

Analisis Biaya Perdagangan di sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi

SKRIPSI



Ditujukan  
untuk Fiqi Ram  
13/06/2021

*[Handwritten signature]*  
M. SE.

Ditulis oleh :

Nama : Danang Wahyu Hidayat  
Nomor Mahasiswa : 17311395  
Program Studi : Manajemen  
Bidang Konsentrasi : Keuangan

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2021

Analisis Biaya Perdagangan di sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi

**SKRIPSI**

Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh gelar sarjana strata-1 di Program Studi Manajemen  
Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia



Ditulis oleh :

Nama : Danang Wahyu Hidayat  
Nomor Mahasiswa : 17311395  
Program Studi : Manajemen  
Bidang Konsentrasi : Keuangan

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2021**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali secara tertulis dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 13 Juni 2021

Penulis,



Danang Wahyu Hidayat

Analisis Biaya Perdagangan di sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi

Nama : Danang Wahyu Hidayat

Nomor Mahasiswa : 17311395

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 13 Juni 2021

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,



Abdur Rafik, S.E., M.Sc.

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR**

TUGAS AKHIR BERJUDUL  
**ANALISIS BIAYA PERDAGANGAN DI SEKITAR PENGUMUMAN MERGER DAN AKUISISI**

Disusun Oleh : **DANANG WAHYU HIDAYAT**  
Nomor Mahasiswa : **17311395**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari, tanggal: Senin, 12 Juli 2021

Penguji/ Pembimbing Tugas Akhir : Abdur Rafik,,S.E., M.Sc.

Penguji : Sutrisno,Dr. Drs.,M.M.

Mengetahui  
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika  
Universitas Islam Indonesia



Prof. Jaka Sriyana, SE., M.Si, Ph.D.



## HALAMAN MOTTO

*“Always Be Kind”*

“Sungguh, Allah Mencintai orang-orang yang berbuat baik.”

(QS. Al-Baqarah ayat 195)



## HALAMAN PERSEMBAHAN

Penelitian ini saya persembahkan untuk kedua orang tua saya. Bapak **Sutikno** dan Ibu **Sumiati**. Terimakasih atas doa, dukungan, cinta, kasih dan sayang yang tak pernah henti.



## Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis; 1) variasi biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target berdasarkan metode pembayarannya; 2) perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target berdasarkan metode pembayarannya; 3) perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi; dan 4) hubungan antara biaya perdagangan dengan kinerja saham pasca-merger dan akuisisi pada perusahaan pengakuisisi. Penelitian ini menggunakan variabel dependen biaya perdagangan dan variabel independen metode pembayaran, kategori perusahaan, serta periode pra dan pasca-merger dan akuisisi untuk hipotesis 1 sampai hipotesis 3. Sementara untuk hipotesis 4, variabel dependen adalah return saham dan variabel independennya adalah biaya perdagangan. Untuk menguji hipotesis 4, variabel kontrol yang disertakan, yaitu harga, ukuran perusahaan, nilai perdagangan, dan turnover. Penelitian ini menggunakan sampel 72 perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) yang terdiri dari 55 perusahaan pengakuisisi dan 17 perusahaan target. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*. Data diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), *website* perusahaan dan *website* [www.kppu.go.id](http://www.kppu.go.id) pada tahun 2015-2020. Data diolah menggunakan teknik analisis regresi variabel dummy dan analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap variasi biaya perdagangan, baik pada perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Selain itu, tidak ditemukan adanya perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target, baik dilihat dari perbedaan metode pembayarannya maupun dilihat dari periode sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Hasil pengujian lain juga tidak menemukan adanya pengaruh biaya perdagangan terhadap kinerja saham pasca merger.

Kata kunci: Merger & Akuisisi, Mikrostruktur, Biaya Perdagangan, Bid-Ask spread, *Return* Saham, Metode Pembayaran



### **Abstract**

*This study aims to analyze; 1) variations in trading costs between the acquirer and the target company based on their payment methods; 2) the difference in trading costs between the acquiring company and the target company based on the payment method; 3) the difference in trading costs between the acquirer and the target company before and after the announcement of the merger and acquisition; and 4) the relationship between trading costs and the post-merger and acquisition stock performance of the acquiring company. This study uses the dependent variable trading costs and the independent variable payment method, company category, as well as pre and post-merger and acquisition periods for hypothesis 1 to hypothesis 3. Meanwhile for hypothesis 4, the dependent variable is stock returns and the independent variable is trading costs. To test hypothesis 4, control variables were included, namely price, firm size, trade value, and turnover. This study uses a sample of 72 companies listed on the IDX (Indonesian Stock Exchange) consisting of 55 acquiring companies and 17 target companies. Sample selection was done by purposive sampling technique. The data was obtained from the Indonesia Stock Exchange website ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), the company website and the website [www.kppu.go.id](http://www.kppu.go.id) in 2015-2020. The data were processed using the technique of dummy variable regression analysis and multiple regression analysis. The results showed that the difference in payment methods had no effect on variations in trading costs, both for the acquiring company and the target company. In addition, there is no difference in trading costs between the acquiring company and the target company, both in terms of the difference in payment methods and in terms of the period before and after the merger and acquisition. The results of other tests also did not find any effect of trading costs on stock performance after the merger.*

*Keywords: Mergers & Acquisitions, Microstructure, Trading Cost, Bid-Ask spread, Stock Return, Payment Methods*

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.wb

Segala puji bagi Allah SWT yang telah memberikan rahmat, nikmat, serta karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “**Analisis Biaya Perdagangan di sekitar Pengumuman Merger dan Akuisisi**”. Adapun maksud dari penyusunan skripsi ini adalah untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh gelar Sarjana Manajemen di Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia

Skripsi ini berisi penelitian yang dilakukan penulis tentang analisis biaya perdagangan di sekitar pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini menggunakan variabel dependen biaya perdagangan dan variabel independen metode pembayaran, kategori perusahaan, serta periode pra dan pasca-merger untuk hipotesis 1 sampai hipotesis 3. Sementara untuk hipotesis 4, variabel dependen adalah return saham dan variabel independennya adalah biaya perdagangan. Untuk menguji hipotesis 4, variabel kontrol yang disertakan, yaitu harga, ukuran perusahaan, nilai perdagangan, dan turnover. Pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan *website* masing-masing perusahaan.

Pada penulisan skripsi ini, penulis menyadari bahwa penulis tidak lepas dari bantuan, bimbingan, dukungan, kritik, dan saran dari berbagai pihak. Dengan penuh rasa syukur dan bahagia, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Jaka Sriyana, S.E., M.Si., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah mengesahkan dalam penyelesaian tugas akhir ini.

2. Abdur Rafik, S.E., M.Sc. selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah memberikan bimbingan, masukan, nasihat, dan motivasi sehingga penulisan tugas akhir ini dapat diselesaikan.
3. Segenap Dosen dan Staff Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah membantu selama masa perkuliahan.
4. Segenap keluarga, khususnya kedua orang tua, kakak, dan adik saya yang selalu mendukung, memberi motivasi dan mendoakan saya sehingga saya mampu menyelesaikan skripsi ini.
5. Teman seperjuangan, Akhsan, Rifki, Faris, Iqbal, Taufik, Rimmah, Putri, dan Tiwi yang selalu memberi dukungan.
6. Teman-teman kontrakan pengusaha terutama Syarif dan Rizal yang selalu sedia menampung ketika berada di jogja, serta selalu memberikan dukungan.
7. Teman-teman Manajemen, khususnya angkatan 2017 yang telah memberikan semangat dan kebersamaan selama masa perkuliahan.
8. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah membantu memberikan dukungan.

## DAFTAR ISI

Halaman Sampul Depan Skripsi .....	i
Halaman Judul Skripsi .....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iv
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	v
Halaman Motto .....	vi
Halaman Persembahan.....	vii
Abstrak.....	viii
Kata Pengantar .....	x
Daftar Isi .....	xii
Daftar Tabel .....	xv
Daftar Gambar .....	xvi
Daftar Lampiran.....	xvii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	7
1.3 Pertanyaan Penelitian .....	7
1.4 Tujuan Penelitian.....	8
1.5 Kontribusi Penelitian.....	8
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA</b>	
2.1 Merger dan Akuisisi .....	9
2.2 Mikrostruktur Pasar .....	14
2.3 Mikrostruktur Pasar di Seputaran Merger dan Akuisisi .....	17
2.4 Biaya Perdagangan pada Keputusan Merger dan Akuisisi.....	20
2.5 Return Saham Pasca Merger dan Akuisisi .....	24
2.6 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis .....	26
2.7 Model Penelitian.....	32
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
3.1 Pendekatan Penelitian.....	33
3.2 Populasi dan Sampel .....	33

3.3 Instrumen Pengumpulan Data .....	33
3.4 Periode Pengamatan .....	33
3.5 Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	34
3.6 Metode Analisis Data .....	38
3.6.1 Analisis Deskriptif .....	38
3.6.2 Uji Asumsi Klasik .....	38
3.6.2.1 Uji Normalitas .....	38
3.6.2.2 Uji Autokolerasi .....	39
3.6.2.3 Uji Heterokedastisitas .....	39
3.6.2.4 Uji Multikolinearitas .....	40
3.6.3 Uji Hipotesis .....	40
3.6.3.1 Analisis Regresi Variabel Dummy .....	40
3.6.3.2 Analisis Regresi Berganda .....	42
3.6.3.3 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	43
3.6.3.4 Uji Statistik F .....	44
3.6.3.5 Uji Parsial (Uji t) .....	44
<b>BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1 Deskripsi Sampel .....	45
4.2 Statistik Deskriptif .....	46
4.3 Hasil Uji Asumsi Klasik .....	49
4.3.1 Uji Normalitas .....	49
4.3.2 Uji Autokolerasi .....	50
4.3.3 Uji Heterokedastisitas .....	51
4.3.4 Uji Multikolinearitas .....	52
4.4 Hasil Uji Hipotesis .....	54
4.4.1 Regresi Variabel Dummy .....	54
4.4.1.1 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 1 .....	54
4.4.1.2 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 2 .....	60
4.4.1.3 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 3 .....	65
4.4.4 Regresi Berganda .....	73
4.5 Pembahasan Hasil .....	93

4.5.1 Perbedaan Biaya Perdagangan pada Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target saat Pengumuman Merger dan Akuisisi dilihat dari Metode Pembayaranannya. ....	93
4.5.2 Perbedaan Biaya Perdagangan antara Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target saat Pengumuman Merger dan Akuisisi dilihat dari Metode Pembayaranannya. ....	94
4.5.3 Perbedaan Biaya Perdagangan pada Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi .....	96
4.5.4 Hubungan antara Perubahan Biaya Perdagangan dengan Kinerja Harga Pasca-Merger Akuisisi untuk Perusahaan Pengakuisisi. ....	98

## **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

5.1 Kesimpulan .....	<b>101</b>
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	<b>104</b>
5.3 Saran .....	<b>105</b>
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>106</b>

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel.....</b>	<b>Halaman</b>
3.1 Variabel Penelitian.....	35
4.1 Statistik Deskriptif .....	46
4.2 Uji Normalitas .....	49
4.3 Uji Autokorelasi .....	50
4.4 Durbin-Watson <i>Test Bound</i> .....	51
4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	52
4.6 Hasil Uji Multikolinearitas .....	53
4.7 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Pengakusisi H1 .....	56
4.8 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Target H1 .....	58
4.9 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 2 .....	61
4.10 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Pengakusisi H3 .....	67
4.11 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Target H3.....	70
4.12 Hasil Regresi Berganda .....	74

## DAFTAR GAMBAR

<b>Gambar</b> .....	<b>Halaman</b>
2.1 Model Penelitian.....	32





## DAFTAR LAMPIRAN

<b>Lampiran .....</b>	<b>Halaman</b>
Lampiran 1: Daftar Nama Perusahaan Pengakuisi dan Perusahaan Target yang Digunakan untuk Sampel .....	115
Lampiran 2: Deskripsi Sampel .....	117
Lampiran 3: Hasil Analisis Statistik .....	119
Lampiran 4: Hasil Uji Asumsi Klasik .....	120
Lampiran 5: Hasil Pengujian Hipotesis, Koefisien Determinasi,Uji F,Uji t...	122



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Istilah mikrostruktur pasar tentunya sudah tidak asing di telinga masyarakat zaman sekarang, di mana terdapat banyak penelitian dan literatur yang memiliki keterkaitan dengan istilah tersebut. Mikrostruktur pasar didefinisikan sebagai sebuah studi yang mempelajari mengenai organisasi dan fungsi pasar, di mana kebanyakan literturnya berfokus pada pemidahan kepemilikan dan penemuan harga (Lipson, 2003). Dalam pandangan yang berbeda, Hasbrouck (2007) mendefinisikan mikrostruktur pasar sebagai sebuah studi yang mempelajari mengenai proses perdagangan yang dapat berguna bagi sekuritas keuangan. Selain itu, Abrol et al. (2016) juga mendefinisikan mikrostruktur pasar sebagai sebuah studi yang membahas mengenai proses dan hasil dari pertukaran aset keuangan yang berlandaskan seperangkat aturan yang ditentukan secara eksplisit.

Cara transaksi mikrostruktur pasar dalam proses perdagangan dan penanganan melibatkan beberapa aspek penting, seperti *continous auction*, *call market*, *broker market*, dan *market maker* (Glen, 1994). Penelitian atau riset mengenai mikrostruktur pasar biasanya berfokus pada struktur bursa dan tempat perdagangan, proses penemuan harga, penentu *spread* dan penawaran, perilaku perdagangan *intraday*, dan biaya transaksi (Kissell, 2013). Selain itu, riset mikrostruktur pasar biasanya juga fokus mengenai tata cara dan proses kerja suatu pasar yang dapat mempengaruhi biaya-biaya perdagangan, harga, dan volume (Syamni, 2014).

Salah satu fokus riset mikrostruktur pasar, yaitu proses kerja suatu pasar yang mempengaruhi biaya perdagangan. Biaya perdagangan sendiri merupakan seluruh biaya yang biasanya digunakan untuk melakukan suatu transaksi (Arnott & Wagner, 1990). Menurut Mai (2012), biaya perdagangan merupakan biaya transaksi bagi investor, di mana biaya perdagangan merupakan dimensi penting dari kualitas pasar, likuiditas pasar dan juga terkait dengan biaya modal bagi perusahaan. Lebih mudahnya biaya perdagangan merupakan biaya yang muncul ketika melakukan pembelian dan penjualan suatu barang atau jasa, seperti penjualan surat berharga maupun sekuritas. Terdapat tiga sumber utama biaya perdagangan, yaitu *direct cost* yang berasal dari pajak ditambah komisi broker, *price impact*, dan *bid-ask spread* (Elton, 2014).

Selain itu, biaya perdagangan dibagi menjadi dua komponen utama, yaitu biaya implisit dan biaya eksplisit. Biaya eksplisit merupakan biaya yang langsung dari perdagangan, seperti biaya komisi broker dan pajak. Sementara itu, biaya implisit merupakan biaya perdagangan yang tidak langsung contohnya adalah dampak harga dari suatu perdagangan (Domowitz et al., 2001). Biaya perdagangan sudah sepantasnya menjadi perhatian dan hal yang penting bagi investor. Biaya perdagangan menjadi penting bagi investor dikarenakan jika seorang investor tidak dapat mengukur biaya perdagangan dengan baik, maka mereka akan gagal dalam melakukan perdagangan karena perhatian mereka akan terfokus hanya pada tingkat komisi (Arnott & Wagner, 1990). Biaya perdagangan juga penting dikarenakan kaitannya dengan pasar keuangan di mana besarnya biaya perdagangan dari waktu ke waktu sangat bervariasi.

Kaitannya dengan waktu, teknologi yang semakin maju selama beberapa dekade terakhir ini telah mengurangi biaya perdagangan dalam mayoritas pasar keuangan. Pasar keuangan berperan penting untuk menghasilkan dan mengumpulkan informasi yang tersebar. Melihat peran penting pasar keuangan, maka sudah sewajarnya bagi para investor dan pelaku bisnis untuk mempelajari apakah perubahan dalam tingkat biaya perdagangan membuat pasar keuangan menjadi lebih baik atau lebih buruk dalam mengumpulkan informasi (Dávila & Parlato, 2021). Biaya perdagangan juga penting dalam aspek penelitian di mana dapat membantu investor untuk meningkatkan pemahaman mengenai biaya perdagangan dan perilaku pelaku pasar dalam menanggapi peristiwa-peristiwa besar yang ada dalam perusahaan (Mai, 2012).

Beberapa peneliti mencoba memahami biaya perdagangan dalam konteks yang berbeda, salah satunya dalam konteks *corporate events* seperti merger dan akuisisi (M&A). Hubungan antara biaya perdagangan dengan merger dan akuisisi telah dijelaskan dalam beberapa literatur mikrostruktur pasar. Salah satunya berkaitan dengan likuiditas di mana likuiditas perusahaan pengakuisisi akan meningkat apabila aktivitas perdagangan dan faktor lainnya meningkat. Hal tersebut dibuktikan oleh penelitian Lipson dan Mortal (2007) yang menemukan bahwa likuiditas perusahaan *bidder* meningkat secara substansial setelah pengumuman M&A. Mereka juga menemukan bahwa peningkatan likuiditas perusahaan pengakuisisi berhubungan dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, cakupan analisis, pembentukan pasar, luasnya kepemilikan dan fokus operasional.

Penelitian tentang biaya perdagangan dalam kaitannya dengan merger dan akuisisi telah dilakukan oleh beberapa peneliti dengan hasil yang beragam. Foster dan Viswanathan (1994) menemukan bahwa *spread* atau pengukur biaya perdagangan mengalami peningkatan sebelum pengumuman M&A. Sementara, Draper dan Paudyal (1999) menemukan hasil yang berbeda di mana *spread* atau pengukur biaya perdagangan mengalami penurunan sebelum pengumuman M&A. Jennings (1994) sendiri dalam analisis *intradaynya* tidak menemukan variasi yang signifikan dalam *spread* atau alat pengukur biaya perdagangan sebelum pengumuman M&A.

Penelitian sebelumnya mengenai biaya perdagangan dari perusahaan pengakuisisi di sekitar pengumuman merger dan akuisisi sendiri masih jarang ditemukan. Mai (2012) menduga bahwa hal tersebut dikarenakan efek mikrostruktur pasar dari perusahaan pengakuisisi merupakan masalah yang tidak sepele. Menurut teori mikrostruktur pasar O'Hara (1995), investor berdagang dengan berbagai alasan. Mereka menyesuaikan atau menyeimbangkan kepemilikannya ketika ekspektasi mengenai arus kas masa depan perusahaan berubah dan ketika informasi baru mengenai perusahaan diungkapkan. Alasan ini seharusnya berlaku untuk kedua perusahaan baik perusahaan target maupun perusahaan pengakuisisi. Dengan demikian, perdagangan perusahaan pengakuisisi dalam menanggapi pengumuman merger dan akuisisi juga harus mempengaruhi biaya perdagangan.

Terdapat juga beberapa penelitian sebelumnya tentang perubahan biaya perdagangan disekitar merger dan akuisisi yang dikategorikan berdasarkan metode

pembayaran, kategori perusahaan dan periode pra dan pasca M&A. Salah satunya oleh Jensen dan Ruback (1983) dan Jarrell et al. (1988) menemukan bahwa di sekitar pengumuman M&A, perusahaan target mencapai pengembalian abnormal positif yang signifikan, sementara perusahaan pengakuisisi memiliki pengembalian yang bervariasi tergantung pada mode akuisisi dan metode pembayaran.

Mai (2012) menemukan beberapa kesimpulan, di mana pertama pada perusahaan target metode pembayaran dapat memengaruhi alat ukur dari biaya perdagangan atau *spread* dalam hal permintaan dan penawaran secara berbeda pada hari-hari tertentu di sekitar pengumuman M&A baik pra maupun pasca. Untuk perusahaan pengakuisisi sendiri, ditemukan perbedaan yang signifikan dalam *spread* antara penawaran tunai dan penawaran saham, antara penawaran saham dan penawaran campuran pada beberapa hari menjelang pengumuman M&A. Kemudian tidak ditemukan perbedaan yang signifikan dalam *spread* antara penawaran tunai dan penawaran saham antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target. Ditemukan juga bahwa keempat ukuran biaya perdagangan atau *spread* secara signifikan berhubungan dengan pengembalian *return* harian pasca-merger dan akuisi perusahaan.

Di Indonesia sendiri, hanya terdapat beberapa penelitian yang menganalisis mengenai biaya perdagangan atau alat pengukurannya, yaitu *bid-ask spread* disekitar pengumuman merger dan akuisisi. Nurhasnfiansyah et al. (2015) menemukan bahwa informasi asimetri yang diukur dengan *bid-ask spread* memiliki perbedaan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Selain itu, Pujayanti (2010) menemukan bahwa *bid-ask spread* mengalami penurunan rata-rata sebelum dan

sesudah merger. Dia juga menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *bid-ask spread* sebelum dan sesudah merger.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya di Indonesia dalam hal penggunaan biaya perdagangan, di mana penelitian sebelumnya hanya menguji perbedaan *bid-ask spread* sebelum dan sesudah merger, dan menggunakan *bid-ask spread* sebagai alat ukur untuk perbedaan asimetri. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan biaya perdagangan untuk menganalisis apakah terdapat perubahan dalam biaya perdagangan yang diukur menggunakan *bid-ask spread* dari perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target disekitar pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya. Pada penelitian ini juga menganalisis pengaruh biaya perdagangan terhadap kinerja harga pasca-merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.

Dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi entitas bisnis atau lembaga pendidikan untuk dapat dijadikan pertimbangan dalam mempertimbangkan faktor-faktor yang berkontribusi terhadap biaya perdagangan disekitar pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini juga dapat dijadikan bahan bagi investor untuk meningkatkan pemahaman mengenai biaya perdagangan dan perilaku pelaku pasar dalam menanggapi peristiwa-peristiwa besar yang ada dalam perusahaan, contohnya seperti peristiwa merger dan akuisisi.

## 1.2 Rumusan Masalah

Dari pemaparan latar belakang di atas, hal yang mendasari untuk dilakukannya penelitian ini adalah:

1. Masih sedikitnya penelitian yang menyoroti mengenai perubahan dalam biaya perdagangan yang diukur menggunakan *bid-ask spread* dari perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target disekitar pengumuman merger dan akuisisi (M&A), terutama di Indonesia.
2. Masih jarang nya peneliti yang mencoba mengaitkan isu biaya perdagangan dengan metode pembayaran, serta biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca-merger akuisisi pada perusahaan pengakuisisi.

## 1.3 Pertanyaan Penelitian

1. Apakah ada perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya?
2. Apakah ada perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya?
3. Apakah ada perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya ?
4. Apakah terdapat pengaruh biaya perdagangan terhadap kinerja harga pasca-merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi?



#### **1.4 Tujuan Penelitian**

1. Untuk menguji perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya.
2. Untuk menguji perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya.
3. Untuk menguji perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman M&A dilihat dari metode pembayarannya .
4. Untuk menguji pengaruh biaya perdagangan terhadap kinerja harga pasca-merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.

#### **1.5 Kontribusi Penelitian**

1. Kontribusi Teoritis

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi terhadap diskursus teoritis di bidang *market microstructure*, terutama kaitannya dengan biaya perdagangan disekitar pengumuman merger dan akuisisi khususnya Indonesia.

