

2. LANDASAN TEORI

2.1 *Economic Exposure*

2.1.1 Definisi *Economic Exposure*

Menurut Kamus Lengkap Ekonomi (2000:463), *economic exposure* adalah pengaruh fluktuasi nilai tukar (kurs) terhadap ekonomi makro jangka panjang, atau derajat yang menunjukkan bahwa nilai sekarang dari aliran kas masa mendatang dalam suatu perusahaan bisa dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar.

2.1.2 Efek yang Ditimbulkan *Economic Exposure*

Economic exposure itu sendiri dapat dibedakan menjadi dua komponen: *transaction exposure* dan *operating exposure*. *Transaction exposure* merupakan cabang dari perolehan keuntungan dan kerugian dari selisih nilai tukar dalam kontrak kewajiban berdenominasi valuta asing. Sedangkan *operating exposure* timbul karena fluktuasi pada nilai tukar dapat mengubah penerimaan maupun biaya akan datang suatu perusahaan, yaitu pada arus kas operasionalnya.

2.2 *Exchange Rate*

2.2.1 Definisi *Exchange Rate*

Menurut Kamus Lengkap Ekonomi (2000:503-504), *exchange rate* / kurs/ nilai tukar adalah harga, dimana mata uang suatu negara dapat dikonversikan menjadi mata uang negara lain. Harga ini sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor dan umumnya berubah setiap saat. Namun ada pula nilai tukar yang ditetapkan dengan suatu perjanjian.

2.2.2 Model *Exchange Rate*

Tipe *rate* yang dimaksud di sini adalah *indirect exchange rate*, dimana *rate* itu merefleksikan jumlah suatu mata uang lokal terhadap satu unit US\$. *Indirect exchange rate* dapat diterjemahkan dalam persamaan berikut:

$$VCA/US\$ = \frac{VCA}{US\$} \quad (2.1)$$

Keterangan:

VCA/US\$: *Value of 1 units of currency A in units of currency B* atau nilai 1 unit mata uang A dalam unit mata uang B

VCA : *Value of currency A* atau nilai mata uang lokal A

2.2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Exchange Rate*

Menurut Salvatore Dominick dalam *Ekonomi Internasional* (1997), Berdasarkan sistem *exchange rate* yang dipilih oleh suatu negara, ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi tingkat *exchange rate*. Macam-macam sistem *exchange rate* antara lain:

2.2.3.1 *Floating Exchange Rate*

Pada *floating exchange rate*, tingkat *exchange rate* ditentukan oleh kekuatan *demand* dan *supply* dari mata uang asing. Ada 2 tipe *floating exchange rate*:

2.2.3.1.1 *Managed Floating Rate*

Fluktuasi *exchange rate* dalam "*intervention band*" dengan batas bawah dan atas intervensi. Jika tingkat *exchange rate* berada di luar *intervention hand*, maka bank sentral akan melakukan intervensi. Jika *exchange rate* terlalu kuat, maka bank sentral akan menjual mata uang domestik dan membeli mata uang asing. Jika terlalu lemah, bank sentral akan menjual mata uang asing dan membeli mata uang domestik.

2.2.3.1.2 *Free-Floating Exchange Rate*

Exchange rate ditentukan sepenuhnya oleh faktor pasar yang dipengaruhi oleh *demand* dan *supply* untuk mata uang asing.

Faktor yang mempengaruhi *exchange rate* pada sistem *floating*:

1. Pertumbuhan GDP relatif antara dua negara
2. Tingkat inflasi relatif antara dua negara
3. Tingkat suku bunga relatif antara dua negara
4. Intervensi bank sentral/ pemerintah
5. Ekspektasi pembeli dan penjual
6. Resiko, tenriasuk di dalamnya faktor politik
7. Tingkat hutang luar negeri

2.2.3.2 *Fixed Exchange Rate*

Pada sistem *fixed exchange rate*, *exchange rate* ditentukan oleh pemerintah, biasanya disetarakan dengan mata uang utama seperti US-dollar, Japanese-Yen, dan Euro yang diumumkan oleh pemerintah. Tingkatnya ditentukan dengan beberapa cara:

1. Berdasarkan keputusan executive atau hukum
2. *Currency board system*
3. *A djustlahle peg system*
4. *Crawling peg system*

2.3 *Value of the Firm*

2.3.1 Definisi *Book Value of the Firm*

Menurut White, Sondhi, dan Fried pada (1997), Dari sudut *asset*, *value of the firm* adalah nilai perusahaan berdasarkan *assei I* aktiva bersih yang dimiliki oleh perusahaan itu.

