

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### II.1. Investasi

Investasi adalah suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh pendapatan atau peningkatan atas nilai investasi awal (modal). Tujuan dari investasi (Bodie, 2005) adalah memaksimalkan imbal hasil (*return*) yang diharapkan dalam batas resiko yang diterima.

Menurut Fisher dan Jordan (1995, hal 2) Investasi adalah : *“An Investment is a commitment of funds made in the expectation of some positive return”*. Sementara menurut Bruce (2003, hal 1) pengertian investasi yaitu : *“Investment is an initial forfeit of something we value in exchange for the anticipated benefit of getting back more than we put in”*.

#### II.2. Return

##### II.2.1. Rate of return

Menurut Jones (1997, hal 139), tingkat pengembalian hasil terdiri dari beberapa komponen yaitu:

1. *Yield is the periodic cash flow (or income) on the investment, either interest or dividends.*
2. *Capital gains (loss) is the change in price on a security over some period of time.*

Adapun formulasi rate of return menurut Horne (1998, hal 90) yaitu :

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D_0}{P_0}$$

Dimana :

R : Rate of return

$D_0$ : Penerimaan dividen pada awal investasi

$P_0$ : Harga saham pada awal periode

$P_1$ : Harga saham pada akhir periode

### II.2.2. Expected Rate of Return

Merupakan pendapatan yang diharapkan yaitu rata-rata tertimbang dari semua tingkat pengembalian yang mungkin dengan mempergunakan probabilitas sebagai penimbang. Menurut Weston dan Copeland (1992, hal 396), *expected rate of return* merupakan : *the mean, or average, return is defined as the probability of observing each rate of return*. Adapun formulasi *expected rate of return* adalah

$$E(R_i) = \sum_{t=1}^N P_i R_i$$

Dimana :

$E(R_i)$  : *Expected Rate of Return*

$R_i$  : *Rate of return* pada periode  $i$

$P_i$  : Peluang terjadinya peristiwa ke  $i$

$N$  : Jumlah peristiwa yang terjadi

### II.3. Resiko

Setiap kegiatan investasi selalu disertai dengan resiko. Resiko timbul akibat adanya ketidakpastian terhadap sesuatu yang diharapkan. Menurut Levy dan Sarmat (1994, hal 216) resiko didefinisikan sebagai keadaan dimana *profit* yang akan terjadi tidak diketahui

sebelumnya secara pasti. Sedangkan menurut Jogiyanto (2002, hal 124), resiko merupakan penyimpangan atau deviasi dari hasil yang diterima dengan yang diekspektasikan.

Manurung (2003) resiko yang dihadapi oleh investor di pasar modal pada prinsip berkaitan dengan terjadinya variasi atau pergerakan harga (*price volatility*). Resiko tersebut diantaranya adalah :

- a. Resiko daya beli (*purchasing power risk*) yaitu resiko yang berkaitan dengan adanya inflasi yang menyebabkan nilai riil pendapatan menjadi lebih kecil dan daya beli menjadi berkurang
- b. Resiko bisnis (*business risk*) yaitu resiko yang disebabkan oleh menurunnya kemampuan perusahaan memperoleh laba yang akhirnya mengurangi kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan dividen
- c. Resiko suku bunga (*interest rate risk*) yaitu resiko yang disebabkan oleh arah pergerakan suku bunga yang berlawanan dengan harga-harga sekuritas pasar modal
- d. Resiko pasar (*market risk*) yaitu kondisi pasar yang mempengaruhi harga-harga sekuritas. Apabila kondisi pasar sedang lesu (*bearish*) maka harga saham secara keseluruhan akan cenderung mengalami penurunan.
- e. Resiko likuiditas (*liquidity risk*) yaitu resiko yang berkaitan dengan kemampuan sekuritas untuk diperjualbelikan dan diubah menjadi kas.