2. Kontribusi Praktis

Penelitian ini berkontribusi secara praktis utamanya untuk membantu para investor dalam meningkatkan pemahaman mengenai biaya perdagangan dalam menanggapi keputusan besar yang dibuat oleh perusahaan. Selain itu juga membantu perusahaan dalam memahami perubahan-perubahan yang terjadi saat ingin melakukan keputusan merger dan akuisisi.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Merger dan Akuisisi

Istilah merger dan akuisisi tentunya sudah tidak asing di telinga banyak orang terutama bagi seseorang yang mempunyai suatu usaha atau bisnis. Merger sendiri sering digambarkan sebagai dua atau lebih perusahaan yang bergabung menjadi satu perusahaan baru. Merger dilakukan oleh perusahaan sebagai strategi eksternal yang sering dipilih dari waktu ke waktu untuk mempertahankan hidupnya (Hitt, 2002). Merger juga didefinisikan sebagai salah satu bentuk aborsi yang dilakukan oleh perusahaan satu ke perusahaan lain, contohnya jika terjadi merger antara perusahaan X dan perusahaan Y, hasil dari merger tersebut hanya akan menyisakan satu perusahaan bisa perusahaan X atau perusahaan Y. Hal tersebut tergantung pada ukuran perusahaannya, apabila terjadi merger antara dua perusahaan, perusahaan yang lebih kecil biasanya akan kehilangan segala aktivitasnya dan diberhentikan sebagai mitra hukum, sebaliknya perusahaan yang lebih besar akan tetap hidup dan dapat mempertahankan nama dan status hukumnya (Moin, 2010).

Bentuk strategi eksternal lainnya yang digunakan perusahaan adalah akuisisi. Akuisisi berbeda dari merger, dimana dalam akuisisi perusahaan yang memiliki kekuatan lebih besar atau perusahaan pengambil alih akan memiliki hak menyeluruh atas perusahaan target, proses pengambilalihan sebagian maupun keseluruhan saham dari perusahaan lain tersebut yang kemudian

dinamakan akuisisi (L et al., 2014). Definisi lainnya dari akuisisi yaitu proses pengambilalihan yang dilakukan suatu perusahaan ke perusahaan lain untuk mendapatkan kepemilikan dan kontrol manajemen dari perusahaan yang di ambil alih. Perbedaan selanjutnya antara akuisisi dengan merger, yaitu dalam akuisisi perusahaan yang diambil alih tidak akan berhenti aktivitasnya maupun bubar sebagai badan hukum. Perusahaan yang diambil alih tersebut akan tetap berdiri dan beroperasi seperti biasa, hanya saja proses pengendalian telah berpindah tangan kepada perusahaan yang mengambil alih (Adnyani & Gayatri, 2018).

Perbedaan lainnya antara merger dan akuisisi menurut Jenkinson dan Mayer (1994) bergatung dari cara transaksi atau tawaran tersebut diumumkan kepada perusahaan target dan pada hasil struktur organisasi yang baru. Untuk merger sendiri, tawaran penggabungan tersebut diusulkan biasanya kepada perwakilan perusahaan seperti manajer dan untuk akuisisi sendiri tawaran tersebut langsung disampaikan kepada pemilik perusahaan atau pemegang saham yang sah. Suatu organisasi atau perusahaan dalam mengambil keputusan besar seperti merger dan akuisisi, tentunya memiliki alasan atau motif yang kuat sebelum mengambil keputusan untuk melakukan hal tersebut.

Alasan utama perusahaan dalam melakukan merger dan akuisisi biasanya tidak lepas dari keinginan untuk mencapai suatu sinergi dengan cara mengkombinasikan dua atau lebih unit bisnis sebagai sarana untuk meningkatkan keunggulan kompetitif (Porter, 1985). Dua alasan lainnya untuk melakukan merger dan akuisisi menurut Carpenter dan Sanders (2007) dan

Seth, Song, dan Pettit (2000) ialah kepentingan masing-masing manajerial dalam hal pribadi dan keangkuhan yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan. Kata sinergi yang telah beberapa kali disebutkan tadi menurut Campbell dan Goold (1998) berasal dari bahasa Yunani yaitu “synergos” yang memiliki arti bekerja sama. Dalam bisnis sendiri kata sinergi diartikan pada kemampuan dua atau lebih perusahaan untuk dapat menciptakan nilai yang lebih menguntungkan dengan cara bekerja sama daripada melakukannya sendiri-sendiri. Sumber sinergi sendiri, yaitu peningkatan kekuatan pasar, peningkatan kekuatan finansial, pengurangan ancaman, peningkatan kapabilitas dan penghematan biaya (Carpenter dan Sanders 2007).

Tahapan dalam melakukan merger dan akuisisi sendiri telah banyak disebutkan oleh beberapa peneliti salah satunya Boland (1970) yang menyebutkan bahwa tahapan merger dan akuisisi dibagi menjadi dua yaitu pre merger dan post merger. Kemudian Salus (1989) menambahkan dari sebelumnya dan menambah satu tahap dalam M&A menjadi pre merger, merger dan post merger. Lain halnya dengan Vance et al. (1969) yang menjadikannya empat fase di mana ada *the courtship*, *the marriage ceremony*, *the honeymoon*, dan *after the honeymoon*. Menurut Kazemek dan Grauman (1989) terdapat lebih dari empat tahapan, mereka membagi tahapan tersebut ke dalam tujuh tahapan, yaitu tahap penilaian, tahap perencanaan, tahap analisis masalah, tahap pemilihan struktur, tahap pengamanan persetujuan, tahap perencanaan akhir, dan terakhir tahap implementasi. Terakhir tahapan M&A dibagi menjadi empat fase yang terbilang khas menurut Parenteau dan Weston (2003), yaitu

tahap perencanaan strategi, tahap penyeleksian kandidat, tahap pengujian dan eksekusi, dan terakhir tahap integritas akhir.

Merger dan akuisisi sendiri tidak lepas dari berbagai faktor yang dapat mempengaruhi keberhasilan perusahaan dalam melaksanakannya. Faktor-faktor tersebut telah disebutkan dalam penelitian Calipha et al. (2010) diantaranya seperti, jenis atau diversifikasi di mana perusahaan perlu memperhatikan jenis diversifikasi seperti apa yang ingin dicapai apakah horizontal, vertikal, konsentris, atau konglomerat. Kemudian ada kriteria seleksi, di mana merupakan hal penting karena dapat membantu perusahaan untuk konsisten serta tidak terpengaruh oleh emosi maupun bereaksi secara impulsif (Kitching, 1967). Kriteria seleksi biasanya ditentukan oleh tim penelusuran perusahaan pengakuisisi dan dua kriteria paling umum yang sering digunakan yaitu harga dan kecocokan strategis (Calipha et al., 2010).

Faktor selanjutnya, yaitu manajemen yang terlibat dalam proses merger dan akuisisi. Terdapat dua manajemen yang biasanya terlibat, yaitu manajemen sumber daya manusia dan manajer operasi serta staf kunci. Dalam merger dan akuisisi penting untuk melibatkan eksekutif *Human Resource* dalam prosesnya dikarenakan perlu adanya pengelolaan karyawan setelah adanya merger dan akuisisi (Mirvis & Marks, 1992). Pengikutsertaan manajer operasi dan staf kunci juga penting dalam proses merger dan akuisisi, mengingat bahwa mereka mempunyai pengetahuan mengenai apa yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk dapat beroperasi (Calipha et al., 2010). Selanjutnya terdapat faktor budaya, di mana perbedaan budaya antara kedua perusahaan perlu diperhatikan karena

beberapa peneliti menunjukkan bahwa perbedaan budaya selama proses integrasi sesudah merger penting untuk kinerja (Stahl, Mendenhall, & Weber, 2005; Shimizu et al., 2004).

Struktur organisasi juga merupakan faktor yang dapat mempengaruhi keberhasilan merger dan akuisisi. Perusahaan pengakuisisi memiliki beberapa keputusan yang harus diambil seperti memeriksa struktur organisasi pada tahap awal merger karena termasuk bagian integral dari manajemen dan kebijakan perusahaan (Brockhaus, 1975). Faktor lainnya, yaitu sistem kendali atau kontrol, di mana perbedaan dalam sistem ini dapat mengakibatkan hubungan yang tidak baik antara perusahaan pengakuisisi dan target. Solusi yang bisa digunakan, yaitu dengan menegosiasikan masalah terkait sistem kendali dengan cepat agar dapat menghindari kesalahpahaman tersebut (Mirvis dan Marks 1992).

Faktor lain yang bisa mempengaruhi keberhasilan merger dan akuisisi, yaitu metode pembayaran. Metode pembayaran sendiri telah banyak dipelajari dalam literatur merger dan akuisisi. Metode pembayaran merupakan suatu metode yang digunakan untuk membayar atau mengkompensasi pemegang saham dari perusahaan target dengan tujuan untuk menyerahkan saham perusahaan target kepada perusahaan pengakuisisi. Pemegang saham perusahaan target dapat dibayar maupun diberikan kompensasi dengan cara tunai atau sering disebut “akuisisi tunai”, atau dengan cara lainnya yaitu dengan menukar saham perusahaan pengakuisisi pada rasio yang telah disepakati atau sering disebut “pertukaran saham” (Narayan & Thenmozhi, 2014).

Menurut Moin (2003) pengambilalihan perusahaan target dapat menggunakan beberapa metode pembayaran, seperti uang tunai, saham, hutang maupun dengan megkombinasikan ketiga metode sebelumnya. Uang tunai sendiri dapat digunakan dalam membayar transaksi merger dan akuisisi ketika perusahaan memiliki tingkat keuangan yang besar atau memadai. Pembayaran menggunakan saham apabila tingkat keuangan perusahaan tidak mencukupi untuk melakukan transaksi tunai, pembayaran menggunakan saham biasanya harus disepakati terlebih dahulu dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham), baru pemegang saham perusahaan dapat membayar merger dan akuisisi menggunakan saham sebesar harga yang dibeli. Selanjutnya menggunakan metode hutang yang biasanya didapat dari pinjaman pihak ketiga. Terakhir dengan mengkombinasikan ketiga metode baik dengan menggunakan sebagian tunai dan sebagian saham, maupun sebagian tunai dan sebagian hutang, atau dengan mengkombinasikan ketiganya tergantung kemampuan dan kebijakan yang diambil oleh perusahaan.

## **2.2 Mikrostruktur Pasar**

Mikrostruktur pasar merupakan sebuah studi mengenai organisasi dan fungsi pasar di mana mayoritas literaturnya berfokus pada pemindahan kepemilikan dan penemuan harga (Lipson, 2003). Selain itu, Abrol et al. (2016) juga mendefinisikan mikrostruktur pasar sebagai sebuah studi yang membahas mengenai proses dan hasil dari pertukaran aset keuangan yang berlandaskan seperangkat aturan yang ditentukan secara eksplisit. Hasbrouck (2007) juga

mendefinisikan mikrostruktur pasar sebagai sebuah studi yang mempelajari mengenai proses perdagangan yang dapat berguna bagi sekuritas keuangan.

Mikrostruktur pasar dalam proses perdagangan dan penanganan cara transaksinya melibatkan beberapa aspek penting seperti *continous auction*, *call market*, *broker market*, dan *market maker* (Glen, 1994). *Continous auction* sendiri merupakan proses pelaksanaan perdagangan yang dimulai apabila saham telah tersedia dan harga ordernya telah sesuai dengan yang diinginkan. Aspek selanjutnya, yaitu *call market* merupakan proses transaksi perdagangan dengan semua batch pesanan telah terkumpul yang kemudian di periksa di setiap hari perdagangan pada waktu yang telah ditentukan. *Market maker* merupakan pedagang efek di bursa dengan cara menjual ataupun membeli suatu efek dipasar sekunder untuk menjaga suatu likuiditas efek. Aspek lainnya, yaitu *broker market* merupakan suatu proses perdagangan yang melalui suatu kondisi dimana masyarakat atau pasar yang ingin melakukan order di bantu oleh seorang pialang, yang nantinya pialang tersebut akan bertemu dengan pialang dari masyarakat atau pasar yang lain (Syamni, 2014).

Riset mengenai mikrostruktur pasar biasanya berfokus pada struktur bursa dan tempat perdagangan, proses penemuan harga, penentu *spread* dan penawaran, perilaku perdagangan *intraday*, dan biaya transaksi (Kissell, 2013). Selain itu, riset mikrostruktur pasar biasanya juga fokus mengenai tata cara, proses kerja suatu pasar yang dapat mempengaruhi biaya-biaya perdagangan, harga, dan volume (Syamni, 2014). Mikrostruktur pasar dapat mempengaruhi likuiditas maupun ketersediaan pasokan dari aset secara langsung, yang



kemudian dapat berdampak pada proses penetapan harga, penilaian dan pengurangan aset. Likuiditas memiliki peran penting dalam penetapan harga aset dikarenakan likuiditas suatu aset dapat bervariasi dari waktu ke waktu (Abrol et al., 2016). Melihat pentingnya likuiditas, tidak mengejutkan jika salah satu makalah pertama untuk melihat seberapa penting mikrostruktur meneliti hubungan antara nilai aset dan likuiditas (O'Hara, 1999) Penyediaan likuiditas tergantung pada biaya yang dikeluarkan oleh *market maker*, melalui pemrosesan pesanan, pengendalian persediaan dan seleksi yang merugikan (Stoll, 1989).

Studi yang mempelajari mengenai pentingnya mikrostruktur pasar tidak terbatas hanya pada penetapan harga aset. *Initial public offerings* (IPO) dan perubahan daftar juga merupakan peristiwa-peristiwa mikrostruktur yang perlu diperhatikan. Pentingnya IPO dalam mikrostruktur biasanya dikaitkan dengan pertanyaan sentral mengenai bagaimana proses penemuan harga dan bagaimana biaya perdagangan di distribusikan dan distabilkan. Kemudian pentingnya perubahan daftar sendiri dikaitkan dengan *stock split*, di mana pengumuman mengenai *stock split* sering dikaitkan dengan pengembalian rata-rata abnormal yang positif. Selain itu, banyak penelitian yang membahas mengenai reaksi pengumuman *stock split* yang berfokus pada mikrostruktur pasar pada perubahan tingkat harga yang diakibatkan oleh *split* (Lipson, 2003).

Literatur mengenai mikrostruktur pasar juga menunjukkan bahwa faktor-faktor lain seperti saldo saham, premi likuiditas dan biaya transaksi, kemungkinan memainkan peran yang penting dalam harga jangka pendek

dibandingkan dengan faktor-faktor terkait fundamental ekonomi makro. Pernyataan tersebut didukung oleh literatur tentang nilai tukar yang menganalisis mengenai mikrostruktur pasar dan memberikan bukti bahwa pendekatan ekonomi makro konvensional untuk penentuan nilai tukar hanya dapat menjelaskan pergerakan jangka panjang dan situasi ekstrem, seperti dalam peristiwa hiperinflasi dan krisis nilai tukar (Laurini et al., 2008).

Model mikrostruktur pasar juga memberikan serangkaian hipotesis tentang dampak informasi asimetris, peran pelaku pasar yang berbeda, dan desain pasar pada proses pembentukan harga. Secara tradisional, variabel-variabel ini telah dianalisis dalam kaitannya dengan aktivitas perdagangan yang diukur berdasarkan volume (Lo dan Wang, 2000; Stoll, 1978; Karpoff, 1987). Selain itu isu informasional mengenai mikrostruktur pasar terkait dengan informasi dan transparansi. Transparansi pasar sendiri merupakan kemampuan pelaku pasar untuk melihat dan menemukan informasi terkait dengan proses perdagangan (O'Hara, 1995). Informasi yang dimaksud sendiri merujuk pada pengetahuan mengenai identitas pelaku pasar, volume, harga, kuotasi, dan sumber arus pesanan (Madhavan, 2000).

### **2.3 Mikrostruktur di Seputaran Merger dan Akuisisi**

Mikrostruktur di seputaran merger dan akuisisi telah dibahas dalam beberapa literatur, baik dari literatur mikrostruktur pasar maupun literatur mengenai merger dan akuisisi, di mana dalam literatur-literatur tersebut menunjukkan adanya keterkaitan antara mikrostruktur pasar dengan merger dan akuisisi. Dalam beberapa literatur membahas keterkaitan maupun efek dari

pengumuman merger dan akuisisi terhadap kinerja pasar, *stock market*, volume trading, *information asymmetry*, dan biaya perdagangan yang didalamnya terdapat *bid-ask spread*.

Beberapa literatur yang meneliti mengenai efek mikrostruktur pasar dari perusahaan target di sekitar pengumuman merger dan akuisisi mendokumentasikan bukti mengenai kenaikan harga, peningkatan volume perdagangan, dan perubahan perusahaan target sebelum pengumuman merger dan akuisisi (Mai, 2012). Lipson dan Mortal (2007) sendiri menemukan bahwa likuiditas perusahaan pengakuisisi dan likuiditas perusahaan target mulai membaik secara bertahap setelah pengumuman merger dan akuisi dilakukan. Mereka juga menemukan bahwa peningkatan likuiditas perusahaan pengakuisisi berkaitan dengan meningkatnya cakupan analisis, aktivitas perdagangan, luasnya kepemilikan, pembuatan pasar dan fokus operasional. Lei & Li (2013) juga menemukan bahwa jumlah *bidder* yang gagal dalam mengumpulkan dan memperoleh informasi tidak kurang dari jumlah *bidder* yang berhasil selama proses pengambilalihan, namun hanya *bidder* penawarlah yang mendapat peningkatan likuiditas.

Sementara itu, Padilla dan Pagano (2005) menganalisis tentang pengaruh merger terhadap kinerja pasar dengan berfokus pada penghematan biaya dan likuiditas menggunakan tiga variabel untuk mengukur likuiditas: *bid-ask spread*, volume yang diperdagangkan dan volatilitas. Dengan banyaknya likuiditas maka volatilitasnya akan sedikit. Padilla dan Pagano (2005) juga secara singkat menguji pengaruh konsolidasi terhadap volatilitas pasar, yang

menemukan bahwa volatilitas pasar menurun selama periode pasca-merger. Meningkatnya jumlah merger menciptakan pusat keuangan besar di mana hal tersebut akan beresiko mengguncang dan mempengaruhi satu pasar yang kemudian menyebar ke pasar lainnya (Ben Slimane, 2012).

Selain likuiditas dan volatilitas, Shleifer dan Vishny (2003) berpendapat bahwa pasar saham juga memainkan peran yang berpengaruh dalam keputusan merger dan akuisisi, di mana mereka menemukan bahwa media pertukaran yang dipilih, tingkat premi penawaran dan penilaian pasar memiliki dampak yang signifikan pada merger dan akuisisi. Jovanovic dan Rousseau (2002) menunjukkan bahwa merger dalam periode penilaian pasar akan memiliki nilai yang lebih besar dikarenakan efisiensi pasar saham dalam relokasi modal ke pengguna lebih tinggi. Selanjutnya *Information Asymmetry* di mana juga berkaitan dengan kegiatan merger dan akuisisi, dimana Hua et al. (2006) menemukan bahwa pengukuran asimetri informasi tidak berkurang setelah pengumuman merger dan akuisisi, yang menunjukkan bahwa pengumuman tersebut mengandung konten informasi tetapi tidak secara efektif mengurangi tingkat asimetri.

Terkait dengan pengaruh volume *trading*, biaya perdagangan dan *bid-ask spread* dengan merger dan akuisisi, Lipson & Mortal (2007) memeriksa hubungan antara perubahan karakteristik perusahaan dan perubahan biaya perdagangan di sekitar merger dan akuisisi. Kemudian menemukan bahwa *spread* menurun ketika cakupan analisis, volume perdagangan, atau ukuran perusahaan meningkat, dan ketika variabilitas pengembalian menurun. Dapat

disimpulkan dari paparan tersebut bahwa terdapat banyak sekali isu mikrostruktur pasar di sekitar merger dan akuisisi yang saling terakit satu sama lain dan saling mempengaruhi pengambilan keputusan merger dan akuisi melalui kinerja pasar, *stock market*, *volume trading*, *information asymmetry*, dan biaya perdagangan yang didalamnya terdapat *bid-ask spread*.

#### **2.4 Biaya Perdagangan pada Keputusan Merger dan Akuisisi**

Biaya perdagangan merupakan seluruh biaya yang biasanya digunakan dalam melakukan suatu transaksi (Arnott & Wagner, 1990). Selain itu, menurut Mai (2012) biaya perdagangan merupakan biaya transaksi bagi investor, di mana biaya perdagangan merupakan dimensi penting dari kualitas pasar, likuiditas pasar dan juga terkait dengan biaya modal bagi perusahaan. Lebih mudahnya biaya perdagangan merupakan biaya yang muncul ketika melakukan pembelian dan penjualan suatu barang atau jasa seperti penjualan surat berharga maupun sekuritas. Terdapat tiga sumber utama biaya perdagangan, yaitu *direct cost* yang berasal dari pajak ditambah komisi broker, *price impact*, dan *bid-ask spread* (Elton, 2014).

Biaya perdagangan sudah sepantasnya menjadi perhatian dan hal yang penting bagi investor dan perusahaan. Biaya perdagangan di anggap penting dikarenakan kaitannya dengan pasar keuangan dalam hal kualitas pasar, likuiditas pasar dan biaya modal bagi perusahaan, di mana pasar keuangan sendiri berperan penting dalam menghasilkan dan mengumpulkan informasi yang tersebar. Melihat alasan tersebut maka tidak mengherankan jika investor dan pelaku bisnis mempelajari apakah perubahan dalam tingkat biaya

perdagangan membuat pasar keuangan menjadi lebih baik atau lebih buruk dalam mengumpulkan informasi (Dávila & Parlato, 2021).

Informasi yang aktual dan akurat mengenai pasar sendiri sangat diperlukan bagi beberapa investor untuk mengantisipasi peristiwa-peristiwa yang akan dilaksanakan oleh perusahaan. Salah satu peristiwa tersebut, yaitu merger dan akuisisi, informasi yang didapat tersebut akan berguna sebagai bahan acuan dan evaluasi yang lebih baik untuk mengambil keputusan yang tepat dalam melakukan merger dan akuisisi (Edward, 2012). Informasi juga dapat berfungsi dalam menggerakkan harga saham, hal tersebut mungkin terjadi ketika investor berperan pasif. De Bondt dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa harga bergerak cenderung melewati batas apabila terjadi peristiwa penting, dikarenakan pembeli maupun penjual akan bersaing dengan hebat untuk menyelesaikan transaksi mereka. Harga merupakan sumber dari biaya perdagangan sehingga jika terjadi peristiwa penting dalam pasar seperti pengumuman merger dan akuisisi maka akan dapat berpengaruh terhadap pergerakan harga yang secara tidak langsung akan mempengaruhi biaya perdagangan.

Perusahaan sebelum mengambil keputusan untuk melakukan merger dan akuisisi, tentunya akan mempertimbangkan beberapa hal, seperti informasi, biaya perdagangan dan likuiditas. Terkait dengan likuiditas dalam melakukan akuisisi, pihak pengakuisisi biasanya akan mengambil alih likuiditas dari perusahaan target yang mereka akuisisi apabila perusahaan tersebut memiliki saham yang lebih likuid. Hal tersebut dikarenakan likuiditas yang tinggi dapat

menarik banyak investor yang potensial (Massa & Moqi, 2013). Namun hal tersebut hanya akan menarik apabila investor atau pihak yang berdagang tidak memiliki pengetahuan informasi. Karena ketika investor memiliki informasi maka perusahaan harus siap membayar biaya perdagangan dengan harga yang tinggi untuk mengkompensasi kerugian dalam perdagangan kepada perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi (Bhushan, 1991).

