

STUDI TENTANG PERISTIWA (*EVENT STUDY*): Suatu Panduan Riset Manajemen Keuangan di Pasar Modal

Rianti Setyawasih

Abstract

An event (like corporate action) can or cannot have information content. If the event has the information content, hence the investor will react to the information. It is said that the information content will bring positive/negative signal. Hereinafter the signal will instruct the investor decision whether it will invest, hold, or will not invest. In generalizing a phenomenon, especially to measure the impact of an event toward something (usually toward the shareholder wealth/abnormal return), sometimes it can generate a wrong conclusion if we use common method. In order to avoid the above problems, we can use the method of event study. This method can assist to catch the impact of an event that happened in capital market having completely quick and instant characteristics.

Keywords: abnormal return, event study, information content, market efficiency

PENDAHULUAN

Studi tentang suatu kejadian/peristiwa (*event*) kerap kali dilakukan oleh para peneliti di bidang keuangan, terutama mereka yang meneliti tentang keuangan pasar modal. Peristiwa yang dimaksud adalah peristiwa yang terjadi dalam kebijakan internal perusahaan seperti kebijakan dividen, kebijakan untuk melakukan merger/akuisisi, kebijakan ekspansi, kebijakan untuk menerbitkan saham tambahan, kebijakan untuk mencari sumber modal luar (utang) dan lain-lain. Selain itu, peristiwa yang dimaksud dapat juga berupa peristiwa yang terjadi di luar perusahaan (eksternal) namun memiliki dampak secara menyeluruh apakah dalam konteks nasional, regional maupun internasional (global); sebagai contoh, peristiwa menurunnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar, peristiwa peledakan bom di gedung World Trade

Center pada tanggal 11 November 2001 atau peristiwa *lengsernya* Presiden Soeharto pada 1998 juga peristiwa kenaikan harga BBM pada tanggal 1 Oktober 2005.

Dalam rangka generalisasi suatu fenomena, terutama untuk mengukur dampak suatu peristiwa terhadap sesuatu (biasanya terhadap kemakmuran) kadangkala dapat menimbulkan suatu kesimpulan yang salah apabila kita menggunakan metode umum. Mengapa demikian?, hal ini disebabkan karena karakteristik yang melekat pada pasar modal, yaitu serba cepat, serba mudah berubah dan bersifat *random walk*; sebagai contoh, apabila kita ingin melakukan penilaian terhadap suatu peristiwa yang terjadi pada tanggal 1 Januari 2005 dan dilihat pada bulan berikutnya, dapat saja memberikan kesimpulan “tidak terlihat dampaknya.” Karakteristik lain dari pasar modal adalah perilaku investor yang sangat

sensitif, seorang investor bisa saja hari ini melakukan investasi di suatu negara (pasar modal) namun besoknya dia tarik kembali dananya dan diinvestasikan di luar negeri (pasar modal lain), bahkan dalam tataran yang ekstrim dapat dilakukan dalam hitungan detik. Perilaku investor tersebut didasari oleh informasi yang diperolehnya yang mana informasi tersebut dapat memberikan signal yang positif maupun negatif. Metode yang dilakukan pada event study memungkinkan peneliti bisa melihat dampak peristiwa tersebut di atas terhadap sesuatu apakah itu *return*, *wealth*, harga saham atau lainnya.

TINJAUAN LITERATUR

Metode Event Study

Menurut MacKinlay (1997), *Event Study* merupakan salah satu metodologi penelitian yang menggunakan data-data pasar keuangan untuk mengukur dampak dari suatu kejadian yang spesifik terhadap nilai perusahaan, biasanya tercermin dari harga saham dan volume transaksinya. Penerapan *event study* banyak digunakan dalam penelitian di bidang keuangan (juga akuntansi) dengan variasi kejadian yang sangat luas, seperti : penerbitan saham perdana, *merger & akuisisi*, pengumuman *earnings*, penerbitan *debt* atau *equity* baru, pengumuman variabel ekonomi makro seperti defisit perdagangan dan lain-lain.

