbuhan yang dialami baik sebelum maupun

sesudah akuisisi tidak terdapat perbedaan pertumbuhan LTD, E dan ROE pada saat sebelum maupun sesudah melakukan akuisisi.

3. Dapat diartikan pula bahwa,pada saat perusahaan melakukan akuisisi, perusahaan tersebut berada pada posisi puncak pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan Rentabilitas modal sendiri (ROE), sehingga dalam hal ini akuisisi hanya merupakan sebagai alat untuk mempertahankan atau memperkuat diri. Walaupun kemudian pengaruh dari akuisisi yang dilakukan diperoleh angka pertumbuhan yang menurun, tapi pada tahap berikutnya diharapkan kondisi pertumbuhan hutang jangka panjuang (LTD),modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE) meningkat pula.

5.2. Saran – Saran.

Dari kesimpulan yang diperoleh tersebut diatas, maka dapat dikemukakan beberapa saran sebagai berikut :

1. Perlu adanya kewaspadaan bagi perusahaan yang melakukan akuisisi, karena walaupun ternyata pada tahun pertama setelah melakukan akuisisi, rata-rata pertumbuhan hutang jangka panjang (LTD), modal sendiri (E) dan rentabilitas modal sendiri (ROE) perusahaan secara keseluruhan menunjukkan adanya pertumbuhan, tetapi pertumbuhan tersebut ternyata tidak berbeda nyata bila dilihat pada perbedaan pertumbuhan secara keseluruhan. Kewaspadaan yang dimaksud adalah agar perusahaan menjaga pertumbuhan yang diperoleh, terutama pada satu tahun setelah perusahaan tersebut melakukan akuisisi.

2. Bagi peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian yang belum sempat diteliti dalam penelitian ini, yaitu :

   a. Dapat dilakukan penelitian yang sama tetapi dengan menggunakan tahun dasar, yaitu tahun akuisisi.

   b. Dapat pula dilakukan penelitian yang sama, tetapi menggunakan metode perhitungan present value.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA

DAFTAR PUSTAKA

Aliamin, 1993 , " *Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Akuisisi Dan Merger Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia* " Tesis Pasaca Sarjana, Universitas Gajah Mada Yogyakarta..

Anonymous, 1996, *Klinik Go Publik Dan Investasi*, Jakarta Stock Exchange.

Anonymous, 1996, *Indonesian Securities Research*, Sigma batara.

Block, Stanley B Dan Geofferey A Hirt, 1987, *Foundation Of Financial Management*, Fourt Edition, IRWIN.

Bambang Ryanto, 1991, *Dasar - Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Yayasan Balai Penerbit Gajah Mada, Yogyakarta.

Brealey, Richard A, dan Stewart C, Myers, 1988, *Principles Of Corporate Finance*, ThirdEdition, Mc.Graw Hill, Inc, USA.

Dhani IN, 1997, " *Analisis Pengaruh Sumber Pendanaan Terhadap Perubahan Laba Bersih Perusahaan Farmasi Dan Kimia Yang Go Public Di Indonesia* " Tesis Pasca Sarjana, Universitas Brawijaya, Malang.

ESCAP, April 1997, *Peluang Produk Konsumsi Besar*, Bisnis Indonesia.

Fowler, Keren L, Schmidt, Dennis R, Desember 1988, *Tender Offers, Acquisitions, And Subsequent Performance In Manufacturing Firms,* Jurnal Academy Of Management. Gujarati, Damoddar, 1979, *Basic Econometrics*, Mc. Graw Hill, Inc, Japan.

Fowler, Keren L, Schmidt, Dennis R, Juli-Agustus 1989, *Determinants Of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance,* Jurnal Strategic Management.

Go, Marcel, 1992, *Akuisisi Bisnis,* Edisi Pertama, Rineka Cipta.

Gaughan, Patrick, 1991, *A. Merger And Acquisitions*, Harper, Collins Publishers Inc.

Hayden, Catherine, 1991, *The Handbook Of Strategic Expertise*, Terjemahan, PT Elex Media Komputindo.