Berdasarkan pemaparan tersebut dapat diketahui bahwa sebelum mengambil keputusan untuk melakukan merger dan akuisisi perusahaan perlu mempertimbangkan informasi, biaya perdagangan dan likuiditas. Hubungan antara biaya perdagangan dengan merger dan akuisisi dapat dilihat dari likuiditas dimana likuiditas perusahaan pengakuisisi akan meingkat apabila aktivitas perdagangan dan faktor lainnya meningkat. Lipson dan Mortal (2007) yang menemukan bahwa likuiditas perusahaan *bidder* meningkat secara substansial setelah pengumuman M&A. Mereka juga menemukan bahwa peningkatan likuiditas perusahaan pengakuisisi berhubungan dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, cakupan analisis, pembentukan pasar, luasnya kepemilikan dan fokus operasional. Dapat disimpulkan bahwa perdagangan yang dilakukan perusahaan dalam menanggapi pengumuman merger dan akuisisi akan dapat mempengaruhi biaya perdagangan.

Biaya perdagangan sendiri dapat diukur menggunakan *bid-ask spread*. *Bid-ask spread* merupakan selisih antara harga jual (*ask*) dengan harga beli (*bid*) yang menggambarkan biaya transaksi yang dihadapi pelaku pasar (Santoso & Linawati, 2014). *Bid price* merupakan harga paling tinggi yang ditawarkan oleh

investor untuk membeli suatu saham, sedangkan *ask price* merupakan harga paling rendah dari investor untuk menjual suatu saham (Stoll 1978). *Bid-ask spread* juga berperan penting dalam literatur mikrostruktur pasar, di mana *bid-ask spread* merupakan ukuran biaya likuiditas yang banyak digunakan di pasar valuta asing, dan faktor-faktor penentu dari biaya perdagangan biasanya diukur dengan *bid-ask spread* (Stoll, 1989).

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Copeland dan Galai (1983), Glosten dan Milgrom (1985), Ho dan Stoll (1981), Stoll (1978), dan Tinic (1972) menjelaskan bahwa *bid-ask spread* terdiri dari tiga komponen. Komponen pertama adalah biaya pemrosesan pesanan yang merupakan biaya layanan yang dibebankan oleh pembuat pasar untuk mencocokkan pesanan beli dan jual. Komponen kedua adalah biaya penyimpanan persediaan yang merupakan kompensasi bagi para pembuat pasar untuk memegang persediaan saham. Pemrosesan pesanan dan biaya penyimpanan inventaris berkurang karena volume perdagangan meningkat akibat skala ekonomi dalam pemrosesan pesanan.

Komponen terakhir adalah komponen seleksi yang merugikan yang merupakan kompensasi bagi pembuat pasar untuk mengambil risiko perdagangan dengan pedagang yang memiliki informasi. Studi lain menemukan bahwa sejumlah variabel aktivitas perdagangan seperti volume perdagangan, jumlah transaksi, dan frekuensi perdagangan, merupakan penentu signifikan dari *bid-ask spreads* (McInish dan Wood, 1992). Schwartz (1988) merangkum empat penentu *spread*, yaitu aktivitas perdagangan, risiko, informasi, dan



kompetisi. Kemudian McInish dan Wood (1992) mengkonfirmasi hubungan yang signifikan antara keempat penentu dan *spread intraday* dengan menggunakan data *intraday*.

## 2.5 Return Saham Pasca Merger dan Akuisisi

*Return* saham sering didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang didapatkan oleh penyeter modal atau yang biasa disebut sebagai investor (Sangkyun, 1997). *Return* sendiri merupakan suatu pendapatan atau hasil dari aktivitas investasi yang telah dilakukan (Jogiyanto, 2017). Kedua peneliti tersebut menyebutkan bahwa *return* saham dibedakan menjadi dua, yaitu *return* ekspektasi dan *return* realisasi. *Return* saham pendapatan dapat didefinisikan sebagai persentase dari mode awal investasi yang didapatkan dari aktivitas perdagangan saham (Samsul, 2006). Dapat disimpulkan dari beberapa argumen tersebut bahwa *return* saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas aktivitas jual beli saham dari investasi yang telah dilakukan. *Return* Saham memiliki rumus sebagai berikut :

$$R_t = \frac{P_t - (P_t - 1)}{P_t - 1}$$

Sumber : Jogiyanto (2010)

*Return* saham pasca merger dan akuisisi telah dijelaskan oleh beberapa peneliti, di mana mereka berpendapat bahwa merger dan akuisisi memiliki dampak jangka pendek terhadap *return* saham perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh penilaian ekspektasi investor terhadap manfaat merger dan

akuisisi berbeda setelah pengumuman tergantung pada karakteristik kesepakatan (Agrawal et al., 1992). Beberapa manfaat dari merger dan akuisisi sendiri adalah untuk mendorong pertumbuhan perusahaan, meningkatkan pangsa pasar, kredibilitas dan *return* saham mereka. Hal tersebut dikarenakan salah satu tujuan dari merger dan akuisisi adalah untuk mengukur dampak aktivitas merger dan akuisisi terhadap *return* saham (Samitas & Kenourgios, 2007). Berkovitch dan Narayanan (1993) menjelaskan bahwa alasan perusahaan mendapat *return* yang positif dikarenakan motif sinergi di balik merger dan akuisisi. Transaksi merger dan akuisisi dilakukan oleh manajer target dan pengakuisisi hanya jika transaksi tersebut dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham untuk kedua belah pihak.

Beberapa peneliti menunjukkan hasil yang beragam mengenai pengaruh merger dan akuisisi terhadap *return* saham. Salah satunya, yaitu Loughran dan Vijh (1997), menemukan bahwa meskipun secara umum investor dari perusahaan target mendapatkan *return* yang tinggi dalam jangka pendek, tetapi seiring berjalannya waktu *return* tersebut menjadi tidak terlalu tinggi. Penemuan tersebut konsisten dengan temuan Rosen (2006) bahwa perusahaan pengakuisisi mendapatkan *return* yang tinggi dalam jangka pendek, apabila terdapat aktivitas merger dan akuisisi yang tinggi di pasar, sedangkan dalam jangka panjang profitabilitas perusahaan pengakuisisi menurun. Kweon dan Pinkerton (1981) menemukan bukti kuat mengenai *return* berlebih yang didapatkan oleh investor perusahaan target sebelum pengumuman merger kepada publik. Mereka berpendapat bahwa pergerakan harga yang tidak normal

merupakan bukti bahwa pasar bereaksi terhadap informasi sebelum pengumuman.

Hasil yang beragam tersebut disebabkan oleh berbagai faktor yang dapat mempengaruhi kinerja atau *return* saham sendiri. Faktor-faktor tersebut secara empiris ditemukan oleh beberapa peneliti, seperti metode pembayaran, jenis merger dan akuisisi, aset dasar perusahaan pengakuisisi, metode pembayaran, keberhasilan kesepakatan, dan jenis perusahaan (Mall & Gupta, 2019). Lubatkin (1983) menyatakan bahwa perusahaan pengakuisisi sebenarnya bisa menyadari keuntungan *abnormal* sebagai manfaat dari hasil akuisisi, hanya saja peneliti belum bisa mendeteksi dan menilai manfaat tersebut karena beberapa penyebab. Lubatkin (1983) kemudian menyebutkan tiga masalah yang menyebabkan ketidakmampuan untuk menilai keuntungan tersebut seperti: masalah administrasi yang mungkin timbul selama proses konsolidasi sehingga dapat membatalkan manfaat potensial, masalah metodologi dan pengukuran sehingga mencegah pendeteksian keuntungan abnormal, dan kemungkinan bahwa hanya jenis akuisisi tertentu yang dapat menghasilkan suatu manfaat.

## **2.6. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis**

Salah satu faktor yang bisa mempengaruhi keberhasilan merger dan akuisisi adalah metode pembayaran. Metode pembayaran sendiri telah banyak dipelajari dalam literatur merger dan akuisisi. Hal tersebut dilakukan untuk mengetahui metode pembayaran mana yang baik digunakan untuk melakukan suatu transaksi pembelian suatu saham maupun transaksi merger dan akuisisi. Dube & Glascock (2006) menemukan bahwa dalam merger, ketika transaksi

dilakukan dengan pembayaran tunai, akan meningkatkan resiko transaksi. Disisi lain, Tanna & Yousef (2019) menemukan bahwa metode pembayaran yang menggunakan saham akan meningkatkan risiko pengakuisisi, sementara metode pembayaran yang menggunakan tunai akan mengurangi risiko mereka. Penelitian lain yang dilakukan oleh Jensen dan Ruback (1983), Huang dan Walkling (1987), dan Suk dan Sung (1997) ditemukan bahwa perusahaan target akan mendapatkan pengembalian abnormal lebih tinggi secara signifikan saat menggunakan penawaran tunai daripada penawaran saham.

Fenomena tersebut dapat terjadi dikarenakan investor biasanya tidak memiliki informasi yang cukup mengenai metode pembayaran dan tidak terlalu menganggap penting motif perusahaan dalam memilih metode pembayaran saat melakukan merger dan akuisisi. Mai (2012) menyatakan bahwa informasi mengenai metode pembayaran itu penting dan setiap metode yang digunakan akan menghasilkan hasil yang berbeda-beda pada kekayaan pemegang saham. Merger dan akuisisi sendiri merupakan keputusan investasi yang cukup penting bagi perusahaan. Dalam keputusan investasi ini, metode pembayaran berperan dalam menentukan sarana pembiayaan apa yang akan digunakan, seperti tunai, saham, utang, maupun campuran. Dari pemilihan metode pembayaran tersebut akan dapat mengubah struktur modal perusahaan. Di mana perilaku investor dalam menanggapi perubahan tersebut akan membuat harga saham dan biaya perdagangan ikut berubah.

Mai (2012) menyimpulkan bahwa metode pembayaran mungkin dapat mempengaruhi biaya perdagangan karena dapat mempengaruhi perilaku

perdagangan dan harga saham di sekitar pengumuman merger dan akuisisi. Mai (2012) sendiri dalam penelitiannya mengenai biaya perdagangan di sekitar pengumuman merger dan akuisisi menemukan bahwa pada perusahaan target dan pengakuisisi tidak ditemukan perbedaan yang signifikan pada saat pengumuman baik menggunakan metode pembayaran saham maupun tunai.

Dari hasil penelitian tersebut peneliti ingin mencoba membuktikan kembali pengaruh metode pembayaran terhadap biaya perdagangan pada saat pengumuman merger dan akuisisi. Oleh karena itu, hipotesis pertama dan hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1. Terdapat perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya.

H2. Terdapat perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya.

Periode pra dan pasca merger dan akuisisi dapat mempengaruhi biaya perdagangan, kinerja perusahaan, pengembalian saham, dan likuiditas. Hal tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti, Narayan & Thenmozhi (2014) menemukan bahwa ukuran relatif dari perusahaan target serta metode pembayaran secara tunai dapat memberikan dampak paling signifikan dan positif pada kinerja pasca akuisisi. Di sisi lain, Petmezas (2009) menemukan bahwa perusahaan pengakuisisi yang menggunakan metode pembayaran tunai

dan saham memiliki pengembalian yang signifikan. Lipson dan Mortal (2007) juga menemukan bahwa likuiditas perusahaan *bidder* meningkat secara substansial setelah pengumuman M&A. Mereka juga menemukan bahwa peningkatan likuiditas perusahaan pengakuisisi berhubungan dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, cakupan analisis, pembentukan pasar, luasnya kepemilikan dan fokus operasional.

Mai (2012) dalam penelitiannya menemukan bahwa untuk perusahaan target sebelum pengumuman merger dan akuisisi, *bid-ask spread* yang menggunakan metode pembayaran tunai secara signifikan memiliki nilai yang lebih besar daripada metode pembayaran saham, sedangkan setelah pengumuman tidak ditemukan perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan antara metode pembayaran tunai dan saham. Pada perusahaan pengakuisisi sendiri, sebelum pengumuman merger dan akuisisi ditemukan bahwa hanya *quote spread* dan *percentage quote spread* dari metode pembayaran tunai yang secara signifikan memiliki nilai yang lebih besar daripada metode pembayaran saham. Sementara itu, setelah pengumuman hanya *quote spread* dengan metode pembayaran tunai yang mengalami peningkatan yang signifikan daripada metode pembayaran saham.

Berdasarkan beberapa argumen tersebut, peneliti menduga bahwa biaya perdagangan dapat berbeda antara sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H3. Terdapat perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya.

Biaya perdagangan juga merupakan faktor harga dalam pengembalian ekuitas, hal tersebut dikarenakan investor yang mengalami masalah dalam perdagangan menuntut suatu kompensasi (Amihud dan Mendelson, 1986b; Easley dan O'Hara, 2004). Penelitian yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986a) menunjukkan bahwa apabila terjadi peningkatan biaya perdagangan saham maka akan menurunkan biaya modal perusahaan. Di mana penurunan tersebut tidak hanya akan meningkatkan peluang investasi perusahaan tetapi juga meningkatkan nilai aset yang ada.

Penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan adanya hubungan antara biaya perdagangan dan pengembalian yang diharapkan. Amihud dan Mendelson (1986a, 1991) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *bid-ask spread* dan pengembalian aset. Ma et al., (2021), yang meneliti mengenai peran *moving averages* dari volume perdagangan pada harga aset menemukan bahwa jarak antara *moving averages* jangka pendek dan jangka panjang dari volume perdagangan memprediksi secara kuat dan negatif terhadap pengembalian saham di pasar saham Cina.

Cepoi (2014), meneliti mengenai bagaimana biaya perdagangan mempengaruhi likuiditas di pasar modal Rumania, hasilnya ditemukan bahwa biaya transaksi merupakan faktor penentu dalam likuiditas pasar dan

pengembalian aset. Di sisi lain, Shobriati et al., (2013) menunjukkan bahwa *bid-ask spread* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Di mana semakin rendah *bid-ask spread* maka harga saham makin tinggi dan sebaliknya, semakin tinggi *bid-ask spread* maka semakin rendah harga sahamnya.

Penelitian lainnya oleh Mai, (2012) juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara biaya perdagangan dan pengembalian saham. Temuan Mai, (2012) tentang hubungan positif antara *bid-ask spread* dan *return* saham juga memberikan bukti tambahan terhadap hubungan *return-illiquidity* yang positif karena biaya perdagangan merupakan salah satu ukuran likuiditas.

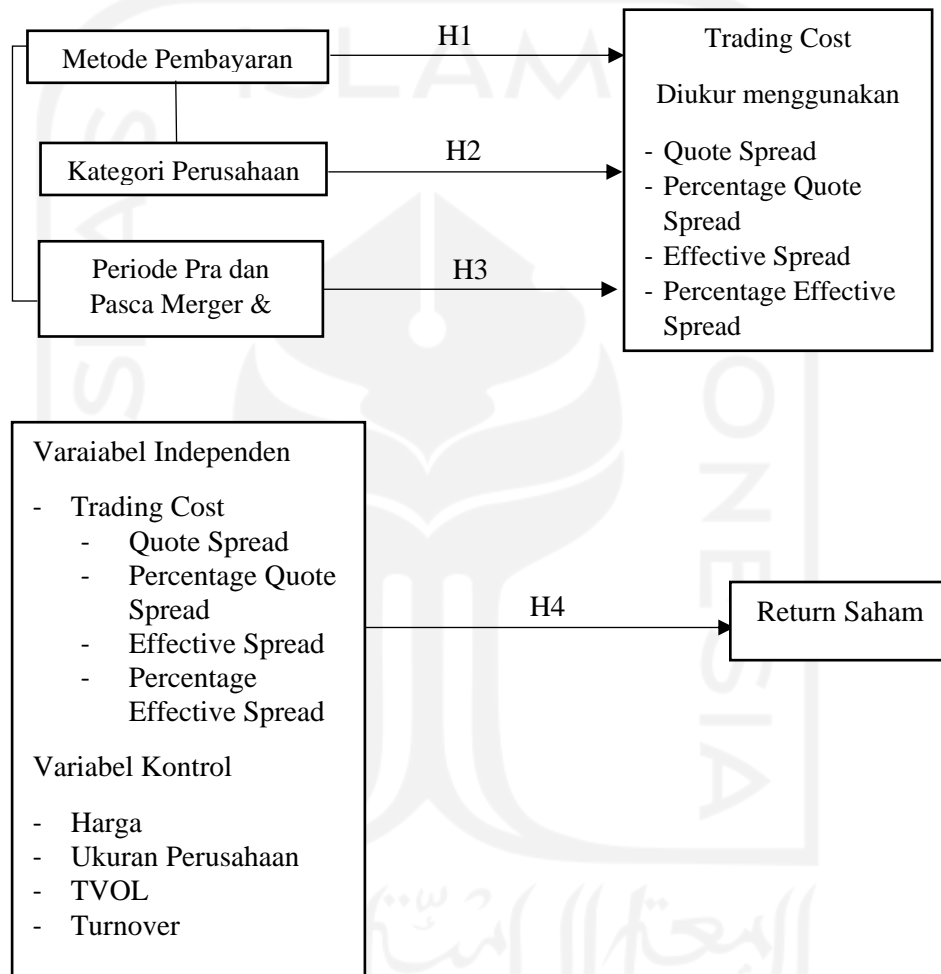
Dengan adanya keterkaitan antara volume *trading*, *bid-ask spread* dengan *return* saham, peneliti menduga bahwa terdapat hubungan antara biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca merger dan akuisisi. Oleh karena itu, hipotesis ke empat dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H4. Terdapat hubungan antara biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca-merger akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.



## 2.7 Model Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu yang digunakan dalam perumusan hipotesis, maka diperoleh model penelitian di mana dalam penelitian ini terdapat dua model penelitian, yaitu sebagai berikut.



**Gambar 2.1 Model Penelitian**

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan sebuah penelitian dengan metode deduktif kuantitatif, karena terdapat hipotesis yang harus dibuktikan kebenarannya. Strategi yang digunakan, yaitu *archival research* untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan yang telah ditentukan. Strategi *archival research* merupakan strategi di mana kita mencari data dari rekaman/arsip yang telah didokumentasikan oleh pihak lain, data-data yang kita dapatkan dapat disebut dengan data sekunder (Saunders et al., 2007).

#### 3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dan yang menjadi target akuisisi dan merger di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan pengakuisi dan perusahaan target akuisisi yang memiliki kriteria tertentu.

Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* di mana kita menggunakan justifikasi personal/subyektif kita sendiri dalam memilih sampel, atas pertimbangan kebutuhan penelitian agar bisa memberikan jawaban terbaik atas pertanyaan yang diajukan (Saunders et al., 2007). Di mana pengambilan perusahaan sampel dilakukan berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dan yang menjadi target akuisisi dan merger yang terdaftar di BEI selama periode 2015 sampai dengan 2020.
2. Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi memiliki kelengkapan data.

### **3.3. Instrumen Pengumpulan Data**

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Instrumen pengumpulan datanya, yaitu menggunakan dokumentasi dari sumber sekunder. Data diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Kemudian data-data juga diperoleh dari *website* seperti *website* perusahaan dan *website* [www.kppu.go.id](http://www.kppu.go.id) untuk mengetahui perusahaan-perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan akuisisi selama periode 2015-2020.

### **3.4. Periode Pengamatan**

Periode pengamatan pada penelitian ini dilakukan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target yang melakukan pengumuman merger dan akuisisi pada periode tahun 2015 sampai pada tahun 2020.

### **3.5. Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dan variabel independennya sendiri dalam penelitian ini di bagi menjadi dua dimana variabel dependen untuk hipotesis 1 sampai hipotesis 3 adalah biaya perdagangan dan untuk hipotesis 4 menggunakan *return* saham. Begitu juga untuk variabel independen juga dibagi,

untuk penjelasan jenis variabel yang digunakan dan pengukurannya dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 3.1 Variabel Penelitian**

Jenis Variabel	Definisi	Pengukurannya
Variabel Dependen		
Biaya Perdagangan	Biaya transaksi untuk investor dalam melakukan aktivitas trading.	<p>Diukur menggunakan empat ukuran : <i>quoted spread</i>, <i>percentage quoted spread</i>, <i>effective spread</i>, and <i>percentage effective spread</i>.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>Quoted\ Spread_{it} = Ask_{it} - Bid_{it}</math></li> <li>• <math>PercentageQuoted\ Spread_{it} = (2(Ask_{it} - Bid_{it}) / (Ask_{it} + Bid_{it}))100</math></li> <li>• <math>Effective\ Spread_{it} =  Price_{it} - (Ask_{it} + Bid_{it})/2 </math></li> <li>• <math>Percentage\ Effective\ Spread_{it} = 100( Price_{it} - (Ask_{it} + Bid_{it})/2 ) / ((Ask_{it} + Bid_{it})/2)</math></li> </ul>
Return Saham	Tingkat keuntungan yang didapatkan oleh penyeter modal atau biasa disebut sebagai investor	$R_t = P_t - (P_{t-1}) / P_{t-1}$ $R_t$ = Return saham t $P_t$ = harga penutupan hari t $P_{t-1}$ = harga penutupan sehari sebelumnya

Jenis Variabel	Definisi	Pengukurannya
Variabel Independen		
Metode Pembayaran	Cara di mana pemegang saham perusahaan target dikompensasi untuk menyerahkan saham perusahaan target ke perusahaan yang mengakuisisi.	Dibagi menjadi dua kategori menurut metode pembayaran: uang tunai, stok(saham). Dan diukur dengan variabel dummy dimana tunai=1 dan saham=0
Kategori Perusahaan	Jenis perusahaannya perusahaan pengakuisisi atau perusahaan target	Dibagi menjadi dua kategori menurut jenis perusahaan: perusahaan pengakuisisi, perusahaan target. Dan diukur dengan variabel dummy dimana perusahaan pengakuisisi=1 dan perusahaan target = 0
Periode Pra dan Pasca Merger dan Akuisisi	Perbedaan hari sebelum dan setelah merger akuisisi	Dibagi menjadi dua kategori menurut perbedaan hari: 5 hari sebelum, 5 hari setelah. Dan diukur dengan variabel dummy dimana 5 hari setelah=1 dan 5 hari sebelum=0
Biaya Perdagangan	Biaya transaksi untuk investor dalam melakukan aktivitas trading.	Diukur menggunakan empat ukuran : <i>quoted spread</i> , <i>percentage quoted spread</i> , <i>effective spread</i> , and <i>percentage effective spread</i> . <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>Quoted\ Spread_{it} = Ask_{it} - Bid_{it}</math></li> <li>• <math>Percentage\ Quoted\ Spread_{it} = (2(Ask_{it} -</math></li> </ul>

Jenis Variabel	Definisi	Pengukurannya
		$\text{Bid}_{it} / (\text{Ask}_{it} + \text{Bid}_{it}) \cdot 100$ <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{Effective Spread}_{it} =  \text{Price}_{it} - (\text{Ask}_{it} + \text{Bid}_{it}) / 2 </math></li> <li>• <math>\text{Percentage Effective Spread}_{it} = 100( \text{Price}_{it} - (\text{Ask}_{it} + \text{Bid}_{it}) / 2 ) / ((\text{Ask}_{it} + \text{Bid}_{it}) / 2)</math></li> </ul>
Variabel Kontrol		
Harga	Harga penutupan saham pada setiap hari	Logaritma natural dari harga penutupan saham pada setiap hari.
Ukuran Perusahaan	Nilai pasar ekuitas perusahaan pada setiap hari	Logaritma natural dari nilai pasar ekuitas perusahaan pada setiap hari.
TVOL	Nilai rupiah perdagangan saham pada setiap hari	Logaritma natural dari nilai rupiah perdagangan saham pada setiap hari.
Turnover	Rasio perputaran saham yang diukur dengan jumlah saham yang diperdagangkan pada setiap hari dibagi dengan jumlah saham yang beredar	Logaritma natural dari rasio perputaran saham yang diukur dengan jumlah saham yang diperdagangkan pada setiap hari dibagi dengan jumlah saham yang beredar

## 3.6. Metode Analisis Data

### 3.6.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan alat analisis pengolah data untuk mendeskripsikan atau memberikan pemahaman terhadap objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi (Sujarweni, 2015).