Untuk melakukan *event study*, hampir seluruh literatur yang ada menyebutkan kesamaan langkah-langkah yang harus ditempuh, sebagai contoh langkah-langkah yang harus ditempuh menurut MacKinlay (1997) terdiri dari sepuluh tahap, yaitu:

Tahap 1, mendefinisikan kejadian yang diminati, yaitu berupa informasi baru yang tersedia di pasar.

Tahap 2, yaitu menyusun suatu teori yang memberikan alasan atau menjelaskan respon keuangan terhadap informasi baru tersebut.

Tahap 3, mengidentifikasi kumpulan perusahaan yang mengalami kejadian tersebut dan mengidentifikasi tanggal kejadian (*event dates*); dengan perkataan lain pada tahap ini melakukan kriteria seleksi untuk memasukkan suatu perusahaan apakah termasuk di dalam sampel penelitian.

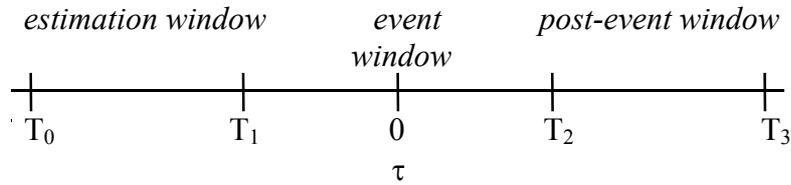
Tahap 4, memilih sebuah *event window* yang cocok dan justifikasi jaraknya, apabila melebihi dua hari. Dalam hal ini berarti mengidentifikasi periode dimana harga-harga saham perusahaan yang terlibat dengan kejadian tersebut akan diuji. Rangkaian waktu (*time line*) untuk sebuah *event study* dapat dilihat pada Gambar 1.

Menurut McWilliams & Siegel (1997), jarak *event window* yang panjang akan menimbulkan dua masalah dalam prakteknya yaitu: pertama, akan mengurangi kekuatan uji statistik terhadap nilai Z_t , selanjutnya reduksi ini akan mengakibatkan kesalahan dalam menarik kesimpulan tentang signifikansi *event*. Sebaliknya menurut Ryngaert & Netter (1990) dalam McWilliams & Siegel (1997), *event window* yang pendek akan menangkap *significant effect* terhadap *event*. Masalah yang kedua adalah akan sulit mengisolir *event window* dari *confounding effect*.

Tahap 5, Mengeliminasi atau menyesuaikan perusahaan-perusahaan yang mengalami kejadian lain yang relevan selama *event window*. Pada tahap ini perlu disimpulkan karakteristik sampel.

Tahap 6, Menghitung *abnormal return* selama *event window* dan menguji signifikansinya.

Gambar 1. Rangkaian Waktu Sebuah *Event Study*



dimana:

$\tau = 0$ sebagai *event date*

$\tau = T_1 + 1$ s/d $\tau = T_2$ merepresentasikan *event window*

$\tau = T_0 + 1$ s/d $\tau = T_1$ merepresentasikan *estimation window*

$\tau = T_2 + 1$ s/d $\tau = T_3$ merepresentasikan *post-event window*

$L_1 = T_1 - T_0$ menunjukkan panjangnya *estimation window*

$L_2 = T_2 - T_1$ menunjukkan panjangnya *event window*

$L_3 = T_3 - T_2$ menunjukkan panjangnya *post-event window*

Berarti pada tahap ini melakukan penilaian dampak kejadian yang merupakan syarat untuk mengukur *abnormal return*. *Abnormal return* adalah *actual return* sekuritas dikurangi *normal return* (*normal return* yaitu *expected return* tanpa adanya kejadian spesifik). *Abnormal return* untuk perusahaan *i* dan *event date* *t* dihitung dengan rumus :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t), \dots \dots \dots (1)$$

dimana,

AR_{it} = *abnormal return* perusahaan *i* pada periode *t*,

R_{it} = *actual return* perusahaan *i* pada periode *t*,

$E(R_{it} | X_t)$ = *normal return*, adalah *expected return* tanpa adanya kejadian spesifik.

X_t = *conditioning information* untuk model *normal return*

Untuk menghitung *normal return* dapat digunakan pendekatan secara statistik dan secara ekonomi. Kelompok pendekatan secara statistik antara lain adalah :

1. *Constant Mean Return Model*, dimana X_t adalah konstan dengan

asumsi rata-rata *return* sekuritas tertentu adalah konstan. Model ini adalah yang paling sederhana.

$$R_{it} = \mu_i + \zeta_{it} \dots \dots \dots (2)$$

dimana :

$E(\zeta_{it}) = 0$

$Var(\zeta_{it}) = \sigma^2 \zeta_{it}$

R_{it} = *return* sekuritas *i* pada periode *t*

ζ_{it} = *time period t disturbance term* untuk sekuritas *i*, perkiraan nilainya = 0

2. *Market Return Model*, dimana asumsinya terdapat hubungan linear yang stabil antara *return market* dengan *return* sekuritas, model ini merupakan perbaikan dari *constant mean return model*:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots \dots (3)$$

dimana :

$E(\varepsilon_{it}) = 0$

$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \varepsilon_{it}$

R_{it} = *return* sekuritas *i* pada periode *t*

R_{mt} = *return market* pada periode *t*

ε_{it} = *zero mean disturbance term*

3. Model statistik yang lain lain yaitu *Market Adjusted Return Model* dan

Multifactor Model (termasuk *Index Model*).

Pendekatan kedua untuk menghitung *normal return* adalah melalui pendekatan ekonomi. Penggunaan model ekonomi memiliki keunggulan karena juga memperhatikan (menambahkan) asumsi statistik dalam modelnya. Model ekonomi yang umum digunakan (dikenal) adalah model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang banyak digunakan pada *event study* periode tujuh puluhan. Model yang kedua adalah model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) sebagai penyempurnaan dari model CAPM.

Tahap 7 adalah melaporkan persentase *negative return* dan pengujian statistik t, binomial Z atau Wilcoxon. Pada tahap ini mendisain kerangka pengujian *abnormal return*, mendefinisikan *null hypothesis* dan menentukan teknik untuk menyatukan *abnormal return* dari perusahaan secara individual (*aggregation of abnormal return*), sbb:

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \dots \dots \dots (4)$$

dimana CAR adalah *cummulative abnormal return* dan AR adalah *abnormal return*.

Tahap 8, yaitu untuk sampel yang sedikit, gunakan metoda *bootstrap* dan diskusikan dampak dari *outliers*.

Tahap 9, adalah menggambarkan sebuah teori yang menjelaskan variasi *crosssectional* dalam *abnormal return* dan menguji teori tersebut secara ekonometri.

Terakhir, tahap 10 adalah Mempresentasikan hasil empiris

Menurut McWilliams & Siegel (1997), validitas suatu *event study*

tergantung pada pengidentifikasian dengan benar tentang *abnormal return* yang terjadi akibat dari suatu *event*. Terdapat tiga asumsi yang mendasari identifikasi *abnormal return* yaitu:

1. Pasar adalah efisien (*Market Efficiency*)
2. *Event* tidak dapat diantisipasi (*Unanticipated Event*)
3. Tidak ada pengaruh lain yang berbaur selama *event window* (*Confounding Effect*)

Berikut ini akan dijelaskan secara rinci masing-masing asumsi tersebut.

Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)

Suatu pasar modal dikatakan efisien secara informasional apabila harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Pengertian efisiensi secara informasional disini adalah merupakan efisiensi eksternal seperti yang dimaksudkan oleh West (1975) dalam Husnan (1992) yaitu menunjukkan bahwa pasar berada dalam keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keseimbangan.

Asumsi pasar yang efisien berkaitan dengan *efficient market hypothesis*, yang diajukan oleh Fama (1970) dalam Bodie *et al.* (1996) dan Utama (1992), hipotesis pasar yang efisien terdiri dari tiga versi hipotesis yang berkaitan dengan keseluruhan informasi yang tersedia yaitu:

1. *Weak-form hypothesis*, pada hipotesis ini dikatakan bahwa harga saham telah mencerminkan semua informasi seperti harga masa lalu.
2. *Semistrong-form hypothesis*, bahwa harga saham mencerminkan informasi yang bersifat publik;

-
3. *Strong-form hypothesis*, dimana harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan bagi perusahaan (termasuk informasi yang tersedia hanya untuk “orang dalam” perusahaan).

Pada hipotesis bentuk lemah (*Weak-form Hypothesis*), harga saham mencerminkan semua informasi mengenai harga saham di masa lalu. Implikasinya adalah tidak ada hubungan antara perubahan harga masa lampau dengan perubahan harga masa datang atau dengan kata lain perubahan harga adalah independen.

Pasar Modal yang memenuhi persyaratan efisiensi bentuk lemah berarti bahwa para pemodal tidak bisa memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan *trading rules* berdasarkan atas informasi perubahan harga saham di waktu yang lalu.

Pengujian efisiensi bentuk ini dilakukan dengan uji *filter rules* dan uji otokorelasi. Hasil pengujian efisiensi bentuk lemah pada Bursa Efek Jakarta menunjukkan terjadi peningkatan efisiensi yang diukur dengan makin sedikitnya saham yang memiliki koefisien otokorelasi lebih dari 2 *standard error* dan efisiensi bentuk lemah baru terbukti setelah dilakukan uji *filter rules* (Husnan, 1992). Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Utama (1992) membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta tidak efisien dalam bentuk lemah karena perubahan harga indeks tidaklah independen seperti yang dihipotesiskan oleh model *fair game*, selanjutnya disebutkan kemungkinan disebabkan oleh tidak likuidnya BEJ serta belum terbukanya emiten dalam mengungkapkan informasi yang benar atas perusahaan.

Hipotesis bentuk setengah kuat (*Semi Strong-form Hypothesis*), harga

saham mencerminkan tidak hanya informasi mengenai harga saham di masa lalu tetapi juga semua informasi umum yang tersedia yang relevan bagi perusahaan. Dengan kata lain harga saham akan secara cepat menyesuaikan diri untuk merefleksikan adanya informasi baru yang tersedia untuk umum. Jadi seorang investor yang baru melakukan tindakan setelah suatu informasi baru dikeluarkan untuk umum tidak dapat mengharapkan laba yang abnormal atas tindakannya karena harga saham sudah mencerminkan pengaruh dari informasi baru tersebut.

Hasil studi yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta oleh Husnan (1992) terhadap informasi publik berupa *first issue* menunjukkan bahwa belum terjadi peningkatan efisiensi dalam bentuk setengah kuat, karena pada beberapa hari pengamatan para pemodal bisa memperoleh *abnormal return* setelah saham-saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Sejalan dengan temuan di atas, hasil studi yang dilakukan oleh Affandi & Utama (1998) terhadap informasi publik berupa pengumuman laba, serta hasil penelitian yang dilakukan oleh Setyawasih (2000) terhadap informasi publik berupa pengumuman pemecahan saham, juga menyimpulkan bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk setengah kuat yang ditandai dengan terjadinya *abnormal return* disekitar pengumuman dan kurang cepatnya harga saham menyesuaikan diri terhadap pengumuman informasi di atas.

Hipotesis pasar bentuk kuat (*Strong-forms Hypothesis*) menyebutkan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang relevan, termasuk juga informasi yang tersedia hanya untuk “orang dalam” perusahaan atau beberapa kelompok tertentu. Tidak ada kelompok tertentu yang mempunyai

monopoli atas informasi tertentu yang relevan bagi harga saham sehingga tidak mungkin kelompok tertentu investor secara konsisten dapat memperoleh laba yang *abnormal*. Selain hipotesis ini mengasumsikan bahwa pasar tidak hanya efisien tetapi sempurna, dalam arti semua informasi tersedia untuk semua orang pada waktu yang sama.

Menurut McWilliams & Siegel (1997), jika harga saham memang benar mencerminkan seluruh informasi relevan yang tersedia bagi pelaku pasar maka apabila terdapat informasi baru untuk investor, harga saham akan bereaksi dengan cepat (*instantaneously*). Selanjutnya dikatakan bahwa asumsi pasar yang efisien sulit dicapai apabila menggunakan *event window* yang panjang. Menggunakan *event window* yang sangat panjang akan mengimplikasikan bahwa peneliti tidak yakin bahwa pengaruh *event* secara tepat tercermin ke dalam harga saham.

Event Yang Tidak Diantisipasi (Unanticipated Event)

Asumsi ini berdasarkan ide bahwa suatu *event* diumumkan melalui pers. Pasar sebelumnya tidak memiliki informasi tentang *event*, dan pelaku pasar memperoleh informasi dari pengumuman. *Return abnormal* dapat diasumsikan sebagai hasil dari reaksi pasar terhadap informasi baru, hal ini dimungkinkan terjadi apabila *event* tidak diantisipasi oleh pasar sebelum pengumuman formal diberikan.

Confounding Effect

Asumsi ketiga dan yang paling kritis ini berdasarkan pada tuntutan bahwa peneliti telah mengisolir pengaruh sebuah *event* dari pengaruh *event* lainnya. *Event window* yang lebih panjang akan lebih menyulitkan peneliti bahwa *event window*nya terbebas dari

confounding effect; sebagai contoh *confounding effect* dapat terjadi apabila perusahaan yang akan diteliti merupakan perusahaan besar, terdiversifikasi, sebagai perusahaan multinasional, karena pada saat yang berdekatan (bahkan bersamaan) bisa terjadi berbagai macam *event*.

Menurut Foster (1980) dalam McWilliams & Siegel (1997) menyebutkan terdapat beberapa metode untuk mengendalikan *confounding effect*, antara lain:

1. mengeliminasi perusahaan yang memiliki *confounding event*;
2. memisahkan sampel dengan mengelompokkan perusahaan yang memiliki *confounding event* yang sama;
3. mengeliminasi perusahaan yang memiliki hari *confounding event* yang sama;
4. mengurangi pengaruh finansial *confounding effect* saat menghitung *abnormal return*.

PENUTUP

Berdasarkan uraian di atas maka dapat disimpulkan bahwa sebelum melakukan penelitian tentang pengaruh suatu peristiwa terhadap sesuatu yang lain yang ingin kita ukur, peneliti harus melakukan analisis terlebih dahulu tentang ada tidaknya hubungan tersebut. Apabila kita langsung saja mengklaim bahwa hubungan tersebut ada maka kemungkinan besar yang terjadi adalah munculnya disinformasi, dapat saja hasil penelitian kita menunjukkan hubungan yang signifikan namun sebenarnya secara teoritis sebenarnya tidak berhubungan. Tentu saja sangat dimungkinkan suatu temuan yang sebelumnya belum pernah dirumuskan secara teoritis, namun dalam hal ini peneliti harus hati-hati karena minimal dapat dipertanggungjawabkan secara

logika dan ingat ini adalah cara yang terakhir apabila memang tidak ada teori yang mendukungnya.

Ketika suatu hubungan telah dirumuskan melalui kerangka teoritis yang benar, maka langkah berikutnya adalah memastikan bahwa dampak yang dihasilkan memang benar disebabkan oleh suatu peristiwa yang kita jadikan acuan atau yang kita anggap sebagai peristiwa (event). Cara meminimalisasi terjadinya *confounding effect* melalui seleksi sampel yang ketat, hanya sampel yang bersih dari peristiwa lain yang dijadikan sampel penelitian; dengan demikian kesimpulan yang kita tarik memang mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

Data yang telah dikumpulkan dapat diolah dengan menggunakan software yang paling sederhana seperti excel maupun software lain seperti TSP, SPSS, e-Views dll.

DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, U. dan Siddarta Utama. 1998. Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta". *Usahawan*, No.3 Th XXVI Maret pp. 42-47.
- Husnan, Suad. 1992. "Efisiensi Pasar Modal Indonesia". *Jurnal Ekonomi Indonesia*, April, hal. 24-34.
- MacKinlay, A.C. 1997. "Event Studies in Economics and Finance". *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, pp.13-39.
- McWilliams, A. and D. Siegel. 1997. "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues". *Academy of Management Journal*, Vol.40 No.3 pp. 626-657.
- Setyawasih, Rianti. 2000. Dampak Informasional Pengumuman Stock Splits: Analisis Shareholderwealth dan Determinan Abnormal return.
- Tsangarakis, Nickolas V. 1996. "Shareholder Wealth Effect of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece". *Financial Management*. Vol.25, No.3, pp.21-32
- Utama, Siddarta. 1992. "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Efek Jakarta Dengan Menggunakan Model Univariate Box-Jenkins". *Usahawan*, No.6 Th XXI, Juni, hal.2-7.