Dari sudut *cash flow*, *value of the firm* adalah nilai saat ini atau *present value* dari *cash flow* yang akan diperoleh perusahaan di masa yang akan datang.

2.3.2 Model *book value of the firm*

Valuation adalah pengukuran nilai dari suatu perusahaan. Ada 3 jenis *valuation model* :

2.3.2.1 *Asset-based*

Asset-based valuation adalah pengukuran nilai perusahaan yang didasarkan pada nilai pasar saat ini dari *asset* / aktiva perusahaan.

$$Value = Assets - Liabilities \quad (2.2)$$

Keterangan :

- Value* = Nilai perusahaan
- Assets* = Harta perusahaan terdiri dari harta tetap dan harta lancar
- Liabilities* = Hutang jangka pendek maupun jangka panjang yang dimiliki suatu perusahaan

2.3.2.2 *Discounted Cash Flow (DCF)*

Discounted Cash Flow adalah pengukuran nilai perusahaan berdasarkan nilai sekarang dari aliran kas di masa yang akan datang

$$Value_t = \sum_i \frac{CF_{t+i}}{(1+r)^i} \quad (2.3)$$

Keterangan :

- Value_t* = Nilai perusahaan pada periode t
- CF_{t+i}* = *Cash Flow* atau arus kas perusahaan itu i tahun mendatang
- r = Tingkat *required rate of return* perusahaan itu

Untuk mengukur *cash flow* ada tiga alternatif: *dividen*, *accounting earnings*, dan *free cash flow*

2.3.2.3 *Abnormal Earnings* atau *Edward-Bell-Ohlson* (EBO)

Adalah kombinasi dari nilai *asset* yang mewakili pendapatan normal yang dihasilkan oleh *asset* ini dan nilai sekarang dari pendapatan abnormal yang dihasilkan oleh *asset* ini.

$$P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{E_j - rB_{j-1}}{(1+r)^j} \quad (2.4)$$

Keterangan:

- P_0 = Nilai perusahaan pada periode 0
 B_0 = Nilai buku *asset* pada periode 0
 E_j = *Abnormal earnings* pada periode j
 r = Tingkat *required rate of return* perusahaan itu

2.3.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Book Value of Firm*

Berdasarkan *model valuation* di atas, maka dapat disimpulkan tinggi atau rendah nilai perusahaan ditentukan oleh :

1. Aset yang dimiliki perusahaan itu
2. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *net cashflow*
3. Tinggi atau rendah *required rate of return* perusahaan itu
4. Ekspektasi penilai (investor) dalam memprediksi kinerja keuangan perusahaan itu di masa mendatang

2.3.4 Definisi *Market Value of the Firm*

Menurut Kamus Lengkap Ekonomi (2000:825), *market value of the firm* adalah nilai pasar dari ekuiti suatu perusahaan ditambah nilai pasar utang / kewajiban-kewajibannya.

2.3.5 Model *market value of the firm*

Nilai Pasar adalah kumulatif jumlah saham hari ini dikali harga pasar hari ini (kapitalisasi pasar), atau ditulis dengan formula:

$$market_value_{i,t} = c_{i,t} \cdot n_{i,t} \quad (2.5)$$

Keterangan:

c = *Closing price* (harga yang terjadi) untuk emiten ke-i.

n = (jumlah saham yang tercatat) untuk emiten ke-i

2.3.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Market Value of the Firm*

Berdasarkan model di atas terdapat dua faktor yang mempengaruhi *market value of the firm* yaitu harga saham dan jumlah saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Diasumsikan jumlah saham yang tercatat di Bursa efek Jakarta tidak mengalami perubahan maka besarnya *market value of the firm* hanya dipengaruhi tinggi rendahnya *closing price* untuk masing-masing emiten.

Pada umumnya, tinggi rendahnya harga saham ditentukan oleh faktor fundamental baik makro (inflasi, nilai tukar) maupun mikro (perubahan aset, naik turunnya laba). Ada satu faktor lain yang juga mampu menggerakkan harga saham yaitu faktor teknis.

Menurut www.e-samuel.com, beberapa faktor teknis yang menggerakkan harga saham adalah :

1. Adanya *demand* dan *supply*.

Harga saham akan cenderung naik apabila terdapat lebih banyak pembeli dari padapenjual, dan sebaliknya.

2. Antisipasi investor.

Antisipasi hasil kinerja suatu emiten, baik itu per-tahun, per-semester, maupun per-triwulan akan mendorong investor untuk memburu saham emiten tersebut atau bahkan melepasnya.

3. *Corporate action.*

Merupakan langkah-langkah strategis yang diambil oleh perusahaan, seperti pengumuman/pembayaran deviden atau bonus, *right issue*, *warrant*, *stock split*, hasil RUPS dll.

4. Berita di koran atau rekomendasi saham.

Harga saham sering bergerak atas dasar berita di koran atau rekomendasi saham yang ditulis oleh wartawan atau analis saham.

5. Intervensi pemerintah.

Walaupun jarang terjadi, namun pemerintah terkadang melakukan intervensi secara diam-diam melalui lembaga tertentu untuk membeli/menjual saham sebagai upaya untuk mengembalikan kepercayaan pasar.

6. Koreksi teknis.

Pergerakan saham jarang yang terus menerus bergerak naik atau selalu turun. Sesudah periode kenaikan atau penurunan yang cukup lama, biasanya akan dijumpai koreksi teknis.

7. Sentimen pasar.

Berita atau *issue* dari bidang politik, ekonomi, dll akan mampu mempengaruhi aktivitas ekonomi, termasuk harga-harga saham di bursa. Salah satu pengaruh kuat dan konsisten pada pasar modal Indonesia adalah kinerja harga saham di bursa-bursa luar negeri, yang sering terefleksi pada harga saham di Indonesia.

2.4 Return

2.4.1 Definisi *Return*

Menurut Kamus Lengkap Ekonomi (2000:1132), *return* adalah pengembalian hasil atau laba atas surat berharga atau investasi modal, biasanya dinyatakan dalam suatu tingkat persentase. Dimana pengukurannya pada penelitian ini akan mengikuti perumusan sebagai berikut:

2.4.2 Model *Return* Saham

Menurut Sharpe pada *Investments* (1999), perhitungan *return* saham dengan mempertimbangkan selisih harga saham dan deviden yang dibagi oleh suatu perusahaan adalah mengikuti model sebagai berikut:

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} + D_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2.6)$$

Keterangan :

- $P_{i,t}$ = Harga saham i pada waktu t
 $D_{i,t}$ = Deviden saham i pada waktu t
 $P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada waktu t-1

2.4.3 Model *Return* Nilai Tukar Rp/US\$

Sedangkan perhitungan *return* nilai tukar Rp/US\$ dengan mempertimbangkan selisih nilai tukar Rp/US\$ suatu periode dengan periode sebelumnya.

$$r_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (2.7)$$

Keterangan :

- P_t = nilai tukar Rp/US\$ pada waktu t
 P_{t-1} = nilai tukar Rp/US\$ pada waktu t-1

2.4.4 Model *Market Return*

Sedangkan perhitungan *market return* nilai tukar Rp/US\$ dengan mempertimbangkan selisih index harga saham suatu periode dengan periode sebelumnya.

$$r_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

(2.8)

Keterangan :

P_t = index harga saham pada waktu t

P_{t-1} = index harga saham pada waktu t-1

2.5 Investasi

2.5.1 Definisi binvestasi

Menurut Kamus Lengkap Ekonomi (2000:1132), Investasi adalah pengorbanan nilai sekarang untuk nilai masa mendatang. Atau penggunaan modal untuk menghasilkan lebih banyak uang, baik melalui saran yang menghasilkan pendapatan maupun melalui ventura yang lebih berorientasi pada resiko yang dirancang untuk mendapatkan perolehan modal. Investasi dapat menunjuk pada suatu investasi keuangan (dimana investor menempatkan uang ke dalam suatu sarana) atau menunjuk pada investasi usaha atau waktu seseorang yang ingin memetik keuntungan dari keberhasilan pekerjaannya.

