

PENGARUH PERUBAHAN NILAI TUKAR RUPIAH TERHADAP RETURN SAHAM MELALUI PERUBAHAN ARUS KAS DAN PERUBAHAN EARNING PER SHARE (EPS): BUKTI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ

LIA INDRIYATI KURNIAWAN

Alumnus Universitas Kristen Duta Wacana

Abstract

The study is an empirical one whose purposes are to prove if exchange rate risk have a positive influence in stock return from earning per share alteration and cash flow alteration. Samples which are used in this study are 192 data of manufacturing corporations that listed in BEJ. The period of study is 1998-2004. Statistic models which are used in this study are simple regression and multiple regression analysis.

There are four models used in this study. There are, model I and model II are used to prove if information of earning per share alteration and cash flow alteration have a positive influence for cumulative abnormal return. Model III and Model IV are used to prove if exchange rate risk have a positive influence for earning per share alteration and cash flow alteration.

The results are information of earning per share alteraion and cash flow alteration have not a positive influence for cumulative abnormal return, exchange rate risk have not a positive influence in earning per share, but exchange rate risk alteration have a positive influence for cash flow alteration.

Keywords: *Real Exchange Rate, Earning Per Share, Cash Flow*

Pendahuluan

Perkembangan bisnis semakin mengalami kemajuan dari tahun ke tahun. Perkembangan ini juga menyebabkan adanya tingkat persaingan yang semakin tinggi. Dalam dunia bisnis sangat fatal akibatnya jika seorang pengusaha mengabaikan satu atau lebih faktor-faktor baik faktor internal maupun faktor eksternal yang berhubungan dengan usahanya. Dalam hal ini, faktor internal dapat dikatakan sebagai variabel penentu kelangsungan hidup perusahaan yang dapat diperoleh dari suatu jajaran manajemen yang terstruktur dengan baik dan kondisi yang baik dari dalam perusahaan itu sendiri. Sedangkan faktor eksternal merupakan variabel penentu kelangsungan hidup perusahaan yang berasal dari pihak luar seperti lingkungan dan juga hubungan bisnis dengan pihak lain.

Salah satu faktor eksternal yang sangat mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan adalah nilai tukar rupiah, khususnya bagi perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di BEJ. Perusahaan-perusahaan ini tentu sangat menggantungkan bisnisnya terhadap stabilitas nilai tukar rupiah terhadap mata uang negara mitra dagangnya. Tercatat, terdapat tujuh mata uang asing yang menjadi mitra dagang utama bagi perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di BEJ (Suciwati, 2002). Dalam penelitian ini penulis mengambil *dollar AS* sebagai mata uang pembanding. Hal ini dikarenakan, *dollar AS* digunakan sebagai mata uang internasional dan hampir semua transaksi bisnis internasional dilakukan dengan *dollar AS* sebagai alat pembayaran.

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia sejak pertengahan tahun 1997 tentu sangat berdampak bagi dunia perekonomian Indonesia. Seperti diketahui, krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia diawali dengan terjadinya krisis moneter yakni penurunan nilai (depresiasi) nilai mata uang domestik terhadap *US dollar* yang juga melanda negara-negara berkembang lainnya baik di Asia maupun Eropa.

Dampak paling besar akibat terjadinya depresiasi nilai rupiah terhadap *dollar* dirasakan di pasar modal. Hal ini dikarenakan sebagian besar perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) mempunyai hutang luar negeri dalam bentuk *Vallas*. Di samping itu produk-produk yang dihasilkan oleh perusahaan publik tersebut banyak menggunakan bahan yang mempunyai kandungan impor yang tinggi. Merosotnya nilai rupiah dimungkinkan menyebabkan jumlah hutang perusahaan dan biaya produksi menjadi bertambah tinggi jika dinilai dengan rupiah, dan akhirnya berujung pada berkurangnya profitabilitas perusahaan. Hal ini terbukti dengan data di BEJ bahwa dari 279 perusahaan publik yang terdaftar di BEJ, 210 perusahaan mengalami rugi bersih pada tahun 1998 (Suciwati, 2002).