Sementara menurut Lukas (1994, hal 4) resiko investasi dibagi menjadi dua yaitu:

1. Resiko sistematis (*systematic risk*)

Merupakan resiko yang disebabkan oleh faktor-faktor yang secara bersamaan mempengaruhi semua harga aset. Resiko sistematis terbagi atas *market risk*, *interest rate risk*, *purchasing power risk*.

## 2. Resiko non sistematis (*unsystematic risk*)

Merupakan resiko yang bersifat unik dari suatu perusahaan atau suatu industri. Resiko ini disebabkan oleh kejadian atau peristiwa yang dapat dikendalikan oleh perusahaan yang berkaitan dengan kegiatan operasional perusahaan. Adapun faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya resiko non sistematis yaitu : *management risk*, *financial risk* dan *industrial risk*.

### II.4. Nilai Tukar Mata Uang

Menurut teori makro, nilai tukar merupakan suatu perbandingan nilai mata uang negara terhadap mata uang negara lain atau tingkat harga yang disepakati penduduk kedua negara untuk saling melakukan perdagangan. Sedangkan menurut Madura (1995), nilai tukar merupakan harga mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam mata uang negara lainnya. Nilai tukar atau disebut juga dengan *kurs* dibedakan menjadi dua yakni :

1. Kurs Nominal (*nominal exchange rate*) yaitu harga relatif dari mata uang satu negara terhadap negara lain.
2. Kurs Riil (*real exchange rate*) yaitu nilai tukar nominal yang disesuaikan dengan tingkat harga atau rasio harga internasional dengan harga domestik.

$$ER = e \times (P^*/P)$$

Dimana : ER = *real exchange rate*

e = *nominal exchange rate*

P\* = tingkat harga luar negeri

P = tingkat harga domestik

Menurut Adler (2003, hal 35), penguatan atau pelemahan nilai tukar mata uang sangat dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu :

- Permintaan akan valuta asing mengalami kenaikan atau penurunan. Hal ini umumnya terjadi karena adanya kebutuhan untuk membayar hutang yang akan jatuh tempo.
- Penawaran akan valuta asing yang banyak akan mengakibatkan nilai kurs valuta asing tersebut akan melemah dan nilai mata uang domestik menguat. Hal ini dapat terjadi karena hasil ekspor yang terus mengalir dan dananya tidak dialirkan ke luar negeri oleh pihak eksportir
- Tingkat suku bunga. Pengaruh tingkat suku bunga akan mengundang investor untuk menanamkan modalnya di dalam atau di luar negeri, sehingga permintaan valuta asing akan terpengaruh
- Spekulasi yang bermain di valuta asing. Bila para spekulasi ini sudah masuk ke pasar kenaikan atau penurunan kurs dapat berubah seketika dan dapat juga bertahan lama.
- Informasi yang mendukung penawaran dan permintaan valuta asing. Setiap informasi yang berasal dari sumber yang dapat dipercaya oleh investor akan mendorong sentimen investor untuk membeli atau menjual valuta asing.

Menurut Samoelson (1995), nilai tukar valuta asing (*kurs*) adalah harga mata uang asing dalam satuan mata uang domestik. Sedangkan menurut Boediono (1981), perdagangan antara negara dimana masing-masing mempunyai alat tukarnya sendiri mengharuskan adanya angka perbandingan nilai suatu mata uang dengan mata uang lainnya disebut nilai tukar valuta asing. Menurut Salvatore (1997), mata uang dalam valuta asing dibedakan menjadi dua kelompok yaitu:

1. *Hard currency* adalah mata uang yang mempunyai nilai relatif stabil, tidak sering mengalami apresiasi (kenaikkan nilai) atau depresiasi (penurunan nilai) jika dibandingkan dengan mata uang negara lain. *Hard currency* merupakan mata

uang yang dipilih dan digunakan sebagai alat pembayaran dan satuan hitung dalam transaksi ekonomi dan keuangan internasional. Yang termasuk *hard currency* adalah mata uang dari negara-negara industri maju seperti Dolar Amerika Serikat (USD), Yen Jepang (JPY), Euro dan Poundsterling Inggris (GPB).