2.5.2 Pilihan Obyek Investasi

Seorang investor dapat memilih untuk menginvestasikan dananya pada pilihan obyek investasi berikut:

1. Tabungan
2. Deposito Berjangka atau Sertifikat Deposito
3. Menutup Polis Asuransi
4. Membeli Valuta Asing
5. Mendirikan Usaha Baru
6. Membeli Emas atau Perhiasan lainnya
7. Membeli Rumah dan/ atau Tanah (*Real Estate*)
8. Membeli Surat Berharga Pasar Uang

9. Membeli Surat Berharga Pasar Modal: (obligasi atau obligasi konversi, saham)

2.5.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pilihan Investasi

Menurut Ikatan Pialang Efek Jakarta, Divisi Komunikasi Perusahaan, dan Divisi Riset dan Pengembangan PT Bursa Efek Jakarta (2002) terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan pilihan investasi:

1. Kepribadian investor

Apakah investor tergolong orang yang menyukai risiko (*risk seeker*) ataukah tergolong orang yang kurang suka menempuh risiko (*risk averter*). Hal ini sangat penting diperhatikan, karena merupakan dasar utama dalam pengambilan keputusan untuk memilih investasi yang sesuai.

2. Likuiditas

Likuiditas menunjukkan tingkat kemudahan dalam mencairkan modal (*principal*) investasi. Bila sewaktu-waktu membutuhkan uang tunai dengan segera, apakah pilihan investasi mudah atau sulit dicairkan.

3. Situasi Ekonomi Internasional

Dalam era globalisasi dan dunia perekonomian bebas saat ini, unsur ketergantungan antar negara amat besar, perubahan kebijakan ekonomi suatu negara dapat memberikan dampak positif ataupun negatif terhadap negara lainnya. Informasi yang tersedia dari surat kabar dan majalah perlu dianalisis secara singkat, kira-kira apa pengaruhnya terhadap obyek investasi .

4. Situasi Ekonomi Nasional

Situasi ekonomi nasional mempunyai pengaruh yang besar terhadap bidang usaha atau industri dimana obyek investasi yang ditanamkan. Perubahan Undang-Undang/Peraturan akan sangat menentukan strategi investasi seorang investor.

5. Situasi Industri

Situasi industri dimana obyek investasi berada sangat berpengaruh terhadap obyek investasi yang akan ditanamkan. Apakah bidang industri tersebut sedang berkembang, sedang mendekati titik jenuh atau bahkan sudah jenuh. Hal

ini sangat berguna untuk mengambil keputusan, apakah masih akan meneruskan investasi atau akan beralih ke bidang industri lain.

6. Sain dan Teknologi

Sain dan Teknologi adalah hasil fitrah utama manusia yang tidak pernah berhenti berpikir untuk mencari dan menemukan sesuatu. Sebagai contoh *personal computer*, yang akan menjadi kuno dalam kurun waktu enam bulan, karena telah ditemukannya *microchip* yang baru. Perkembangan sains dan teknologi sangat mempengaruhi strategi dan perencanaan investasi investor pada umumnya.

7. Siklus dan Trend

Suatu kepercayaan bahwa setiap kegiatan usaha, bahkan juga segala bentuk kehidupan manusia bekerja dalam siklus/daur. Setiap kejadian di masa lampau umumnya akan terulang kembali dalam skala berbeda. Para ahli riset menyebut hal ini sebagai Analisis Teknis dan Daur. Tujuan analisis ini adalah untuk meramalkan hal-hal di masa depan berdasarkan kejadian/data di masa lampau. Analisis teknis membantu memperlihatkan kecenderungan / trend ke masa depan, dan biasanya dipergunakan untuk perencanaan investasi jangka panjang. Informasi penting, seperti: perubahan tingkat suku bunga, kebijaksanaan nilai tukar mata uang, kenaikan harga BBM (Bahan Bakar Minyak), deregulasi, Pemilu dan sebagainya akan menentukan pilihan investasi seorang investor.

