



BAB IV

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana pengaruh dari perubahan nilai tukar terhadap *net income* dan *return* saham perusahaan manufaktur. Variabel nilai tukar yang akan diteliti adalah nilai tukar Rupiah terhadap US\$, Euro dan Yen. Pengaruh perubahan nilai tukar dapat diketahui dengan melakukan regresi *net income* dan *return* saham yang dilihat dari dua sisi yakni eksportir dan non eksportir. Pengukuran nilai tukar ditentukan dengan penghitungan RP per 1 unit US\$, Euro dan Yen (*direct quotation*). Apresiasi nilai tukar berarti nilai tukar Rupiah meningkat terhadap Dolar AS, Euro dan Yen. Misalnya rupiah mengalami apresiasi dari 9500 rupiah menjadi 9000 rupiah per 1 US\$. Sebaliknya depresiasi berarti nilai tukar rupiah menurun terhadap Dolar AS, Euro dan Yen. Nilai negatif dari koefisien regresi menunjukkan bahwa depresiasi nilai tukar rupiah terhadap

Dolar AS, Euro dan Yen akan menurunkan *net income* atau *return* saham perusahaan manufaktur.

IV.1. Gambaran Statistik

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Gabungan Periode 2003-2006

	Return	Net Income	USD	EUR	JPY
Max	1.0678	5447285	10310	12652	92
Min	-1.3863	-2314797	8279	9296	69
Mean	0.0125	82980	9112	11136	81
St.dev	0.18791	435003	512	973	6

Berdasarkan tabel diatas, terlihat bahwa perusahaan manufaktur sepanjang periode Januari 2003 hingga Desember 2006 memiliki rata-rata *return* saham sebesar 0.0125. *Return* tertinggi yang dihasilkan perusahaan manufaktur pada periode tersebut sebesar 1.0678 yang dihasilkan oleh Ever Shine Textile Industry Tbk dan *return* terendah dihasilkan oleh Delta Dunia Petroindo Tbk sebesar -1.3863. Sedangkan rata-rata *net income* yang dihasilkan perusahaan manufaktur selama periode tersebut sebesar 82.980.000.000 rupiah. *Net income* tertinggi dihasilkan oleh Astra International Tbk sebesar 5,457,285,000,000 rupiah dan *net income* terendah dihasilkan oleh Polysindo Eka Perkasa Tbk sebesar -2.314.797.000.000 rupiah. Sedangkan untuk pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS sepanjang periode Januari 2003 sampai Desember 2006 berkisar antara 8.279 sampai 10.310 rupiah per dolar. Dan untuk pergerakan nilai tukar Euro sepanjang periode tersebut berkisar antara 9296 sampai 12652 rupiah per 1 Euro. Sedangkan Yen Jepang pergerakannya berkisar antara 69 sampai 92 rupiah per 1 Yen.

IV.2. Hasil Estimasi Output : Regresi Net Income

IV.2.1. Pemilihan Model

IV.2.1.1. Regresi Net Income untuk Perusahaan Eksportir

Model yang dipilih untuk regresi net income pada perusahaan eksportir adalah *random effect*. Pemilihan model ini dilakukan melalui pertimbangan pemilihan pendekatan panel data yakni :

a. Chow Test (Fixed vs Common)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model Pooled Least Square (H0) atau Model Fixed Effect (H1).

$$\text{Chow} = \frac{(\text{RRSS}-\text{URSS}) / (\text{N}-1)}{(\text{URSS} / [\text{NT}-\text{N}-\text{K}])}$$

Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan Chow Test sebagai berikut :

Tabel 4.2
Perhitungan Stastisik Uji Chow

Chow Test	Net Income
RRSS	865.0011
URSS	270.0751
N	26
T	16
K	3
F Stat (Chow)	34.0996
F Tabel	0.578272

Dari hasil perhitungan *chow test* diatas menunjukkan bahwa nilai *F-Stat* lebih besar dari *F-Tabel*. Pada tingkat keyakinan 95%, nilai *F-Stat* (34,0996) lebih besar dari *F-Tabel* (0,57872) maka hipotesis nol ditolak, sehingga pendekatan yang digunakan adalah *Fixed Effect*. Selain uji Chow juga dilakukan uji Hausman untuk memilih antara model *Fixed Effect* dan *Random Effect*.