2. *Soft currency* adalah mata uang lemah yang kurang laku atau jarang digunakan sebagai alat pembayaran atau satuan hitung dalam transaksi ekonomi dan keuangan internasional karena nilainya relatif kurang stabil serta sering terdepresiasi jika dibandingkan dengan mata uang negara lain. *Soft currency* umumnya terdiri dari mata uang negara-negara yang sedang berkembang yang sifatnya sangat sensitif terhadap gejolak politik, perubahan kebijakan ekonomi dan moneter pemerintah negara bersangkutan termasuk terhadap perubahan-perubahan sosial ekonomi internasional.

Menurut teori Eitman (2004), terdapat tiga kebijakan yang dapat dilakukan pemerintah terhadap nilai tukar mata uang negara masing-masing:

- ❖ *Fixed exchange rate* : nilai tukar mata uang suatu negara yang ditetapkan pada suatu nilai terhadap emas, mata uang negara lain, atau rerata tertimbang beberapa mata uang negara lain. Dalam sistem ini pemerintah melakukan intervensi melalui Bank Sentral untuk mengendalikan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing dengan membeli atau menjual mata uang asing agar nilai tukar hanya berfluktuasi pada suatu batas tertentu.
- ❖ *Free floating exchange rate* : nilai tukar mata uang ditentukan oleh permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar dengan asumsi tidak ada campur tangan pemerintah

- ❖ *Managed floating exchange rate* : nilai tukar mata uang ditentukan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar, namun pemerintah melakukan intervensi dari waktu ke waktu. Dalam melakukan intervensi pemerintah tidak menentukan batas atas dan batas bawah sehingga pemerintah dapat memanipulasi nilai tukar pada pasar.

### **Sistem Nilai Tukar di Indonesia**

Indonesia menerapkan 3 bentuk sistem nilai tukar yakni:

1. Nilai Tukar Tetap (1970- November 1978)
2. Nilai Tukar Mengambang Terkendali (November 1978 – Agustus 1997)
3. Nilai Tukar Mengambang Bebas (Agustus 1970 sampai saat ini)

Dalam periode nilai tukar mengambang terkendali ada tiga bentuk sistem nilai tukar yang dipakai yakni sebagai berikut :

1. *Manage Floating I* : Pada periode ini unsur intervensi lebih besar dari unsur mengambangnya, terlihat dari pergerakan nilai tukar nominal yang relatif tetap dan perubahan baru terjadi pada tahun-tahun tertentu disaat pemerintah melakukan intervensi
2. *Manage Floating II* : Periode ini unsur mengambangnya lebih dominan daripada unsur intervensinya. Intervensi dari Bank Sentral semakin dikurangi
3. *Crawling Band* : Pada periode ini unsur mengambangnya lebih ditingkatkan. Dalam periode ini Bank Indonesia terus menerus mendepresiasi rupiah sebesar *inflation differential*. *Crawling Band* merupakan variasi dari sistem nilai tukar mengambang terkendali yang dipakai sebelum krisis. Nilai tukar ditargetkan

bergerak pada suatu kisaran yang disebut *band*. Jika pergerakan kurs mendekati batas atas atau bawah dari *band* maka Bank Indonesia akan melakukan intervensi.

Mekanisme penentuan nilai tukar mata uang antara lain :

1. *International Parity Condition* : harga suatu barang di suatu negara akan sama dengan harga barang tersebut di negara lain, dengan asumsi tidak ada biaya transportasi dan halangan perdagangan sehingga hal tersebut tergambar dalam nilai tukar mata uang negara.
2. *Balance of Payment* : neraca pembayaran suatu negara sangat mempengaruhi nilai tukar mata uang negara tersebut.
3. *Asset approach* : pemegangan aset dengan nilai moneter tertentu oleh investor asing ditentukan oleh faktor-faktor yang mendorong atau menjadi pertimbangan investasi. Hal ini menjadi penentu nilai tukar mata uang suatu negara.

#### **II.4.1. Resiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)**

Merupakan resiko yang muncul karena pergerakan (dengan arah) yang merugikan dari nilai tukar atau resiko yang disebabkan oleh perubahan dari nilai tukar yang tidak diharapkan. Resiko nilai tukar meningkat apabila:

- Perusahaan mengambil posisi dengan jumlah besar dalam valuta asing
- Pasar menjadi lebih fluktuatif (*volatile*)

#### **II.4.2. *Foreign Exchange Exposure***

Eksposur adalah tingkat dimana sebuah perusahaan dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar. *Foreign Exchange Exposure* (Madura, 2006) merupakan sensitivitas dari perubahan nilai real asset, liabilities dan laba operasi perusahaan terhadap perubahan nilai



tukar yang tidak diharapkan. Ukuran exposure ditentukan dari *slope* koefisien regresi yang menjelaskan hubungan sistematis antara perubahan nilai tukar dan nilai perusahaan.

Ketika bisnis menjadi semakin global, perubahan nilai tukar (volatilitas) menjadi penting, meskipun perusahaan beroperasi secara domestik keseluruhan dalam pasar global. Perusahaan harus lebih memperhatikan resiko nilai tukar dan memutuskan untuk melakukan strategi *hedging* untuk mengelola dan mengontrol resiko nilai tukar.

#### **II.4.2.1. Exchange Rate Risk Exposure**

Ada tiga jenis exposure nilai tukar yakni:

- a. *Translation Exposure* merupakan resiko perubahan laporan keuangan perusahaan disebabkan oleh penyesuaian laporan keuangan tersebut terhadap nilai tukar mata uang.
- b. *Transaction Exposure* merupakan perubahan posisi finansial akibat perubahan nilai tukar pada kontrak perusahaan yang mempengaruhi pembayaran atau penerimaan sejumlah tetap mata uang asing di masa yang akan datang.
- c. *Economic Exposure* merupakan perubahan nilai perusahaan akibat perubahan nilai tukar yang tidak diharapkan. Fluktuasi nilai tukar mengakibatkan perubahan nilai *Cash Flow*, *Income Statement* dan *Balance Sheet* perusahaan. *Economic exposure* bergantung pada karakteristik perusahaan dan industri. Untuk Selanjutnya *economic exposure* akan dijelaskan dalam pembahasan tersendiri.

Menurut M. Faisal (Manajemen Keuangan International, Hal. 111), dalam hal pengukuran *exposure* terhadap perubahan-perubahan nilai tukar, terdapat perbedaan utama antara praktek akuntansi dengan realita ekonomi. *Accounting exposure* merupakan hasil dari menyatakan kembali laporan keuangan yang dinyatakan dalam mata uang asing kedalam mata uang lokal. Aset-aset dan hutang-hutang tersebut merefleksikan keputusan-

keputusan masa lalu yang dibuat oleh perusahaan. Sedangkan *Economic exposure* berfokus pada dampak perubahan-perubahan nilai tukar terhadap nilai perusahaan yang diukur dalam *present value* dari seluruh *cash flow* masa datang yang diharapkan.

#### II.4.2.2. *Economic Eksposure*

Semua transaksi di masa depan yang dapat menyebabkan *transaction exposure* juga menyebabkan *economic exposure* karena transaksi ini menggambarkan *cashflow* yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Jadi, *economic exposure* merupakan kombinasi dari *transaction eksposure* dan *operating eksposure*.