Hammiyatul AJJ, 1997, "*Analisis Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada Sektor Perbankan Di Indonesia*" Tesis, Pasca Sarjana, Universitas Brawijaya, Malang.

IM Sukaja, 1992, *Analisis Struktur Modal Sebelum Dan Sesudah Go Public Pada Perusahaan Semen Yang Masuk Pasar Modal Jakarta* " Tesis Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya.

Jouch, Lawrence R & William F Glueck, 1994, *Strategic Management And Bussines Policy,* Terjemahan, Edisi Ketiga, Penerbit Erlangga.

Kussriyanto, Bambang, 1985, *Siasat Menejemen Keuangan*, Cetakan Pertama, Penerbit Antar Kota.

Kurnia I,1997, *AnalisisRasio Pertumbuhan Dalam Kinerja Keuangan Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Telah Go Public Dan Melakukan Akuisisi Di PT Bursa Efek Surabaya,* Tesis Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Khun, Robert Lawrence, 1990, *Capital Raising And Financial Decision*, Prentice Hall International, Fourth Edition, London.

Levy, Haim And Marshal Sarnat, *Capital Investment And Finance Decision*, Prentice Hall International, Fourth Edition, London.

Napa I Awat Dan Mulyadi, 1989, *Keputusan-Keputusan Keuangan Perusahaan*, Liberty, Yogyakarta.

Solomon Ezra And John J .Pringle, 1980, *An Introduction To Finance Management*, Second Edition, Goodyear publishing Company. Inc, Santa Monica, California.

Syafarudin Alwi, 1991, *Alat – Alat Analisa Dalam Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Revisi, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta.

Suad Husnan, 1990, *Dasar – Dasar Pembelanjaan Perusahaan,* Penerbit Liberty Yogyakarta.

Sartono, Agus, 1995, *Menejemen Keuangan Teori Dan Aplikasi*, Edisi 2, Biro Penerbit Fakultas Ekonomi, Universitas gajah Mada, Yogyakarta.

Sumitro, Desember 1996, *Ekonomi 1997 Tidak Suram*, Suara Karya.

Supranto S, 1984, *Ekonometrik*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Suwarsono, 1994, *Menejemen Strategik, Konsep, Alat Analisa Dan Konteks*, Cetakan Pertama, Percetakan Akademi Manajeman Perusahaan YKPN, Yogyakarta.

Repository Universitas Brawijaya
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
REPOSITORY.UB.AC.ID

Sjahrir, 1995, *Formasi Mikro-Makro Ekonomi Indonesia*, Penerbit Universitas indonesia, Jakarta.

Van Horne, James C, 1986, *Foundamental Of Financial Management*, Sixth Edition, Prentice Hall Inc, USA.

Weston, Fred J & Brigham Eugene F, 1991, *Essentials Of Managerial Finance*, Seventh Edition, London.

Weston, Fred J Dan Copeland Thomas E, 1986, *Managerial Finance*, Eight Edition, The Dryden Press, USA.

Weston, J Fred & Eugene F brigham, 1994, *Dasar-Dasar Menejemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi Kesembilan, Penerbit Erlangga.

Weston , J Fred & Thomas E Copeland, 1989, *Menejemen Keuangan*, Jilid 1, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga.

Weston,J Fred & Thomas E Copeland, 1989, *Menejemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga.

PT. Dankos Laboratoria, 1987-1993, *Laporan Tahunan* , Bursa Efek Surabaya.

PT. Kalbe Farma Laboratoria, 1988-1994, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Jakarta.

PT.Polysindo Eka Perkasa, 1988-1994, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Surabaya.

PT.Squib Indonesia, 1988-1994, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Surabaya.

PT.Unggul Indah Corporation, 1989-1995, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Jakarta.

PT.Sari Husada, 1991-1997, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Surabaya.

PT Aneka Kimia Raya, 1991-1997, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Jakarta.

PT.Darya Varia Laboratoria, 1991-1997, *Laporan Tahunan*, Bursa Efek Jakarta.

Repository Universitas Brawijaya
REPOSITORY.UB.AC.ID
UNIVERSITAS BRAWIJAYA