### 3.6.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik merupakan suatu kegiatan yang harus dilakukan dalam analisa regresi untuk memperoleh suatu parameter yang dapat meramalkan secara baik. Agar dapat memperoleh parameter yang memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), maka regresi dengan menggunakan metode OLS (Ordinary Least Square) harus memenuhi uji asumsi klasik, yaitu tidak ada multikolinearitas, tidak ada autokorelasi, tidak ada heteroskedesitas dan normalitas (Yuliadi, 2009).

#### 3.6.2.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas merupakan uji untuk mengetahui normal tidaknya suatu variabel yang akan di uji. Model regresi dinilai baik apabila datanya berdistribusi normal. Pada penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ( $\alpha=0,05$ ). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- Jika angka signifikansi (Sig F)  $> 0,05$  data residual berdistribusi normal.
- Jika angka signifikansi (Sig F)  $< 0,05$  data residual tidak berdistribusi normal.

### 3.6.2.2 Uji Autokolerasi

Menurut Ghozali (2018) uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antara variabel pada periode  $t$  dengan variabel  $t-1$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Pada penelitian ini uji autokolerasi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson* (DW test). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- Jika  $d$  (durbin watson) lebih kecil dari  $dL$  atau lebih besar dari  $(4-dL)$  maka hipotesis nol ditolak, yang berarti terdapat autokorelasi.
- Jika  $d$  (durbin watson) terletak antara  $dU$  dan  $(4-dU)$ , maka hipotesis nol diterima, yang berarti tidak ada autokorelasi.
- Jika  $d$  (durbin watson) terletak antara  $dL$  dan  $dU$  atau diantara  $(4-dU)$  dan  $(4-dL)$ , maka tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti.

### 3.6.2.3 Uji Heteroskedesitas

Heteroskedesitas menurut Lupiyoadi (2015) berarti variasi residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain berbeda atau tidak sama (heteroskedesitas) , sehingga untuk memberikan model regresi yang lebih akurat variasi residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain harus sama (homoskedesitas). Terdapat beberapa alat statistik yang digunakan untuk menguji heterokedesitas seperti, seperti uji park (*park test*), uji *white*, uji glejser. Pada peneilitian ini uji heterokedesitas dilakukan dengan uji glesjer dengan tingkat signifikansi 5% ( $\alpha=0,05$ )

- Jika nilai signifikansi  $> 0,05$  maka tidak terjadi heterokedesitas



- Jika nilai signifikansi  $< 0,05$  maka terjadi heterokedesitas

### 3.6.2.4 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas menurut Ghozali (2018) bertujuan untuk menguji ada tidaknya kolerasi antar variabel independen atau variabel bebas. Untuk dapat mengetahui ada tidaknya multikolinieritas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

- Jika nilai *tolerance*  $> 0,10$  dan nilai VIF  $< 10,00$  maka tidak terjadi multikolinearitas
- Jika nilai *tolerance*  $< 0,10$  dan nilai VIF  $> 10,00$  maka terjadi multikolinearitas

### 3.6.3 Uji Hipotesis

#### 3.6.3.1 Analisis Regresi Variabel Dummy

Analisis regresi variabel dummy merupakan salah satu alat ukur regresi dimana nama lainnya adalah Regresi Kategori. Regresi ini menggunakan prediktor kualitatif (yang bukan dummy dinamai prediktor kuantitatif). Persamaan regresi variabel dummy yaitu sebagai berikut;

- Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 1.

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_4 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

Di mana :

$Y_1$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Quote Spread*)

$Y_2$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Quote Spread*)

$Y_3$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Effective Spread*)

$Y_4$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Effective Spread*)

$D_m$  = variabel dummy untuk metode pembayaran (1 = tunai; 0= saham)

b. Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 2.

$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 D_p + \beta_2 D_t$

$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 D_p + \beta_2 D_t$

$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 D_p + \beta_2 D_t$

$Y_4 = \beta_0 + \beta_1 D_p + \beta_2 D_t$

Di mana :

$Y_1$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Quote Spread*)

$Y_2$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Quote Spread*)

$Y_3$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Effective Spread*)

$Y_4$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Effective Spread*)

$D_p$  = variabel dummy metode pembayaran untuk masing-masing kategori perusahaan (1 = tunai; 0= saham)

$D_t$  = variabel dummy kategori perusahaan (1 =perusahaan pengakuisisi; 0= perusahaan target)

c. Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 3.

$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$

$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$

$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$

$$Y_4 = \beta_0 + \beta_1 Dm + \beta_2 Dh$$

Di mana :

$Y_1$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Quote Spread*)

$Y_2$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Quote Spread*)

$Y_3$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Effective Spread*)

$Y_4$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Effective Spread*)

$Dm$  = variabel dummy untuk metode pembayaran (1 = tunai; 0 = saham)

$Dh$  = variabel dummy untuk periode pra dan pasca merger dan akuisisi (1 = data 5 hari setelah pengumuman; 0 = data 5 hari sebelum pengumuman)

### 3.6.3.2 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda merupakan analisis statistik yang menghubungkan antara dua atau lebih variabel independen dengan variabel dependen  $Y$  (Lupiyoadi, 2015). Tujuan analisis ini yaitu untuk mengukur intensitas hubungan antara dua variabel atau lebih dan membuat perkiraan nilai  $Y$  atas  $X$ . Data yang biasanya digunakan untuk variabel independen berupa data yang telah ada atau data sekunder maupun data pengamatan atau data primer (Lupiyoadi, 2015). Untuk model pengujian pengaruh biaya perdagangan terhadap kinerja pasca merger dan akuisisi hanya dilakukan untuk perusahaan pengakuisisi yang *go public*. Persamaan regresi berganda untuk pengujian tersebut yaitu sebagai berikut.

a. Persamaan Regresi Berganda Hipotesis 4

$$RES_1 = \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 FZ + \beta_3 TVOL + \beta_4 TOV + \beta_5 QS + \varepsilon$$

$$RES_2 = \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 FZ + \beta_3 TVOL + \beta_4 TOV + \beta_5 PQS + \varepsilon$$

$$RES_3 = \beta_0 + \beta_1PE + \beta_2FZ + \beta_3TVOL + \beta_4TOV + \beta_5ES + \varepsilon$$

$$RES_4 = \beta_0 + \beta_1PE + \beta_2FZ + \beta_3TVOL + \beta_4TOV + \beta_5PES + \varepsilon$$

Di mana :

RES = Return Saham

$\beta_0$  : Konstanta

$\beta_{1-5}$  : Koefisien regresi untuk tiap variabel X

PE = Harga

FZ = Ukuran

TVOL = Nilai rupiah perdagangan saham

TOV = *Turnover*

QS = *Quote spread*

PQS = *Percentage quote spread*

ES = *Effective spread*

PES = *Percentage effective spread*

$\varepsilon$  = Residual eror

### 3.6.3.3 Uji Determinasi ( $R^2$ )

Uji determinasi ( $R^2$ ) menurut Ghozali (2018) merupakan uji yang digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan model dalam menerangkan beragam variabel dependen. Nilai determinasi ( $R^2$ ) juga berguna sebagai metode untuk mengetahui seberapa kuat variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen.

### 3.6.3.4 Uji Statistik F

Uji statistik F menurut Lupiyoadi (2015) merupakan uji stimultan atau uji keseluruhan dan bersama-sama. Uji F sendiri mempunyai tujuan untuk menguji ada tidaknya hubungan linier antar variabel. Uji ini juga digunakan untuk menguji valid tidaknya suatu model regresi. Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian ini yaitu sebesar  $\alpha$  (alpha) . Model regresi dikatakan valid bila nilai signifikansi  $< \alpha$  (alpha) atau nilai F hitung  $> F$  tabel. Sebaliknya dikatakan tidak valid bila nilai signifikansi  $> \alpha$  (alpha) atau nilai F hitung  $< F$  tabel.

### 3.6.3.5 Uji Parsial (Uji t)

Uji Parsial t menurut Lupiyoadi (2015) merupakan pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah sebuah variabel bebas (independen) memberikan pengaruh terhadap variabel terikat (dependen). Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian ini yaitu sebesar  $\alpha$  (alpha). Apabila nilai signifikansi  $> \alpha$  (alpha) atau t hitung  $< t$  tabel maka tidak terdapat pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen. Sebaliknya bila nilai signifikansi  $< \alpha$  (alpha) atau t hitung  $> t$  tabel maka terdapat pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen.

## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dan yang menjadi target akuisisi di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2020. Berdasarkan metode pengambilan sampel yang menggunakan *purposive sampling*, diperoleh jumlah perusahaan pengakuisisi sebanyak 55 perusahaan dan perusahaan target sebanyak 17 perusahaan.

Data yang digunakan dalam tiap hipotesis dalam penelitian ini memiliki jumlah data (N) yang berbeda-beda meskipun diambil dari jumlah sampel yang sama. Jumlah data (N) yang digunakan dalam hipotesis 1 memiliki dua jumlah data (N), yaitu perusahaan pengakuisisi sebesar 55 data, dan perusahaan target sebesar 17 data. Jumlah data (N) yang digunakan dalam hipotesis 2 yaitu sebesar 72 data, untuk hipotesis 3 sendiri memiliki jumlah data (N) sebesar 550 data untuk perusahaan pengakuisisi dan 170 data untuk perusahaan target, dikarenakan untuk hipotesis 3 data yang digunakan adalah data 5 hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi dan data 5 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Hipotesis 4 memiliki jumlah data (N) sebesar 1100 dikarenakan data yang digunakan adalah data 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi perusahaan-perusahaan pengakuisisi, yang mana jumlah sampel perusahaan pengakuisisi sebesar 55 perusahaan.

## 4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan alat analisis pengolah data untuk mendeskripsikan atau memberikan pemahaman terhadap objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi (Sujarweni, 2015).

**Tabel 4.1 Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasom
RES ( <i>Return saham</i> )	1100	-.17	.41	.0034	.03683
PE ( <i>Harga</i> )	1100	4.61	10.44	7.4997	1.46399
FZ ( <i>Ukuran</i> )	1100	27	34	30.08	1.468
TVOL ( <i>Nilai rupiah</i> )	1100	0	28	19.40	7.064
TOV ( <i>Turnover</i> )	1100	-17.95	.00	-7.8769	3.95147
QS ( <i>Quote spread</i> )	1100	-1400	21200	696.58	3250.143
PQS ( <i>Percentage quote spread</i> )	1100	-200.00	200.00	8.7619	37.45897
ES ( <i>Effective spread</i> )	1100	-412.5	12062.5	358.688	1701.0814
PES ( <i>Percentage effective spread</i> )	1100	-6.76	131.29	4.4414	19.37432
Valid N (listwise)	1100				

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan tabel 4.1 diatas diketahui bahwa jumlah data atau N untuk setiap variabel yang valid adalah 1100 sampel yang diperoleh dari observasi 20 hari perusahaan pengakuisisi setelah pengumuman merger dan akuisisi dengan jumlah perusahaan sebanyak 55 perusahaan. Pada variabel RES (*Return saham*) dapat dilihat nilai minimum sebesar -0,17 dan nilai maksimum sebesar 0,41. Nilai rata-rata dari RES sendiri sebesar 0,0034 dengan standar deviasi sebesar 0,3683 yang

menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.

Pada variabel PE (Harga) dapat dilihat nilai minimum sebesar 4,61 dan nilai maksimum sebesar 10,44. Nilai rata-rata dari PE sendiri sebesar 7,4997 dengan standar deviasi sebesar 1,46399 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi rendah. Pada variabel FZ (Ukuran) dapat dilihat nilai minimum sebesar 27 dan nilai maksimum sebesar 34. Nilai rata-rata dari FZ sendiri sebesar 30,08 dengan standar deviasi sebesar 1,468 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi rendah.

Pada variabel TVOL (Nilai rupiah) dapat dilihat nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 28. Nilai rata-rata dari TVOL sendiri sebesar 19,40 dengan standar deviasi sebesar 7,064 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi rendah. Pada variabel TOV (Turnover) dapat dilihat nilai minimum sebesar -17,95 dan nilai maksimum sebesar 0,00. Nilai rata-rata dari TOV sendiri sebesar -7,8769 dengan standar deviasi sebesar 3,95147 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.



Pada variabel QS (*Quote spread*) dapat dilihat nilai minimum sebesar -1400 dan nilai maksimum sebesar 21200. Nilai rata-rata dari QS sendiri sebesar 696,58 dengan standar deviasi sebesar 3250,143 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi. Pada variabel PQS (*Percentage quote spread*) dapat dilihat nilai minimum sebesar -200,00 dan nilai maksimum sebesar 200,00. Nilai rata-rata dari PQS sendiri sebesar 8,7619 dengan standar deviasi sebesar 37,45897 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.

Pada variabel ES (*Effective spread*) dapat dilihat nilai minimum sebesar -412,5 dan nilai maksimum sebesar 12062,5. Nilai rata-rata dari ES sendiri sebesar 358,688 dengan standar deviasi sebesar 1701,0814 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi. Pada variabel PES (*Percentage effective spread*) dapat dilihat nilai minimum sebesar -6,76 dan nilai maksimum sebesar 131,29. Nilai rata-rata dari PES sendiri sebesar 4,4414 dengan standar deviasi sebesar 19,37432 yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata sehingga dapat disimpulkan bahwa adanya penyimpangan data yang terjadi tinggi.

### 4.3 Hasil Uji Asumsi Klasik

#### 4.3.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas merupakan uji untuk mengetahui normal tidaknya suatu variabel yang akan di uji. Kriteria pengujiannya, yaitu jika angka signifikansi (Sig F) > 0,05 data residual berdistribusi normal. Jika angka signifikansi (Sig F) < 0,05 data residual tidak berdistribusi normal. Tabel 4.2 dibawah ini merupakan hasil uji normalitas dari 1100 sampel yang digunakan dalam penelitian hipotesis 4 ini.

**Tabel 4.2 Uji Normalitas**

<b>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</b>		
		Unstandardized Residual
N		1100
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.03619778
Most Extreme Differences	Absolute	.162
	Positive	.162
	Negative	-.115
Test Statistic		.162
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 <sup>c</sup>
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji normalitas Kolmogorov-Smirnov pada tabel 4.2 diatas diperoleh nilai signifikansi 0.000 kurang dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data residual tidak berdistribusi normal.

### 4.3.2 Uji Autokolerasi

Menurut Ghozali (2018) uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antara variabel pada periode  $t$  dengan variabel  $t-1$  (sebelumnya).

Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- Jika  $d$  (durbin watson) lebih kecil dari  $dL$  atau lebih besar dari  $(4-dL)$  maka hipotesis nol ditolak, yang berarti terdapat autokorelasi.
- Jika  $d$  (durbin watson) terletak antara  $dU$  dan  $(4-dU)$ , maka hipotesis nol diterima, yang berarti tidak ada autokorelasi.
- Jika  $d$  (durbin watson) terletak antara  $dL$  dan  $dU$  atau diantara  $(4-dU)$  dan  $(4-dL)$ , maka tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti.

Tabel 4.3 dibawah ini merupakan hasil uji autokolerasi dari 1100 sampel yang digunakan dalam penelitian hipotesis 4 ini.

**Tabel 4.3 Uji Autokolerasi**

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.184 <sup>a</sup>	.034	.027	.03633	2.040
a. Predictors: (Constant), PES, FZ, TOV, TVOL, PE, PQS, ES, QS					
b. Dependent Variable: RES					

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Dari tabel 4.3 diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 2.040. Nilai tersebut akan dibandingkan dengan nilai tabel Durbin-Watson dengan nilai signifikansi 5% (0,05). Jumlah sampel data (N) 1100 dengan jumlah variabel

independen 8 ( $k=8$ ), sehingga pada tabel Durbin-Watson akan ditemukan nilai sebagai berikut:

**Tabel 4.4 Durbin-Watson Test Bound**

N	dL	dU	4-dL	4-dU
1100	1.6861	1.8522	2.3139	2.1478

*Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021*

Dari hasil tabel 4.4 tersebut ditunjukkan bahwa nilai DW 2.040 berada diantara dU (1.8522) dan 4-dU (2.1478) yang kemudian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokolerasi.

#### 4.3.3 Uji Heteroskedesitas

Heteroskedesitas menurut Lupiyoadi (2015) berarti variasi residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain berbeda atau tidak sama (heteroskedesitas), sehingga untuk memberikan model regresi yang lebih akurat variasi residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain harus sama (homoskedesitas). Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan uji glesjer, kriteria pengujian yaitu jika nilai signifikansi  $> 0,05$  maka tidak terjadi heterokedesitas, sebaliknya jika nilai signifikansi  $< 0,05$  maka terjadi heterokedesitas. Tabel 4.5 dibawah ini merupakan hasil uji heteroskedesitas dari 1100 sampel yang digunakan dalam penelitian hipotesis 4 ini.

**Tabel 4.5 Uji Heteroskedesitas**

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.077	.021		3.660	.000
	PE	.001	.001	.034	.769	.442
	FZ	-.003	.001	-.133	-3.087	.002
	TVOL	.001	.000	.206	5.657	.000
	TOV	.000	.000	-.032	-1.031	.303
	QS	-1.544E-6	.000	-.171	-.419	.675
	PQS	.000	.000	-.296	-3.665	.000
	ES	4.062E-7	.000	.024	.058	.954
	PES	.001	.000	.512	6.222	.000

a. Dependent Variable: Abs\_RES

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji heteroskedesitas pada tabel 4.5 diatas, dapat dilihat nilai signifikansi untuk variabel PE, TOV, QS, dan ES lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedesitas. Sedangkan nilai signifikansi pada variabel FZ, TVOL, PQS, dan PES kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi heteroskedesitas pada variabel-variabel tersebut.

#### 4.3.4 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas menurut Ghozali (2018) bertujuan untuk menguji ada tidaknya kolerasi antar variabel independen atau variabel bebas. kriteria pengujian yaitu jika nilai tolerance  $> 0,10$  dan nilai VIF  $< 10,00$  maka tidak terjadi multikolinearitas, sebaliknya jika nilai tolerance  $< 0,10$  dan nilai VIF  $> 10,00$  maka terjadi multikolinearitas. Tabel 4.6 dibawah ini merupakan hasil uji multikolinearitas dari 1100 sampel yang digunakan dalam penelitian hipotesis 4 ini.

**Tabel 4.6 Uji Multikolinearitas**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.018	.027		.653	.514		
	PE	-.001	.001	-.046	-1.015	.311	.433	2.312
	FZ	.000	.001	-.012	-.266	.790	.456	2.193
	TVOL	.000	.000	.038	1.014	.311	.639	1.566
	TOV	3.275E-5	.000	.004	.111	.912	.878	1.139
	QS	-1.014E-5	.000	-.895	-2.141	.032	.005	197.236
	PQS	.000	.000	-.305	-3.691	.000	.130	7.716
	ES	2.313E-5	.000	1.069	2.566	.010	.005	195.852
	PES	.000	.000	.130	1.544	.123	.125	8.014

a. Dependent Variable: RES

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada tabel 4.6 diatas dapat dilihat pada variabel PE, FZ, TVOL, TOV, PQS, dan PES memiliki nilai tolerance  $> 0,10$  dan nilai VIF  $< 10,00$  sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada variabel variabel tersebut. Sedangkan untuk variabel QS dan ES memiliki nilai tolerance  $< 0,10$  dan nilai VIF  $> 10,00$  sehingga dapat disimpulkan bahwa telah terjadi multikolinearitas pada kedua variabel tersebut.

## **4.4 Hasil Uji Hipotesis**

### **4.4.1 Regresi Variabel Dummy**

Analisis regresi variabel dummy digunakan dalam penelitian ini untuk membuktikan hipotesis 1 sampai hipotesis 3 mengenai perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya, perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target saat pengumuman merger dan akuisisi dilihat dari metode pembayarannya, dan perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Untuk hasil dari uji regresi variabel dummy ini juga dibedakan berdasarkan hipotesis, lebih jelasnya dapat dilihat pada hasil dan penjelasan dibawah ini.

#### **4.4.1.1 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 1**

Model yang dilakukan dalam uji regresi variabel dummy untuk hipotesis 1 dapat dilihat seperti penjabaran berikut. Dalam pengujian ini akan ada dua hasil dimana pengujian untuk perusahaan pengakuisisi dan pengujian untuk perusahaan target. Pengujian dibagi menjadi dua dikarenakan dalam hipotesis 1 ini fokus pengujian adalah untuk mengetahui perbedaan biaya perdagangan pada masing-masing jenis perusahaan berdasarkan metode pembayarannya saja. Dimana lebih jelasnya untuk menguji perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi berdasarkan metode pembayarannya, dan untuk menguji perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan target berdasarkan metode pembayaran juga. Untuk

pengujiannya keduanya menggunakan persamaan yang sama. Dibawah ini ada empat persamaan dikarenakan dalam biaya perdagangan memiliki empat ukuran, oleh karena itu pengujian dilakukan sebanyak empat kali.

Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 1.

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

$$Y_4 = \beta_0 + \beta_1 D_m$$

Di mana :

$Y_1$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Quote Spread*)

$Y_2$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Quote Spread*)

$Y_3$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Effective Spread*)

$Y_4$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Effective Spread*)

$D_m$  = variabel dummy untuk metode pembayaran (1 = tunai; 0 = saham)

$\beta_0$  = metode pembayaran menggunakan saham

$\beta_1$  = besarnya perbedaan metode pembayaran menggunakan tunai dengan saham



**Tabel 4.7 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Pengakusisi H1**

	Y1	Sig.	Y2	Sig.	Y3	Sig.	Y4	Sig.
constant	9.333	0.994	1.673	0.914	-6.167	0.992	0.881	0.911
Metode Pembayaran	749.483 (0.607)	0.547	9.586 (0.585)	0.561	372.636 (0.599)	0.552	5.898 (0.712)	0.479
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.007		0.006		0.007		0.009	
F	0.368	0.547	0.342	0.561	0.359	0.552	0.507	0.479
Std. Error	2856.148		37.87722		1437.7646		19.14577	
*, **, ***Signifikan pada level 10%, 5%, 1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan persamaan diatas dan tabel 4.7 dapat dilihat bahwa variabel metode pembayaran di setiap pengujian mempunyai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *quote spread* (Y<sub>1</sub>) memiliki nilai sebesar 749.483. Faktor pengukur biaya perdagangan *percentage quote spread* (Y<sub>2</sub>) memiliki nilai sebesar 9.586, faktor pengukur biaya perdagangan *effective spread* (Y<sub>3</sub>) memiliki nilai sebesar 372.636, dan faktor pengukur biaya perdagangan *percentage effective spread* (Y<sub>4</sub>) memiliki nilai sebesar 5.898. Dari tabel 4.7 diatas juga dapat ditemukan masing-masing persamaan yang dapat digunakan untuk mengetahui perbedaan besar nilai biaya perdagangan antara metode pembayaran menggunakan saham dengan tunai.