**Tabel 2.1**  
**Economic Exposure terhadap Fluktuasi Nilai Tukar**

Transaction that influence the firm's local currency inflows	Dampak apresiasi mata uang lokal pada transaksi	Dampak depresiasi mata uang lokal pada transaksi
Local sales	Decrease	Increase
Firm's exports denominated in local currency	Decrease	Increase
Firms exports denominated in foreign currency	Decrease	Increase
Interest received from investment	Decrease	Increase
<b>Transaction that influence the firm's local currency inflows</b>		
Firm's imported supplies denominate in local currency	No change	No Change
Firm's imported supplies denominate in foreign currency	Decrease	Increase
Interest owed on foreign funds borrowed	Decrease	Increase

##### a. Mengukur *Economic Exposure*

- Sensitivitas *Earning* terhadap nilai tukar

Salah satu metode mengukur *economic exposure* adalah dengan membuat beberapa skenario *income statement* berdasarkan prediksi nilai tukar. Perusahaan membuat prediksi nilai tukar dalam beberapa skenario kemudian dibuat perkiraan *income statement* dari skenario tersebut. Dengan ini perusahaan dapat menilai pengaruh

pergerakan nilai tukar terhadap *earning*. Metode ini berguna bagi perusahaan yang mempunyai beban yang lebih besar daripada pendapatan dalam mata uang asing.

- Sensitivitas *Cash Flow* terhadap nilai tukar

*Economic exposure* dapat juga diukur dengan mengaplikasikan analisa regresi untuk data nilai tukar dan *historical cash flow* seperti berikut :

$$PCF_t = \alpha_0 + \alpha_1 e_1 + \mu_1$$

dimana :

$PCF_t$  = persentase perubahan *cashflow* yang disesuaikan dengan inflasi dalam mata uang domestik (*home currency*)

$e_1$  = persentase perubahan nilai tukar sepanjang periode t

$\mu_1$  = random error

$\alpha_0$  = intercept

$\alpha_1$  = slope koefisien

Setiap dampak dari fluktuasi nilai tukar diukur dengan sensitivitas koefisien regresi. Beberapa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan harga saham sebagai proxi dari nilai perusahaan dan kemudian mengukur bagaimana perubahan harga saham merespon pergerakan nilai tukar.

## II.5. Hubungan Antara Nilai Tukar Dengan Harga Saham

Beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk melihat hubungan antara nilai tukar dan indeks harga saham (Shapiro, 1996) yaitu:

### 1. Pendekatan Neraca Pembayaran (*Balance of Payment Approach*)

Permintaan dan penawaran dalam pasar valuta asing dipengaruhi oleh transaksi antar negara yang meliputi perdagangan barang dan jasa serta transaksi modal. Jika impor lebih besar maka neraca pembayaran akan defisit yang berarti permintaan akan mata uang

asing akan meningkat sehingga menurunkan mata uang domestik dan sebaliknya. Melemahnya mata uang domestik ini akan melemahkan daya beli berakibat pada penurunan pendapatan perusahaan yang pada akhirnya akan menurunkan laba. Penurunan laba ini akan menurunkan nilai perusahaan dan akhirnya menurunkan harga saham perusahaan tersebut.

## 2. Pendekatan Moneter (*Monetary Approach*)

Permintaan dan penawaran dalam pasar valuta asing dipengaruhi oleh faktor-faktor moneter seperti jumlah uang beredar, pendapatan riil, perbedaan suku bunga dan inflasi di kedua negara. Kenaikan supply uang domestik akan menyebabkan kenaikan harga domestik secara proposional dan lewat paritas daya beli (*purchasing power parity*) akan mendorong terjadinya depresiasi mata uang domestik. Penurunan nilai tukar mata uang domestik ini pada akhirnya akan menurunkan pendapatan perusahaan yang berarti juga penurunan harga saham perusahaan tersebut.

## 3. Pendekatan Keseimbangan Portfolio (*Portfolio Balance Approach*)

Dalam pendekatan ini aset dianggap saling menggantikan sempurna dan investor bisa menentukan pilihan investasinya secara bebas. Perubahan kekayaan akan berdampak pada kenaikan permintaan aset finansial dan pemilihan portfolio yang lebih menguntungkan. Kurs valuta asing dan suku bunga harus menyesuaikan agar tercapai keseimbangan portfolio.

Pengaruh nilai tukar akan berbeda pada perusahaan yang berorientasi ekspor. Perusahaan akan mendapat keuntungan dengan adanya depresiasi mata uang rupiah karena pendapatan yang berasal dari luar negeri akan menjadi lebih besar jika ditukarkan dengan rupiah. Bila terjadi kenaikan nilai tukar US dollar terhadap rupiah, perusahaan yang terdaftar di bursa akan mengeluarkan informasi untuk memberikan kompensasi return untuk mengkompensasi kerugian investor asing akibat terdepresiasinya nilai rupiah.

Namun tindakan ini memerlukan waktu, sehingga pada umumnya pasar akan mendiskon harga saham terlebih dahulu sehingga *return* akan meningkat menyamai perubahan nilai kurs US dollar.

## II.6. Pengaruh Nilai Tukar pada Perdagangan International

### a. Teori Paritas Daya Beli (*purchasing power parity*)

Teori ini menyatakan bahwa kurs mata uang antar negara harus mencerminkan nilai perbandingan nilai mata uang satu negara terhadap negara lainnya yang ditentukan oleh daya beli masing-masing negara. Teori paritas daya beli ini menghubungkan kurs valas dengan dengan harga-harga komoditi yang dinyatakan dalam uang lokal di pasar internasional (Baile & McMohan, 1989:16-19). Hubungan antara kurs valas dan harga komoditi dalam doktrin paritas daya beli yaitu kurs valas akan cenderung menurun dengan proporsi yang sama dengan kenaikan harga. Teori ini memiliki dua bentuk yakni

1. Paritas daya beli absolut menyatakan bahwa keseimbangan nilai mata uang dalam negeri terhadap nilai mata uang luar negeri merupakan perbandingan harga absolut dalam dan luar negeri. Teori paritas daya beli ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$S = P / P^*$$

di mana : S = nilai kurs valas

P = tingkat harga dalam negeri

P\* = tingkat harga luar negeri

Teori ini selanjutnya menghasilkan hukum satu harga (*law of one price*) yang menyatakan bahwa untuk satu jenis barang yang sama, maka harga di tempat lain juga harus sama.

2. Paritas daya beli relatif menyatakan bahwa kurs valas merupakan suatu persentase perbandingan perubahan harga absolut dalam negeri terhadap luar negeri. Paritas daya beli relatif ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\% \Delta S = \% \Delta P / \% \Delta P^*$$

Asumsi utama yang mendasari teori paritas daya beli (Kuncoro, 1996: 182) adalah

1. Semua barang merupakan barang yang diperdagangkan di pasar internasional (*tradable goods*) dan tidak ada biaya transportasi
2. Tidak ada hambatan dalam perdagangan internasional
3. Barang dalam negeri dan luar negeri bersifat homogen sempurna untuk masing-masing barang
4. Terdapat kesamaan indeks harga yang digunakan untuk memperhitungkan daya beli mata uang asing dan domestik

#### b. Teori Perdagangan International

Faktor-faktor yang menentukan dalam perdagangan international yaitu ekspor domestik yang berhubungan dengan permintaan negara mitra dagang terhadap barang domestik, dimana hubungan permintaan ini tergantung kepada harga relatif dan pendapatan negara mitra dagang. Persamaan ekspor domestik, diformulasikan sebagai berikut :

$$X_t^* = X_t^*(E, Y^*)$$

dimana :  $Y^*$  = pendapatan riil luar negeri

$E$  = nilai tukar riil

Persamaan ini menyatakan bahwa jika harga relatif dari barang luar negeri meningkat maka penduduk luar negeri akan merubah dari mengkonsumsi barang luar negeri menjadi lebih banyak mengkonsumsi barang luar negeri. Depresiasi mata uang

domestik akan meningkatkan ekspor. Alasannya bahwa jika nilai tukar riil meningkat, barang domestik menjadi lebih murah relatif terhadap barang luar negeri, maka penduduk domestik dan penduduk asing cenderung untuk mengkonsumsi barang domestik.