2.6 Hubungan Antar Konsep

2.6.1 Hubungan Nilai Tukar Rp/US\$ terhadap *Book Value of the Firm*

Roy Sembel, pada majalah Swa 26/XV/21 Desember 1999 - 12 Januari 2000, mengatakan bahwa ada suatu landasan utama yang perlu diperjelas, yaitu tujuan perusahaan. Dari sudut pandang keuangan, rujukan perusahaan harus jelas dan sederhana: memaksimalkan nilai perusahaan atau *maximize value of the firm*. Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai tunai (*present value*) dari semua arus kas saat ini dan di masa depan yang diharapkan diterima investor (investor utang maupun saham) perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan adalah nilai total kapital yang terdiri dari utang dan ekuitas (saham atau modal sendiri).

Demikian penting arti dari arus kas dalam meningkatkan nilai suatu perusahaan, sehingga perusahaan-perusahaan akan secara terus menerus menyusun strategi untuk meningkatkan arus kas yang kemudian akan meningkatkan nilai perusahaannya. Beberapa strategi melibatkan perluasan / ekspansi dalam area lokal. Strategi ini dapat dilaksanakan tanpa banyak kesulitan, karena informasi mengenai pasar telah diketahui, selain itu bisnis tidak membutuhkan penyesuaian yang banyak. Strategi yang lain melibatkan penetrasi ke pasar luar negeri. Pasar luar negeri tentu berbeda dengan pasar lokal, tentu saja pasar luar negeri menciptakan kesempatan-kesempatan untuk meningkatkan *cash flow* perusahaan. Banyak hambatan-hambatan untuk memasuki pasar luar negeri dikurangi atau bahkan disingkirkan, oleh karena itu semakin memberanikan perusahaan untuk melakukan bisnis internasional (memproduksi dan atau menjual barang-barang di negara lain).

Meskipun bisnis internasional dapat mengurangi *exposure* yang dialami oleh suatu perusahaan yang melakukannya, di satu sisi akan meningkatkan *exposure* pada tiga resiko yang dikenal sebagai *international risk* : pergerakan *exchange rate*, *exposure* atas kondisi ekonomi luar negeri, *exposure* atas resiko kondisi politik. Penelitian ini memfokuskan pada resiko yang pertama, yaitu pergerakan *exchange rate*.

Kebanyakan bisnis internasional akan mengalami pembayaran dengan menggunakan mata uang asing. Karena *exchange rate* berfluktuasi dari waktu ke waktu, arus kas keluar yang dibutuhkan untuk melakukan pembayaran akan berubah karena perubahan *exchange rate* ini. Jadi *exchange rate risk* ini timbul karena pemberlakuan sistem *floating exchange rate* oleh pihak yang terlibat dalam bisnis. Konsekuensinya, sejumlah unit dari mata uang asal yang dimiliki perusahaan itu akan diperlukan untuk membeli *supply* dari luar negeri dapat berubah jika *supplier* belum melakukan penyesuaian harga.

Fluktuasi *exchange rate* juga akan mempengaruhi permintaan pasar luar negeri untuk produk suatu perusahaan. Ketika mata uang negara asal mengalami apresiasi atau menguat. Produk tersebut akan menjadi lebih mahal bagi konsumen luar negeri. Oleh karena itu, sesuai hukum permintaan, mungkin akan

menyebabkan penurunan pada permintaan, oleh karena itu dapat menurunkan arus kas masuk.