b. Hausman Test (Random vs Fixed)

Pengujian hausman digunakan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model Random Effect (H0) dengan Model Fixed Effect (H1). Dengan menggunakan bahasa pemograman pengujian tes hausman pada Eviews 4.1, diperoleh output sebagai berikut:

Tabel 4.3
Hasil Uji Hausman

Chi-square (3 d.f.)	0.0319754
p-value	0.9984938

Dari output yang didapat menunjukkan nilai p-value hausman (0,9984938) lebih besar dari probabilitas α (0,05) maka hipotesis nol diterima. Sehingga model yang digunakan adalah *Random Effect*. Hal ini juga diperkuat oleh pendapat beberapa ahli ekonometrika yang dijelaskan dalam buku Nachrowi (Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika; 318), bahwa jika data panel mempunyai jumlah individu (N) lebih besar dari jumlah waktu (T) maka model *random effect* yang dapat digunakan. Dalam model ini, jumlah individu sebanyak 26 perusahaan (N) dan jumlah waktu (T) sebanyak 16 sehingga model *random effect* lebih tepat untuk digunakan.

Berdasarkan hasil pengujian data panel yang terdiri dari Chow test dan Hausman test maka dapat disimpulkan bahwa pemilihan model yang tepat untuk model regresi net income pada perusahaan eksportir adalah menggunakan *Random Effect*.

Tabel 4.4
Hasil Regresi Net Income Perusahaan Eksportir
Model Random Effect

Variabel Dependen : Net Income	
Variabel Independen	Coefficient
USD	4.257098
EURO	1.548616
JPY	-3.712483
R-squared	0.670904
Adjusted R-squared	0.667314
S.E. of regression	1.020913
Durbin-Watson stat	1.150743

IV.2.1.2. Regresi Net Income untuk Perusahaan Non Eksportir

Model regresi untuk perusahaan non eksportir yang dipilih adalah *random effect*. Pemilihan pendekatan *random effect* ini didasarkan pertimbangan pendekatan data panel sebagai berikut:

a. Chow Test (Fixed vs Common)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model Pooled Least Square (H0) atau Model Fixed Effect (H1).

$$\text{Chow} = \frac{(\text{RRSS}-\text{URSS})/(\text{N}-1)}{(\text{URSS}/[\text{NT}-\text{N}-\text{K}])}$$

Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan *Chow Test* sebagai berikut :

Tabel 4.5
Perhitungan Statistik Uji Chow

Chow Test	Net Income
RRSS	4239.857
URSS	905.18
N	75
T	16
K	3
F Stat (Chow)	55.8573029
F Tabel	0.74033391

Output yang didapatkan dari hasil perhitungan *Chow Test* diatas menunjukkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, nilai *F-Stat* (55,8573) lebih besar dari *F-Tabel* (0,74033) maka hipotesis nol ditolak sehingga pendekatan yang digunakan adalah model *fixed effect*. Sedangkan dari uji hausman diperoleh hasil sebagai berikut.

b. Hausman Test (Random vs Fixed)

Pengujian hausman digunakan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model Random Effect (H0) dengan Model Fixed Effect (H1). Dengan menggunakan bahasa pemograman pengujian tes hausman pada Eviews 4.1, diperoleh output sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Hausman

Chi-square (3 d.f.)	0.0620072
p-value	0.9959690

Berdasarkan output diatas, nilai *chi square p-value* (0,9959690) lebih besar dari probabilitas α (0,05) maka hipotesis nol diterima. Sehingga model yang digunakan adalah model *random effect*. Hal ini diperkuat oleh pendapat beberapa ahli ekonometrika yang dijelaskan dalam buku Nachrowi (Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika; 318), bahwa jika data panel mempunyai jumlah individu (N) lebih besar dari jumlah waktu (T) maka model random effect yang digunakan. Dalam model ini, jumlah individu (N) sebanyak 75 perusahaan dan jumlah waktu (T) sebanyak 16 sehingga model *random effect* lebih tepat untuk digunakan.

Oleh karena itu, berdasarkan hasil pengujian data panel yang terdiri dari *Chow Test* dan *Hausman Test* maka dapat disimpulkan bahwa pemilihan model yang tepat untuk model regresi net income untuk perusahaan non eksportir adalah menggunakan model *random effect*.