Studi mengenai hubungan antara nilai tukar dan reaksi pasar saham telah banyak dilakukan. Penelitian mengenai risiko nilai tukar rupiah sebenarnya pernah dilakukan oleh Suciwati (2002) yang melakukan penelitian mengenai pengaruh risiko nilai tukar rupiah terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada periode krisis tahun 1997. Dalam melakukan investasi, kestabilan perusahaan terhadap perubahan

nilai tukar rupiah perlu diperhatikan. Hal ini dikarenakan nilai tukar merupakan salah satu faktor eksternal yang dapat mempengaruhi *return* saham perusahaan pada satu perioda akuntansi yang bersangkutan.

Dikarenakan pertimbangan tersebut, maka penulis tertarik untuk memperdalam penelitian Suciwati (2002) mengenai nilai tukar rupiah. Suciwati (2002), telah melakukan penelitian mengenai pengaruh nilai tukar rupiah terhadap *return* saham dengan studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Suciwati (2002) melakukan penelitian dengan perioda pasca krisis moneter di Indonesia. Penelitian ini akan berusaha memperdalam penelitian Suciwati (2002) dengan melihat hubungan risiko nilai tukar rupiah terhadap *return* saham melalui arus kas dan EPS. Penggunaan EPS dan arus kas sebagai salah satu variabel dalam penelitian ini dikarenakan EPS dan arus kas dipercaya sebagai variabel yang berpengaruh terhadap laba rugi perusahaan. Dalam penelitian ini, peneliti mencoba melihat pengaruh nilai tukar rupiah terhadap EPS dan arus kas dalam kurun waktu 1998-2004 dengan studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Hal ini dimaksudkan agar penelitian dapat mendapatkan hasil yang lebih valid karena waktu penelitian yang lama memungkinkan variabel-variabel dalam kondisi stabil dan tidak terpengaruh oleh kondisi internal maupun kondisi eksternal yang terjadi di perusahaan.

Landasan Teori

Nilai Tukar (*Exchange Rate*)

Pengertian nilai tukar mata uang menurut FASB adalah rasio antara suatu unit mata uang dengan mata uang lain yang bisa ditukar pada waktu tertentu (Suciwati, 2002). Nilai tukar mata uang suatu negara ditentukan oleh interaksi antar faktor permintaan dan faktor penawaran akan valuta asing dalam bursa *vallas*.

Terdapat dua jenis nilai tukar yang mempengaruhi transaksi bisnis yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Perbedaan antar keduanya sangat penting untuk dipahami karena keduanya mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap *exposure* nilai tukar (Sartono, 2001:178-180).

- a. **Nilai tukar nominal.** Perubahan pada nilai tukar nominal akan menyebabkan perubahan harga, namun perubahan tersebut tidak berpengaruh terhadap posisi persaingan relatif antara perusahaan domestik dengan pesaing luar negerinya dan tidak ada pengaruh terhadap aliran kas perusahaan yang bersangkutan.
- b. **Nilai tukar riil.** Perubahan pada nilai tukar riil akan menyebabkan perubahan harga relatif (yaitu perubahan perbandingan antara harga barang domestik dengan harga barang luar negeri). Dengan demikian perubahan tersebut mempengaruhi daya saing barang domestik dan pada akhirnya berpengaruh pada aliran kas perusahaan yang bersangkutan.

Menurut Shapiro (1996:131), perubahan nilai tukar riil adalah perubahan nominal nilai tukar yang disesuaikan dengan perubahan kekuatan pembelian secara relatif pada setiap mata uang negara yang bersangkutan. Berdasarkan pengertian tersebut, dalam penelitian ini penulis hanya menggunakan nilai tukar riil sebagai salah satu variabel penelitian. Hal ini dikarenakan perubahan terhadap nilai tukar riil mempengaruhi aliran kas perusahaan.

Return Saham

Menurut Tandelilin (2001:47), *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Dalam konteks investasi saham, harapan keuntungan akan saham yang diterbitkan oleh perusahaan sering disebut sebagai *return* saham.

Return Total suatu investasi diperoleh dari penjumlahan *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* investasi yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Besarnya *yield* dapat ditunjukkan dari besarnya bunga (pada investasi obligasi) ataupun besarnya dividen (pada investasi saham) yang diperoleh dari suatu investasi. *Capital gain (loss)* merupakan komponen *return* investasi yang menunjukkan adanya kenaikan ataupun penurunan harga obyek investasi yang bisa berupa saham, obligasi ataupun jenis surat berharga lainnya. **Return normal** merupakan *expected return* (*return* yang diharapkan oleh investor) dalam suatu investasi. Kelebihan dari *return* normal yang diperoleh perusahaan pada satu periode akuntansi sering disebut sebagai **abnormal return** (Tandelilin, 2003:48). Menurut Tandelilin (2001:48) salah satu risiko yang penting untuk diperhatikan dalam membuat keputusan investasi adalah risiko nilai tukar mata uang. Risiko ini sangat berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan nilai mata uang negara lain. Oleh karena itu, risiko nilai tukar mata uang dapat dianggap sebagai obyek utama penentu tinggi rendahnya risiko investasi.

Arus Kas (Cash Flow)

Menurut PSAK (1999) No. 2 paragraf kesembilan disebutkan bahwa laporan arus kas harus melaporkan arus kas masuk dan arus kas keluar selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas finansial atau pendanaan.

Laporan arus kas aktivitas operasi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas (dari operasi sehari-hari) untuk melunasi hutang, pembiayaan operasi perusahaan, pembayaran deviden, dan melakukan investasi baru. Arus kas operasi merupakan penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Oleh karena itu, arus kas tersebut pada umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi perusahaan.

Laporan arus kas aktivitas investasi menunjukkan pengeluaran dan penerimaan kas perusahaan yang berkaitan dengan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dimasa mendatang. Aktivitas ini mencerminkan penerimaan dan pengeluaran kas sehubungan dengan sumber daya yang bertujuan untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas masa depan.

Laporan arus kas aktivitas finansial berkaitan dengan aktivitas yang menyebabkan perubahan yang melibatkan pos-pos kewajiban dan ekuitas pemilik meliputi mendapat dan mengembalikan kepada kreditur dan sebagainya. Aktivitas ini menunjukkan prediksi klaim terhadap arus kas dimasa depan oleh para pemilik modal di perusahaan (Tandelilin, 2001:308).

Earning Per Share (EPS)

Informasi laba per saham atau lebih dikenal sebagai *earning per share* menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan pada satu perioda akuntansi. Besarnya EPS dapat diketahui dengan perbandingan *earning* (laba bersih setelah bunga dan pajak) dengan jumlah lembar saham perusahaan.

Kaitan Perubahan EPS dan Perubahan Arus Kas Terhadap *Cummulative Abnormal Return*.

Informasi arus kas merupakan salah satu informasi akuntansi yang sangat dibutuhkan oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan laporan arus kas berisi mengenai perubahan posisi keuangan di perusahaan dan menunjukkan aliran dana perusahaan selama satu perioda akuntansi.

Earning per share (EPS) juga merupakan salah satu informasi akuntansi yang keberadaannya secara tidak langsung sangat menentukan kelangsungan hidup perusahaan. EPS menunjukkan seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan pada satu perioda akuntansi dan siap dibagikan kepada pemegang saham. Informasi mengenai EPS diperoleh dari informasi laporan keuangan perusahaan.

Cummulative abnormal return merupakan akumulasi dari jumlah *abnormal return* yang dihitung berdasar perioda waktu tertentu. *Abnormal return* diperoleh dari kelebihan *return* normal yang merupakan *return* ekspektasi. *Cummulative abnormal return* merupakan proksi dari harga saham yang dilihat dari sudut pandang investor.

Kaitan antara arus kas dan EPS terhadap *cummulative abnormal return* saham dapat disimpulkan dari uraian di atas. Informasi EPS menunjukkan seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan dalam kegiatan investasi saham yang dilakukan perusahaan tersebut pada satu perioda akuntansi. Dari informasi EPS dan arus kas yang dirangkum dalam laporan keuangan, dapat diketahui informasi mengenai *abnormal return* yang diperoleh perusahaan dalam satu perioda akuntansi.

Kaitan Perubahan Nilai Tukar Rupiah dengan Perubahan EPS dan Perubahan Arus Kas

Seperti diuraikan di atas, arus kas dan EPS merupakan informasi akuntansi yang dapat mempengaruhi besar kecilnya jumlah *abnormal return* perusahaan dalam satu periode akuntansi. Arus kas berisi mengenai aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas keuangan perusahaan. Aktivitas investasi dan aktivitas operasi perusahaan tentu saja berhubungan dengan penanaman investasi dan kerjasama yang dilakukan perusahaan dengan pihak-pihak lain baik dari dalam maupun luar negeri. Aktivitas finansial perusahaan berkaitan dengan kelangsungan hidup dan prediksi kondisi keuangan perusahaan pada periode akuntansi berikutnya. Ini berarti kegiatan-kegiatan yang dicatat dalam arus kas sangat menentukan besar kecilnya *return* perusahaan. EPS sebagai salah satu komponen laba perusahaan, juga berpengaruh dalam menentukan besar kecilnya *return* yang diperoleh perusahaan pada satu periode akuntansi.

Penelitian Terdahulu

Pada analisis tingkat makro, Ma dan Kao (1990) menggunakan data untuk enam negara dan menemukan bahwa apresiasi uang domestik berpengaruh negatif pada pergerakan saham domestik untuk perekonomian yang didominasi ekspor dan berpengaruh positif pada pergerakan saham domestik pada perekonomian yang didominasi impor (Setyorini, 2001).

Jorion (1991), menguji penilaian risiko nilai tukar di pasar modal dengan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dua faktor dan multi faktor yang hasilnya menunjukkan bahwa hubungan antara *return* saham dan nilai *dollar* secara sistematis berbeda-beda tiap industri. Adrangi dan Farrokh (1996) menggunakan model bilateral atas nilai tukar untuk menguji hubungan kausalitas antara nilai tukar *dollar* dan *return* saham di beberapa negara bagian Amerika Serikat. Hasilnya tidak terbukti perubahan nilai tukar *dollar* menyebabkan adanya perbedaan *return* saham tetapi perbedaan *return* saham pada beberapa perusahaan di antar negara bagian AS menyebabkan perubahan nilai tukar *dollar* AS.

Chow, Lee dan Solt (1997) meneliti mengenai pengaruh eksposur risiko nilai tukar *dollar* terhadap *return* saham dan obligasi terhadap pada 65 perusahaan Amerika Serikat dari periode Maret 1977 sampai dengan Desember 1989. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa perubahan nilai tukar riil berkorelasi positif dengan *return* obligasi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sedangkan perubahan nilai tukar riil dan *return* saham berkorelasi negatif dalam jangka pendek, tetapi untuk jangka panjang yang lebih dari satu tahun, *return* saham dan risiko nilai tukar berkorelasi signifikan positif.

Menurut Chandrarin dan Tearney (2000), fluktuasi besarnya nilai tukar uang akan menimbulkan risiko terjadinya laba dan rugi. Masalah pelaporan laba dan rugi nilai tukar telah diteliti pada 106 perusahaan pada tahun 1995-1996, yang menghasilkan bahwa adanya korelasi antara laba nilai tukar dengan reaksi pasar saham (harga saham) dan dalam hal ini, laba nilai tukar mempengaruhi reaksi pasar saham.

Setyorini dan Supriyadi (2001), menguji tentang hubungan dinamis antara nilai tukar rupiah dan harga saham di BEJ. Hasil pengujian kausalitas, menunjukkan bahwa pergerakan IHSG di BEJ mempengaruhi pergerakan kurs rupiah terhadap *dollar* Amerika Serikat di pasar valuta asing dan bukan sebaliknya.

Suciwati (2002), melakukan perbandingan antara pengaruh nilai tukar rupiah terhadap *return* saham sebelum tahun 1997 dan setelah tahun 1997. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa fluktuasi nilai tukar rupiah akan menimbulkan risiko pertukaran yang menguntungkan dan merugikan bagi perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Seperti diketahui bahwa informasi laporan keuangan pada perusahaan berisi seluruh kondisi finansial (ditunjukkan pada informasi neraca), ringkasan profitabilitas (ditunjukkan pada informasi laba rugi) dan perubahan posisi keuangan serta aliran dana perusahaan (ditunjukkan pada informasi arus kas) yang pastinya menunjukkan besar kecilnya *return* yang diterima oleh perusahaan dalam satu perioda akuntansi.

Informasi EPS diperoleh melalui informasi laba rugi. Besar kecilnya EPS secara tidak langsung dipengaruhi oleh aktivitas investasi dan transaksi-transaksi yang dilakukan perusahaan dalam satu perioda akuntansi. Dari kesimpulan di atas, diketahui bahwa EPS merupakan salah satu komponen laba yang berpengaruh pada besar kecilnya *return* yang diperoleh perusahaan pada satu perioda akuntansi. Berdasarkan seluruh keterangan di atas, maka dapat diperoleh suatu hipotesis sebagai berikut:

H_1 : EPS berpengaruh positif terhadap *cummulative abnormal return*.

Seperti diketahui bahwa informasi aliran dana perusahaan (ditunjukkan pada informasi arus kas) secara tidak langsung menunjukkan besar kecilnya *return* yang diterima oleh perusahaan dalam satu perioda akuntansi. Zaki Baridwan (1997) menyimpulkan bahwa kandungan informasi arus kas tidak sama dengan kandungan informasi laba rugi. Informasi arus kas dinilai lebih memberikan nilai tambah bagi investor dalam mengambil keputusan investasi karena lebih mencerminkan *return* pada perusahaan. Berdasarkan keterangan di atas maka dapat dibentuk suatu hipotesis sebagai berikut:

H_{2a} : Perubahan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return*.

H_{2b} : Perubahan arus kas investasi berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return*.

H_{2c} : Perubahan arus kas finansial berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return*.

Besar kecilnya EPS dan arus kas perusahaan pada satu periode akuntansi dipengaruhi oleh kestabilan faktor internal maupun faktor eksternal yang mempengaruhi transaksi bisnis perusahaan, khususnya transaksi bisnis perusahaan-perusahaan publik di BEJ. Salah satu faktor eksternal penentu besar kecilnya EPS dan arus kas adalah nilai tukar rupiah terhadap *dollar*.

Frederick D.S. Choi merumuskan bahwa risiko nilai tukar mengarah pada perubahan nilai mata uang internasional. Khususnya, pergerakan fluktuasi nilai tukar suatu negara dapat mempengaruhi *value*, liabilitas dan aset perusahaan-perusahaan domestik di negara tersebut yang pada akhirnya berpengaruh pada profitabilitas dan aliran kas sekarang dan masa datang. Berdasarkan rumusan Frederick di atas, dapat disimpulkan bahwa salah satu penentu besar kecilnya EPS dan arus kas pada akhir periode akuntansi adalah perubahan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing.

Setyastuti (2001) menguji hubungan dinamis antara indeks harga saham di BEJ dengan nilai tukar rupiah pada periode sebelum dan saat krisis melanda Indonesia pada periode tahun 1997 dan tahun 1998. Hasilnya adalah pengaruh nilai tukar terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) lebih kuat dibandingkan dengan pengaruh indeks harga saham gabungan (IHSG) terhadap nilai tukar.

Menurut Suciwati (2002), bila fluktuasi nilai rupiah dalam kondisi normal maka risikonya terhadap arus kas dan *value* perusahaan adalah menguntungkan. Sedangkan bila terjadi depresiasi rupiah sehingga nilai rupiah melemah maka risikonya terhadap arus kas dan *value* perusahaan adalah merugikan. Berdasarkan uraian-uraian di atas, dapat diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H₃: Perubahan nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap perubahan EPS.

Seperti dikatakan di atas bahwa arus kas dan EPS merupakan komponen penting dalam melihat *return* saham perusahaan pada akhir periode akuntansi. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat disimpulkan suatu hipotesis sebagai berikut:

H₄: Perubahan nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap perubahan total arus kas.

Metoda Penelitian

Pengukuran Variabel dan Model Analisis Data

Untuk memudahkan penelitian, peneliti mencoba memisahkan antar komponen penelitian secara terpisah. Penelitian pertama guna mengetahui apakah informasi perubahan EPS berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan. Penelitian kedua guna mengetahui apakah informasi perubahan arus kas aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas finansial berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return*. Variabel independen

dalam penelitian ini adalah arus kas yang terdiri dari arus kas operasi, arus kas investasi serta arus kas finansial serta EPS, sedangkan variabel dependennya adalah CAR (*cumulative abnormal return*).

Penelitian ketiga guna mengetahui apakah perubahan risiko nilai tukar rupiah berpengaruh terhadap perubahan EPS. Penelitian keempat guna mengetahui apakah perubahan risiko nilai tukar rupiah berpengaruh terhadap perubahan total arus kas perusahaan. variabel independen dalam penelitian ini adalah perubahan nilai tukar riil (E') dan perubahan total hutang. Sedangkan variabel dependennya adalah perubahan arus kas dan perubahan EPS.

Penelitian ini menggunakan model regresi yang telah dimodifikasi sesuai dengan komponen-komponen yang dibutuhkan.

$$\text{Model I: } CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta EPS_{i,t}) + \varepsilon$$

Persamaan di atas digunakan untuk menguji apakah informasi perubahan EPS berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan (H_1).

Keterangan:

$CAR_{i,t}$: *Cummulative abnormal return* saham i pada perioda t.

α : Koefisien konstanta.

$\hat{\alpha}_1$: Koefisien variabel independen untuk menjawab hipotesis 1 apabila hasilnya positif, negatif atau signifikan.

$\hat{\alpha}$: Variabel pengganggu/residu.

Dalam hal ini, H_1 didukung bila $\hat{\alpha}_1$ bertanda positif dan signifikan atau $\hat{\alpha}_1 > 0$.

$$\text{Model II: } CAR_{i,t} = \alpha + \delta_1(\Delta AKO_{i,t}) + \delta_2(\Delta AKI_{i,t}) + \delta_3(\Delta AKF_{i,t}) + \varepsilon$$

Persamaan di atas digunakan untuk menguji apakah perubahan informasi arus kas dari aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas finansial berpengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan.

Keterangan:

$CAR_{i,t}$: *Cummulative abnormal return* saham i pada perioda t.

α : Koefisien konstanta.

$\hat{\alpha}_1$: Koefisien variabel independen untuk menjawab hipotesis 2a apabila hasilnya positif, negatif atau signifikan.

$\hat{\alpha}_2$: Koefisien variabel independen untuk menjawab hipotesis 2b apabila hasilnya positif, negatif atau signifikan.

$\hat{\alpha}_3$: Koefisien variabel independen untuk menjawab hipotesis 2c apabila hasilnya positif, negatif atau signifikan.

$\Delta AKO_{i,t}$: Perubahan arus kas aktivitas operasi perusahaan i pada perioda t.

- $\Delta AKI_{i,t}$: Perubahan arus kas aktivitas investasi perusahaan i pada perioda t.
 $\Delta AKF_{i,t}$: Perubahan arus kas aktivitas finansial perusahaan i pada perioda t.
 \hat{a} : Variabel pengganggu/residu.

Dalam hal ini, H_{2a} didukung bila \hat{a}_1 bertanda positif dan signifikan atau $\hat{a}_1 > 0$, H_{2b} didukung bila \hat{a}_2 bertanda positif dan signifikan atau $\hat{a}_2 > 0$ dan H_{2c} didukung bila \hat{a}_3 bertanda positif dan signifikan atau $\hat{a}_3 > 0$.

$$\text{Model III: } \Delta EPS_{i,t} = \alpha + \gamma_1(\Delta E't_t) + \gamma_2(\Delta \text{leverage}_{i,t}) + \varepsilon$$

Persamaan di atas digunakan untuk menguji apakah perubahan nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap perubahan EPS perusahaan.