Lebih lanjut, Setio Anggoro Dewo, Sidharta Utama, dan Thomas Secokusumo pada majalah *Usahawan* no. 4 th XXI April 1992, mengemukakan tentang adanya resiko valuta asing bilamana suatu grup bisnis memiliki aktiva atau pasiva dalam mata uang asing. Dalam hal sumber pendanaan, penggunaan *off-shore loan* merupakan potensi atas timbulnya resiko valuta asing bilamana penghasilan perusahaan adalah dalam Rupiah. Ia mencontohkan kasus yang dialami oleh perusahaan Bentoel. Bentoel melakukan pinjaman luar negeri sejak tahun 1977 dimana kurs US-dollar terhadap Rupiah adalah sekitar Rp400. Tetapi sejak itu Rupiah terus melemah terhadap US-dollar hingga mencapai Rp2000./US-dollar pada tahun 1992. Dilain pihak Bentoel melakukan pinjaman luar negeri tanpa melakukan SWAP sehingga kerugiannya karena perubahan kurs membengkak.

Kesimpulannya secara teori fluktuasi *exchange rate* akan mempengaruhi arus kas masuk maupun arus kas keluar suatu perusahaan, yang lebih lanjut akan mempengaruhi penilaian investor dalam menentukan nilai perusahaan itu.

Untuk penelitian ini akan digunakan *stock return* sebagai indikasi nilai dari suatu perusahaan. Karena diasumsikan bahwa *stock return* ditentukan oleh harga saham suatu perusahaan, dimana harga saham itu ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar modal yang lebih lanjut merefleksikan penilaian investor terhadap nilai perusahaan itu baik dari sisi ekspektasi kinerja perusahaan pada periode berikutnya maupun dari penilaian kinerja perusahaan itu saat ini. Hal ini juga dilakukan dengan pertimbangan mengurangi subjektivitas penulis dalam memprediksi kinerja perusahaan satu dengan lainnya di masa yang akan datang. Jadi diasumsikan jika perubahan pada nilai perusahaan akan juga tercermin pada perubahan harga saham, maka perubahan *book value of the firm* akan mempengaruhi *market value of the firm* dari perusahaan itu. Sehingga dapat dikatakan secara teoritis, perubahan pada *exchange rate* akan mengakibatkan perubahan pada *market value of the firm* yang dapat diindikasikan melalui perubahan harga saham (*Stock return*).

2.6.2 Pengaruh Investasi Valuta Asing dan Investasi Saham Terhadap *Market*

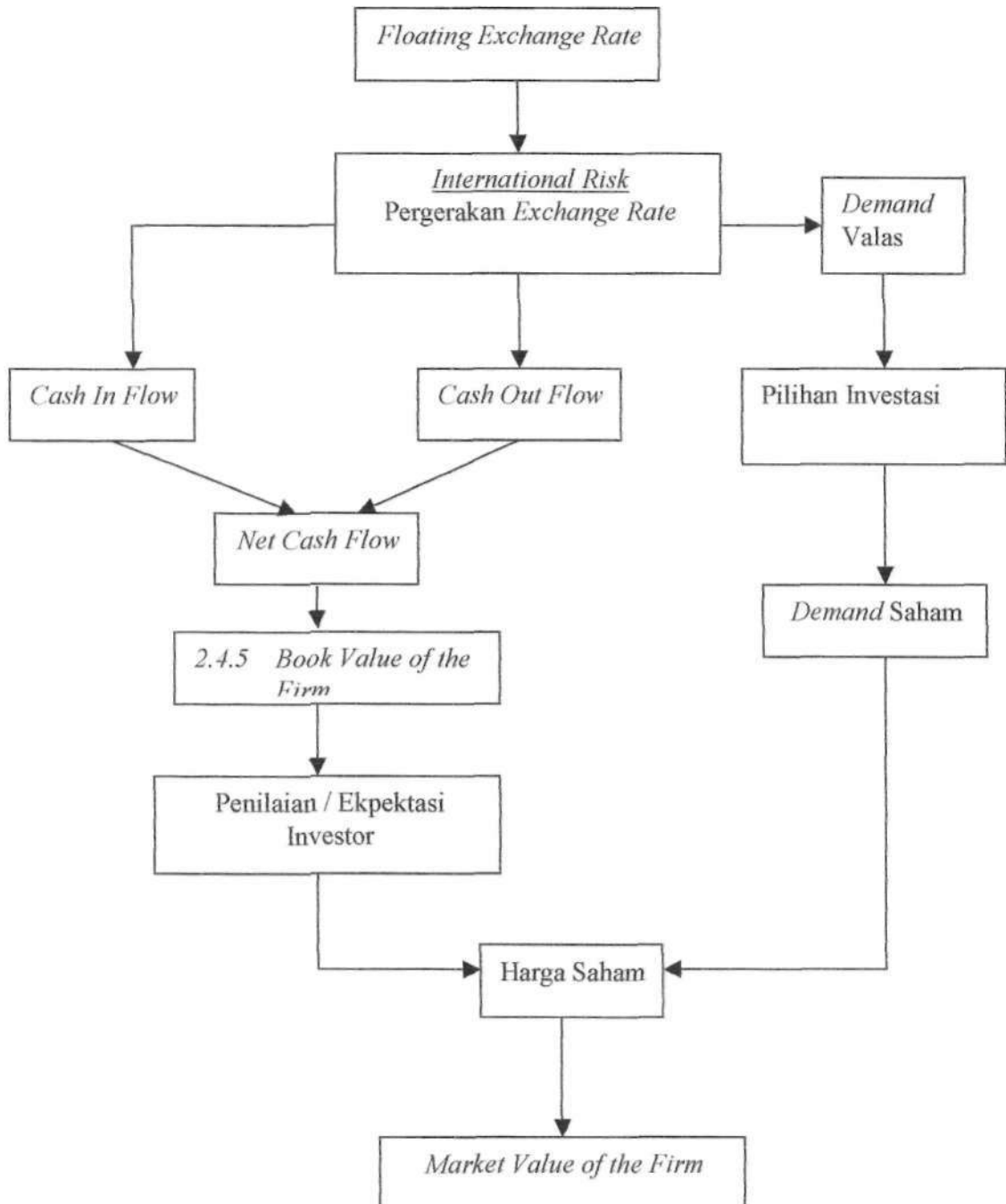
Value of the Firm

Jika diasumsikan sebagai berikut:

1. Bahwa semua obyek investasi adalah *ceteris paribus* selain investasi saham dan valuta asing. Maka dikatakan kedua obyek investasi itu mempunyai hubungan substitutif (saling menggantikan)
2. Besarnya dana yang dibutuhkan untuk kedua jenis investasi tersebut adalah sama.
3. Baik investasi saham maupun investasi valuta asing memberikan tingkat keuntungan yang sama

Dengan asumsi di atas, hubungan investasi saham dan investasi valuta asing terhadap *market value of the firm* dapat diaplikasikan demikian: Saat nilai tukar Rp/US\$ mengalami depresiasi berarti jumlah Rupiah yang dibutuhkan untuk mendapatkan 1 unit US\$ meningkat, sedangkan harga saham tetap, maka investor akan mengalihkan investasinya ke saham. Sesuai dengan hukum permintaan yang berbunyi : makin rendah harga suatu barang, makin banyak permintaan barang tersebut. Dan sebaliknya makin tinggi harga suatu barang, makin sedikit permintaan untuk barang tersebut. Aksi dari investor akan mengakibatkan harga saham naik dengan kata lain akan meningkatkan *market value of the firm* akan naik. Jika nilai tukar Rp/US\$ mengalami apresiasi akan mengakibatkan efek yang timbul di pasar berbalik dari penjelasan diatas.

2.8 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.8.1 Pengaruh Pergerakan nilai tukar terhadap *Market Value of the Firm*

2.9 Hipotesis

Berdasarkan pengamatan terhadap beberapa penelitian terdahulu, peneliti mengambil hipotesa atau dugaan awal bahwa terdapat hubungan negatif antara pergerakan *exchange rate* Rp/US\$ dengan *market value of the firm* di Indonesia, sehingga nilai tukar Rp/US\$ turun akan menguntungkan posisi *return saham* perusahaan sebagai salah satu indikator *market value of the firm*.