Tabel 4.7
Hasil Regresi Net Income Perusahaan Non Eksportir
Model Random Effect

Variabel Dependen : Net Income	
Variabel Independen	Coefficient
USD	-1.021771
EURO	-2.455091
JPY	3.653233
R-squared	0.771790
Adjusted R-squared	0.770991

S.E. of regression	1.064098
Durbin-Watson stat	1.169261

IV.2.2. Pengujian Asumsi

a. Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah suatu gejala dalam melakukan regresi dimana terdapat hubungan linear antara beberapa atau keseluruhan variabel penjelas dari suatu model regresi. Gejala multikolinearitas dalam persamaan regresi dapat dideteksi dari nilai koefisien korelasi antar variabel bebas yang tinggi mendekati satu. Namun menurut Gujarati dalam buku *Basic Econometrics*, permasalahan multikolinearitas telah dapat terselesaikan dalam data panel artinya data panel dapat menjadi solusi jika data mengalami multikolinearitas. Karena model yang dipakai dalam skripsi ini adalah data panel maka masalah multikolinearitas tersebut sudah dapat diatasi oleh penggunaan model data panel. Sehingga pengujian multikolinearitas tidak dibutuhkan lagi.

b. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah suatu keadaan dalam suatu persamaan regresi berganda, dimana model dari persamaan tidak memiliki varians yang konstan. Untuk melihat apakah data bersifat heteroskedastis atau tidak dapat dilihat dari nilai *adjusted R squared*. Apabila nilai *adjusted R² weighted* lebih besar dari *R² unweighted* maka model teridentifikasi mengandung heteroskedastisitas. Menurut Gujarati untuk permasalahan heteroskedastisitas dapat diatasi dengan memberi perlakuan *cross section weight* dan *white-heteroskedasticity-consistent covariance* untuk mengantisipasi data yang tidak homoskedastis. Mengingat data yang diuji merupakan *data cross section*, maka dicurigai terdapat heteroskedastisitas. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi adanya heteroskedastisitas regresi diberi perlakuan *cross section weight* dan *white heteroskedasticity-consistent covariance*.

c. Autokorelasi

Uji keberadaan autokolerasi dapat dilakukan dengan melihat nilai statistik *Durbin-Watson*. Ketika nilai *DW-stat* mendekati 2, maka tidak ada autokolerasi. Berdasarkan hasil estimasi output di atas, nilai *DW-stat* untuk perusahaan eksportir dan non eksportir adalah 1,150743 dan 1,169261. Sehingga dideteksi masih terdapat autokorelasi dalam model. Namun menurut Gujarati, untuk model *Generalized Least Square* (GLS), permasalahan autokorelasi tidak akan mempengaruhi signifikansi dari output yang dihasilkan. Hal ini dikarenakan model GLS sudah menyertakan parameter autokorelasi dalam menghitung outputnya. Permasalahan autokorelasi hanya menjadi penting jika model menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Karena model yang digunakan pada regresi net income untuk perusahaan eksportir dan non eksportir adalah model *Generalized Least Square* (GLS), maka masalah autokorelasi dapat diabaikan.

IV.2.3. Uji Kriteria Statistik

1. Persamaan Regresi Secara Keseluruhan

Dari hasil regresi pada lampiran 7 dan 8, terlihat bahwa model secara signifikan mampu menjelaskan hubungan antara variabel *net income* (sebagai variabel dependen) dengan variabel nilai tukar Dolar AS, Euro dan Yen (sebagai variabel independen). Hal ini terlihat dari probabilitas *F-stat* yang lebih kecil dari 0,05. Sehingga dapat terbukti bahwa perubahan nilai tukar Dolar AS, Euro dan Yen secara bersama-sama dapat mempengaruhi perubahan *net income* secara signifikan selama periode 2003-2006.

2. Pengujian *R squared* dan *Adjusted R squared*

Berdasarkan lampiran 3 dan 4, model regresi untuk perusahaan eksportir dan non eksportir ini memiliki nilai *R squared* sebesar 67,0904% dan 77,1790% serta *adjusted R squared* sebesar 66,67314% dan 77,099%, yang artinya pergerakan kurs Dolar AS, Euro dan Yen mampu menjelaskan perilaku dari *net income* dengan baik.

