PERBEDAAN INVESTASI FOREIGN EXCHANGE MARKET DI NEGARA ASEAN-5 MELALUI ANALYSIS INDICATION OVERREACTION DAN UNDERREACTION

LUTVI ALAMSYAH., SE.,MM., CRMP

Email lutvitjia5@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengamati kejadian *overreaction*, *underreaction*, serta *calendar anomalies* yang terdapat pada *foreign exchange market* di negara ASEAN-5. Penelitian ini mengacu kepada metode yang dilakukan pada penelitian Parikakis dan Syriopoulos (2008) dalam melihat ada tidaknya anomali yang terjadi pada *foreign exchange market* dengan melakukan uji terhadap *average cumulative abnormal return* dari tiap mata uang yang masuk sebagai objek penelitian dan juga mengamati pola *extreme exchange rate changes* yang terjadi berdasarkan pola harian dan bulan. Pada penelitian ini ditemukan bahwa terdapat indikasi adanya gejala *overreaction* dan *underreaction* namun tidak signifikan statistik. Terdapat juga hasil yang menggambarkan adanya *calendar anomalies* pada kejadian *extreme exchange rate changes* namun hanya beberapa yang dapat dibuktikan signifikan secara statistik. Dari hasil penelitian ini juga disimpulkan bahwa *contrarian strategy* akan terlalu beresiko jika digunakan dalam perdagangan pada *foreign exchange market* di negara ASEAN-5.

Kata Kunci: *Foreign exchange Market, Overreaction, Underreaction, Calendar anomalies Behavioral Finance.*

PENDAHULUAN

Forex exchange market merupakan *financial market* terbesar yang ada karena di dalam pasar tersebut mata uang dari sebuah Negara diperdagangkan dengan mata uang dari Negara lainnya. Dengan adanya *foreign exchange market* ini maka akan mempermudah perdagangan yang dilakukan antar negara, dalam hal ini ekspor dan impor. Adapun menurut Eiteman, Stonehill, dan Moffet (2010:20) *foreign exchange market* memiliki tiga fungsi utama yaitu untuk melakukan transfer *purchasing power*, memberikan kredit dan memeperkecil resiko nilai tukar. Dalam melakukan perdagangan ini digunakan *exchange rate* yang mereflesikan harga dari sebuah mata uang dibandingkan dengan yang lainnya dan harga tersebut mencerminkan informasi yang relevan menyangkut faktor-faktor yang mempengaruhi pertukaran perdagangan dari kedua mata uang tersebut, karena *exchange rate*

mencerminkan informasi (Larson dan Madura, 2001:12). Maka respon terhadap informasi tersebut dapat mempengaruhi pergerakan *exchange rate* tersebut.

Cara investor merespon informasi dijelaskan dalam teori *behavioral finance* yang dikemukakan oleh Shefrin (2001:22) mengenai implikasinya pada praktik *corporate fianance*. Dalam teori ini disebutkan bahwa faktor psikologis dapat mempengaruhi investor untuk mengambil keputusan secara tidak rasional menyebabkan *loss in value* sebesar selisih antara *market price* dengan2 *funndamental values*. Maka dari itu, respon terhadap harga dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya dapat menjadi berlebih atau berkurang sehingga perlu adanya penyesuaian agar tidak bias. Penilaian yang bias tersebut dapat diakibatkan dari kesalahan dalam memulai. *Starting points* yang berbeda–beda juga dalam melakukan estimasi dapat menghasilkan kesimpulan yang berbeda–beda juga, sehingga hasil tersebut menjadi bisa, jika dibandingkan

dengan *initial values*. Respon yang terjadi terhadap informasi tersebut dapat berubah *overreaction* dan *underreaction* yang terlihat dari fluktuasi nilai tukar harian mata uang tersebut (Kahneman dan Tversky, 1974:211). Nilai tukar dapat dihubungkan dengan pasar yang efisien, yaitu pasar yang harga-harga didalamnya mencerminkan

seluruh informasi yang ada sehingga tidak terdapat adanya *abnormal return* (Fama, 1970:12). Namun, hal itu dapat terjadi jika investornya rasional dalam mengambil keputusan. Dengan adanya gejala *overreaction* dan *underreaction* maka dapat disimpulkan tidak seluruh informasi terdapat didalam pasar, begitu juga dengan cara investor merespon informasi tersebut.

Penelitian mengenai gejala *overreaction* dan *underreaction* serta *contrarian strategy* yang selalu dikaitkan dengan gejala tersebut telah dilakukan selama beberapa tahun ini, seperti halnya

DeBondt dan Thaler (1985: 45) yang menyimpulkan bahwa investor memiliki perilaku *overreaction* terhadap informasi di pasar modal dan juga ditemukan *contrarian strategy* yang dapat digunakan

ketika terjadi *overreaction*, yaitu membeli pada portofolio saham kategori *losser*, dan menjual pada kategori *winner*. Penelitian gejala *overreaction* terhadap *foreign exchange market* dilakukan oleh Parikakis dan Syriopoulos (2008).