Perubahan pada nilai tukar akan memberikan perubahan pada ekspor maupun impor tetapi efek perubahan ini tidak pasti tergantung kepada elastisitas keduanya. Perubahan pada impor akan mempengaruhi ekspor secara tidak langsung melalui mekanisme perubahan pada komponen perdagangan yaitu harga dan nilai tukar. Depresiasi pada nilai tukar akan meningkatkan daya saing barang ekspor dan selanjutnya akan mendorong peningkatan nilai ekspor. Di lain pihak volatilitas yang sangat besar akan meningkatkan resiko nilai tukar dan akan mengurangi aliran perdagangan internasional. Kondisi ini secara tidak langsung menyatakan bahwa resiko nilai tukar dapat mempengaruhi perdagangan karena nilai tukar digunakan untuk mengubah pembayaran dalam mata uang asing.

## **II.7. Penelitian Sebelumnya**

Exchange Rate (kurs) merupakan nilai satu mata uang terhadap mata uang lainnya. Apabila kondisi ekonomi suatu negara berubah, maka nilai tukar akan berubah secara substansial. Penurunan dari nilai suatu mata uang disebut depresiasi dan kenaikan dari nilai mata uang disebut apresiasi. Apabila  $S$  merupakan nilai spot rate dan  $S_{t-1}$  merupakan nilai tukar mata uang di waktu sebelumnya, maka presentase perubahan nilai tukar terhadap mata uang asing adalah  $(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$ . Dimana jika nilai persentasenya positif, maka dapat dikatakan bahwa suatu mata uang asing mengalami apresiasi terhadap mata uang lokal, sedangkan jika nilai persentasenya negatif berarti mata uang tersebut mengalami depresiasi.

Beberapa penelitian empiris telah banyak dilakukan untuk menganalisa pengaruh perubahan nilai tukar pada perusahaan. Hasilnya ternyata memperlihatkan bahwa perubahan nilai tukar mempunyai pengaruh yang tidak pasti/beragam (positif atau negatif) terhadap perusahaan (nilai perusahaan dan profitabilitas). Cote (1994) mengevaluasi beberapa penelitian yang telah dilakukan. Ia menunjukkan bahwa hasil penelitian yang beragam mungkin disebabkan oleh beragamnya metodologi penelitian dan asumsi yang digunakan.

Pada tingkat perusahaan, perubahan nilai tukar dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena future cashflow dari perusahaan akan berubah seiring dengan pergerakan nilai tukar. Adler dan Dumas (1984) menunjukkan bahwa sekalipun perusahaan melakukan seluruh kegiatan operasinya di dalam negeri dapat terpengaruh oleh pergerakan kurs, jika harga input dan outputnya dipengaruhi oleh pergerakan suatu mata uang tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa pergerakan kurs bukan hanya mempengaruhi perusahaan yang melakukan kegiatan operasinya di luar negeri, tetapi juga mempengaruhi perusahaan yang melakukan kegiatan operasinya di dalam negeri. Hal ini diperkuat oleh penelitian Yucel dan Kurt. Dimana Yucel dan Kurt melakukan penelitian pada 152 perusahaan yang tercatat pada Istanbul Stock Exchange. Dari hasil penelitian yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa dari 86 exporter company, 16 perusahaan (18%) dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar secara signifikan. Sedangkan dari 66 non eksporter company, hanya dua perusahaan yang secara signifikan dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar.