Persamaan pertama yaitu  $Y_1 = 9.333 + 749.483 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar 9.333 (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode

pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $9.333 + 749.483 = 758.483$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham. Kemudian persamaan kedua yaitu  $Y_2 = 1.673 + 9.586 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar 1.673 (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $1.673 + 9.586 = 11.259$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham.

Persamaan ketiga yaitu  $Y_3 = -6.167 + 372.636 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar -6.167 (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $-6.167 + 372.636 = 366.469$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham. Sedikit perbedaan disini di mana biaya perdagangan saham atau  $\beta_0$  memiliki nilai yang negatif, sehingga dapat disimpulkan apabila biaya perdagangan saham memiliki nilai negatif yang semakin tinggi maka biaya perdagangan tunai akan mengalami pengurangan yang besar sebaliknya apabila biaya perdagangan saham memiliki nilai negatif yang

semakin rendah atau mendekati positif maka nilai tunai akan mengalami pengurangan yang sedikit atau akan mengalami kenaikan.

Persamaan terakhir yaitu  $Y_4 = -0.881 + 5.898 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $-0.881$  (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $-0.881 + 5.898 = 5.017$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham. Sama seperti persamaan ketiga apabila biaya perdagangan saham memiliki nilai negatif yang semakin tinggi maka biaya perdagangan tunai akan mengalami pengurangan yang besar sebaliknya apabila biaya perdagangan saham memiliki nilai negatif yang semakin rendah atau mendekati positif maka nilai tunai akan mengalami pengurangan yang sedikit atau akan mengalami kenaikan.

**Tabel 4.8 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Target H1**

	Y1	Sig.	Y2	Sig.	Y3	Sig.	Y4	Sig.
constant	5.000	0.769	2.209	0.433	0.750	0.955	0.494	0.782
Metode Pembayaran	24.923 (1.147)	0.269	1.854 (0.592)	0.563	2.904 (0.193)	0.850	-0.585 (-0.292)	0.775
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.081		0.023		0.002		0.006	
F	1.316	0.269	0.350	0.563	0.037	0.850	0.085	0.775
Std. Error	38.003		5.47796		26.3172		3.50625	
*, **, ***Signifikan pada level 10%, 5%, 1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan persamaan diatas dan tabel 4.8 dapat dilihat bahwa ketiga variabel metode pembayaran di pengujian  $Y_1$ ,  $Y_2$ , dan  $Y_3$  mempunyai koefisien yang positif dan tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *quote spread* ( $Y_1$ ) memiliki nilai sebesar 24.923. Faktor pengukur biaya perdagangan *percentage quote spread* ( $Y_2$ ) memiliki nilai sebesar 1.854, faktor pengukur biaya perdagangan *effective spread* ( $Y_3$ ) memiliki nilai sebesar 2.904. Sedangkan variabel metode pembayaran pada pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *percentage effective spread* ( $Y_4$ ) mempunyai koefisien yang negatif dan tidak signifikan sebesar -0.585.

Dari tabel 4.8 diatas juga dapat ditemukan masing-masing persamaan yang dapat digunakan untuk mengetahui perbedaan besar nilai antara metode pembayaran menggunakan saham dengan tunai. Persamaan pertama yaitu  $Y_1 = 5.000 + 24.923 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar 5.000 (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $5.000 + 24.923 = 29.923$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham. Kemudian persamaan kedua yaitu  $Y_2 = 2.209 + 1.854 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar 2.209 (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai

sebesar  $2.209 + 1.854 = 4.063$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham.

Persamaan ketiga yaitu  $Y_3 = 0.750 + 2.904 D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $0.750$  (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $0.750 + 2.904 = 3.654$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan tunai memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan saham. Persamaan terakhir yaitu  $Y_4 = 0.494 + (-0.585) D_m$ , jika  $D_m = 0$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan saham maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $0.494$  (sebesar  $\beta_0$ ), jika  $D_m = 1$ , artinya apabila metode pembayaran menggunakan tunai maka biaya perdagangan memiliki nilai sebesar  $0.494 + (-0.585) = -0.091$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Dari hal tersebut dapat kita ketahui bahwa metode pembayaran menggunakan saham memiliki biaya perdagangan lebih besar daripada metode pembayaran menggunakan tunai..

#### 4.4.1.2 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 2

Berbeda dengan pengujian regresi variabel dummy untuk hipotesis 1, pada pengujian ini hanya ada satu hasil, dikarenakan dalam hipotesis 2 ini fokus pengujian adalah untuk mengetahui perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakusisi dan perusahaan target berdasarkan metode pembayarannya. Di bawah ini ada empat persamaan dikarenakan dalam biaya perdagangan memiliki empat ukuran, oleh karena itu pengujian dilakukan sebanyak empat kali.

Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 2.

$$Y1 = \beta_0 + \beta_1 Dm + \beta_2 Dj$$

$$Y2 = \beta_0 + \beta_1 Dm + \beta_2 Dj$$

$$Y3 = \beta_0 + \beta_1 Dm + \beta_2 Dj$$

$$Y4 = \beta_0 + \beta_1 Dm + \beta_2 Dj$$

Di mana :

Y1 = Faktor pengukur biaya perdagangan (Quote Spread)

Y2 = Faktor pengukur biaya perdagangan (Percentage Quote Spread)

Y3 = Faktor pengukur biaya perdagangan (Effective Spread)

Y4 = Faktor pengukur biaya perdagangan (Percentage Effective Spread)

Dp = variabel dummy metode pembayaran untuk masing-masing kategori perusahaan (1 = tunai; 0= saham)

Dt = variabel dummy kategori perusahaan (1 = perusahaan pengakuisisi; 0= perusahaan target)

**Tabel 4.9 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 2**

	Y1	Sig.	Y2	Sig.	Y3	Sig.	Y4	Sig.
constant	-347.414	0.700	-1.552	0.897	-179.082	0.693	-2.659	0.662
Metode Pembayaran	485.772 (0.562)	0.562	6.772 (0.589)	0.563	238.068 (0.547)	0.586	3.538 (0.607)	0.546
Kategori Perusahaan	591.690 (0.840)	0.404	5.733 (0.613)	0.542	292.803 (0.826)	0.412	3.880 (0.818)	0.416
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.017		0.012		0.016		0.017	
F	0.599	0.552	0.427	0.654	0.575	0.566	0.610	0.546
Std. Error	2506.209		33.31986		1261.6771		16.89433	
*, **, ***Signifikan pada level 10%, 5%, 1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan persamaan diatas dan tabel 4.9 dapat dilihat bahwa variabel metode pembayaran di setiap pengujian mempunyai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *quote spread* ( $Y_1$ ) memiliki nilai sebesar 485.772. Faktor pengukur biaya perdagangan *percentage quote spread* ( $Y_2$ ) memiliki nilai sebesar 6.772, faktor pengukur biaya perdagangan *effective spread* ( $Y_3$ ) memiliki nilai sebesar 238.068, dan faktor pengukur biaya perdagangan *percentage effective spread* ( $Y_4$ ) memiliki nilai sebesar 3.538. Seperti halnya metode pembayaran variabel kategori perusahaan juga memiliki koefisien yang positif dengan nilai masing-masing sebagai berikut,  $Y_1$  sebesar 591.690,  $Y_2$  sebesar 5.733,  $Y_3$  sebesar 292.803 dan  $Y_4$  sebesar 3.880.

Dari tabel 4.9 diatas juga dapat ditemukan masing-masing persamaan yang dapat digunakan untuk mengetahui perbedaan besar nilai antara metode pembayaran menggunakan saham dengan tunai. Untuk masing-masing persamaan akan menghasilkan 4 hasil perhitungan nantinya, dimana interpretasinya sebagai berikut:

- Jika  $D_m = 0$ ,  $D_j = 0$  maka perusahaan target dengan metode pembayaran saham
- Jika  $D_m = 0$ ,  $D_j = 1$  maka perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran saham
- Jika  $D_m = 1$ ,  $D_j = 0$  maka perusahaan target dengan metode pembayaran tunai

- Jika  $D_m = 1$ ,  $D_j = 1$  maka perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran tunai

Dari interpretasi diatas kita masuk ke persamaan pertama yaitu  $Y_1 = -347.414 + 485.772 D_m + 591.690 D_j$ . Mengikuti interpretasi diatas maka hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_1$  adalah sebagai berikut, pertama perusahaan target dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar -347.414 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar -347.414 + 591.690 = 244.276 (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk perusahaan target dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar -347.414 + 485.772 = 138.358 (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar -347.414 + 485.772 + 591.690 = 730.048 (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan pengakuisisi mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik dengan metode pembayaran saham maupun tunai.

Persamaan kedua yaitu  $Y_2 = -1.552 + 6.772 D_m + 5.733 D_j$ . Sama halnya dengan persamaan pertama, persamaan kedua juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_2$  adalah sebagai berikut, pertama perusahaan target dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar -1.552 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar -1.552 + 5.733 = 4.181 (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk perusahaan target dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar -1.552 + 6.772



= 5.22 (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-1.552 + 6.772 + 5.733 = 10.953$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan pengakuisisi mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik dengan metode pembayaran saham maupun tunai.

Persamaan ketiga yaitu  $Y_3 = -179.082 + 238.068 D_m + 292.803 D_j$ . Sama halnya dengan persamaan sebelumnya, persamaan ketiga juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_3$  adalah sebagai berikut, pertama perusahaan target dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-179.082$  (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-179.082 + 292.803 = 113.721$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk perusahaan target dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-179.082 + 238.068 = 58.986$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-179.082 + 238.068 + 292.803 = 351.789$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan pengakuisisi mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik dengan metode pembayaran saham maupun tunai.

Persamaan terakhir yaitu  $Y_4 = -2.659 + 3.538 D_m + 3.880 D_j$ . Sama halnya dengan persamaan-persamaan sebelumnya, persamaan ini juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_4$  adalah sebagai berikut, pertama perusahaan target dengan metode pembayaran

saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-2.659$  (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran saham menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-2.659 + 3.880 = 1.221$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk perusahaan target dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-2.659 + 3.538 = 0.879$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk perusahaan pengakuisisi dengan metode pembayaran tunai menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-2.659 + 3.538 + 3.880 = 4.759$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa perusahaan pengakuisisi mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik dengan metode pembayaran saham maupun tunai.

#### **4.4.1.3 Regresi Variabel Dummy Hipotesis 3**

Pengujian regresi variabel dummy hipotesis 3 memiliki konsep yang sama dengan uji regresi variabel dummy untuk hipotesis 1. Dalam pengujian ini juga akan ada dua hasil di mana pengujian untuk perusahaan pengakuisisi dan pengujian untuk perusahaan target. Perbedaannya dengan pengujian variabel dummy hipotesis 1 yaitu dalam pengujian ini fokus pengujiannya adalah untuk mengetahui perbandingan atau perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dilihat dari periode pra dan pasca merger dan akuisisi. Serta untuk untuk mengetahui perbandingan atau perbedaan dalam biaya perdagangan pada perusahaan target dilihat dari periode pra dan pasca merger yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah serta berdasarkan metode pembayaran yang digunakan. Untuk pengujiannya keduanya juga menggunakan persamaan yang sama. Dibawah ini ada empat persamaan dikarenakan dalam biaya perdagangan memiliki empat ukuran, oleh karena itu pengujian dilakukan sebanyak empat kali.

Persamaan Regresi Variabel Dummy hipotesis 3.

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$$

$$Y_4 = \beta_0 + \beta_1 D_m + \beta_2 D_h$$

Di mana :

$Y_1$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Quote Spread*)

$Y_2$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Quote Spread*)

$Y_3$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Effective Spread*)

$Y_4$  = Faktor pengukur biaya perdagangan (*Percentage Effective Spread*)

$D_m$  = variabel dummy untuk metode pembayaran (1 = tunai; 0 = saham)

$D_h$  = variabel dummy untuk periode pra dan pasca merger dan akuisisi (1 = data 5 hari setelah pengumuman; 0 = data 5 hari sebelum pengumuman)

Untuk masing-masing persamaan akan menghasilkan 4 hasil perhitungan nantinya, dimana interpretasinya sebagai berikut:

- Jika  $D_m = 0$ ,  $D_h = 0$  maka metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman
- Jika  $D_m = 0$ ,  $D_h = 1$  maka metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman
- Jika  $D_m = 1$ ,  $D_h = 0$  maka metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman

Jika  $D_m = 1$ ,  $D_h = 1$  maka metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman

**Tabel 4.10 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Pengakuisisi H3**

	Y1	Sig.	Y2	Sig.	Y3	Sig.	Y4	Sig.
constant	27.142	0.943	3.486	0.416	-4.915	0.981	1.031	0.650
Metode Pembayaran	623.930 (1.626)	0.104	5.719 (1.327)	0.185	314.074 (1.539)	0.124	2.840 (1.243)	0.214
Periode Pra dan Pasca Merger dan Akuisisi	-7.251 (-0.030)	0.976	-1.851 (-0.689)	0.491	25.480 (0.200)	0.841	-0.508 (-0.356)	0.722
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.005		0.004		0.004		0.003	
F	1.323	0.267	1.118	0.328	1.204	0.301	0.836	0.434
Std. Error	2804.917		31.51312		1492.3805		16.70897	
*, **, ***Signifikan pada level 10%,5%,1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan persamaan diatas dan tabel 4.10 dapat dilihat bahwa ketiga variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi di pengujian Y<sub>1</sub>, Y<sub>2</sub>, dan Y<sub>4</sub> mempunyai koefisien yang negatif dan tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *quote spread* (Y<sub>1</sub>) memiliki nilai sebesar -7.251. Faktor pengukur biaya perdagangan *percentage quote spread* (Y<sub>2</sub>) memiliki nilai sebesar -1.851, faktor pengukur biaya perdagangan *percentage effective spread* (Y<sub>4</sub>) memiliki nilai sebesar -0.508. Sedangkan variabel perbedaan hari pada pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *effective spread* (Y<sub>3</sub>) mempunyai koefisien yang positif dan tidak signifikan sebesar 25.480. Sedangkan variabel metode pembayaran di setiap pengujian mempunyai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, Y<sub>1</sub> memiliki nilai sebesar 623.930, Y<sub>2</sub> memiliki nilai sebesar 5.719, Y<sub>3</sub> memiliki nilai sebesar 314.074, Y<sub>4</sub> memiliki nilai sebesar 2.840.

Dari tabel 4.10 diatas kita masuk ke persamaan pertama yaitu  $Y_1 = 27.142 + 623.930 Dm + -7.251 Dh$ . Mengikuti interpretasi diatas maka hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_1$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-27.142$  (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $27.142 + -7.251 = 19.891$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $27.142 + 623.930 = 651.072$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $27.142 + 623.930 + -7.251 = 643.821$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

Persamaan kedua yaitu  $Y_2 = 3.486 + 5.719 Dm + -1.851 Dh$ . Sama halnya dengan persamaan pertama, persamaan kedua juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_2$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $3.486$  (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $3.486 + -1.851 = 1.635$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $3.486 + 5.719 = 9.205$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $3.486 + 5.719 + -1.851 = 7.354$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ).

$623.930 + -7.251 = 643.821$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

Persamaan ketiga yaitu  $Y_3 = -4.915 + 314.074 D_m + 25.480 D_h$ . Sama halnya dengan persamaan sebelumnya, persamaan ketiga juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_3$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-4.915$  (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-4.915 + 25.480 = 20.565$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-4.915 + 314.074 = 309.159$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-4.915 + 314.074 + 25.480 = 334.639$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

Persamaan terakhir yaitu  $Y_4 = 1.031 + 2.840 D_m + -0.508 D_h$ . Sama halnya dengan persamaan-persamaan sebelumnya, persamaan ini juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_4$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $1.031$  (sebesar  $\beta_0$ ).

Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $1.031 + -0.508 = 0.523$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $1.031 + 2.840 = 3.871$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $1.031 + 2.840 + -0.508 = 3.363$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

**Tabel 4.11 Regresi Variabel Dummy Perusahaan Target H3**

	Y1	Sig.	Y2	Sig.	Y3	Sig.	Y4	Sig.
constant	-1.251	0.884	0.309	0.911	-0.436	0.924	0.028	0.983
Metode Pembayaran	22.944* (2.602)	0.010	2.757 (0.972)	0.333	2.716 (0.577)	0.565	0.062 (0.046)	0.963
Periode Pra dan Pasca Merger dan Akuisisi	11.353 (1.517)	0.131	3.470 (1.442)	0.151	3.147 (0.787)	0.432	0.934 (0.814)	0.417
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.052		0.018		0.006		0.004	
F	4.535	0.012	1.511	0.224	0.476	0.622	0.333	0.718
Std. Error	48.778		15.69341		26.0575		7.47615	
*, **, ***Signifikan pada level 10%, 5%, 1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Berdasarkan persamaan diatas dan tabel 4.11 dapat dilihat bahwa ketiga variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi di pengujian Y<sub>1</sub> dan Y<sub>3</sub> mempunyai koefisien yang negatif dan tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *quote spread* (Y<sub>1</sub>) memiliki nilai sebesar -1.251. Faktor pengukur biaya

perdagangan *effective spread* ( $Y_3$ ) memiliki nilai sebesar -0.436. Sedangkan variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi dipengujian  $Y_2$  dan  $Y_4$  mempunyai koefisien yang positif dan tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut, untuk pengujian faktor pengukur biaya perdagangan *percentage quote spread* ( $Y_2$ ) memiliki nilai sebesar 0.309. Faktor pengukur biaya perdagangan *percentage effective spread* ( $Y_4$ ) memiliki nilai sebesar 0.028. Sementara itu variabel metode pembayaran di setiap pengujian mempunyai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan dengan nilai masing-masing pengujian sebagai berikut,  $Y_1$  memiliki nilai sebesar 22.944,  $Y_2$  memiliki nilai sebesar 2.757,  $Y_3$  memiliki nilai sebesar 2.716,  $Y_4$  memiliki nilai sebesar 0.062.

Dari tabel 4.11 diatas kita masuk ke persamaan pertama yaitu  $Y_1 = -1.251 + 22.944 D_m + 11.353 D_h$ . Mengikuti interpretasi diatas maka hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_1$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar -1.251 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-1.251 + 11.353 = 10.102$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-1.251 + 22.944 = 21.693$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-1.251 + 22.944 + 11.353 = 33.046$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.



Persamaan kedua yaitu  $Y_2 = 0.309 + 2.757Dm + 3.470 Dh$ . Sama halnya dengan persamaan pertama, persamaan kedua juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_2$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar 0.309 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.309 + 3.470 = 3.779$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.309 + 2.757 = 3.066$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.309 + 2.757 + 3.470 = 6.536$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

Persamaan ketiga yaitu  $Y_3 = -0.436 + 2.716 Dm + 3.147 Dh$ . Sama halnya dengan persamaan sebelumnya, persamaan ketiga juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_3$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar -0.436 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-0.436 + 3.147 = 2.711$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-0.436 + 2.716 = 2.28$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $-0.436 + 2.716 +$

$3.147 = 5.427$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

Persamaan terakhir yaitu  $Y_4 = 0.028 + 0.062 D_m + 0.934 D_h$ . Sama halnya dengan persamaan-persamaan sebelumnya, persamaan ini juga mengikuti interpretasi yang sama dan hasil masing-masing perhitungan dari persamaan  $Y_4$  adalah sebagai berikut, pertama metode pembayaran saham 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar 0.028 (sebesar  $\beta_0$ ). Selanjutnya metode pembayaran saham 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.028 + 0.934 = 0.962$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_2$ ). Untuk metode pembayaran tunai 5 hari sebelum pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.028 + 0.062 = 0.09$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1$ ). Terakhir untuk metode pembayaran tunai 5 hari setelah pengumuman menghasilkan biaya perdagangan sebesar  $0.028 + 0.062 + 0.934 = 1.024$  (sebesar  $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2$ ). Dari ke empat hasil tersebut dapat dilihat bahwa metode pembayaran tunai mempunyai biaya perdagangan tertinggi baik pada 5 hari sebelum pengumuman maupun 5 hari setelah pengumuman.

#### **4.4.2 Regresi Berganda**

Analisis regresi berganda seperti yang telah dijelaskan merupakan analisis yang menghubungkan antara dua atau lebih variabel independen variabel dengan dependen. Analisis ini digunakan untuk membuktikan hipotesis 4 mengenai hubungan antara perubahan biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca-merger akuisisi pada perusahaan yang mengakuisisi. Pada penelitian ini terdapat empat kali regresi dimana dalam setiap regresi terdapat satu dari empat alat ukur perubahan

biaya perdagangan yaitu *quote spread*, *percentage quote spread*, *effective spread*, dan *percentage effective spread*. Tabel dibawah merupakan hasil regresi dari ukuran trading cost (*bid-ask spread*) dan return harian perusahaan pasca merger dan akuisisi.

**Tabel 4.12 Hasil Regresi Berganda**

	RES1	Sig.	RES2	Sig.	RES3	Sig.	RES4	Sig.
constant	0.019053	0.487	0.024680	0.366	0.017828	0.515	0.018141	0.508
PE (Harga)	-0.000982 (-0.853)	0.394	-0.000451 (-0.397)	0.691	-0.001112 (-0.966)	0.334	-0.001043 (-0.914)	0.361
FZ (Ukuran)	-0.000386 (-0.345)	0.730	-0.000534 (-0.479)	0.632	-0.000349 (-0.312)	0.755	-0.000361 (-0.323)	0.747
TVOL (Nilai pasar ekuitas)	0.000229 (1.179)	0.238	0.0000398006 (0.205)	0.838	0.000266 (1.367)	0.172	0.000254 (1.308)	0.191
TOV (Turnover)	0.000150 (0.504)	0.614	0.000249 (0.855)	0.393	0.000119 (0.400)	0.689	0.000145 (0.494)	0.621
QS (Quote spread)	0.000000124 (0.290)	0.772						
PQS (Percentage quote spread)			-0.00007192* (-2.013)	0.044				
ES (Effective spread)					0.0000006077 (0.738)	0.461		
PES (Percentage effective spread)							0.0000415433 (0.598)	0.550
Summary Statistic								
R <sup>2</sup>	0.004		0.008		0.004		0.004	
F	0.879	0.497	1.675	0.138	0.971	0.434	0.933	0.458
Std. Error	0.03684		0.03677		0.03683		0.03683	
*,**,***Signifikan pada level 10%,5%,1%								

Sumber : Data SPSS yang diolah, 2021

Dari tabel 4.12 diatas dapat disusun persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$RES_1 = 0.019053 + (-0.000982) PE + (-0.000386) FZ + 0.000229 TVOL + 0.000150 TOV + 0.000000124 QS + \varepsilon$$

$$RES_2 = 0.024680 + (-0.000451) PE + (-0.000534) FZ + 0.0000398006 TVOL + 0.000249 TOV + (-0.00007192) PQS + \varepsilon$$

$$RES_3 = 0.017828 + (-0.001112) PE + (-0.000349) FZ + 0.000266 TVOL + 0.000119 TOV + 0.0000006077 ES + \varepsilon$$

$$RES_4 = 0.018141 + (-0.001043) PE + (-0.000361) FZ + 0.000254 TVOL + 0.000145 TOV + 0.0000415433 PES + \varepsilon$$

Berdasarkan tabel 4.12 juga dapat dilihat bahwa variabel PE pada setiap regresi memiliki nilai koefisien yang negatif dan tidak signifikan sebesar -0.000982, -0.000451, -0.001112, dan -0.001043. Sama halnya dengan variabel PE, variabel FZ juga memiliki nilai koefisien yang negatif dan tidak signifikan pada setiap regresi sebesar -0.000386, -0.000534, -0.000349, dan -0.000361. Berbeda dengan kedua variabel sebelumnya, variabel TVOL memiliki nilai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan pada setiap regresi sebesar 0.000229, 0.0000398006, 0.000266, dan 0.000254. Untuk variabel TOV sendiri juga memiliki nilai koefisien yang positif tetapi tidak signifikan pada setiap regresi sebesar 0.000150, 0.000249, 0.000119, dan 0.000145. Keempat alat ukur biaya perdagangan (*bid-ask spread*) pada tabel 4.13 diatas dapat dilihat bahwa ketiga alat ukur yaitu QS, ES, dan PES memiliki nilai koefisien yang positif dan tidak signifikan sebesar 0.000000124,

0.0000006077, dan 0.0000415433. Sedangkan untuk alat ukur PQS memiliki nilai koefisien yang negatif dan signifikan sebesar -0.00007192.

#### 4.4.3 Koefisien Determinasi

Berdasarkan hasil pengujian sebelumnya telah ditemukan nilai  $R^2$  pada masing-masing tabel disertai pengujian, dalam tiap tabel memiliki 4 pengujian regresi baik dalam regresi variabel dummy maupun regresi linear berganda. Masuk pada tabel 4.7. Pada tabel tersebut dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.007, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) adalah sebesar 0.7%. Sedangkan sisanya 99.3% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.006, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) adalah sebesar 0.6%. Sedangkan sisanya 99.4% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.007, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) adalah sebesar 0.7%. Sedangkan sisanya 99.3% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.009, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen

terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) adalah sebesar 0.9%. Sedangkan sisanya 99.1% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Pada tabel 4.8 dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.081, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) adalah sebesar 8.1%. Sedangkan sisanya 91.9% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.023, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) adalah sebesar 2.3%. Sedangkan sisanya 97.7% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.002, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) adalah sebesar 0.2%. Sedangkan sisanya 99.8% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.006, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) adalah sebesar 0.6%. Sedangkan sisanya 99.4% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Beralih pada tabel 4.9 dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.017, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) adalah sebesar 1.7%. Sedangkan sisanya 98.3% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.012, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) adalah sebesar 1.2%. Sedangkan sisanya 98.8% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.016, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) adalah sebesar 1.6%. Sedangkan sisanya 98.4% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.017, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) adalah sebesar 1.7%. Sedangkan sisanya 98.3% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Pada tabel 4.10 dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.005, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel

dependen  $Y_1$  (quote spread) adalah sebesar 0,5%. Sedangkan sisanya 99.5% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) adalah sebesar 0.4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) adalah sebesar 0,4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.003, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) adalah sebesar 0.3%. Sedangkan sisanya 99.7% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Pada tabel 4.11 dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.052, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (quote spread) adalah sebesar 5.2%. Sedangkan sisanya 94.8% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread)



didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.018, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (percentage quote spread) adalah sebesar 1.8%. Sedangkan sisanya 98.2% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.006, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (effective spread) adalah sebesar 0.6%. Sedangkan sisanya 99.4% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (percentage effective spread) adalah sebesar 0.4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Terakhir pada tabel 4.12 regresi berganda dapat dijelaskan bahwa dapat dijelaskan bahwa hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $RES_1$  didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $RES_1$  adalah sebesar 0.4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen  $RES_2$  didapatkan nilai  $R^2$  sebesar 0.008, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen  $RES_2$  adalah

sebesar 0.8%. Sedangkan sisanya 99.2% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

Selanjutnya, hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>3</sub> didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>3</sub> adalah sebesar 0.4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti. Hasil regresi variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>4</sub> didapatkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0.004, hal tersebut dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>4</sub> adalah sebesar 0.4%. Sedangkan sisanya 99.6% dipengaruhi oleh variabel diluar dari variabel independen yang diteliti.

#### 4.4.4 Uji F

Uji statistik F menurut Lupiyoadi (2015: 167) merupakan uji stimultan atau uji keseluruhan dan bersama-sama. Uji F sendiri mempunyai tujuan untuk menguji ada tidaknya hubungan linier antar variabel. Pengambilan keputusan

- Jika nilai signifikansi  $< \alpha$  (alpha) atau nilai F hitung  $> F$  tabel maka terdapat pengaruh atau hubungan antar variabel .
- Jika signifikansi  $> \alpha$  (alpha) atau nilai F hitung  $< F$  tabel maka tidak terdapat pengaruh atau hubungan antar variabel.

Selanjutnya masuk pada penjelasan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.7 sampai tabel 4.12. Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.7 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.547 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.368 < F$  tabel sebesar 2.80 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_1$  (*quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.561 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.342 < F$  tabel sebesar 2.80 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_2$  (*percentage quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.552 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.359 < F$  tabel sebesar 2.80 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_3$  (*effective spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.479 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.507 < F$  tabel sebesar 2.80 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_4$  (*percentage effective spread*).

Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.8 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.269 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.316 < F$  tabel sebesar 3.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_1$  (*quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.563 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.350 < F$  tabel sebesar 3.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat

pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_2$  (*percentage quote spread*).

- Nilai signifikansi sebesar  $0.850 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.037 < F$  tabel sebesar 3.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_3$  (*effective spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.775 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.085 < F$  tabel sebesar 3.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen (metode pembayaran) terhadap variabel dependen  $Y_4$  (*percentage effective spread*).

Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.9 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.552 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.599 < F$  tabel sebesar 2.38 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (*quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.654 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.427 < F$  tabel sebesar 2.38 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (*percentage quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.566 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.575 < F$  tabel sebesar 2.38 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (*effective spread*).

- Nilai signifikansi sebesar  $0.546 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.610 < F$  tabel sebesar 2.38 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (*percentage effective spread*).

Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.10 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.267 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.323 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (*quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.328 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.118 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (*percentage quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.301 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.204 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (*effective spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.434 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.836 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (*percentage effective spread*).

Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.11 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.012 < 5\%$  atau nilai F hitung sebesar  $4.535 > F$  tabel sebesar 3.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_1$  (*quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.224 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.511 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_2$  (*percentage quote spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.622 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.622 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_3$  (*effective spread*).
- Nilai signifikansi sebesar  $0.718 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.333 < F$  tabel sebesar 2.33 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $Y_4$  (*percentage effective spread*).

Berdasarkan hasil perhitungan uji F pada tabel 4.12 dapat dijelaskan bahwa:

- Nilai signifikansi sebesar  $0.495 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.879 < F$  tabel sebesar 1.87 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen  $RES_1$ .
- Nilai signifikansi sebesar  $0.138 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $1.675 < F$  tabel sebesar 1.87 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat

pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>2</sub>.

- Nilai signifikansi sebesar  $0.434 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.971 < F$  tabel sebesar 1.87 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>3</sub>.
- Nilai signifikansi sebesar  $0.458 > \alpha$  atau nilai F hitung sebesar  $0.933 < F$  tabel sebesar 1.87 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh atau perbedaan variabel independen terhadap variabel dependen RES<sub>4</sub>.

#### 4.4.5 Uji Parsial (Uji t)

Uji Parsial t menurut Lupiyoadi (2015: 168) merupakan pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah sebuah variabel bebas (independen) memberikan pengaruh terhadap variabel terikat (dependen). Pengambilan keputusan

- Jika nilai signifikansi  $> \alpha$  (alpha) atau t hitung  $< t$  tabel maka tidak terdapat pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen.
- Jika nilai signifikansi  $< \alpha$  (alpha) atau t hitung  $> t$  tabel maka terdapat pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen.

Selanjutnya masuk pada penjelasan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.7 sampai tabel 4.12. Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.7 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.547 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.607 < 1.674$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.561 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.585 < 1.674$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.552 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.599 < 1.674$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.479 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.712 < 1.674$ .

Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.8 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.269 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.147 < 1.753$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.563 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.592 < 1.753$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.850 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.193 < 1.753$ . Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.775 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.292 < 1.753$ .



Berdasarkan hasil analisis dan perhitungan uji t pada tabel 4.7 dan 4.8 diatas dapat diambil kesimpulan bahwa variabel pengukur **biaya perdagangan** yaitu *quote spread*, *percentage quote spread*, *effective spread*, dan *percentage effective spread* disetiap pengujian baik pada perusahaan pengakuisisi maupun pada perusahaan target ditemukan tidak adanya perbedaan terhadap variabel metode pembayaran, sehingga **H1 ditolak**.

Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.9 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.562 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.562 < 1.667$ . Variabel kategori perusahaan juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.404 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.840 < 1.667$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.563 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.558 < 1.667$ . Variabel kategori perusahaan juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.542 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.613 < 1.667$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.586 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.547 < 1.667$ . Variabel kategori perusahaan juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.412 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.826 < 1.667$ .

- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.546 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.607 < 1.667$ . Variabel kategori perusahaan juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.416 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.818 < 1.667$ .

Berdasarkan hasil analisis dan perhitungan uji t pada tabel 4.9 diatas dapat diambil kesimpulan bahwa bahwa variabel pengukur **biaya perdagangan** yaitu *quote spread*, *percentage quote spread*, *effective spread*, dan *percentage effective spread* ketika di uji dengan variabel metode pembayaran dan kategori perusahaan, ditemukan tidak ada perbedaan antara perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target, sehingga **H2 ditolak**.

Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.10 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel metode pembayaran tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.104 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.626 < 1.652$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.976 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $-0.030 < 1.652$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.185 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.327 < 1.652$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$

(*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.491 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $-0.689 < 1.652$ .

- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.124 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.539 < 1.652$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.841 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.200 < 1.652$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.214 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.243 < 1.652$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.722 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $-0.356 < 1.652$ .

Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.11 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel metode pembayaran berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.010 < 0.10$  atau t hitung sebesar  $2.602 > 1.653$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_1$  (*quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.131 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.517 < 1.653$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.333 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.972 < 1.653$ . Variabel periode pra dan pasca

merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_2$  (*percentage quote spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.151 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $1.442 < 1.653$ .

- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.565 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.577 < 1.653$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_3$  (*effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.432 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.431 < 1.653$ .
- Variabel metode pembayaran juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.963 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.046 < 1.653$ . Variabel periode pra dan pasca merger dan akuisisi juga tidak berpengaruh terhadap variabel  $Y_4$  (*percentage effective spread*) dikarenakan nilai signifikansi sebesar  $0.417 > 0.10$  atau t hitung sebesar  $0.814 < 1.653$ .

Berdasarkan hasil analisis dan perhitungan uji t pada tabel 4.10 dan 4.11 diatas dapat diambil kesimpulan bahwa bahwa variabel pengukur **biaya perdagangan** yaitu *quote spread*, *percentage quote spread*, *effective spread*, dan *percentage effective spread* ketika di uji dengan variabel metode pembayaran dan periode pra dan pasca merger, ditemukan tidak ada perbedaan antara perusahaan pengakuisisi dengan perusahaan target, sehingga **H3 ditolak**.

Berdasarkan hasil perhitungan uji t pada tabel 4.12 dapat dijelaskan bahwa:

- Variabel PE tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen disetiap regresi dikarenakan nilai signifikansi  $> 0.10$  atau t hitung  $< 1.652$ .
- Variabel FZ juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen disetiap regresi dikarenakan nilai signifikansi  $> 0.10$  atau t hitung  $< 1.652$ .
- Variabel TVOL juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen disetiap regresi dikarenakan nilai signifikansi  $> 0.10$  atau t hitung  $< 1.652$ .
- Variabel TOV juga tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen disetiap regresi dikarenakan nilai signifikansi  $> 0.10$  atau t hitung  $< 1.652$ .
- Ketiga alat ukur biaya perdagangan (*bid-ask spread*) yaitu variabel QS, ES dan PES tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen dikarenakan nilai signifikansi  $> 0.10$  atau t hitung  $< 1.652$ . Sedangkan pada variabel PQS memiliki pengaruh terhadap variabel dependen RES<sub>2</sub> dan signifikan pada level 10% dikarenakan nilai signifikansi  $0.044 < 0.10$  atau t hitung  $-2.013 > 1.652$ .

Berdasarkan hasil analisis dan perhitungan uji t pada tabel 4.12 diatas dapat diambil kesimpulan bahwa variabel dependen *return saham* tidak berpengaruh terhadap variabel biaya perdagangan yang diukur bersama variabel kontrol harga, ukuran perusahaan, Tvol, *turnover*, sehingga **H4 ditolak**.

## 4.5 Pembahasan Hasil

### 4.5.1 Perbedaan Biaya Perdagangan pada Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target saat Pengumuman Merger dan Akuisisi dilihat dari Metode Pembayaranannya.

Biaya perdagangan baik pada perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target pada saat pengumuman tidak terdapat perbedaan signifikan didalamnya. Lebih jelasnya tidak terdapat perbedaan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) pada perusahaan pengakuisisi antara metode pembayaran tunai dengan metode pembayaran saham saat pengumuman. Sama halnya dengan perusahaan pengakuisisi, pada perusahaan target juga tidak terdapat perbedaan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) antara metode pembayaran tunai dengan metode pembayaran saham saat pengumuman. Hal tersebut dapat terjadi kemungkinan dikarenakan investor tidak terlalu menganggap penting informasi mengenai metode pembayaran dalam pengumuman merger dan akuisisi dalam keputusan investasi mereka, sehingga pasar juga tidak merespon baik terhadap pengumuman tersebut yang berakibat pada biaya perdagangan atau *bid-ask spread*.

Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Mansor (1994) dan Fauzias (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mengakuisisi memiliki hasil atau pengembalian yang tidak signifikan pada tanggal pengumuman terlepas dari pilihan metode pembayaran yang dipilih. Mansor (1994) juga menambahkan bahwa pada tanggal pengumuman, perusahaan target dengan pembayaran tunai biasanya memperoleh pengembalian negatif yang tidak

signifikan dan perusahaan target dengan pembayaran saham pengembalian positif tidak signifikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Mai, (2012) yang menemukan bahwa pada perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi tidak ditemukan perbedaan yang signifikan pada saat pengumuman baik menggunakan metode pembayaran saham maupun tunai. Penelitian Acker et al. (2002) juga menunjukkan bahwa *spread*, volume perdagangan dan variabilitas return naik pada hari pengumuman.

#### **4.5.2 Perbedaan Biaya Perdagangan antara Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target saat Pengumuman Merger dan Akuisisi dilihat dari Metode Pembayaran.**

Biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target pada saat pengumuman tidak terdapat perbedaan signifikan didalamnya. Lebih jelasnya ketika biaya perdagangan (*bid-ask spread*) dari perusahaan pengakuisi dibandingkan dengan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) perusahaan target saat pengumuman berdasarkan metode pembayaran baik dengan saham maupun tunai, tidak ditemukan perbedaan yang signifikan didalamnya.

Hal tersebut dapat terjadi kemungkinan dikarenakan hal yang sama dengan pembahasan sebelumnya di mana, investor tidak terlalu menganggap penting informasi mengenai metode pembayaran dalam pengumuman merger dan akuisisi dalam keputusan investasi mereka, sehingga pasar juga tidak merespon baik terhadap pengumuman tersebut yang berakibat pada biaya

perdagangan atau *bid-ask spread*. Selain itu kemungkinan investor juga tidak terlalu memperhatikan kategori perusahaan dalam peristiwa pengumuman merger dan akuisisi, dikarenakan investor biasanya lebih tertarik dengan informasi aktual dan akrual mengenai pasar untuk bisa mengantisipasi peristiwa-peristiwa yang akan terjadi (Edward, 2012).

Pernyataan ini juga didukung oleh penelitian Mansor, (1994) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mengakuisisi dan perusahaan target memiliki hasil yang tidak signifikan pada tanggal pengumuman terlepas dari pilihan metode pembayarannya. Pernyataan ini juga didukung Danbolt (1995) dimana perusahaan-perusahaan yang menggunakan pembayaran saham cenderung mengalami pengembalian yang tidak signifikan daripada perusahaan yang menggunakan pembayaran tunai saat melakukan merger dan akuisisi.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Jensen dan Ruback (1983) dan Jarrell et al. (1988) yang menemukan bahwa di sekitar pengumuman M&A, di mana perusahaan pengakuisisi memiliki pengembalian yang bervariasi sementara perusahaan target mencapai pengembalian abnormal positif. Dan juga bertentangan dengan penelitian Tanna & Yousef (2019) yang menemukan bahwa metode pembayaran saham meningkatkan risiko pengakuisisi, sementara metode pembayaran tunai dan akuisisi target publik mengurangi risiko mereka. Selain itu, Jensen dan Ruback (1983), Huang dan Walkling (1987), dan Suk dan Sung (1997) menemukan bahwa perusahaan target akan mendapatkan pengembalian abnormal lebih tinggi secara signifikan saat menggunakan penawaran tunai daripada penawaran saham. Leeth dan Borg



(2000) sendiri menemukan bahwa perusahaan target mengalami keuntungan yang lebih rendah saat melakukan pembiayaan dengan metode pembayaran tunai daripada saham dengan memeriksa gelombang merger tahun 1920-an.

#### **4.5.3 Perbedaan Biaya Perdagangan pada Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Target Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi.**

Biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi maupun pada perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman tidak memiliki perbedaan atau pengaruh yang signifikan. Di mana ketika biaya perdagangan (*bid-ask spread*) sebelum pengumuman diandingkan dengan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) sesudah pengumuman berdasarkan metode pembayarannya, pada perusahaan pengakuisisi tidak ditemukan perbedaan yang signifikan. Begitu juga perusahaan target, ketika perubahan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) sebelum pengumuman diandingkan dengan perubahan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) sesudah pengumuman berdasarkan metode pembayarannya, pada perusahaan target juga tidak ditemukan perbedaan yang signifikan.

Hal tersebut kemungkinan terjadi dikarenakan investor tidak memiliki informasi atau tidak terlalu menganggap penting peristiwa merger dan akuisisi serta motif perusahaan dalam memilih metode pembayaran saat melakukan merger dan akuisisi. Oleh karena itu, meskipun periode yang digunakan sudah cukup lama, yaitu sebelum dan sesudah masih belum dapat memberikan pengaruh yang positif atau belum dapat memperlihatkan perbedaan yang ada pada biaya perdagangan.

Pernyataan ini didukung oleh penelitian Fauzias et al. (2005) yang menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat efisiensi periode sebelum dan sesudah merger untuk sepuluh bank jangkar antara tahun 1995 dan 2000. Mai et al. (2009) juga menemukan bahwa perubahan dalam aktivitas pendek tidak secara signifikan terkait dengan perubahan dalam biaya perdagangan. Pernyataan ini juga didukung oleh Prasetyo (2002) yang menemukan bahwa volume perdagangan dan harga saham baik sebelum melakukan merger dan akuisisi maupun sesudah melakukan tidak terdapat perbedaan yang terlihat.

Mai (2012) juga menemukan bahwa untuk perusahaan target sebelum pengumuman merger dan akuisisi, *bid-ask spread* yang menggunakan metode pembayaran tunai secara signifikan memiliki nilai yang lebih besar dari pada metode pembayaran saham sementara setelah pengumuman tidak ditemukan perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan antara metode pembayaran tunai dan saham. Pada perusahaan pengakuisisi sendiri sebelum pengumuman merger dan akuisisi, ditemukan bahwa hanya *quote spread* dan *percentage quote spread* dari metode pembayaran tunai yang secara signifikan memiliki nilai yang lebih besar daripada metode pembayaran saham.

Noto dan Salim (2001) menemukan hal serupa di mana tidak terdapat perbedaan volume perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan saham baik sebelum melakukan merger dan akuisisi maupun setelah melakukan merger dan akuisisi. Liliana et al., (2016) juga menemukan bahwa rata-rata volume perdagangan sebelum melakukan akuisisi tidak berbeda dengan setelah

melakukan akuisisi. Terakhir Edward (2012) menemukan bahwa keseluruhan sampel dan perusahaan terkait *trading volume activity* tidak berbeda antara 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M & A.

Penelitian ini tidak sejalan dengan Mai et al. (2009), yang disisi lain menemukan bahwa untuk perusahaan yang mengakuisisi, perubahan aktivitas pendek berhubungan positif dengan *quoted spreads* dan *percentage quoted spreads*. Narayan & Thenmozhi (2014) juga menemukan bahwa ukuran relatif dari target serta metode pembayaran secara tunai dapat memberikan dampak paling signifikan dan positif pada kinerja pasca akuisisi. Di sisi lainnya Petmezas (2009) menemukan bahwa pengakuisisi yang menggunakan metode pembayaran tunai dan saham memiliki pengembalian yang signifikan. Meskipun hasil keseluruhan dari pengujian hipotesis 3 ini tidak signifikan, terdapat satu variabel metode pembayaran yang memiliki hubungan positif dan signifikan dengan biaya perdagangan tetapi tidak dengan periode pra dan pasca pada pengujian pertama.

#### **4.5.4 Hubungan antara Perubahan Biaya Perdagangan dengan Kinerja Harga Pasca-Merger Akuisisi untuk Perusahaan Pengakuisisi.**

Perubahan biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca-merger akuisisi atau lebih jelasnya return untuk perusahaan yang mengakuisisi tidak memiliki hubungan yang signifikan. Hasil dari empat regresi dengan masing-masing pengukur perubahan biaya perdagangan yaitu *quote spread*, *percentage quote spread*, *effective spread* dan *percentage effective spread*, serta alat ukur atau variabel lain yang digunakan mengukur hubungan diantara keduanya

menunjukkan hasil yang tidak signifikan didalamnya atau dengan kata lain tidak memiliki hubungan.

Hal ini kemungkinan terjadi dikarenakan investor tidak terlalu menganggap penting informasi mengenai biaya perdagangan yang ada dalam merger dan akuisisi dalam jangka pendek, disebabkan persepsi mereka bahwa peristiwa merger dan akuisisi tidak dianggap mampu untuk memberikan keuntungan kepada banyak investor. Indarti (2018) menyatakan bahwa investor biasanya sudah mengetahui informasi mengenai peristiwa merger dan akuisisi, tetapi mereka tidak terlalu menanggapinya karena peristiwa tersebut dianggap tidak mampu untuk memberi keuntungan atau pengembalian kepada banyak investor.

Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Mansor (1994) yang menemukan bahwa kinerja saham perusahaan yang mengakuisisi dan target selama 101 hari perdagangan sekitar pengumuman akuisisi, ditemukan bahwa perusahaan target memiliki pengembalian *abnormal* positif yang tidak signifikan pada tanggal pengumuman. Penelitian yang dilakukan oleh Beitel et al. (2004) dan Georgen & Renneboog (2004) juga menemukan bahwa pengembalian *abnormal return* saham pasca akuisisi secara positif tidak signifikan. Liliana et al., (2016) juga menemukan bahwa *return* saham sebelum melakukan akuisisi tidak berbeda dengan setelah melakukan akuisisi. Terakhir Edward (2012) keseluruhan sampel dan perusahaan terkait *abnormal return* tidak berbeda antara 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman M & A.

Hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian Shobriati et al., (2013) yang menunjukkan bahwa *bid-ask spread* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Di mana semakin rendah *bid-ask spread* maka harga saham makin tinggi dan sebaliknya, semakin tinggi *bid-ask spread* maka semakin rendah harga sahamnya. Wang et al., (2018) juga menemukan bahwa volume perdagangan yang lebih tinggi, biasanya akan diikuti oleh pengembalian saham yang lebih tinggi. Penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian Mai, (2012) yang juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara biaya perdagangan atau keempat alat ukur biaya perdagangan dan pengembalian saham. Meskipun hasil keseluruhan dari penelitian ini tidak signifikan, terdapat satu alat ukur dari biaya yaitu *percentage quote spread* yang memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan *return* saham.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis; 1) variasi biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target berdasarkan metode pembayarannya; 2) perbedaan biaya perdagangan antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target berdasarkan metode pembayarannya; 3) perbedaan biaya perdagangan pada perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi; dan 4) hubungan antara biaya perdagangan dengan kinerja saham pasca-merger pada perusahaan pengakuisisi. Penelitian ini menggunakan variabel dependen biaya perdagangan dan variabel independen metode pembayaran, kategori perusahaan, serta periode pra dan pasca-merger dan akuisisi untuk hipotesis 1 sampai hipotesis 3. Sementara untuk hipotesis 4 menggunakan variabel dependen *return* saham dan variabel independen biaya perdagangan. Untuk menguji hipotesis 4, variabel kontrol yang disertakan, yaitu harga, ukuran perusahaan,

Dari beberapa hasil perhitungan dan analisis pada bab sebelumnya ditemukan kesimpulan sebagai berikut:

1. Tidak terdapat perbedaan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) pada perusahaan pengakuisisi dan pada perusahaan target antara metode pembayaran tunai dengan metode pembayaran saham saat pengumuman. Hal tersebut dapat terjadi kemungkinan dikarenakan investor tidak telalu

menganggap penting informasi mengenai metode pembayaran dalam pengumuman merger dan akuisisi dalam keputusan investasi mereka, sehingga pasar juga tidak merespon baik terhadap pengumuman tersebut yang berakibat pada biaya perdagangan atau *bid-ask spread*.

2. Tidak terdapat perbedaan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target, di mana ketika biaya perdagangan (*bid-ask spread*) dari perusahaan pengakuisisi dibandingkan dengan perusahaan target saat pengumuman berdasarkan metode pembayaran baik dengan saham maupun tunai, tidak ditemukan perbedaan yang signifikan didalamnya. Hal tersebut dapat terjadi kemungkinan dikarenakan hal yang sama dengan pembahasan sebelumnya di mana, investor tidak terlalu menganggap penting informasi mengenai metode pembayaran dalam pengumuman merger dan akuisisi dalam keputusan investasi mereka, sehingga pasar juga tidak merespon baik terhadap pengumuman tersebut yang berakibat pada biaya perdagangan atau *bid-ask spread*. Selain itu kemungkinan investor juga tidak terlalu memperhatikan kategori perusahaan dalam peristiwa pengumuman merger dan akuisisi, dikarenakan investor biasanya lebih tertarik dengan informasi aktual dan akrual mengenai pasar untuk bisa mengantisipasi peristiwa-peristiwa yang akan terjadi (Edward, 2012).
3. Tidak terdapat perbedaan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) pada perusahaan pengakuisisi dan pada perusahaan target baik sebelum dan sesudah pengumuman meger dan akuisisi. Di mana ketika biaya

perdagangan (*bid-ask spread*) sebelum pengumuman diandingkan dengan biaya perdagangan (*bid-ask spread*) sesudah pengumuman berdasarkan metode pembayarannya pada perusahaan pengakuisisi dan pada perusahaan target tidak ditemukan perbedaan yang signifikan. Hal tersebut kemungkinan terjadi dikarenakan investor tidak memiliki informasi atau tidak terlalu menganggap penting peristiwa merger dan akuisisi serta motif perusahaan dalam memilih metode pembayaran saat melakukan merger dan akuisisi. Oleh karena itu, meskipun periode yang digunakan sudah cukup lama, yaitu sebelum dan sesudah masih belum dapat memberikan pengaruh yang positif atau belum dapat memperlihatkan perbedaan yang ada pada biaya perdagangan.

4. Tidak terdapat pengaruh atau hubungan antara perubahan biaya perdagangan dengan kinerja harga pasca-merger akuisisi atau lebih jelasnya return untuk perusahaan yang mengakuisisi. Hal ini kemungkinan terjadi dikarenakan investor tidak terlalu menganggap penting informasi mengenai biaya perdagangan yang ada dalam merger dan akuisisi dalam jangka pendek, disebabkan persepsi mereka bahwa peristiwa merger dan akuisisi tidak dianggap mampu untuk memberikan keuntungan kepada banyak investor. Indarti (2018) menyatakan bahwa investor biasanya sudah mengetahui informasi mengenai peristiwa merger dan akuisisi, tetapi mereka tidak terlalu menanggapi karena peristiwa tersebut dianggap tidak mampu untuk memberi keuntungan atau pengembalian kepada banyak investor.



## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan pengalaman yang dialami oleh peneliti selama proses penelitian, peneliti menyadari bahwa hasil penelitian ini tidak sempurna dan memiliki keterbatasan-keterbatasan yang mungkin akan mempengaruhi hasil yang diharapkan. Keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah :

1. Periode pengamatan yang terlalu pendek, yaitu hanya lima tahun.
2. Data berdistribusi secara tidak normal yang kemungkinan dikarenakan keterbatasan data yang bisa diambil hanya dari 2015-2020.
3. Biaya perdagangan tidak hanya diukur melalui variabel metode pembayaran, kategori perusahaan, serta periode pra dan pasca-merger dan akuisisi, sehingga hanya mampu menjelaskan sebagian kecil dari biaya perdagangan, sedangkan sebagian besarnya dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini sehingga masih terdapat variabel lain yang berpengaruh pada biaya perdagangan tetapi tidak dimasukkan oleh peneliti dalam penelitian ini.
4. *Return* saham tidak hanya diukur melalui variabel harga, ukuran perusahaan, TVOL, *turnover*, dan biaya perdagangan, sehingga hanya mampu menjelaskan sebagian kecil dari biaya perdagangan, sedangkan sebagian besarnya dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini sehingga masih terdapat variabel lain yang berpengaruh pada biaya perdagangan tetapi tidak dimasukkan oleh peneliti dalam penelitian ini.

### 5.3 Saran

1. Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, diharapkan bagi peneliti selanjutnya untuk menambah periode pengamatan dan memastikan ketersediaan data.
2. Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, diharapkan bagi peneliti selanjutnya untuk dapat menambah variabel lain yang belum dimasukkan oleh peneliti dalam penelitian ini



## DAFTAR PUSTAKA

- Abrol, S., Chesir, B., & Mehta, N. (2016). High Frequency Trading and US Stock Market Microstructure: A Study of Interactions between Complexities, Risks and Strategies Residing in U.S. Equity Market Microstructure. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 25(2), 107–165.
- Acker, D., Stalker, M. and Tonks, I. (2002). Daily closing inside spreads and trading volumes around earnings announcements. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(9&10), 1149-1179.
- Adnyani, I. P., & Gayatri, G. (2018). Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Merger dan Akuisisi Pada Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akuntansi*, 23(3), 1870-1899.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47 (4), 1605-1621.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986a). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986b). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1991). Liquidity, asset prices and financial policy. *Financial Analysts Journal*, 47(6), 55-66.
- Arnott, R. D., & Wagner, W. H. (1990). The Measurement and Control of Trading Costs. *Financial Analysts Journal*, 46(6), 73–80.
- Beitel, P., Schiereck, D., Wahrenburg, M. (2004). Explaining M&A success in European banks. *European Financial Management*, 1 (10), 109-139.
- Ben Slimane, F. (2012). Stock exchange consolidation and return volatility. *Managerial Finance*, 38(6), 606–627.
- Berkovitch, E. Narayanan, M.P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (3), 347-362.
- Bhushan, R. (1991). Trading Costs, Liquidity, and Asset Holdings. *The Review of Financial Studies*, 4(2), 343–360.
- Boland, R. J. (1970). Merger planning: How much weight do personnel factors carry? *Personnel*, 47(2), 8 - 13.
- Brockhaus, W. L. (1975). Model for success in mergers and acquisitions. *SAM Advanced Management Journal*, 40(1), 40 - 49.

- Calipha, R., Tarba, S., & Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (Vol. 9, Issue 2010). Elsevier.
- Campbell, A., & Goold, M. (1998). Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review*, 76(5), 131 – 145.
- Carpenter, M. A., & Sanders, W. G. (2007). Strategic management: A dynamic perspective. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Cepoi, C.-O. (2014). How Trading Costs Affect Liquidity on Bucharest Stock Exchange? *Procedia Economics and Finance*, 15(14), 1153–1158.
- Copeland, T., and D. Galai. 1983. Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.
- Danbolt, J. (1995). An analysis of gains and losses of shareholders of foreign bidding companies engaged in cross-border acquisitions into the United Kingdom, 1986-1991. *The European Journal of Finance*, 1(3), 279-309.
- Dávila, E., & Parlatore, C. (2021). Trading Costs and Informational Efficiency. *Journal of Finance*, 76(3), 1471–1539.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- Domowitz, I., Glen, J., & Madhavan, A. (2001). Liquidity, volatility and equity trading costs across countries and over time. *International Finance*, 4(2), 221–255.
- Draper, P. and Paudyal, K. (1999). Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (5-6), 521-558.
- Dube, S., & Glascock, J. L. (2006). Effects of the method of payment and the mode of acquisition on performance and risk metrics. *International Journal of Managerial Finance*, 2(3), 176–195.
- Easley, D. and O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, , 59 (4), 1553-1583.
- Edward, M. Y. (2012). Analisa Reaksi Pasar Atas Pengumuman Merger dan Akuisisi. *Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis*, 9(1), 1-16.
- Elton, E. J., Gruber M. J., Brown S. J., Goetzmann W. N, (2014). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Edisi kesembilan. USA: John Wiley & Sons.
- Fauzias, M. N. (2004, May). A note on market reactions on the choice between equity and cash: Evidence from bidder's return on takeovers by non banking and banking sector. In *Proceedings of the Malaysian Finance Association 6th Annual Symposium, Revitalising the financial market: The tasks ahead, Langkawi* ,56-68.

- Fauzias, M. N., Rasidah, M. S., & Mohamed, H. (2005). Share prices behavior, financial performance and efficiency changes of Malaysian banking institutions in mergers and acquisitions–revisited. In *revisited”, Proceedings of the Malaysian Finance Association 7th Annual Conference*, 424-439.
- Foster, F.D. and Viswanathan, S. (1994). Trading costs for target firms around takeovers. *Advances in Financial Economics*, 1(1), 37-57.
- Georgen, M., Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management* 10 (1), 9–45.
- Ghozali, Imam. (2018). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25. Semarang: Universitas Diponegoro
- Glen, J. D. (1994). An introduction to the microstructure of emerging markets. The World Bank.
- Glosten, L.R. and Milgrom, P.R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Hartono, Jogiyanto. (2017). Teori Potofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kesebelas. Cetakan Kedua. Yogyakarta : BPFE – Yogyakarta.
- Hasbrouck, J. (2007). Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading. Oxford University Press.
- Hitt, Merger Lima Bank Untungkan Nasabah, [www.kompas.com](http://www.kompas.com), 2002
- Ho, T., and H. Stoll. (1981). Optimal dealer pricing under transaction and return uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 47-73.
- Hua, C. Y., Wen-Chih, L. E. E., Min-Li, Y., & Wei-Ming, C. (2006, October). Information Asymmetry at Merge and Acquisition-An Investigation on Firms in the Electric Industry. In *9th Joint International Conference on Information Sciences (JCIS-06)*, 198-202. Atlantis Press.
- Huang, Y.-S. and Walkling, R.A. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition announcements: payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 329-449.
- Indarti, L. (2018). Analisis Perbedaan Return Saham, Volume Perdagangan, dan Kinerja Keuangan sebelum dan sesudah Merger dan Akuisisi (Studi pada Perusahaan yang Melakukan Merger dan Akuisisi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017) (Doctoral dissertation, STIE YKPN).
- Jarrell, G., Brickley, J. and Netter, J. (1988). The market for corporate control: the empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspective*, 2(1), 49-68.

- Jenkinson, T. and Mayer, C. (1994). *Hostile Takeovers: Defence, Attack and Corporate Governance*. McGraw-Hill, London.
- Jennings, R.H. (1994). Intraday changes in target firms' share price and bid-ask quotes around takeover announcements. *Journal of Financial Research*, 17(2), 255-702
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-55.
- Jogiyanto. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta. BPFE.
- Jovanovic, B. and Rousseau, P.L. (2002). The Q-theory of mergers. *American Economic Review*, 92(2), 198-204.
- Karpoff, J.M. (1987). The relation between price changes and trading volume: a survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109-125.
- Kazemek, E. A., & Grauman, D. M. (1989). Awareness of phases helps achieve successful mergers. *Healthcare Financial Management*, 43(12), 82.
- Kissell, R. (2013). *The science of algorithmic trading and portfolio management*. Academic Press.
- Kitching, J. (1967). Why do mergers miscarry? *Harvard Business Review*, 45(6), 84-101.
- Kweon, A.J. and Pinkerton, J.M. (1981). Merger announcements and insider trading activity: an empirical investigation. *Journal of Finance*, 36(4), 855-869
- L, A., Naziah, U., & Yusraini. (2014). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI 2009-2012. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Riau*, 1(2), 1-18.
- Laurini, M. P., Furlani, L. G. C., & Portugal, M. S. (2008). Empirical market microstructure: An analysis of the BRL/US\$ exchange rate market. *Emerging Markets Review*, 9(4), 247-265.
- Leeth, J.D. and Borg, R.J. (2000). The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 217-238.
- Lei, A. Y. C., & Li, H. (2013). Does information production explain bidder liquidity after takeovers?. *Managerial Finance*, 39(10), 915-937.
- Liliana, Suhadak, & Hidayat, R. R. (2016). Analisis Dampak Akuisisi Terhadap Return Saham dan Volume Perdagangan (Studi pada Multinational Company yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 38(1), 60-67.

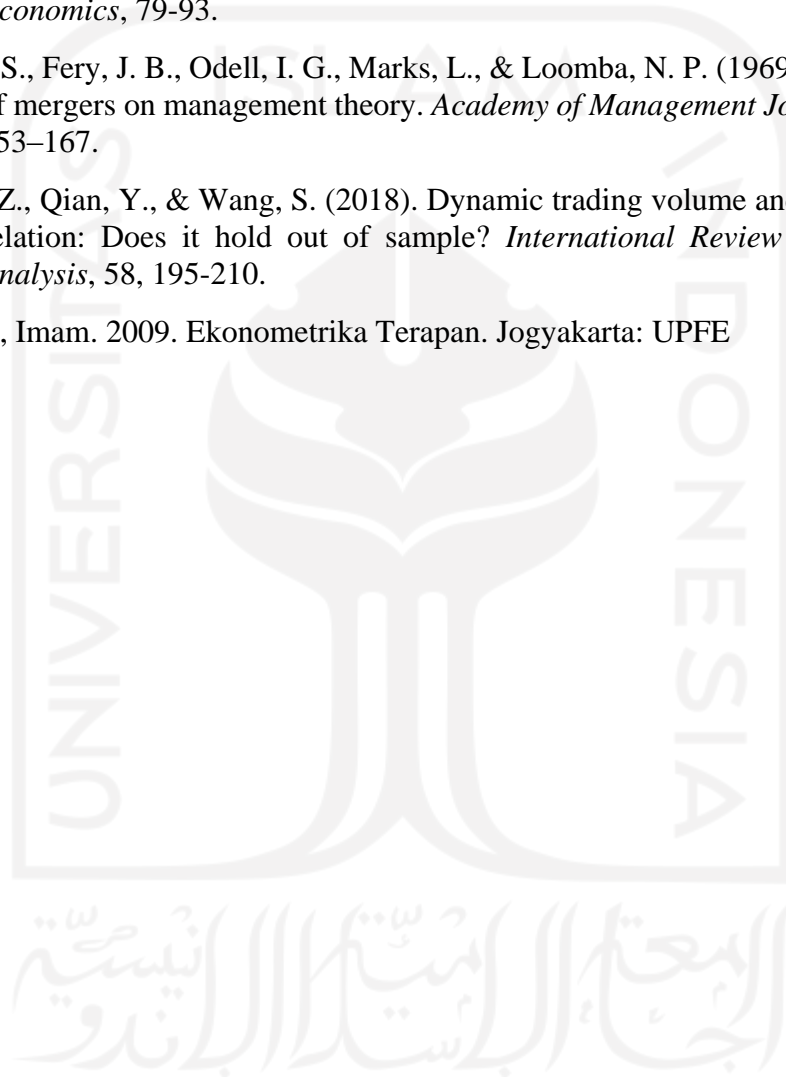
- Lipson, M. L. (2003). Market microstructure and corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 9(4), 377–384.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2007). Liquidity and firm characteristics: Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Financial Markets*, 10(4), 342–361.
- Lo, A. and Wang, J. (2000). Trading volume: definitions, data analysis, and implications of portfolio theory. *Review of Financial Studies*, 13(2), 257-300.
- Loughran, T., Vijh, A. M. (1997). Do long-term investors benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52 (5), 1765-1790.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management review*, 8(2), 218-225.
- Lupiyoadi, Rambat & Ikhsan, Ridho Bramulya. (2015). *Praktikum Metode Riset Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ma, Y., Yang, B., & Su, Y. (2021). Stock return predictability: Evidence from moving averages of trading volume. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101494.
- Madhavan, A. (2000). Market microstructure: A survey. In *Journal of Financial Markets*, 3(3), 205-258
- Mai, L. (2012). Trading costs around M&A announcements. *International Journal of Managerial Finance*, 8(2), 120–138.
- Mai, L., van Ness, R., & van Ness, B. (2009). Short sales around M&A announcements. *Journal of Financial Economic Policy*, 1(2), 177–197.
- Mall, P., & Gupta, K. (2019). Impact of mergers on stock performance and risk of acquiring firms: Evidence from India. *Drishtikon: A Management Journal*, 10(1), 27-46.
- Mansor, Md. Isa. (1994). The effects of acquisition announcement and method of payment on shareholder returns in the Malaysian stock market. *Security Industry Review*, 20(1), 20-31.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*, 15(2), 80–92.
- Massa, M., & Moqi, X. (2013). The Value of ( Stock ) Liquidity in the M & A Market. *Journal of Finacial and Quantitative Analysis*, 48(5), 1463–1497.
- McInish, T. and Wood, R. (1992). An analysis of intraday patterns in bid-ask spreads for NYSE stocks. *Journal of Finance*, 47(2), 753-64.
- Moin, A. (2003). *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Edisi pertama. Yogyakarta, Indonesia: Ekonisia.

- Moin, Abdul. (2010). *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Ekonisia, Jilid II Yogyakarta
- Narayan, P. C., & Thenmozhi, M. (2014). Do cross-border acquisitions involving emerging market firms create value: Impact of deal characteristics. *Management Decision*, 52(8), 1451–1473.
- Nurhasnafihsyah, R. U., Sukarmanto, E., & Sofianty, D. (2019). Perbedaan Asimetri Informasi dan Volume Perdagangan Saham sebelum dan Setelah Pengumuman Merger dan Akuisisi.
- O'Hara, M. (1995). *Market Microstructure Theory*. Cambridge, MA : Basil Blackwell.
- O'Hara, M., (1999). Making market microstructure matter. *Financial Management*, 83 – 95.
- Padilla, A., & Pagano, M. (2005). Efficiency Gains from the Integration of Stock Exchanges: Lessons from the Euronext “Natural Experiment”. *A report for Euronext*.
- Parenteau, S. R., & Weston, F. J. (2003). It's never too early to think integration. *Mergers and Acquisition*, 38(11), 17–23.
- Petmezas, D. (2009). What drives acquisitions? Market valuation and bidder performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 54-74.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage*. New York: Free Press.
- Prasetyo, Januar Eko. (2002). Dampak Akuisisi dan Merger terhadap Harga Saham, Volume Perdagangan Saham dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, 9(2), 63-74.
- Pujayanti, L. (2010). Perbedaan actual return, risk of return, trading volume activity (TVA) dan bid ask spread sebelum dan sesudah merger pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2001-2006 (Doctoral dissertation, Universitas Negeri Malang).
- Rosen, R.J. 2006. Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business*, 79 (2), 987-1017.
- Salim, M. Zulkifli dan Noto Salim. (2001). Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi untuk Merger dan Akuisisi Terhadap Volume Perdagangan dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham : Studi pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Wahana*, 4(1), 23-38.
- Salus, N. P. (1989). Public relations before and after the merger. *Bottomline*, 6, 47–49.
- Samitas, A. G., & Kenourgios, D. F. (2007). Impact of mergers and acquisitions on stock returns of tramp shipping firms. *International Journal of Financial Services Management*, 2(4), 327-343.



- Samsul, Mohammad. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Surabaya : Erlangga.
- Sangkyun, Park (1997). Rationality of negative Stock Price Responses to Strong Economics Activity. *Journal Financial Analyst*, 53(5), 52-56.
- Santoso, H., & Linawati, N. (2014). Pengaruh Return dan Varian Return Anggota LQ-45 Terhadap Bid-Ask Spread. *FINESTA*, 2(2), 58–62.
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2007). *Research methods for business students*. Harlow, England: Financial Times/Prentice Hall.
- Schwartz, R.A. (1988). *Equity Markets*, Harper and Row, New York, NY
- Seth, A., Song, K., & Pettit, R. (2000). Synergy, materialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387–405.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for future. *Journal of International Management*, 10(3), 307–353.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Shobriati, I., Darminto, & Endang, M. W. (2013). Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan Saham dan Varian Return terhadap Bid Ask Spread di Seputar Pengumuman Stock Split. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 5(2), 1–14.
- Stahl, K. G., Mendenhall, M. E., & Weber, Y. (2005). Research on sociocultural integration in mergers and acquisitions: Points of agreement, paradoxes, and avenues for future research. In: G. K. Stahl & M. E. Mendenhall (Eds), *Mergers and acquisitions: Managing culture and human resources*. Stanford, CA: Stanford Business Books.
- Stoll, H. (1978). The supply of dealer services in securities markets. *Journal of Finance*, 33(4), 1133-1151.
- Stoll, H. R. (1978). The pricing of security dealer services: An empirical study of NASDAQ stocks. *The journal of finance*, 33(4), 1153-1172.
- Stoll, H. R. (1989). Inferring the components of the bid–ask spread: Theory and empirical tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115-134.
- Sujarweni, Wiratna. 2015. *SPSS untuk Penelitian*. Yogyakarta: Pustaka Baru Press
- Suk, D.Y. and Sung, H.M. (1997). The effects of the method of payment and the type of offer on target returns in mergers and tender offers. *The Financial Review*, 32(3), 591-607.