Pada penelitian tersebut mereka melakukan pengamatan terhadap beberapa *currencies* pada *emerging currencies* dan juga *industrial currencies*. Penelitian Parikakis dan Syriopoulos juga menemukan bahwa *market* yang terdapat pada *emerging currencies country* memiliki perilaku *overreaction*, sedangkan pada *industrial currencies country*, berlaku sebaliknya. Terdapat beberapa bukti bahwa *abnormal return* di

dalam pasar modal berhubungan dengan *calendar anomalies*, seperti *turn of the year effects*, *the day of the week effects*, *the month of the year effect*, *holiday effects*, serta *intraday patterns* seperti Jacobs dan Levy (1988) yang menyimpulkan bahwa eksistensi *abnormal return* memang tidak dapat terbantahkan. Fenomena ini terjadi pada saat tertentu, namun signifikansinya terhadap ekonomi tidak terlalu besar. Faktor psikologi menjadi penyebab utama yang menjelaskan perilaku investor sehingga menimbulkan *calendar anomalies*.

Penelitian mengenai perilaku *behavioral* investor dalam merespon informasi telah banyak dilakukan dan diamati pada beberapa bidang dalam ekonomi finansial. Maka dari itu penelitian ini penting dilakukan untuk melihat apakah fenomena seperti yang telah terjadi pada penelitian

sebelumnya juga terjadi pada penelitian ini.

Gambar 1. 1 Return Nilai Tukar USD/IDR

Gambar 1. 2 Return Nilai Tukar USD/SGD

Gambar. 1. 3 Return nilai Tukar USD/THB

Jika fenomena *overreaction* terjadi pada mata uang di Negara *ASEAN*, maka dapat diasumsikan bahwa pasarnya tidak efisien, dan investor dapat meraih keuntungan berupa *abnormal return* dengan melakukan *contrarian strategy*. Pemilihan objek penelitian negara di *ASEAN* yang berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya adalah karena ingin melihat apakah fenomena *behavior* tersebut berlaku sama dengan *overreaction* yang terjadi

pada mata uang dinegara lain. Berdasarkan gambar 1.1 hingga 1.3 mengenai return nilai tukar dan beberapa mata uang Negara ASEAN, dapat dilihat bahwa trendline dari return nilai tukar tersebut berupa garis lurus, namun terdapat volatilitas yang cukup signifikan pada saat tertentu. Volatilitas yang berupa apresiasi dan depresiasi ini disebabkan oleh respon dari investor serta kebijakan dari pemerintah yang menyebabkan perubahan demand dan supply atas mata uang tersebut sehingga terdapat kemungkinan terjadinya koreksi dari nilai tukar yang bersifat reversal. Jika reversal terjadi maka dapat dilakukan contrarian strategy. Berdasarkan penelitian–penelitian terdahulu yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini dilakukan dengan cara melakukan pengamatan mengenai beberapa mata uang di ASEAN-5, karena dalam beberapa tahun terakhir ini negara – negara di ASEAN dapat

dikategorikan sebagai emerging countries yang muncul ke permukaan. Oleh karena itu penelitian ini diharapkan dapat memberikan paparan mengenai fenomena overreaction yang terjadi pada mata uang di Negara- Negara ASEAN-5 pada tahun 2005 hingga 2010 dan juga melihat apakah contrarian strategy dapat dilakukan serta menguji extreme abnormal return yang terjadi di dalam foreign exchange market juga berhubungan dengan calendar anomalies seperti hanya stock market. Berdasarkan uraian latar belakang diatas maka penelitian ini dilakukan dengan mengambil judul “Perbedaan Investasi Pasar Valuta Asing Foreign Exchange di Negara ASEAN-5 Melalui Analysis Indication Overreaction dan Underreaction”.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah metode penelitian komparatif dimana di dalam penelitian ini dilakukan perbandingan atas rata-rata jumlah abnormal exchange rate change yang telah diklasifikasi dalam kategori winner dan kategori looser dari masing-masing mata uang ASEAN-5 yang dijadikan sampel penelitian.

Pendekatan yang digunakan adalah metode kuantitatif. Menurut Sugiyono metode kuantitatif merupakan metode yang menggunakan sejumlah sampel dan data-data numerikal atau berupa angka (Sugiyono, 2014:7).

Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai tukar dari mata uang beberapa negara yang tergabung dalam ASEAN-5 seperti Indonesia (Rupiah), Singapore (Singapore

dollar), Malaysia (Ringgit), Philipina (Peso), dan Thailand (Banht) terhadap US Dollar. Data yang diambil dari kurs mata uang tersebut berupa daily closing price dari tiap mata uang ASEAN -5 dari tahun 2005 hingga 2010 yang diperoleh dari Blomberg dan Website IMF. Pemilihan objek mata uang di negara-negara ASEAN adalah karena beberapa negara ASEAN merupakan emerging countries dan menurut penelitian-penelitian sebelumnya disimpulkan bahwa gejala overreaction cenderung terjadi pada negara-negara dalam kategori emerging countries.