Dengan menggunakan APT, Chen et. al. (1986) membuktikan bahwa variabel-variabel makro ekonomi memiliki pengaruh yang sistematis terhadap tingkat kembalian (*return*) pasar saham. Branson dan Frankel (1983) meneliti bahwa perubahan harga saham akan mempengaruhi atau dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar mata uang. Fama (1981)



juga mengatakan bahwa ada hubungan implisit antara harga saham dan nilai tukar mata uang asing. Ajayi dan Mougoue (1996) meneliti secara eksplisit hubungan timbal balik antara pasar modal dan pasar valas di 8 negara pasar terbesar dunia yaitu Amerika, Kanada, Inggris, Italy, Jepang, Jerman, Perancis dan Belanda. Dari penelitian tersebut ternyata ada hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara harga saham dan nilai tukar mata uang (*domestic currency value*). Secara signifikan nilai kurs valas mempengaruhi harga saham baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dan secara spesifik hasilnya menjelaskan bahwa peningkatan harga saham agregat memiliki hubungan searah (positif) terhadap nilai tukar mata uang untuk jangka pendek. Sedangkan untuk jangka panjang harga saham agregat memiliki hubungan terbalik (negatif) dengan nilai tukar mata uang domestik terhadap US dollar.

Mao dan Kao (1990) serta Bortov dan Bodnar (1992) mengatakan bahwa return perusahaan eksportir lebih sensitif terhadap perubahan nilai tukar. Bartram (2007) meneliti bahwa perusahaan eksportir lebih sensitif terhadap valuta asing dibandingkan perusahaan non eksportir namun setidaknya terdapat satu mata uang yang mempengaruhi *return* pada perusahaan non eksportir

Untuk Indonesia, terdapat beberapa penelitian yang mencoba untuk menganalisa hubungan antara nilai tukar suatu mata uang dengan harga saham, antara lain adalah penelitian yang dilakukan oleh Gupta dan Chevalier. Dimana mereka menganalisa hubungan antara *interest rate*, kurs dan harga saham di Bursa Efek Jakarta dengan metode ARIMA untuk periode 1993-1997 yang dibagi dalam 3 subperiode. Dari penelitian yang dilakukan, diperoleh kesimpulan bahwa untuk subperiode pertama, terdapat hubungan kausal antara nilai tukar rupiah terhadap US Dollar dan harga Saham. Dimana pengaruh yang diberikan bersifat satu arah dari nilai tukar rupiah terhadap US Dollar ke harga

saham. Sedangkan untuk periode dua dan tiga, tidak terdapat hubungan antara nilai tukar rupiah dan harga saham.

Sakhowi (1999) meneliti tentang pengaruh perubahan nilai tukar rupiah, inflasi dan tingkat bunga terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta yang diwakili oleh 40 saham sampel. Dengan mengambil data bulanan periode pengamatan 1993-1998, digambarkan bahwa *return* saham di BEJ yang diwakili oleh 40 saham sampel dan IHSG dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan nilai tukar rupiah atas US dollar dan perubahan jumlah uang beredar (M2). Adapun nilai *R-squared* ditunjukkan sebesar 0,437 yang berarti model dapat menjelaskan 43,7% variasi perubahan dari return saham. Selain itu, Sakhowi juga meneliti hubungan tersebut atas kelompok industri yang ada di BEJ, dimana hubungan antara *return* saham semua kelompok industri dengan nilai tukar bersifat negatif.

Perubahan nilai tukar juga mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Menurut Shapiro dan Dumas (1978) perubahan nilai tukar berhubungan negatif dengan cash flow, profitabilitas dan harga pasar perusahaan multinational. Cristhoper F Baum juga meneliti bahwa profitabilitas perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh volatilitas nilai tukar. Bodnar (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang berorientasi ekspor akan mendapat keuntungan (profit meningkat) ketika nilai tukar domestik mengalami penurunan (depresiasi). Lutherman (1991) menguji hipotesis bahwa depresiasi nilai tukar riil dalam negeri akan mendorong perusahaan manufaktur di dalam negeri lebih kompetitif dibanding pesaingnya di luar negeri. Namun penemuannya tidak mendukung hipotesisnya. Perusahaan tidak mendapat keuntungan akibat depresiasi mata uang lokal. Dan sebaliknya depresiasi malah akan menurunkan *market share* dari industri manufaktur.