3. Uji Signifikansi Untuk Masing-masing variabel Bebas

Sesuai dengan hasil regresi perusahaan eksportir pada lampiran 3, kurs Dolar AS berpengaruh signifikan dan positif terhadap *net income* yaitu sebesar 4,257098. Ini berarti depresiasi nilai rupiah terhadap Dolar AS sebesar 1% maka nilai *net income* akan meningkat sebesar 4,257098. Kurs Yen berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *net income* yaitu sebesar -3,712483 dengan tingkat keyakinan 95%. Berarti depresiasi nilai tukar Rupiah terhadap Yen sebesar 1% akan menurunkan *net income* sebesar 3,712483. Sedangkan kurs Euro tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan *net income* sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan *net income* pada perusahaan eksportir dalam periode tersebut.

Sedangkan untuk hasil regresi perusahaan non eksportir pada lampiran 4, kurs Euro berpengaruh signifikan dan positif terhadap *net income* yaitu sebesar 3,653233. Ini berarti depresiasi nilai Rupiah terhadap Euro sebesar 1% akan meningkatkan *net income* sebesar 3,653233. Kurs Yen berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *net income* yaitu sebesar -2,455091 dengan tingkat keyakinan 95%. Ini berarti depresiasi nilai Rupiah terhadap Yen sebesar 1% akan menurunkan *net income* sebesar 2,455091. Sedangkan kurs Dolar AS tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan *net income* sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan *net income* pada perusahaan non eksportir selama periode 2003-2006.

IV.3. Hasil Estimasi Output : Regresi Return Saham

IV.3.1. Pemilihan Model

IV.3.1.1. Regresi Return Saham untuk Perusahaan Eksportir

Model regresi return untuk perusahaan eksportir yang dipilih adalah *pooled least square*. Pemilihan pendekatan *pooled least square* didasarkan pertimbangan pendekatan data panel sebagai berikut:

a. Chow Test (Fixed Vs Common)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model Pooled *Least Square* (H0) atau Model *Fixed Effect* (H1).

$$\text{Chow} = \frac{(\text{RRSS}-\text{URSS}) / (N-1)}{(\text{URSS} / [\text{NT}-\text{N}-\text{K}])}$$

Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan *Chow Test* sebagai berikut :

Tabel 4.8
Perhitungan Statistik Uji Chow

Chow Test	Return
RRSS	53.955053
URSS	53.724271
N	26
T	47
K	3
F Stat	0.20499
F tabel	0.582418

Output yang didapatkan dari hasil perhitungan *Chow Test* menunjukkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, nilai *F Stat* (0,2049) lebih kecil dari *F Tabel* (0,582418) maka hipotesis nol diterima, sehingga pendekatan yang digunakan adalah *Pooled Least Square*. Hal ini diperkuat oleh hasil uji *Lagrange Multiplier (LM)* berikut ini.

b. Lagrange Multiplier Test (PLS vs Random)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara model *pooled least square* (H0) atau model *random effect* (H1). Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan uji LM sebagai berikut :

Tabel 4.9
Perhitungan Statistik Uji Lagrange Multiplier (LM)

$\sum \hat{e}_i^2$	0.00491
$\sum \sum e^2_{it}$	53.95505
N	26

T	47
2(T-1)	92
T ²	2209
NT/2(T-1)	14.30435
T ² Σêi ²	10.84676
(T ² Σêi ² /ΣΣe ² it - 1) ²	0.63835
LM	9.13118
Chi Table	>927.594386101887

Output yang didapatkan dari hasil perhitungan *LM test* menunjukkan bahwa pada tingkat keyakinan 95% nilai statistik *LM* (9,13118) lebih besar dari *Chi Table* maka hipotesis nol diterima sehingga model panel yang digunakan adalah *pooled least square*.

Oleh karena itu, berdasarkan hasil pengujian data panel yang terdiri dari *Chow Test* dan *LM test* maka dapat disimpulkan bahwa pemilihan model yang tepat untuk model regresi return saham untuk perusahaan eksportir adalah model *pooled least square*.