- Syamni, G. (2014). Peran order investor dalam menjelaskan terbentuknya pola volume perdagangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 8(1), 94-106.
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). Mergers and acquisitions: implications for acquirers' market risk. *Managerial Finance*, 45(4), 545–562.
- Tinic, S. (1972). The economics of liquidity services. *Quarterly Journal of Economics*, 79-93.
- Vance, S., Fery, J. B., Odell, I. G., Marks, L., & Loomba, N. P. (1969). The impact of mergers on management theory. *Academy of Management Journal*, 12(2), 153–167.
- Wang, Z., Qian, Y., & Wang, S. (2018). Dynamic trading volume and stock return relation: Does it hold out of sample? *International Review of Financial Analysis*, 58, 195-210.
- Yuliadi, Imam. 2009. *Ekonometrika Terapan*. Yogyakarta: UPFE





**LAMPIRAN**

**LAMPIRAN 1****Daftar Nama Perusahaan Pengakuisi dan Perusahaan Target yang Digunakan untuk Sampel**

<b>No</b>	<b>Perusahaan Pengakuisi</b>
1	PT Surya Citra Media Tbk (SCMA)
2	PT Midi Utama Indonesia Tbk (MIDI)
3	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)
4	PT Buana Lintas Lautan Tbk (BULL)
5	PT Midi Utama Indonesia Tbk (MIDI)
6	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)
7	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)
8	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)
9	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)
10	PT Bank Central Asia Tbk (BBCA)
11	PT Bank IBK Indonesia Tbk (AGRS)
12	PT Bank Oke Indonesia Tbk (DNAR)
13	PT Bank Danamon Indonesia (BDMN)
14	PT Bank BTBPN (BTPN)
15	PT Bank Woori (SDRA)
16	PT Dharma Satya Nusantara (DSNG)
17	PT Tower Bersama Infrastruktur (TBIG)
18	PT Merdeka Cooper Gold Tbk (MDKA)
19	PT Bank Rakyat Indonesia (BBRI)
20	PT Perusahaan Gas Negara (PGAS)
21	PT Saratoga Investama (SRTG)
22	Multistrada Arah Sarana Tbk (MASA)
23	PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA)
24	Sri Rejeki Isman Tbk (SRIL)
25	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI)
26	PT KMI Wire and Cable Tbk (KBLI)
27	PT Indo Tambangraya Megah (ITMG)
28	Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP)
29	PT Medco Energi Internasional (MEDC)
30	Harum Energi Tbk (HRUM)
31	PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL)
32	PT Elang Mahkota Teknologi (EMTK)
33	PT Pembangunan Perumahan (PP) Tbk (PTPP)
34	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)
35	PT MNC Vision Network Tbk (IPTV)
36	PT Tower Bersama Infrastruktur (TBIG)
37	PT PP Properti Tbk (PPRO)
38	PT Medco Energi Internasional (MEDC)
39	PT Siloam Internasional Hospital (SILO)

40	PT Energi Mahkota Teknologi (EMTK)
41	PT Rimo Internasional Listari (RIMO)
42	PT Buana Listyatama Tbk (BULL)
43	PT Ascet Indonesia Tbk (ACST)
44	PT Indo Tambangraya Megah (ITMG)
45	PT Jasa Marga (JSMR)
46	PT Erajaya Swasembada (ERAA)
47	PT London Sumatra Indonesia (LSIP)
48	PT Plaza Indonesia Reality (PLIN)
49	PT Japfa Comfeed Indonesia (JPFA)
50	PT PP Properti Tbk (PPRO)
51	PT Golden Mines Tbk (GEMS)
52	PT Bank Rakyat Indonesia (BBRI)
53	PT MNC Kapital Tbk (BCAP)
54	PT Golden Plantation Tbk (GOLL)
55	PT First Media Tbk (KBLV)
	<b>Perusahaan Target</b>
56	PT Bank Permata Tbk (BNLI)
57	PT Bhaskara Finance (HDFB)
58	PT Visi Telekomunikasi Infrastruktur (GOLD)
59	PT Mitra Pinastika Mustika Tbk (MPMX)
60	PT Verena Multi Finance Tbk (VRNA)
61	PT Kirana Megatara (KMTR)
62	PT Multistrada Arah Sarana (MASA)
63	PT Fajar Surya Wiresa Tbk (FASW)
64	PT Sejahtera Anugrah Jaya Tbk (SRAJ)
65	PT Bank Danamon Tbk (BDMN)
66	PT Gihon Telekomunikasi Indonesia (GHON)
67	PT Bank Pembangunan Daerah Banten (BEKS)
68	PT Bank Oke Indonesia (DNAR)
69	PT Golden Retailindo (GOLD)
70	PT Bank Bukopin Tbk (BBKP)
71	PT Bwplantation Tbk (BWPT)
72	PT Ascet Indonesia Tbk (ACST)

## LAMPIRAN 2

### Deskripsi Sampel

#### Daftar Sampel dan Tanggal Merger & Akuisisi

No	Perusahaan Pengakuisisi	Tanggal
1	PT Surya Citra Media Tbk (SCMA)	18/05/2020
2	PT Midi Utama Indonesia Tbk (MIDI)	11/05/2020
3	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)	14/04/2020
4	PT Buana Lintas Lautan Tbk (BULL)	07/04/2020
5	PT Midi Utama Indonesia Tbk (MIDI)	20/02/2020
6	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)	13/02/2020
7	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)	11/02/2020
8	PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (DSSA)	13/01/2020
9	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)	03/01/2020
10	PT Bank Central Asia Tbk (BBCA)	11/12/2019
11	PT Bank IBK Indonesia Tbk (AGRS)	23/08/2019
12	PT Bank Oke Indonesia Tbk (DNAR)	13/08/2019
13	PT Bank Danamon Indonesia (BDMN)	02/05/2019
14	PT Bank BTBPN (BTPN)	18/01/2019
15	PT Bank Woori (SDRA)	23/01/2015
16	PT Dharma Satya Nusantara (DSNG)	10/01/2019
17	PT Tower Bersama Infrastruktur (TBIG)	11/01/2019
18	PT Merdeka Cooper Gold Tbk (MDKA)	22/01/2019
19	PT Bank Rakyat Indonesia (BBRI)	23/01/2019
20	PT Perusahaan Gas Negara (PGAS)	28/01/2019
21	PT Saratoga Investama (SRTG)	04/04/2019
22	Multistrada Arah Sarana Tbk (MASA)	16/01/2018
23	PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA)	27/02/2018
24	Sri Rejeki Isman Tbk (SRIL)	26/03/2018
25	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI)	29/03/2018
26	PT KMI Wire and Cable Tbk (KBLI)	29/03/2018
27	PT Indo Tambangraya Megah (ITMG)	19/04/2018
28	Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP)	27/04/2018
29	PT Medco Energi Internasional (MEDC)	27/04/2018
30	Harum Energi Tbk (HRUM)	22/05/2018
31	PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL)	09/08/2018
32	PT Elang Mahkota Teknologi (EMTK)	13/03/2017
33	PT Pembangunan Perumahan (PP) Tbk (PTPP)	16/08/2019
34	PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT)	29/08/2019
35	PT MNC Vision Network Tbk (IPTV)	30/08/2019
36	PT Tower Bersama Infrastruktur (TBIG)	30/10/2018
37	PT PP Properti Tbk (PPRO)	14/11/2018
38	PT Medco Energi Internasional (MEDC)	03/01/2017
39	PT Siloam Internasional Hospital (SILO)	02/03/2017

40	PT Energi Mahkota Teknologi (EMTK)	13/07/2017
41	PT Rimo Internasional Listari (RIMO)	26/05/2017
42	PT Buana Listyatama Tbk (BULL)	30/05/2017
43	PT Ascet Indonesia Tbk (ACST)	05/09/2017
44	PT Indo Tambangraya Megah (ITMG)	20/10/2017
45	PT Jasa Marga (JSMR)	22/01/2016
46	PT Erajaya Swasembada (ERAA)	16/02/2016
47	PT London Sumatra Indonesia (LSIP)	29/03/2016
48	PT Plaza Indonesia Realty (PLIN)	16/05/2016
49	PT Japfa Comfeed Indonesia (JPFA)	19/09/2016
50	PT PP Properti Tbk (PPRO)	19/09/2016
51	PT Golden Mines Tbk (GEMS)	13/10/2016
52	PT Bank Rakyat Indonesia (BBRI)	24/10/2016
53	PT MNC Kapital Tbk (BCAP)	16/01/2015
54	PT Golden Plantation Tbk (GOLL)	19/01/2015
55	PT First Media Tbk (KBLV)	03/02/2015
	Perusahaan Target	
56	PT Bank Permata Tbk (BNLI)	19/06/2020
57	PT Bhaskara Finance (HDFA)	14/01/2020
58	PT Visi Telekomunikasi Infrastruktur (GOLD)	11/01/2019
59	PT Mitra Pinastika Mustika Tbk (MPMX)	04/04/2019
60	PT Verena Multi Finance Tbk (VRNA)	11/03/2019
61	PT Kirana Megatara (KMTR)	22/03/2019
62	PT Multistrada Arah Sarana (MASA)	15/04/2019
63	PT Fajar Surya Wiresa Tbk (FASW)	08/08/2019
64	PT Sejahtera Anugrah Jaya Tbk (SRAJ)	29/06/2018
65	PT Bank Danamon Tbk (BDMN)	17/09/2018
66	PT Gihon Telekomunikasi Indonesia (GHON)	26/10/2018
67	PT Bank Pembangunan Daerah Banten (BEKS)	11/10/2016
68	PT Bank Oke Indonesia (DNAR)	30/11/2016
69	PT Golden Retailindo (GOLD)	31/05/2016
70	PT Bank Bukopin Tbk (BBKP)	25/05/2015
71	PT Bwplantation Tbk (BWPT)	27/01/2015
72	PT Ascet Indonesia Tbk (ACST)	05/02/2015

**LAMPIRAN 3****Hasil Analisis Statistik**

Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasom
RES	1100	-.17	.41	.0034	.03683
PE	1100	4.61	10.44	7.4997	1.46399
FZ	1100	27	34	30.08	1.468
TVOL	1100	0	28	19.40	7.064
TOV	1100	-17.95	.00	-7.8769	3.95147
QS	1100	-1400	21200	696.58	3250.143
PQS	1100	-200.00	200.00	8.7619	37.45897
ES	1100	-412.5	12062.5	358.688	1701.0814
PES	1100	-6.76	131.29	4.4414	19.37432
Valid N (listwise)	1100				



## LAMPIRAN 4

### Hasil Uji Asumsi Klasik

#### Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		1100
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.03619778
Most Extreme Differences	Absolute	.162
	Positive	.162
	Negative	-.115
Test Statistic		.162
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 <sup>c</sup>
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		

#### Hasil Uji Autokolerasi

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.184 <sup>a</sup>	.034	.027	.03633	2.040
a. Predictors: (Constant), PES, FZ, TOV, TVOL, PE, PQS, ES, QS					
b. Dependent Variable: RES					

#### Hasil Uji Heteroskedasitas

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.077	.021		3.660	.000
	PE	.001	.001	.034	.769	.442
	FZ	-.003	.001	-.133	-3.087	.002
	TVOL	.001	.000	.206	5.657	.000
	TOV	.000	.000	-.032	-1.031	.303

	QS	-1.544E-6	.000	-.171	-.419	.675
	PQS	.000	.000	-.296	-3.665	.000
	ES	4.062E-7	.000	.024	.058	.954
	PES	.001	.000	.512	6.222	.000
a. Dependent Variable: Abs_RES						

### Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.018	.027		.653	.514		
	PE	-.001	.001	-.046	-1.015	.311	.433	2.312
	FZ	.000	.001	-.012	-.266	.790	.456	2.193
	TVOL	.000	.000	.038	1.014	.311	.639	1.566
	TOV	3.275E-5	.000	.004	.111	.912	.878	1.139
	QS	-1.014E-5	.000	-.895	-2.141	.032	.005	197.236
	PQS	.000	.000	-.305	-3.691	.000	.130	7.716
	ES	2.313E-5	.000	1.069	2.566	.010	.005	195.852
	PES	.000	.000	.130	1.544	.123	.125	8.014
a. Dependent Variable: RES								

## LAMPIRAN 5

### Hasil Pengujian Hipotesis, Koefisien Determinasi, Uji F, Uji t

#### Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Perusahaan Pengakusisi Hipotesis 1

##### Hasil Pengujian 1

###### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.083 <sup>a</sup>	.007	-.012	2856.148
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

###### Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3002674.156	1	3002674.156	.368	.547 <sup>b</sup>
	Residual	432351682.680	53	8157578.918		
	Total	435354356.836	54			
a. Dependent Variable: Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

###### Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.333	1166.017		.008	.994
	Metode Pembayaran	749.483	1235.345	.083	.607	.547
a. Dependent Variable: Quote Spread						

##### Hasil Pengujian 2

###### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.080 <sup>a</sup>	.006	-.012	37.87722
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	491.252	1	491.252	.342	.561 <sup>b</sup>
	Residual	76038.260	53	1434.684		
	Total	76529.512	54			
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.673	15.463		.108	.914
	Metode Pembayaran	9.586	16.383	.080	.585	.561
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.082 <sup>a</sup>	.007	-.012	1437.7646
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	742257.144	1	742257.144	.359	.552 <sup>b</sup>
	Residual	109559859.537	53	2067167.161		
	Total	110302116.682	54			
a. Dependent Variable: Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6.167	586.965		-.011	.992
	Metode Pembayaran	372.636	621.864	.082	.599	.552

a. Dependent Variable: Effective Spread

#### Hasil Pengujian 4

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.097 <sup>a</sup>	.009	-.009	19.14577

a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran

Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	185.935	1	185.935	.507	.479 <sup>b</sup>
	Residual	19427.702	53	366.560		
	Total	19613.638	54			

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread  
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.881	7.816		-.113	.911
	Metode Pembayaran	5.898	8.281	.097	.712	.479

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread

## Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Perusahaan Target Hipotesis 1

### Hasil Pengujian 1

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.284 <sup>a</sup>	.081	.019	38.003
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1900.018	1	1900.018	1.316	.269 <sup>b</sup>
	Residual	21662.923	15	1444.195		
	Total	23562.941	16			
a. Dependent Variable: Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5.000	19.001		.263	.796
	Metode Pembayaran	24.923	21.729	.284	1.147	.269
a. Dependent Variable: Quote Spread						

### Hasil Pengujian 2

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.151 <sup>a</sup>	.023	-.042	5.47796
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.514	1	10.514	.350	.563 <sup>b</sup>
	Residual	450.121	15	30.008		
	Total	460.636	16			
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.209	2.739		.806	.433
	Metode Pembayaran	1.854	3.132	.151	.592	.563
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.050 <sup>a</sup>	.002	-.064	26.3172
a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	25.793	1	25.793	.037	.850 <sup>b</sup>
	Residual	10388.942	15	692.596		
	Total	10414.735	16			
a. Dependent Variable: Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran						

Uji t

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.750	13.159		.057	.955
	Metode Pembayaran	2.904	15.047	.050	.193	.850

a. Dependent Variable: Effective Spread

#### Hasil Pengujian 4

Koefisien Determinasi

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.075 <sup>a</sup>	.006	-.061	3.50625

a. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran

Uji F

<b>ANOVA<sup>a</sup></b>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.045	1	1.045	.085	.775 <sup>b</sup>
	Residual	184.407	15	12.294		
	Total	185.452	16			

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread  
b. Predictors: (Constant), Metode Pembayaran

Uji t

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.494	1.753		.282	.782
	Metode Pembayaran	-.585	2.005	-.075	-.292	.775

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread



## Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Hipotesis 2

### Hasil Pengujian 1

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.131 <sup>a</sup>	.017	-.011	2506.209
a. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran				

Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7520516.485	2	3760258.243	.599	.552 <sup>b</sup>
	Residual	433394725.390	69	6281082.977		
	Total	440915241.875	71			
a. Dependent Variable: Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran						

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-347.414	898.063		-.387	.700
	Metode Pembayaran	485.772	864.504	.068	.562	.576
	Kategori Perusahaan	591.690	703.975	.102	.840	.404
a. Dependent Variable: Quote Spread						

### Hasil Pengujian 2

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.111 <sup>a</sup>	.012	-.016	33.31986
a. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	948.949	2	474.475	.427	.654 <sup>b</sup>
	Residual	76604.706	69	1110.213		
	Total	77553.656	71			
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.552	11.940		-.130	.897
	Metode Pembayaran	6.772	11.494	.071	.589	.558
	Kategori Perusahaan	5.733	9.359	.074	.613	.542
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.128 <sup>a</sup>	.016	-.012	1261.6771
a. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1829874.585	2	914937.293	.575	.566 <sup>b</sup>
	Residual	109836206.578	69	1591829.081		
	Total	111666081.163	71			
a. Dependent Variable: Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran						

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-179.082	452.103		-.396	.693
	Metode Pembayaran	238.068	435.209	.066	.547	.586
	Kategori Perusahaan	292.803	354.395	.100	.826	.412

a. Dependent Variable: Effective Spread

#### Hasil Pengujian 4

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.132 <sup>a</sup>	.017	-.011	16.89433

a. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran

Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	348.337	2	174.168	.610	.546 <sub>b</sub>
	Residual	19693.862	69	285.418		
	Total	20042.199	71			

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread  
b. Predictors: (Constant), Jenis Perusahaan, Metode Pembayaran

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.659	6.054		-.439	.662
	Metode Pembayaran	3.538	5.828	.073	.607	.546
	Kategori Perusahaan	3.880	4.745	.099	.818	.416

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread

## Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Perusahaan Pengakuisisi Hipotesis 3

### Hasil Pengujian 1

#### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.069 <sup>a</sup>	.005	.001	2804.917
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

#### Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20816494.871	2	10408247.435	1.323	.267 <sup>b</sup>
	Residual	4303553718.947	547	7867557.073		
	Total	4324370213.818	549			
a. Dependent Variable: Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

#### Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	27.142	381.354		.071	.943
	Metode Pembayaran	623.930	383.643	.069	1.626	.104
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	-7.251	239.204	-.001	-.030	.976
a. Dependent Variable: Quote Spread						

### Hasil Pengujian 2

#### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.064 <sup>a</sup>	.004	.000	31.51312
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2219.615	2	1109.807	1.118	.328 <sup>b</sup>
	Residual	543212.949	547	993.077		
	Total	545432.563	549			
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.486	4.284		.814	.416
	Metode Pembayaran	5.719	4.310	.057	1.327	.185
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	-1.851	2.687	-.029	-.689	.491
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.066 <sup>a</sup>	.004	.001	1492.3805
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5362157.291	2	2681078.645	1.204	.301 <sup>b</sup>
	Residual	1218278172.98	547	2227199.585		
	Total	1223640330.27	549			
a. Dependent Variable: Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

## Uji t

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4.915	202.903		-.024	.981
	Metode Pembayaran	314.074	204.121	.066	1.539	.124
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	25.480	127.271	.009	.200	.841
a. Dependent Variable: Effective Spread						

**Hasil Pengujian 4**

## Koefisien Determinasi

<b>Model Summary</b>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.055 <sup>a</sup>	.003	-.001	16.70897
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

## Uji F

<b>ANOVA<sup>a</sup></b>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	466.717	2	233.358	.836	.434 <sup>b</sup>
	Residual	152716.750	547	279.190		
	Total	153183.467	549			
a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

## Uji t

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.031	2.272		.454	.650
	Metode Pembayaran	2.840	2.285	.053	1.243	.214
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	-.508	1.425	-.015	-.356	.722
a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread						

## Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Perusahaan Target Hipotesis 3

### Hasil Pengujian 1

#### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.227 <sup>a</sup>	.052	.040	48.778
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

#### Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21580.595	2	10790.298	4.535	.012 <sup>b</sup>
	Residual	397344.258	167	2379.307		
	Total	418924.853	169			
a. Dependent Variable: Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

#### Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.251	8.572		-.146	.884
	Metode Pembayaran	22.944	8.820	.196	2.602	.010
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	11.353	7.482	.114	1.517	.131
a. Dependent Variable: Quote Spread						

### Hasil Pengujian 2

#### Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.133 <sup>a</sup>	.018	.006	15.69341
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	744.419	2	372.209	1.511	.224 <sup>b</sup>
	Residual	41129.292	167	246.283		
	Total	41873.711	169			
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.309	2.758		.112	.911
	Metode Pembayaran	2.757	2.838	.075	.972	.333
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	3.470	2.407	.111	1.442	.151
a. Dependent Variable: Percentage Quote Spread						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.075 <sup>a</sup>	.006	-.006	26.0575
a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	646.616	2	323.308	.476	.622 <sup>b</sup>
	Residual	113391.798	167	678.993		
	Total	114038.413	169			
a. Dependent Variable: Effective Spread						
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran						



## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.436	4.579		-.095	.924
	Metode Pembayaran	2.716	4.711	.044	.577	.565
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	3.147	3.997	.061	.787	.432

a. Dependent Variable: Effective Spread

## Hasil Pengujian 4

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.063 <sup>a</sup>	.004	-.008	7.47615

a. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	37.178	2	18.589	.333	.718 <sup>b</sup>
	Residual	9334.094	167	55.893		
	Total	9371.272	169			

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread  
b. Predictors: (Constant), Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi, Metode Pembayaran

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.028	1.314		.021	.983
	Metode Pembayaran	.062	1.352	.004	.046	.963
	Periode Pra dan Pasca Merger & Akuisisi	.934	1.147	.063	.814	.417

a. Dependent Variable: Percentage Effective Spread

## Hasil Koefisien Determinasi, Uji F, dan Uji t Masing-Masing Pengujian Hipotesis 4

### Hasil Pengujian 1

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.063 <sup>a</sup>	.004	-.001	.03684
a. Predictors: (Constant), QS, FZ, TOV, TVOL, PE				

Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.006	5	.001	.879	.495 <sup>b</sup>
	Residual	1.484	1094	.001		
	Total	1.490	1099			
a. Dependent Variable: RES						
b. Predictors: (Constant), QS, FZ, TOV, TVOL, PE						

Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.019	.027		.696	.487
	PE	-.001	.001	-.039	-.853	.394
	FZ	.000	.001	-.015	-.345	.730
	TVOL	.000	.000	.044	1.179	.238
	TOV	.000	.000	.016	.504	.614
	QS	.000	.000	.011	.290	.772
a. Dependent Variable: RES						

### Hasil Pengujian 2

Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.087 <sup>a</sup>	.008	.003	.03677
a. Predictors: (Constant), PQS, FZ, TOV, TVOL, PE				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.011	5	.002	1.675	.138 <sup>b</sup>
	Residual	1.479	1094	.001		
	Total	1.490	1099			
a. Dependent Variable: RES						
b. Predictors: (Constant), PQS, FZ, TOV, TVOL, PE						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.025	.027		.904	.366
	PE	.000	.001	-.018	-.397	.691
	FZ	-.001	.001	-.021	-.479	.632
	TVOL	.000	.000	.008	.205	.838
	TOV	.000	.000	.027	.855	.393
	PQS	-.000	.000	-.073	-2.013	.044
a. Dependent Variable: RES						

## Hasil Pengujian 3

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.066 <sup>a</sup>	.004	.000	.03683
a. Predictors: (Constant), ES, FZ, TOV, TVOL, PE				

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.007	5	.001	.971	.434 <sup>b</sup>
	Residual	1.484	1094	.001		
	Total	1.490	1099			
a. Dependent Variable: RES						
b. Predictors: (Constant), ES, FZ, TOV, TVOL, PE						

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.018	.027		.651	.515
	PE	-.001	.001	-.044	-.966	.334
	FZ	.000	.001	-.014	-.312	.755
	TVOL	.000	.000	.051	1.367	.172
	TOV	.000	.000	.013	.400	.689
	ES	.000	.000	.028	.738	.461

a. Dependent Variable: RES

## Hasil Pengujian 4

## Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.065 <sup>a</sup>	.004	.000	.03683

a. Predictors: (Constant), PES, FZ, TOV, TVOL, PE

## Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.006	5	.001	.933	.458 <sup>b</sup>
	Residual	1.484	1094	.001		
	Total	1.490	1099			

a. Dependent Variable: RES  
b. Predictors: (Constant), PES, FZ, TOV, TVOL, PE

## Uji t

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.018	.027		.662	.508
	PE	-.001	.001	-.041	-.914	.361
	FZ	.000	.001	-.014	-.323	.747
	TVOL	.000	.000	.049	1.308	.191
	TOV	.000	.000	.016	.494	.621
	PES	.000	.000	.022	.598	.550

a. Dependent Variable: RES