Batasan dan Asumsi Penelitian

Penelitian ini dibatasi antara lain, s ebagai berikut:

1. Obyek yang digunakan adalah nilai tukar dari mata uang.
2. Variabel yang dipakai dalam penelitian ini adalah analysis indication overreaction, analysis indication underreaction, trade

foreign exchange, indication
extreme abnormal return.

Asumsi Penelitian

1 Daily Exchange Rate
Changes Daily exchange rate
changes merupakan pergerakan
harian dari nilai tukar mata uang
suatu negara terhadap negara
lainnya. Penggunaan harga
penutupan (closing price) pada tiap
nilai tukar adalah untuk
mendapatkan actual return harian
dari masing-masing nilai tukar mata
uang. Nilai extreme daily exchange
rate change yang bernilai $\leq$ atau $\geq$
dari ± 2 standar deviasi daily
exchange rate change.

Mean-adjusted Return

Mean-adjusted return digunakan
sebagai gambaran expected return
dari nilai tukar untuk dibandingkan
dengan daily exchange rate changes
agar dapat mengetahui abnormal
residual harian dari nilai tukar.

Abnormal Return

Abnormal return merupakan selisih
antara daily exchange changes
(actual return) dengan mean-
adjusted return (expected) yang
dihitungkan harian.

Cumulative Abnormal Return

Cumulative abnormal return
merupakan jumlah dari abnormal
return harian untuk setiap tiga hari ($t-1$, $t+1$) yang mengacu kepada
penelitian Penelitian dan
Syriopoulos (2008) selama periode
penelitian.

Average Cumulative Abnormal Return

Nilai average cumulative abnormal
return merupakan nilai rata-rata dari
cumulative abnormal return tiga
harian setelah event day.

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian yang digunakan
dalam penelitian ini adalah daily
exchange rate changes dan average
cumulative abnormal retruns yang

berasal dari data daily closing price dari nilai tukar tiap mata uang ASEAN-5 terhadap USD yang dijadikan sampel penelitian pada periode 2005 hingga 2010, berikut adalah operasional dari data daily closing price yang akan diolah untuk mencari nilai.

Teknik Pengumpulan Data

Keseluruhan data di dalam penelitian ini adalah data sekunder karena dikumpulkan dengan cara mencari historical data mengenai nilai tukar harian dari negara ASEAN-5 yang terdapat pada website IMF dan Bloomberg. Alasan pengambilan keseluruhan data hanya dari satu sumber adalah tidak ada data yang hilang pada tanggal-tanggal tertentu di dalam periode penelitian.

Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel di dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan judgement / purposive sampling. Tujuan mengambil

sampel-sampel nilai tukar tersebut adalah untuk diperbandingkan nilai ACAR-nya pada kategori winner dan loser untuk masing-masing mata uang. Adapun kriteria-kriteria pemilihan yang harus dipenuhi adalah sebagai berikut:

1. Nilai tukar dari mata uang negara ASEAN-5 terhadap USD dari tahun 2005 hingga 2010.

2. Nilai tukar tersebut harus memiliki kelengkapan data yang sama dan tidak ada data yang hilang pada hari tertentu.

3. Setiap data harian tersebut harus diketahui closing price-nya.

Data nilai tukar mata uang ASEAN-5 yang telah memenuhi kriteria di atas kemudian diolah untuk mendapatkan nilai return hariannya dan kemudian dikelompokkan menjadi kategori winner dan loser berdasarkan nilai return tersebut lalu dihitung Mean-adjusted return-nya, abnormal residual, cumulative abnormal return hingga average cumulative abnormal return.

Metode dan Cara Perhitungan

Secara garis besar, penelitian ini menggunakan metode dan cara perhitungan yang sama dengan penelitian sebelumnya dilakukan oleh Parikakis dan Syriopoulos (2008) untuk menguji apakah overreaction terjadi pada mata uang di negara ASEAN-5. Sedangkan untuk menghitung perubahan harian dari nilai tukar serta metode pengelompokan kategori winner dan loser mengikuti cara yang dilakukan oleh Larson dan Madura (2001). Untuk menghitung benchmark expected return-nya yaitu mean-adjusted return dengan metode yang digunakan oleh Kwok dan Brooks (1990) dalam penelitiannya mengenai metode event study pada Foreign Exchange Market. Tahapan dan prosedur penelitian adalah sebagai berikut:

1. Tahapan penyusunan portofolio

a. Menghitung daily exchange rate changes (return) untuk tiap mata uang selama periode penelitian.

b. Menghitung standar deviasi dari seluruh daily exchange rate changes (return) untuk tiap mata uang.

c. Mengelompokkan return tersebut ke dalam kategori winner dan loser berdasarkan nilai ± 2 standar deviasi dari tiap return mata uang.

d. Menghitung Mean-adjusted return harian dari tiap return mata uang tersebut.

e. Menghitung abnormal residual harian untuk tiap mata uang.

f. Mengelompokkan return pada kategori winner dan loser ke dalam kelompok bulan dan hari.

2. Tahap Pengujian Portofolio

a. Menghitung Cumulative abnormal return tiga harian untuk $t-1$, t dan $t+1$.

b. Menghitung Average Cumulative Abnormal Return untuk tiga hari setelah event day (t) untuk tiap mata uang.

c. Menghitung t-statistik untuk uji signifikansi hipotesis untuk kategori winner dan loser.

d. Menghitung t-statistik dan uji signifikansi pada uji beda rata-rata untuk kategori winner dan looser yang dikelompokkan secara harian dan bulanan.

Gambaran Umum Objek Penelitian

Menurut Ariyasajjornet.al.(2009) ASEAN memiliki potensi untuk berintegrasi dengan perekonomian di regional lain karena memiliki performa perekonomian yang baik pasca krisis 1997. Berbagai macam kerjasama intra-regional dilakukan oleh ASEAN dalam bidang perdagangan, investasi dan aktivitas ekonomi lainnya. Namun, yang menjadi focus dalam kerjasama tersebut adalah Free Trade Agreement untuk regional ASEAN di sebut ASEAN Free Trade Area (AFTA). Negara-negara mata uangnya diambil sebagai objek penelitian dalam penelitian ini adalah negara yang tergabung dalam ASEAN-5 countries. ASEAN-5 terdiri dari negara-negara yang pertama kali mendirikan ASEAN yaitu Indonesia, Singapore, Thailand, Filipina, dan Malaysia.

Tabel 5.1 Rezim Nilai Tukar ASEAN 5 Countries

Negara Rezim Nilai Tukar

Indonesia Managed floating

Singapore Managed floating

Thailand Managed floating

Filiphina Independently floating

Malaysia Managed floating

Sumber:

<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>

Negara-negara yang tergabung dalam ASEAN-5 memiliki rezim nilai tukar yang berbeda-beda. Berdasarkan data terakhir tahun 2008 mengenai rezim nilai tukar dari IMF untuk seluruh negara anggotanya secara de facto, negara yang tergabung dalam ASEAN 5 memiliki rezim nilai tukar seperti yang tertulis pada tabel 5.1.

Hampir seluruh ASEAN-5 countries menganut sistem nilai tukar mengambang terkendali (managed floating) yaitu Indonesia, Singapore, Thailand, dan juga Malaysia. Sedangkan Filipina

menganut sistem nilai tukar dibandingkan negara lainnya dengan nilai independently floating sehingga 0.005973, sedangkan yang paling kecil pergerakan nilai tukarnya murni adalah negara Thailand dengan nilai dipengaruhi oleh pasar tanpa 0.003411. Nilai $\pm 2STDEV$ dibutuhkan campuran tangan pemerintah. untuk membentuk kategori winner dan Penelitian ini menggunakan nilai looser dari exchange rate changes. Jika nilai tukar $\geq$ atau $\leq \pm 2STDEV$, maka akan dimasukkan Keseluruhan data nilai tukar tersebut sebagai sampel penelitian.

diperoleh melalui Bloomberg. Setelah data nilai tukar diperoleh maka langkah selanjutnya adalah menghitung exchange rate changes dari nilai tukar tersebut. Berikut pada tabel 5.2 dapat dilihat ringkasan statistik untuk perubahan nilai tukar mata uang ASEAN-5 selama tahun 2005 hingga 2010.

Rata-rata exchange rate changes yang paling besar terdapat pada mata uang Thailand dan Filipina (Bath dan Peso) dengan nilai 0.000171 sedangkan rata-rata terendah adalah Indonesia (Rupiah) dengan nilai 0.000027. Nilai exchange rate changes tertinggi terdapat pada mata uang Thailand sebesar 0.032249. Namun, nilai terendah juga terdapat pada mata uang Thailand senilai 0.037420. Mata uang Indonesia memiliki standar deviasi tertinggi

Pada tabel 5.3 terdapat data extreme changes(extreme return) yang terjadi pada tahun 2005 hingga 2010. Angka tersebut diperoleh dengan melakukan sortingatas nilai exchange rate changes yang dihitung sebelumnya dan mengambil sampel dengan ketentuan yang telah disebutkan. Dari tabel 5.3 dapat dilihat bahwa jumlah extreme event yang terjadi paling banyak terdapat mata uang negara Malaysia sebanyak 98 event, sedangkan paling sedikit terdapat mata uang negara Singapore dengan jumlah 68 event.

Untuk extreme event yang termasuk dalam kategori winner dan looser paling banyak terdapat pada

mata uang Malaysia. Sedangkan kategori winner yang paling sedikit terdapat mata uang negara Filipina dan untuk kategori looser pada mata uang negara Thailand.

Tabel 5.3 Jumlah Extreme Event tiap Negara ASEAN 5

Negara	Winner	Looser	Jumlah
Extreme Event			
Indonesia	37	36	73
Singapore	35	33	68
Thailand	36	32	68
Filiphina	34	44	78
Malaysia	52	46	98

Pengujian Overreaction dan Underreaction

Untuk menguji 1 dan 2 digunakanlah uji one-sample t-test. Hasil dari uji ini akan digunakan sebagai dasar untuk menguji apakah overreaction (hipotesis1) atau underreaction(hipotesis2) yang terjadi pada foreign exchange market ASEAN-5. Jika yang terjadi adalah overreaction, maka contrarian strategy dapat dilakukan pada market tersebut dan diasumsikan pasar tidak

efisien. Perhitungan dilakukan berdasarkan langkah-langkah yang telah dibahas pada bab sebelumnya yaitu mencari perubahan harian nilai tukar, mencari mean-adjusted return dari nilai tukar tersebut, menghitung abnormal

return, menghitung cumulative abnormal return, serta menghitung average cumulative abnormal erturn(ACAR) untuk 3 hari setelah event days dan ACAR ini yang nantinya akan diuji dengan one-sample t-test. Berikut akan dibahas untuk tiap-tiap negara yang masuk dalam sampel penelitian yang akan dibahas mengenai fenomena yang terjadi untuk masing-masing, apakah overreaction atau underreaction yang terjadi dengan menggunakan perhitungan 3.7.

Tabel 5.4 Uji Signifikansi ACAR Mata Uang Rupiah ACAR Currencies Day winner looser

IDR	T-stat	P-value	T-stat	P-value
-----	--------	---------	--------	---------

1	1.0502	0.8497	0.1054	0.4583
---	--------	--------	--------	--------

2	0.8696	0.8049	0.3974	0.3467	valuemenunjukkan nilai lebih besar dari 0.05
3	0.4137	0.6592	0.0417	0.4835	sehingga tidak signifikan.Dari hal ini juga
4	0.5598	0.7105	0.2032	0.4201	dapat disimpulkan untuk mata uang uang

Sumber : Lampiran 8

rupiah memiliki market yang efisien, karena

Dari data yang disajikan pada tabel 5.4 dapat statistik tidak terbukti terjadi dilihat bahwa untuk kategori event winner maupun underreaction.

pada mata uang rupiah terdapat indikasi Berdasarkan data yang disajikan adanya underreaction namun secara statistik pada table 5.5 mengenai ACAR tidak signifikan karena seluruh nilai P-value pada mata uang Singapore Dollar lebih besar dari nilai $\alpha=0.05$. Hal ini dapat dilihat, baik untuk kategori dilihat t-stat ACAR yang seluruhnya bernilai event winner dan loser, bahwa positif untuk hari pertama setelah event secara statistik tidak dapat memiliki nilai t-stat 1.0505 dan menurundi buktikan adanya overreaction dan hingga hari ketiga sebesar 0.4137.

underreaction pada mata uang ini

Sedangkan untuk kategori event loser terdapat indikasi adanya overreaction namun secara statistik tidak signifikan karena P-value lebih besar dari α . Indikasi ini dapat dilihat dengan adanya reversal nilai t-stat ACAR yang positif setelah sebelumnya pada event day mengalami Negative exchange rate changes.

nilai P-value lebih besar dari 0.05.

Namun, seperti halnya mata uang rupiah, untuk kategori winner terdapat indikasi adanya underreaction dan pada kategori loser ada indikasi terjadi overreaction. Indikasi underreaction dapat dilihat pada tanda nilai t-stat

Walaupun ada indikasi terjadi overreaction pada kategori event loser untuk mata uang ini, contrarian strategy tidak dapat digunakan untuk mata uang Rupiah. Hal ini disebabkan karena nilai P-

ACAR yang untuk hari pertama hingga keempat yang seluruhnya bernilai positif setelah pada event day mengalami extreme exchange rate yang positif. Sedangkan untuk

kategori looser adanya indikasi overreaction dapat dilihat dari nilai t-stat ACAR yang bernilai positif hingga hari ketiga. Seperti halnya Rupiah, contrarian strategy juga tidak bisa digunakan pada mata uang Singapore Dollar.

TABEL 5.5 Uji Signifikansi ACAR Mata Uang Singapore Dollar
ACAR Currencies Day
WINNER LOOSER

	T-stast	P-value	T-stast	P value
SGD				
1	0.4644	0.6773	0.8859	0.1911
2	1.1034	0.8612	0.5663	0.2876
3	1.0255	0.8438	0.2129	0.4164
4	0.8040	0.7865	-0.0630	0.5252

Sumber : Lampiran 9

Pada tabel 4.6 data yang disajikan adalah data ACAR untuk mata uang Baht. Berdasarkan tabel tersebut dapat dilihat bahwa untuk kategori winner terdapat indikasi adanya overreaction. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-stat ACAR yang memiliki nilai negatif setelah sebelumnya memiliki nilai extreme exchange rate changes yang positif pada event day.

Namun, gejala overreaction pada hari pertama hingga ketiga tidak dapat dibuktikan secara statistik signifikan karena nilai P-value lebih besar dari 0.05. Pada keempat terbukti bahwa reversal yang memiliki nilai -2.0069 signifikan karena memiliki nilai P-value 0.0263 yang lebih kecil dari 0.05. Hal ini menggambarkan bahwa reversalakan terjadi pada hari keempat setelah terjadinya event day pada kategori winner.

Sedangkan untuk kategori looser ditemukan adanya indikasi underreaction dari keseluruhan nilai t-stat ACAR yang bernilai, namun secara statistik tidak dapat dibuktikan signifikan karena memiliki nilai P-value yang lebih besar dari 0.05. Sedangkan contrarian strategy dapat digunakan pada kategori winner.

Tabel 5.6 Uji Signifikansi ACAR Mata Uang Baht
ACAR CURRIENCIES DAY
WINNER LOOSER THB

T-stast	P-value	T-stast	P-value
---------	---------	---------	---------

1	-0.5618	0.2889	-2	overreaction pada kedua kategori winner	
0188	0.9739			dan loser namun secara statistik tidak	
2	-0.6142	0.2715	-	dapat signifikan karena P-value lebih besar	
2.5642	0.9923			dari 0.05.Indikasi tersebut terlihat dari nilai	
3	-0.8030	0.2137	-	negative t-stat ACAR kategori winner	
2.0132	0.9736			setidaknya pada hari pertama setelah event	
4	-2.0069	0.0263	-	day.	
0.2135	0.5838			Walaupun terjadi perubahan t-stat menjadi	
Sumber : Lampiran 10				positif, namun pada hari berikutnya terdapat	
Tabel 5.7 Uji Signifikansi ACAR				kecenderungan menuju reversal karena	
Mata Uang Peso				memiliki nilai t-stat ACAR yang negatif.	
ACAR CURRIENCIES DAY				Pada kategori loser, dapat dilihat bahwa	
WINNER LOSER				seluruh nilai t-stat ACAR memiliki nilai	
PHP	T-stast	P-value	T-stast	changes pada event day.	
P-value				Hal ini mengindikasikan adanya	
1	-0.0203	0.4920	0.2208	overreaction, namun tidak dapat	
0.4131				dibuktikan secara statistik	
2	0.1045	0.5413	0.0183	0.4927	signifikan.Karena overreaction pada
3	-0.1367	0.4460	0.3740		mata uang ini tidak terbukti secara
0.3551					signifikan, maka contrarian strategy
4	-0.7629	0.2255	0.3449		tidak dapat digunakan untuk
0.3659					melakukan perdagangan mata uang
Sumber : Lampiran 11					ini.Uji signifikan untuk ACAR pada
Tabel 5.7 memuat data mengenai ACAR					mata uang Ringgit dipaparkan pada
dari mata uang Peso Filipina Dari tabel					tabel 5.8.
tersebut terdapat indikasi adanya					

Pada tabel tersebut dapat dilihat	3	0.6161	0.7283	-0.4619	0.6768
bahwa kedua kategori winner dan	4	0.2379	0.5935	-0.3450	0.6341
looser terdapat adanya indikasi	Sumber : Lampiran 12				
underreaction namun secara statistik	Dari keseluruhan paparan diatas				
tidak dapat dibuktikan karena nilai P-	dapat kesimpulan bahwa overreaction				
value lebih besar dari 0.05.Pada hari	dan underreaction tidak terjadi pada				
pertama setelah event day, terjadi	foreign exchange market untuk mata				
reversal namun setelah itu kembali ke	uang negara ASEAN-5 pada tahun				
momentum mengikuti extreme	2005 hingga 2010.Walaupun terdapat				
exchange rate changes pada event	indikasi-indikasi adanya overreaction				
day. Untuk kategori looser, walapun	dan underreaction pada foreign				
terdapat indikasi underreaction	exchange market untuk negara yang				
karena nilai t-stat ACAR negative	tergolong dalam ASEN-5, namun				
yang mengikuti momentum extreme	secara statistik tidak dapat dibuktikan				
exchange rate changes, tidak terbukti	signifikan kecuali untuk mata uang				
signifikan. Karena tidak ada indikasi	Thailand Baht kategori winner pada				
akan terjadinya overreaction maka	hari keempat setelah event day.				
untuk mata uang Ringgit maka	Karena tidak terbukti secara				
contrarian strategy tidak dapat	signifikan terjadi overreaction, maka				
digunakan.	akan sangat beresiko bagi investor				

Tabel 5.8 Uji Signifikansi ACAR Mata Uang Ringgit ACAR CURRIENCIES DAY WINNER LOOSER MYR T-stast P-value T-stast P-value

1	-0.0449	0.4822	-	0.27200.6066
2	0.6920	0.7539	-0.4769	0.6821

Dari keseluruhan paparan diatas dapat kesimpulan bahwa overreaction dan underreaction tidak terjadi pada foreign exchange market untuk mata uang negara ASEAN-5 pada tahun 2005 hingga 2010.Walaupun terdapat indikasi-indikasi adanya overreaction dan underreaction pada foreign exchange market untuk negara yang tergolong dalam ASEN-5, namun secara statistik tidak dapat dibuktikan signifikan kecuali untuk mata uang Thailand Baht kategori winner pada hari keempat setelah event day.

Karena tidak terbukti secara signifikan terjadi overreaction, maka akan sangat beresiko bagi investor untuk menerapkan contrarian strategy. Pada negara yang tergolong developed countries seperti Singapore, terlihat adanya gejala underreaction pada kategori winner. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Parikakis dan Syriopoulos (2008)

serta Larson dan Madura (2001) yang menyebutkan bahwa Underreaction cenderung terjadi pada developed countries.

Namun, pada mata uang Singapore Dollar kategori looser terjadi overreaction untuk 3 hari setelah event day. Hal ini dapat dikaitkan dengan rezim nilai tukar yang dianut oleh Singapore yaitu managed float yang memungkinkan adanya intervensi pemerintah sehingga ada kemungkinan reversal yang terjadi adalah berkat campur tangan dari bank sentral untuk mengembalikan nilai tukar menjadi wajar. Sedangkan untuk negara-negara lain yang tergolong emerging countries ditemukan gejala yang berbeda seperti Indonesia yang memiliki indikasi pada underreaction kategori winner dan overreaction pada kategori looser.

Menurut penelitian Parikakis dan Stryiopoulos serta Larson dan Madura, emerging countries cenderung memiliki gejala overreaction pada kedua jenis

kategori tersebut. Karena hampir seluruh mata uang negara di ASEAN-5 menganut sistem managed float, kecuali Filipina yang menganut independent float, maka ada kemungkinan bahwa reversal ataupun momentum yang terjadi adalah karena campur tangan pemerintah bukan murni karena reaksi pasar atas informasi baru.

Menurut Coudert dan Dubert (2005) negara yang menganut sistem floating exchange rate regime, baik independent float maupun managed float, faktanya melakukan intervensi secara regular di dalam foreign exchange market. Hal tersebut terhubung dengan perilaku fear of floating yang berasal dari ketidakmampuan floating exchange rate di negara emerging untuk menstabilkan economic shock yang terjadi. Menurut Cavoli (2009) mata uang di negara-negara Asia cenderung memiliki gejala fear of floating terutama pasca krisis keuangan 1997.

Fear of floating berhubungan dengan akibat yang ditimbulkan dari

volatilitas nilai tukar terhadap pola perdagangan negara tersebut dan juga ketakutan akan excess volatility yang akan menyebabkan negara lain tidak tertarik untuk melakukan kerjasama perdagangan. Fear of floating juga dapat dikaitkan dengan balance sheet effects yang disebabkan karena currency mismatch.

Currency mismatch terjadi pada emerging countries karena borrowers tidak dapat dalam bentuk domestic currency, sehingga harus

meminjam dengan mata uang asing.

Hal ini akan menyebabkan akumulasi dari foreign currency debt liabilities. Nilai dari hutang dalam bentuk foreign currency tersebut pasti akan berubah seiring dengan volatilitas nilai tukar dan hal buruknya adalah ketika terjadi depresiasi maka nilai hutang tersebut akan meningkat. Gejala fear of floating dapat dilihat pada kategori looser yang memiliki indikasi underreaction untuk mata uang Baht Thailand (Tabel 5.6).

Pada tabel tersebut kategori looser cenderung memiliki arah momentum dan bukan reversal. Hal ini terjadi setelah adanya extreme event negatif yang diikuti dengan pergerakan ke arah yang sama untuk ACAR-nya. Sedangkan underreaction yang terjadi pada kategori winner untuk mata uang Rupiah, Singapore Dollar, dan Ringgit terdapat gejala fear of floating in reverse yang dapat dilihat dari pergerakan momentum ACAR-nya ke arah yang sama setelah sebelumnya terjadi extreme event positif.

Menurut Pontines dan Rajan (2011) fear of floating in reverse atau fear of appreciation terdapat pada market di Asia dalam kurun waktu dekade terakhir (tahun 2000 hingga sekarang). Dalam penelitiannya, Pontines dan Rajan menemukan adanya intervensi dari bank sentral di negara-negara Asia. Pontines dan Rajan juga menemukan bahwa bank sentral di Asia cenderung bereaksi lebih kuat terhadap exchange rate appreciations daripada depreciations.

Lebih lanjut dalam penelitian mereka disebutkan bahwa mata uang di negara Asia dikontrol secara ketat dan dengan dijadikan undervalued secara efektif untuk mempertahankan export-led growth. Hal ini memberikan kontribusi berupa akumulasi reserve yang besar. Dari paparan diatas dapat disimpulkan bahwa foreign exchange market pada ASEAN-5 countries efisien namun dalam bentuk lemah.

Hal ini disebabkan karena tidak terjadinya overreaction ataupun underreaction walaupun terdapat indikasi akan hal tersebut. Informasi yang direspons berlebihan oleh pasar pada event day kemungkinan akan diintervensi dan dilakukan adjustment oleh bank sentral untuk menjaga agar nilai tukar tetap stabil.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada bab 5, dapat disimpulkan beberapa hal berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 (overreaction), ditemukan

bukti bahwa terdapat indikasi adanya overreaction pada mata uang negara ASEAN-5 dari tahun 2005 hingga 2010. Namun secara statistik tidak dapat dibuktikan signifikansi kecuali untuk mata uang Baht kategori winner pada hari keempat setelah event day. Maka dari itu disimpulkan bahwa secara umum tidak terjadi overreaction pada objek penelitian.

2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 (underreaction),

ditemukan bukti bahwa terdapat indikasi adanya underreaction pada mata uang negara ASEAN-5 dari tahun 2005 hingga 2010. Namun secara statistik tidak dapat dibuktikan signifikan. Maka dari itu disimpulkan bahwa secara umum tidak terjadi underreaction pada objek penelitian.