Tabel 4.10
Hasil Regresi Return Perusahaan Eksportir
Model Pooled Least Square

Variabel Dependen : Return	
Variabel Independen	Coefficient
USD	-0.676763
EURO	0.013832
JPY	0.115746
R-squared	0.004153
Adjusted R-squared	0.001876
S.E. of regression	0.202791
Durbin-Watson stat	2.425486

IV.3.1.2. Regresi Return Saham untuk Perusahaan Non Eksportir

Model regresi return untuk perusahaan non eksportir yang dipilih adalah *pooled least square*. Pemilihan pendekatan *pooled least square* didasarkan pertimbangan pemilihan model pendekatan data panel sebagai berikut :

a. Chow Test (Fixed vs Common)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model *Pooled Least Square* (H0) atau Model *Fixed Effect* (H1).

$$\text{Chow} = \frac{(\text{RRSS}-\text{URSS})/(\text{N}-1)}{(\text{URSS}/[\text{NT}-\text{N}-\text{K}])}$$

Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan *Chow Test* sebagai berikut :

Tabel 4.11
Perhitungan Statistik Uji Chow

Chow Test	Return
RRSS	123.4135
URSS	121.8638
N	75
T	47
K	3
F Stat	0.5923
F Tabel	0.743995

Output yang didapat dari hasil perhitungan *Chow Test* menunjukkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, nilai *F Stat* (0,5923) lebih kecil dari *F Tabel* (0,743995) maka hipotesis nol diterima, sehingga pendekatan yang digunakan adalah *Pooled Least Square*. Hal ini juga diperkuat oleh uji *Lagrange Multiplier* (LM).

b. Lagrange Multiplier Test (PLS vs Random)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model apakah yang akan digunakan antara Model *pooled least square* (H0) atau Model *random effect* (H1). Berdasarkan hasil estimasi, didapatkan perhitungan uji LM sebagai berikut :

Tabel 4.12
Perhitungan Statistik Uji Lagrange Multiplier (LM)

$\sum \hat{e}_i^2$	6.36794E-14
$\sum \sum e^2_{it}$	68.98634602
N	75
T	47
$2(T-1)$	92
T^2	2209
$NT/2(T-1)$	40.86957
$T^2 \sum \hat{e}_i^2$	0.00000

$(T^2 \sum \hat{e}_i^2 / \sum \sum e^2_{it} - 1)^2$	1.00000
LM	38.31522
Chi Table	>927.594386

Output dari hasil perhitungan LM menunjukkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, nilai *LM statistik* (38,31522) lebih kecil dari *Chi Table* maka hipotesis nol diterima, sehingga pendekatan yang digunakan adalah *pooled least square*.

Tabel 4.13
Hasil Regresi Return Perusahaan Non Eksportir
Model Pooled Least Square

Variabel Dependen : Return	
Variabel Independen	Coefficient
USD	-0.875485
EURO	-0.003927
JPY	0.050241
R-squared	0.028135
Adjusted R-squared	0.027357
S.E. of regression	0.181066
Durbin-Watson stat	2.227826

IV.3.2. Pengujian Asumsi

1. Multikolinearitas

Permasalahan multikolinearitas dalam buku *Basic Econometrics* telah dapat terselesaikan dalam data panel artinya data panel dapat menjadi solusi jika data mengalami multikolinearitas. Karena model yang dipakai dalam skripsi ini adalah data panel maka masalah multikolinearitas tersebut dapat diatasi. Sehingga pengujian multikolinearitas tidak dibutuhkan lagi.

2. Heteroskedastisitas

Menurut Gujarati untuk permasalahan heteroskedastisitas dan otokorelasi dapat diatasi dengan metode GLS (*Generalized Least Square*) sehingga model tersebut diberikan perlakuan *white-heteroskedasticity-consistent covariance* untuk mengantisipasi data yang tidak homoskedastis.

Model teridentifikasi mengandung heteroskedastisitas jika nilai *R squared* regresi panel metode *cross section weighted* lebih besar dari nilai *R squared* regresi panel awal. Hasil regresi return untuk perusahaan non eksportir teridentifikasi mengandung heteroskedastisitas, hal ini dibuktikan dengan nilai *R squared* metode *cross section weighted* (0,028135) lebih besar dari nilai *R squared* regresi panel awal (0,016869). Ini berarti dalam model panel terdapat pelanggaran asumsi heteroskedastisitas. Pelanggaran asumsi ini dapat ditreatment dengan menggunakan hasil regresi panel metode *cross section weighted*. Sedangkan untuk perusahaan eksportir tidak mengandung heteroskedastis karena nilai *R squared cross section weighted* (0,00085) lebih kecil dari *R squared* awal (0,004153).