Keterangan:

- "EPS_{i,t}" : Perubahan *earning per share* perusahaan i pada perioda t.
 \hat{a} : Koefisien konstanta
 \hat{a}_1 : Koefisien variabel independen untuk menjawab hipotesis 3 apabila hasilnya positif dan signifikan.
 \hat{a}_2 : Koefisien variabel kontrol.
 $\Delta E't_t$: Nilai tukar riil.
 $\Delta \text{leverage}_{i,t}$: Variabel kontrol.
 \hat{a} : Variabel gangguan/residu.

Dalam hal ini, H_3 didukung bila \hat{a}_1 bertanda positif dan signifikan atau $\hat{a}_1 > 0$.

$$\text{Model IV: } \Delta TAK_{i,t} = \alpha + \mu_1(\Delta E't_t) + \mu_2(\Delta \text{leverage}_{i,t}) + \varepsilon$$

Persamaan di atas digunakan untuk menguji apakah risiko perubahan nilai tukar rupiah berpengaruh positif terhadap perubahan arus kas perusahaan.

Keterangan :

- "TAK_{i,t}" : Perubahan *total arus kas* perusahaan i pada perioda t.
 \hat{a} : Koefisien konstanta
 \hat{i}_1 : Variabel independen untuk menjawab hipotesis 3 apabila hasilnya positif dan signifikan.
 \hat{i}_2 : Koefisien variabel kontrol.
 $\Delta E't_t$: Nilai tukar riil.
 $\Delta \text{leverage}_{i,t}$: Variabel kontrol.
 \hat{a} : Variabel gangguan / residu.

Dalam hal ini, H_4 didukung bila \hat{i}_1 bertanda positif dan signifikan atau $\hat{i}_1 > 0$.

Proses Analisis Data

Proses analisis pada penelitian ini meliputi beberapa tahapan antara lain yaitu:

- a) Melakukan pengumpulan data-data yang diperlukan dalam penelitian ini pada periode 1998-2004 termasuk laporan keuangan auditan perusahaan manufaktur yang berakhir pada 31 desember 1990 sampai 31 desember 2004.
- b) Melakukan regresi berganda untuk mengetahui pengaruh perubahan EPS terhadap *cumulative abnormal return* saham, pengaruh perubahan komponen-komponen arus kas yang meliputi arus kas operasi, arus kas investasi dan arus kas finansial terhadap *cumulative abnormal return* saham dan hubungan nilai tukar rupiah dan perubahan nilai tukar rupiah terhadap perubahan EPS dan perubahan total arus kas dengan menggunakan SPSS versi 11.5.
- c) Melakukan uji asumsi klasik normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian normalitas dan heteroskedastisitas dengan menggunakan metoda grafik, pengujian multikolinieritas dengan melihat VIF (*variance inflation factor*) dengan kriteria nilai $VIF < 5$ maka semua model bebas dari multikolinieritas. Sedangkan pengujian autokorelasi dengan menggunakan metoda Durbin-Watson.

Hasil Penelitian

Kesimpulan

Setelah melakukan pembahasan pada bab-bab sebelumnya, khususnya mengenai pengaruh perubahan nilai tukar rupiah terhadap *return* saham melalui perubahan EPS dan perubahan arus kas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

- a. Perubahan EPS sebagai salah satu komponen laba perusahaan dan perubahan komponen-komponen arus kas yang berasal dari aktivitas operasi, aktivitas investasi serta aktivitas finansial tidak mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *abnormal return* saham perusahaan.
- b. Perubahan nilai tukar rupiah tidak berpengaruh terhadap EPS namun berpengaruh secara positif signifikan terhadap total arus kas.

Keterbatasan

Dalam penelitian ini masih ditemukan beberapa keterbatasan yang mungkin menyebabkan hipotesis pada beberapa model regresi tidak terpenuhi, antara lain:

- a. Uji Normalitas dengan menggunakan Kolmogorov-Smirnov (K-S) pada semua model regresi tidak terpenuhi. Ini berarti variabel residual yang terdapat pada semua model regresi tidak terdistribusi secara normal.
- b. Terjadi autokorelasi pada model regresi III, tetapi karena data yang digunakan pada penelitian ini adalah jenis data *cross-sectional* maka autokorelasi tidak harus dihilangkan.

Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah menambah jumlah sampel serta jumlah periode waktu penelitian agar diperoleh hasil yang lebih maksimal. Peneliti juga menyarankan agar peneliti selanjutnya dapat menambah beberapa variabel kontrol serta variabel-variabel independen lainnya yang tepat untuk menguji permasalahan mengenai nilai tukar. Penambahan variabel, jumlah sampel serta jangka waktu penelitian diharapkan agar penelitian selanjutnya dapat menutup kelemahan pada penelitian ini dan memperoleh hasil penelitian yang lebih maksimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrangi, B., dan Farrokh, G., (Juni 1996), "*Bilateral Exchange Rate Of Dollar And Stock Return*", *Atlantic economic journal*.
- Ajayi, R.A, dan Mougoue, M., 1996, " *On The Dynamic Relation Between Stock Price And Exchange Rate* ", *Journal Of Financial Research*. p. 37-64.
- Ahmad, Jamli., 1983, "*Ekonomi makro dan penerapannya*": Edisi kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Basri, Faisal., 2003, "*Perekonomian Indonesia*"., Erlangga, Jakarta.
- Chandrarin, G, dan Tearney, M.G, (Juni 2000), "*The Effect Of Reporting Of Exchange Rate Losses On The Stock Market Reaction*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No.1.
- Chow, E.H., Lee, W.Y., dan Solt, M.E., 1997, "*The Exchange Rate Risk Exposure Of Asset Return.*", *Journal of Bussiness*, Vol. 70, No.1.
- Clubb, Collin, D.B., 1995, "*An Empirical Study of The Information Content Of Accounting earnings, Funds Flow And Cash Flow In The UK*", *Journal Of Bussiness Finance And Accounting*, pp 35-52.
- H.M., Jogyanto, 2003, "*Teori Portofolio Dan Analisis Investas*": Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta.
- IAI, 1999, "*Standar Akuntansi Keuangan*";Buku Satu., Salemba Empat, Jakarta.
- Jorion, P., 1991, "*The Exchange Rate Risk In The Stock Market.*", *Journal Of Financial And Quantitative Analysis.*, Vol.26, No.3.
- Jones, C.P., 1999, "*Invesment*", *John Willey & Sons .Inc., Amerika Serikat*.
- Machfoedz, Mas'ud Dan Suciwati, Putu. D., 2002 "*Pengaruh Risiko Nilai Tukar Rupiah Terhadap Return Saham ; Studi Empiris Pada Perusahaan manufaktur yang Terdaftar Di BEJ*", *Jurnal riset Akuntansi Indonesia*, Vol.17 , No. 4, Hal 347-360.
- Ma, C.K., Dan Kao, G.W., 1990, "*On Exchange Rate Changes And Stock Price Reaction*", *Journal Of Bussiness Finance And Accounting*, pp. 441-449.

- M. Levi, 1993, "*International Finance*", Mc- Grawth Hill Publishing Company, Singapore.
- Rool, R., 1992, "*Industrial Structure And The Comparative Behavior Of International Stock Market Indices.*", *Journal Of Finance*, pp. 3-41.
- Saefudin. M, 2001, "*Ekonomi Agraris Dengan Semangat 45.*", BPFE, Yogyakarta.
- Salvatore, 1999, "*Ekonomi Internasional*", Erlangga, Jakarta.
- Sartono, Agus., 2001, "*Manajemen Keuangan Internasional*": Edisi Kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Saudagaran, S. M., 2000, "*International Accounting ; A User Perspective*": First edition, South -Western College publishing, Amerika Serikat.
- Shapiro, A., 1996, "*Multinational Financial Management*": 5th Edition, Prentice Hall International, Inc, Amerika Serikat.
- Setyorini dan Supriyadi., 2001, "*Hubungan Dinamis antara Indeks Harga Saham Gabungan Dengan Nilai Tukar*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.1.
- Setyowati, Eni., Desember 2003, "*Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar Amerika Dengan Model Pendekatan Kesalahan Engle-Granger (Pendekatan Moneter).*", *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol. 4, No. 2, pp 162-168.
- Soeratmo, 1998, "*Dasar Statistik Dan Penerapannya*", BPFE, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus., 2001, "*Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*": Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.