3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 (calendar anomalies), secara umum extreme exchange rate exchanges pada mata uang ASEAN-5 tahun 2005 hingga 2010 tidak

menunjukkan adanya pola calendar anomalies secara signifikan karena hanya terjadi jika dibandingkan hari dan bulan tertentu saja serta tidak secara keseluruhan.

4. Prinsip Dasar pada Strategi Investasi Trade Foreign Exchange dengan rencanakan kapan Anda masuk pasar, kapan Anda stop atas kerugian, serta berapa batas maksimum keuntungan yang diharapkan.

Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini memiliki beberapa kelemahan, antara lain:

1. Terdapat berbagai cara dari beberapa penelitian terdahulu untuk menghitung Mean-adjusted return. Perhitungan mean-adjusted return yang terdapat pada penelitian ini dihitung mengikuti cara yang dilakukan oleh Kwok dan Brooks (1990). Ada kemungkinan jika mean-adjusted return tersebut dihitung melalui cara lain maka akan mendapat nilai yang berbeda.

2. Kemungkinan bahwa tidak terjadinya overreaction dan

underreaction diambil dari tidak signifikannya pengujian yang dilakukan. Namun terdapat indikasi adanya kedua gejala tersebut. Penelitian menggunakan proses-proses yang dilakukan pada penelitian Parikakis dan Syriopoulos (2008). Ada kemungkinan jika dilakukan dengan metode penelitian yang diterapkan pada penelitian mengenai overreaction lainnya akan menghasilkan signifikansi yang berbeda.

3. Indikasi adanya overreaction dan underreaction dapat juga dipengaruhi oleh faktor lain seperti rezim nilai tukar dan juga fear of float behavior dari nilai tukar objek penelitian. Pada penelitian ini tidak dilakukan pengamatan secara menyeluruh terhadap dua faktor tersebut.

6.3 Saran

Beberapa saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian ini adalah:

1. Bagi investor atau calon investor sebaiknya tidak melakukan contrarian strategy pada foreign exchange market di negara ASEAN-5, karena strategi tersebut akan

terlalu beresiko jika dilakukan mengingat secara umum overreaction tidak terjadi.

2. Bagi investor atau calon investor diharapkan mempelajari terlebih dahulu mengenai karakteristik dari mata uang yang akan diperdagangkan. Investor harus mengamati dari sisi rezim, pentingnya mata uang tersebut dalam perdagangan internasional, volatilitas dari nilai tukarnya, dan informasi yang terdapat pada pasar mengenai hal-hal yang berhubungan dengan mata uang dan jual makroekonomi negara tersebut.

3. Bagi para akademisi yang akan melakukan penelitian berikutnya, disarankan agar memisahkan objek penelitian berdasarkan rezim nilai tukarnya sehingga dapat mengetahui pola overreaction dan underreaction pada berbagai jenis rezim nilai tukar. Selain itu sebaiknya penelitian overreaction dilakukan dengan mengamati hubungannya pada krisis

ekonomi yang terjadi dengan membandingkan data sebelum krisis, saat krisis, dan sesudah krisis.

Adanya gejala fear of floating juga harus diperhatikan oleh para penelitian selanjutnya yang akan melakukan penelitian mengenai overreaction dan underreaction pada mata uang dengan sistem nilai uang tukar floating.

4. Bagi Para Investor hendaknya mempelajari Teknik serta fundamental dalam Investasi Trade Foreign exchange secara berkesinambungan. Karena dalam Prinsip Investasi semakin tinggi keuntungan yang di dapatkan semakin besar resiko yang kita dapatkan begitu sebaliknya semakin kecil keuntungan yang kita dapatkan semakin rendah resiko yang kita dapatkan.

DAFTAR PUSTAKA

Ariyasajakorn, Danupon, et al. 2009. ASEAN FTA, distribution of

income, and globalisasi. Journal of Asian Econom, 20, 327-335.

Berument, Hakan, M. NejatCoskum, dan AfsinSahin. 2007. Day of the week effect on foreign exchange market volatility:Evidence from Turkey. Research in International Business and Finance 21, 87-97.

Brav, Alon dan .B. Heaton. 2002. Competing theories of financial anomalies The Review of Financial Studies Vol. 15, 575-606.

Brown, Stephen J. dan Jerold B. Warner. 1980. Mearning security price performance. Journal of Finance Economics, 8, 205-258.

Cavoli, Toni. 2009. Is fear floaring justified? The Asia experience.Journal of Policy Modelling, 31, 1-16.

Chen Ye, Xin Su, dan Keith W. Hipel. 2009. An index aggregation approach to comparing the overall performance of emerging and developed countries. Socio-Economi Planning Sciences, 43, 25-39.

Chiang Shu-Mei, et al. Efficiency test of foreign exchange markets for four Asian countries. Research in International Business and Finance, 24, 284-294.

Cooper, Donald R. dan C. Wiliam Emory. 1996. Metode Penelitian Bisnis (Ellen Gunawan dan Imam Nurawan, Penerjemah). Jakarta: Erlangga.