3. Autokolerasi

Uji keberadaan autokolerasi dapat dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson stat*. Ketika nilai *DW-stat* mendekati 2, maka tidak ada autokolerasi. Berdasarkan hasil estimasi output di atas, nilai *DW-stat* untuk perusahaan eksportir dan non eksportir adalah 2,425486 dan 2,227826, nilai tersebut termasuk dalam *zone of indecision* ($2,220 \leq DW \leq 2,429$) ini mengindikasikan bahwa autokorelasi tidak dapat diketahui.

IV.3.3. Uji Kriteria Statistik

1. Persamaan Regresi secara Keseluruhan

Dari lampiran 5 dan 6 terlihat bahwa model regresi *return* non eksportir secara signifikan mampu menjelaskan hubungan antara variabel *return* (sebagai variabel dependen) dengan variabel nilai tukar Dolar AS, Euro dan Yen (sebagai variabel independen). Hal ini terlihat dari probabilitas *F-stat* yang lebih kecil dari 0,05. Sehingga dapat terbukti bahwa perubahan nilai tukar Dolar AS, Euro dan Yen secara bersama-sama

dapat mempengaruhi perubahan *return* saham secara signifikan selama periode 2003-2006. Sedangkan untuk perusahaan eksportir, perubahan nilai tukar tidak mempengaruhi perubahan *return* selama periode 2003-2006. Hal ini terlihat dari Probabilitas F-Stat yang lebih besar dari 0,05 yakni 0,140935.

2. Pengujian *R squared* dan *Adjusted R squared*

Berdasarkan lampiran 5 dan 6, model ini memiliki nilai R^2 sebesar 0,415 % dan 2,8135 % serta *Adjusted R²* sebesar 0,1876% dan 2,7357%, yang artinya pergerakan kurs Dolar AS, Euro dan Yen hanya sedikit menjelaskan perilaku dari *return* saham perusahaan manufaktur.

3. Uji Signifikansi Untuk Masing-masing variabel Bebas

Berdasarkan tabel regresi perusahaan eksportir, dengan tingkat keyakinan 95% didapat bahwa ketiga variabel kurs tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return*. Sedangkan untuk perusahaan non eksportir, pada tingkat keyakinan 95%, hanya kurs Dolar AS yang memiliki pengaruh signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur. Kurs Dolar AS memiliki hubungan negatif dengan *return* sebesar -0,875485. Artinya depresiasi nilai rupiah terhadap dollar sebesar 1% akan menurunkan *return* saham perusahaan non eksportir sebesar 0.875485. Sedangkan kurs Yen dan Euro tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan *return* sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan *return* perusahaan non eksportir selama periode 2003-2006.

IV.4. Analisa Pengaruh Nilai Tukar

IV.4.1 Pengaruh Nilai Tukar terhadap Net Income

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum terdapat pengaruh yang signifikan dari perubahan nilai tukar mata uang terhadap *net income* perusahaan manufaktur baik eksportir maupun non eksportir. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas *F-stat* yang sama dengan nol (lebih kecil dari $\alpha = 0,05$). Selain itu juga terlihat dari signifikannya nilai probabilitas *t-stat* dari variabel kurs Dolar AS dan Yen untuk perusahaan eksportir serta variabel kurs Yen dan Euro pada perusahaan non eksportir.

Hal ini berarti bahwa perubahan nilai tukar mata uang berpengaruh terhadap *net income* perusahaan manufaktur baik pada perusahaan eksportir maupun non eksportir. Pengaruhnya (negatif atau positif) terhadap *net income* berbeda-beda untuk setiap mata uang. Kurs Yen berpengaruh negatif pada *net income* perusahaan manufaktur baik eksportir maupun non eksportir artinya jika nilai tukar Rupiah terhadap Yen mengalami pelemahan (depresiasi) maka akan menurunkan *net income* perusahaan manufaktur. *Net income* merupakan proksi dari profitabilitas perusahaan, sehingga dapat dikatakan perubahan nilai tukar Yen berpengaruh negatif pada *net income* perusahaan manufaktur. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Christopher F Baum yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh perubahan nilai tukar. Kurs Dolar AS berpengaruh positif pada *net income* perusahaan eksportir artinya jika nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS mengalami pelemahan (depresiasi) maka akan meningkatkan *net income* perusahaan eksportir. Hal ini juga sesuai dengan penelitian Bodnar (2000) bahwa depresiasi dari nilai tukar domestik akan meningkatkan *profit* perusahaan eksportir. Sedangkan kurs Euro berpengaruh positif pada *net income* perusahaan non eksportir artinya jika nilai tukar rupiah terhadap Euro mengalami pelemahan (depresiasi) maka akan meningkatkan *net income* perusahaan non eksportir. Menurut teori ekonomi klasik, hal ini kemungkinan dikarenakan depresiasi membawa

dampak pada perusahaan manufaktur untuk lebih kompetitif dalam meningkatkan pangsa pasarnya sehingga meningkatkan *profit* perusahaan.

Menurut teori *Portfolio Balance* dan *Balance of Payment* (Shapiro, 1996), pada perusahaan yang berorientasi ekspor, dengan adanya depresiasi mata uang rupiah perusahaan akan mendapatkan keuntungan karena pendapatan yang berasal dari luar negeri akan menjadi lebih besar jika ditukarkan dengan rupiah. Sehingga laba perusahaan eksportir akan meningkat. Sedangkan untuk perusahaan non eksportir, melemahnya mata uang rupiah akan melemahkan daya beli masyarakat domestik yang berakibat pada penurunan pendapatan perusahaan dan pada akhirnya menurunkan laba perusahaan.

IV.4.2. Pengaruh Nilai Tukar terhadap Return Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari perubahan nilai tukar mata uang terhadap *return* saham perusahaan eksportir selama periode 2003-2006. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas *F-stat* yang lebih besar dari 0,05 yakni 0,140935. Selain itu juga terlihat dengan tidak signifikannya nilai probabilitas *t-stat* dari ketiga variabel kurs (USD, Euro dan Yen) terhadap *return* saham perusahaan eksportir.

Sedangkan untuk perusahaan non eksportir, menunjukkan ada pengaruh yang signifikan dari perubahan nilai tukar mata uang terhadap *return* saham perusahaan non eksportir selama periode 2003-2006. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas *F-stat* yang lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,00. Selain itu juga ditunjukkan dengan signifikannya nilai probabilitas *t-stat* dari variabel Dolar AS terhadap *return* saham perusahaan non eksportir. Sehingga dapat dikatakan bahwa perubahan nilai tukar (USD) berpengaruh negatif

terhadap return saham perusahaan non eksportir. Artinya jika nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS mengalami pelemahan (depresiasi) maka akan menurunkan *return* saham perusahaan non eksportir.

Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan manufaktur di Indonesia, perubahan nilai tukar hanya berpengaruh pada *return* saham perusahaan non eksportir. Sedangkan pada perusahaan eksportir perubahan nilai tukar tidak mempengaruhi *return* saham. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mao dan Kao (1990) serta Bortov dan Bodnar (1992) yang mengatakan bahwa *return* perusahaan eksportir lebih sensitif terhadap perubahan valuta asing dibandingkan perusahaan non eksportir. Hal ini kemungkinan dikarenakan produk dari perusahaan eksportir manufaktur memiliki elastisitas harga sama dengan nol. Artinya permintaan terhadap barang komoditas manufaktur Indonesia tidak terpengaruh oleh harga sehingga jika terjadi perubahan nilai tukar yang berpengaruh pada perubahan harga tidak akan mempengaruhi permintaan karena kemungkinan produk manufaktur Indonesia sangat dibutuhkan atau tidak memiliki substitusi yang lain. Ini berarti perubahan nilai tukar tidak mempengaruhi net income perusahaan eksportir, yang berakibat pada tidak terpengaruhnya harga dan return saham perusahaan eksportir. Namun sejalan dengan penelitian Bartram (2007) bahwa setidaknya terdapat satu mata uang yang mempengaruhi return saham perusahaan non eksportir. Melemahnya nilai tukar rupiah akan menurunkan daya beli masyarakat domestik, sehingga pendapatan perusahaan non eksportir akan menurun, yang berakibat pada penurunan harga saham dan akhirnya menurunkan return saham perusahaan tersebut. Sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur non eksportir termasuk perusahaan importir karena masih dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar.

IV.4.3. Hubungan antara variabel kurs US Dollar, Euro dan Yen dengan Net Income

Tabel 4.14

Hubungan Kurs dengan Net Income

Eksportir				Non Eksportir		
Variabel	Resulted Sign	t-test	Coefficient	Resulted Sign	t-test	Coefficient
USD	+	2.228522	4.257098	0	-0.907042	-1.021771
EUR	0	1.127458	1.548616	+	4.589436	3.653233
JPY	-	-2.517024	-3.712483	-	-2.826662	-2.455091
Note:						
0 : Tidak mempengaruhi net income						
+ : Berhubungan positif dengan net income						
- : Berhubungan negatif dengan net income						

Berdasarkan uji t-statistik dan uji arah pada tabel diatas, dapat diketahui bahwa kurs Dolar AS memiliki hubungan yang signifikan dan positif terhadap *net income* perusahaan eksportir. Ini berarti jika nilai tukar rupiah terhadap dollar mengalami depresiasi sebesar 1% maka akan meningkatkan *net income* perusahaan eksportir sebesar 4,257098. Sedangkan pada perusahaan non eksportir kurs Dolar AS tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *net income*. Kurs Euro memiliki hubungan yang signifikan dan positif dengan *net income* perusahaan non eksportir. Artinya jika nilai tukar rupiah terhadap Euro mengalami depresiasi sebesar 1% maka akan meningkatkan *net income* perusahaan non eksportir sebesar 1.548616. Sedangkan pada perusahaan non eksportir kurs Euro tidak berhubungan signifikan. Kurs Yen memiliki hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *net income* perusahaan manufaktur baik eksportir dan non eksportir. Ini berarti apabila nilai tukar rupiah terhadap Yen mengalami depresiasi sebesar 1% maka akan menurunkan *net income* perusahaan eksportir sebesar 3.712483 dan non eksportir sebesar 2.455091. Sehingga dapat disimpulkan bahwa mata uang yang paling berpengaruh terhadap *net income* perusahaan eksportir manufaktur adalah Dolar AS. Sedangkan pada perusahaan non eksportir mata uang yang paling berpengaruh terhadap *net income* adalah Euro. Hal ini dikarenakan pengaruh dari perubahan nilai tukar tersebut pada *net income* lebih besar dibanding mata uang yang lain.

Dolar AS, Yen dan Euro termasuk dalam *hard currency* yaitu mata uang yang nilainya relatif stabil. Depresiasi dari nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, Yen dan Euro akan mempengaruhi harga barang ekspor dan impor. Jika barang yang diimpor menggunakan denominasi ketiga mata uang tersebut dan merupakan barang yang dipakai dalam proses produksi maka akan meningkatkan biaya produksi sehingga akan menurunkan *net income* dari perusahaan manufaktur.

Depresiasi dari nilai tukar rupiah terhadap Dolar AS, Yen dan Euro secara tidak langsung juga akan meningkatkan nilai ekspor perusahaan manufaktur dengan denominasi ketiga mata uang tersebut. Hal ini karena produk manufaktur dari Indonesia menjadi lebih murah dibanding produk asing sehingga masyarakat asing cenderung mengkonsumsi produk manufaktur dari Indonesia.

IV.4.4 Hubungan antara variabel kurs US dollar, Euro dan Yen dengan Return Saham

Tabel 4.15
Hubungan Kurs dengan Return

Eksportir				Non Eksportir		
Variabel	Resulted Sign	t-test	Coefficient	Resulted Sign	t-test	Coefficient
USD	0	-1.744179	-0.676763	-	-11.81493	-0.875485
EUR	0	0.442737	0.115746	0	0.967692	0.050241
JPY	0	0.048155	0.013832	0	-0.06902	-0.003927
Note:						
0 : Tidak mempengaruhi return						
+ : Berhubungan positif dengan return						
- : Berhubungan negatif dengan return						

Berdasarkan tabel diatas, Kurs Euro dan Yen tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham perusahaan manufaktur baik eksportir maupun non eksportir. Hanya kurs Dolar AS yang memiliki hubungan signifikan dan negatif terhadap *return* saham perusahaan non eksportir. Artinya jika nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS