

# 1 ANALISIS EKSPOSUR NILAI TUKAR RUPIAH TERHADAP DOLLAR AMERIKA PADA INDUSTRI MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC*

Naning Wessiani Aryanti

Fakultas Teknologi Industri, ITS

Basuki

Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga

## **Abstract**

*The primary objective of this research is to examine exchange rate exposure between Rupiah with American Dollar in manufacturing industrial sector that go public before and during crisis happened in Indonesia. Having found any significant exchange rate exposure in significant period, than this study will also evaluate which sub sectors in manufacturing industrial sector are exposed with the fluctuation of exchange rate.*

*The data was collected using pooling method. Thirty-eight firms were chosen and divided into seven sub sectors. The statistical method used to test hypothesis is multiple regressions.*

*The empirical results show that significant exchange rate exposure is only found in manufacture industry during crisis period, and from seven sub sectors only three sub sectors (food and beverage, pharmaceuticals, and plastics) that significantly exposed because of the exchange rate fluctuation. This result shows that all firms must considered exchange rate management to reduce the exposure.*

**Keywords:** exchange rate, exposure

## 1. PENDAHULUAN

Krisis yang dialami oleh Thailand pada pertengahan tahun 1997, berdampak pula bagi negara-negara di Asia Tenggara lainnya. Hal ini tak lepas karena eratnya hubungan perdagangan antar bangsa-bangsa di Asia Tenggara. Krisis ini menyebabkan melemahnya perekonomian Thailand sehingga permintaan barang-barang yang diproduksi oleh negara Asia Tenggara yang lain untuk Thailand menurun dengan tajam. Tidak dapat dihindari, hal ini memberi tekanan pada nilai Bath yang kemudian juga diikuti oleh melemahnya mata uang regional yang lain seperti Ringgit, Dollar Singapura, Peso, dan Rupiah.

Masa awal krisis melanda Indonesia, nilai Rupiah yang sebelumnya berkisar Rp 2000,00 per US\$ 1 melemah hingga mencapai nilai di atas Rp 10.000,00 per US\$ 1, dan nilai Rupiah ini terus berfluktuatif dari bulan ke bulan. Keadaan ini memberikan tekanan yang sangat kuat bagi perekonomian Indonesia. Dampak yang sangat besar dirasakan oleh para pelaku bisnis yang selama ini sangat tergantung pada mata uang asing sehingga hal ini menyebabkan terjadinya *financial distress* hingga kebangkrutan.

Keadaan yang terjadi di Indonesia tersebut membuat para pelaku bisnis pada saat ini sangat mempertimbangkan risiko nilai tukar. Risiko ini timbul akibat adanya ketidakpastian akan besarnya nilai tukar mata uang asing yang mendenominasi aktiva atau kekayaan perusahaan sehingga dengan berfluktuasinya nilai tukar tersebut maka akan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Kuncoro, 2001, 260).

Memang telah banyak ditemukan metode peramalan nilai tukar akan tetapi besar pula kemungkinannya didapatkan hasil prediksi yang tidak tepat. Ketidaktepatan hasil prediksi ini terjadi karena banyaknya faktor yang mempengaruhi nilai tukar itu sendiri sehingga tidak mudah bagi metode-metode peramalan tersebut untuk memasukkannya dalam perhitungan mengingat tidak semua faktor dapat dikuantifikasikan. Madura (2000,) setidaknya menyebutkan 5 faktor utama yang mempengaruhi besarnya nilai tukar yaitu tingkat inflasi relatif, tingkat suku bunga relatif, tingkat pendapatan relatif, kontrol pemerintah, dan harapan. Tentunya tidak hanya faktor-faktor ini saja yang dapat mempengaruhi nilai tukar akan tetapi masih terdapat faktor lain di mana antara satu negara dengan negara lain pengaruh dari faktor-faktor ini akan berbeda-beda. Inilah sebabnya semakin sulit untuk memprediksi besarnya perubahan nilai tukar suatu mata uang.

Adanya kenyataan bahwa untuk memprediksi besarnya nilai tukar itu sangatlah sulit bukan berarti tidak terdapat jalan bagi para pelaku bisnis untuk mengetahui seberapa besar pengaruh fluktuasi nilai tukar terhadap perusahaan. Salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan dalam mengantisipasi risiko ini adalah dengan mengukur seberapa besar perusahaan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar. Cara ini di beberapa

literatur sering disebut dengan pengukuran eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar. Setelah dilakukan pengukuran eksposur maka dapat dilihat jika hasilnya memang perusahaan sangat terekspos terhadap fluktuasi nilai tukar, maka perusahaan dapat mengimplementasikan teknik-teknik yang dapat mengurangi eksposur tersebut.

Berbagai metode pengukuran eksposur telah dikembangkan oleh beberapa peneliti. Metode ini diaplikasikan oleh para peneliti untuk melihat signifikan tidaknya eksposur nilai tukar pada subyek penelitiannya. Penelitian yang dilakukan oleh Jorion (1990), misalnya, mengambil subyek penelitian berupa perusahaan-perusahaan multinasional yang berada di Amerika Serikat. Metode pengukuran yang digunakan adalah pengukuran eksposur nilai tukar dengan menggunakan proksi indeks harga saham perusahaan-perusahaan yang diteliti. Tentu saja masih banyak penelitian lain mengenai eksposur nilai tukar dengan studi kasus pada beberapa perusahaan yang berbeda-beda. Hasil penelitian yang didapatkan oleh para peneliti ini pun berbeda-beda, ada yang mengindikasikan terdapatnya eksposur yang signifikan, dan ada pula yang tidak.

Mengacu pada latar belakang di atas maka dalam penelitian ini peneliti melakukan penelitian sejenis dengan mengambil kasus di perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Subyek penelitian yang dipilih adalah industri manufaktur yang telah *go public*. Latar belakang pemilihan industri ini karena mengingat yang menjadi obyek penelitian adalah mengenai eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar, maka tentunya industri ini sangat erat kaitannya dengan mata uang asing. Seperti diketahui bersama bahwa sebagian besar industri ini dalam hal bahan bakunya masih sangat tergantung terhadap bahan baku impor. Bahan baku impor tentunya akan sangat dekat hubungannya dengan penukaran mata uang Rupiah dengan mata uang asing untuk melakukan pembayaran ataupun perdagangannya. Selain itu, tingkat penjualan luar negeri dan persaingan antara industri manufaktur domestik dengan luar negeri yang cukup tinggi dapat menyebabkan industri ini lebih terekspos oleh fluktuasi nilai tukar.

Industri manufaktur yang terpilih ini juga hanya industri yang telah *go public*. Hal ini dilakukan

mengingat dalam prosedur pengukuran eksposur yang akan dilakukan nantinya membutuhkan proksi harga-harga saham perusahaan-perusahaan tersebut sebagaimana telah dilakukan dalam penelitian-penelitian terdahulu. Nilai tukar yang akan dijadikan pengukuran adalah nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika. Sebagaimana diketahui bersama, hingga saat ini partner perdagangan luar negeri Indonesia yang terbesar masih dengan negara Amerika Serikat. Tentunya kebutuhan terhadap mata uang Dollar Amerika ini masih sangat tinggi bagi perusahaan-perusahaan yang melakukan bisnis global ini. Selain itu, walaupun partnernya bukan dari negara Amerika Serikat, sebagian besar perusahaan asing lainnya tetap saja menggunakan mata uang Dollar Amerika dalam melakukan perdagangannya dengan Indonesia, oleh karena itulah mengapa mata uang Dollar Amerika masih mendominasi perdagangan Indonesia hingga saat ini.

## 2. Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

### 2.1 Penelitian Terdahulu

Salah satu penelitian mengenai eksposur nilai tukar ini dilakukan oleh Jorion (1990) yang menganalisis 40 perusahaan multinasional yang terpilih dengan mengambil harga saham bulanan mereka selama periode waktu pengamatan mulai 1971 hingga 1987, dan mengambil beberapa mata uang asing sesuai dengan mitra dagangnya. Hasil yang didapatkan mengindikasikan tidak terdapatnya eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar pada perusahaan-perusahaan multinasional yang diteliti.

Berbeda dengan Jorion, Chan (2002) yang menggunakan data industri farmasi di Amerika Serikat mampu menemukan hasil yang signifikan tentang eksposur fluktuasi nilai tukar pada subyek penelitiannya. Menurut Chan, hal ini terjadi karena proporsi penjualan luar negeri, intensitas persaingan domestik, serta tingkat substitusi faktor-faktor produksi dari industri farmasi ini. Chan juga meneliti lebih jauh pengaruh fluktuasi nilai tukar ini terhadap masing-masing golongan dari industri farmasi yang terbagi menjadi dua yaitu industri obat-obatan dengan resep dokter dan industri obat-obatan generik (tanpa resep dokter). Hasilnya ternyata industri obat-obatan dengan resep dokter lebih terekspos terhadap nilai tukar.

### 2.2. Eksposur Ekonomi

Menurut Madura (2000) *present value* dari arus kas masa depan sebuah perusahaan yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar disebut dengan eksposur ekonomi (*economic exposure*) terhadap nilai tukar. Eksposur ekonomi ini jauh lebih penting bagi kesehatan jangka panjang suatu usaha bisnis dibanding perubahan yang diakibatkan oleh eksposur transaksi maupun eksposur translasi. Kendati demikian, eksposur ekonomi seringkali dinilai subyektif karena tergantung dari estimasi perubahan aliran kas di masa mendatang dalam suatu kurun waktu yang abitrer.

Sebagaimana telah disinggung di atas, eksposur ekonomi mengukur seberapa jauh nilai sekarang dari aliran kas di masa mendatang dipengaruhi oleh fluktuasi valas, oleh karenanya eksposur transaksi merupakan sub bagian dari eksposur ekonomi. Akan tetapi pengaruh fluktuasi nilai tukar atas arus kas sebuah perusahaan tidak selalu disebabkan oleh transaksi valuta. Beberapa variabel umum yang merupakan subyek eksposur ekonomi menurut Madura (2000, 285) adalah:

- a) Penjualan lokal (dibanding produk luar negeri dalam pasar lokal)
- b) Ekspor perusahaan yang didenominasi dalam valuta lokal
- c) Ekspor perusahaan yang didenominasi dalam valuta asing
- d) Suku bunga yang diterima dari investasi asing
- e) Bahan baku impor perusahaan yang didenominasi dalam valuta lokal
- f) Bahan baku impor perusahaan yang didenominasi dalam valuta asing
- g) Suku bunga yang terhutang dari dana luar negeri yang dipinjam

Shapiro (2002) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa determinan utama dari risiko nilai tukar sebuah perusahaan multinasional adalah proporsi penjualan luar negeri, intensitas kompetisi domestik, dan tingkat substitusi faktor-faktor produksi dalam dan luar negeri. Sebuah perusahaan multinasional yang memiliki penjualan di luar negeri atau bahkan investasi langsung di luar negeri oleh karenanya akan sangat terekspos oleh risiko nilai tukar ini.

Eksposur ekonomi ini tidak hanya mempengaruhi perusahaan multinasional saja. Perusahaan

domestik murni juga dapat dipengaruhi oleh eksposur ini. Hal ini dapat terjadi jika perusahaan-perusahaan asing ikut beroperasi dalam pasar domestik karenanya perusahaan lokal harus bersaing dengan perusahaan asing tersebut dalam merebut pasar. Adanya fluktuasi nilai tukar dapat menyebabkan terjadinya perubahan harga di mana dalam hal ini jika mata uang asing mengalami depresiasi maka perusahaan asing dapat menjual produknya dengan harga yang lebih rendah daripada perusahaan local. Karena itulah perusahaan domestik dalam kasus ini secara tidak langsung menghadapi eksposur ekonomi, tetapi tidak terkena eksposur transaksi. Pengukuran eksposur ekonomi, menurut Kuncoro (2001), secara umum dapat dilakukan dengan dua metode, yaitu: (1) sensitivitas penerimaan dan biaya terhadap pergerakan kurs; (2) analisis regresi terhadap data historis aliran kas dan kurs.

### 2.3. Pengukuran Eksposur Ekonomi

Salah satu metode pengukuran eksposur ekonomi adalah analisis regresi. Levi (2000) mengemukakan bahwa eksposur valuta asing dapat didefinisikan sebagai lereng dari persamaan regresi yang menghubungkan perubahan dalam nilai mata uang domestik riil dan asset, kewajiban atau pendapatan operasi terhadap perubahan kurs yang tak terantisipasi. Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran eksposur bisa dilakukan dengan analisis regresi.

Analisis regresi dalam pengukuran eksposur dapat diterapkan untuk:

1. Data historis aliran kas dan kurs, yang dinyatakan dalam persamaan regresi:

$$PCF = a_0 + a_1 PER + e \dots\dots\dots (2.1)$$

PCF adalah persentase perubahan aliran kas yang telah disesuaikan dengan inflasi yang diukur dalam mata uang lokal selama periode t; PER adalah persentase perubahan kurs selama periode t. Koefisien regresi  $a_1$ , menunjukkan derajat sensitivitas PCF terhadap PER.

2. Bila suatu perusahaan dipengaruhi oleh berbagai mata uang dan lebih memfokuskan pada sensitivitas total terhadap pergerakan mata uang daripada dampak satu mata uang, maka perusahaan tersebut harus mengkonsolidasikan mata uangnya ke dalam suatu indeks gabungan.

Persamaan regresinya menjadi:

$$PCF = b_0 + b_1 PERI + e \dots\dots\dots (2.2)$$

PERI merupakan persentase perubahan mata uang komposit (gabungan) selama periode t dan besarnya bobot untuk tiap mata uang didasarkan atas proporsi total aliran kas terhadap mata uang tersebut.

3. Beberapa perusahaan lebih suka menggunakan harga saham sebagai proksi dari nilai perusahaan dan penaksiran pemegang saham mengenai aliran kas di masa mendatang. Kemudian memperkirakan bagaimana harga sahamnya berubah sebagai akibat pergerakan mata uang (dalam model di atas mengganti PCF dengan persentase perubahan harga saham). Analisis regresi digunakan untuk menentukan bagaimana perubahan harga saham perusahaan dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Model regresi yang bisa digunakan adalah:

$$r = a_0 + a_1 IHSG + a_2 E + e \dots\dots\dots (2.3)$$

Di mana r merupakan persentase perubahan harga saham perusahaan; IHSG merupakan persentase perubahan indeks harga saham gabungan; E adalah persentase perubahan dari nilai tukar mata uang. Indeks harga saham gabungan atau bisa disebut dengan indeks pasar dimasukkan dalam analisis regresi karena dianggap memiliki pengaruh besar atas saham perusahaan individual yang berada di pasar tersebut (Madura, 1997). Jadi, dalam hal ini analisis regresi dirancang untuk menentukan apakah perubahan nilai tukar (E) memiliki pengaruh atas perubahan harga saham (r), di atas dan di luar pengaruh IHSG.

Mengacu pada tiga persamaan regresi di atas, selama ini peneliti-peneliti seperti Jorion (1990), Booth dan Rotenberg (1990), Loudon (1993), Bartov dan Bodnar (1994), Khoo (1994), Choi dan Prasad (1995), He dan Ng (1998), serta Chan (2002) lebih memilih untuk menggunakan persamaan yang ketiga. Para peneliti ini mengatakan bahwa perubahan harga saham atau dengan kata lain *return* saham lebih dapat mencerminkan ekspektasi pemegang saham akan arus kas masa depan sehingga mampu mewakili nilai perusahaan. Setelah mengetahui apakah perusahaan secara signifikan terekspos atau tidak oleh fluktuasi

nilai tukar maka perusahaan dapat menentukan kebijakan atau strategi yang diperlukan untuk mengantisipasi eksposur ekonomi tersebut. Penelitian inipun untuk selanjutnya akan menggunakan persamaan 2.3 di atas guna menganalisis signifikan tidaknya eksposur fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat pada industri manufaktur yang *go public*.

## 2.4 Hipotesis

Mengacu pada uraian di atas maka dapat diformulasikan hipotesis sebagai berikut:

1. Terdapat *exposure* nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur yang *go public* di Indonesia selama periode sebelum krisis (Januari 1993 – Juni 1997)
2. Terdapat *exposure* nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur yang *go public* di Indonesia selama periode krisis (Juli 1997 – Desember 2001)
3. Terdapat sub sektor industri dari kelompok industri manufaktur yang signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika

## 2.5 Model Analisis

Model analisis yang dikembangkan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk mengidentifikasi adanya *exposure* yang signifikan atau tidak pada industri manufaktur yang *go public*. Model regresi yang disusun adalah sebagai berikut:

$$\Delta R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta R_{st} + \beta_2 \Delta R_{mt} + \epsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (2.4)$$

Keterangan:

- $\Delta R_{it}$  = *return* saham perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam golongan industri manufaktur selama periode 1 hingga T  
 $\Delta R_{st}$  = perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS selama periode 1 hingga T  
 $\Delta R_{mt}$  = *return* pasar selama periode 1 hingga T  
 $\beta_0$  = intersep  
 $\beta_1, \beta_2$  = koefisien regresi  
 $\epsilon_t$  = *standard error*

Koefisien regresi  $\beta_1$  dan  $\beta_2$  akan memperlihatkan bagaimana pergerakan nilai tukar mempengaruhi nilai perusahaan. Penyelesaian persamaan regresi di atas akan menggunakan bantuan program komputer SPSS versi 11.0 *for windows*.

## 3. Metode Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel tergantung (*dependent variable*) yaitu *return* rata-rata saham industri manufaktur.
2. Variabel bebas (*independent variable*) dari penelitian ini ada dua macam, yaitu: (1) perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika; dan (2) *return* pasar.

### 3.1 Definisi Operasional Variabel

1. *Return* rata-rata saham industri manufaktur.

*Return* saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* realisasi yang diperoleh dengan mengurangi harga saham hari ini dengan harga saham hari sebelumnya. Harga saham di sini merupakan harga saham penutupan bulanan (*closing price*). Perhitungan *return* realisasi saham individual diperoleh dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \dots \dots \dots (3.1)$$

Keterangan:

- $R_{it}$  = *return* realisasi saham perusahaan *i* pada periode *t*  
 $P_{it}$  = harga saham perusahaan *i* pada periode *t*  
 $P_{it-1}$  = harga saham perusahaan *i* pada periode *t* - 1

*Return* rata-rata saham industri manufaktur diperoleh dari rata-rata *return* saham-saham individual perusahaan manufaktur yang telah dihitung dengan persamaan di atas atau dengan kata lain *return* rata-rata saham industri manufaktur ini dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut:

$$\bar{R}_{it} = \frac{\sum^N R_{it}}{N} \quad \dots \dots \dots (3.2)$$

Keterangan:

$R_{it}$  = return rata-rata saham industri manufaktur pada periode  $t$

$R_{it}$  = return saham individual perusahaan manufaktur pada periode  $t$

$N$  = jumlah sampel perusahaan manufaktur

2. Perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika.

Nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika dalam penelitian ini menggunakan kurs valuta asing bulanan yang tercatat dalam Bank Indonesia (BI). Rumus untuk menghitung perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika adalah sebagai berikut:

$$\Delta R_{st} = \frac{R_{st} - R_{st-1}}{R_{st-1}} \dots \dots \dots (3.3)$$

Keterangan:

$\Delta R_{st}$  = perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika

$R_{st}$  = perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada periode  $t$ .

$R_{st-1}$  = perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada periode  $t-1$

3. Return pasar

Return pasar diperoleh dari perhitungan perubahan indeks harga saham gabungan (IHSG) bulanan. Rumus untuk menghitung perubahan indeks harga saham gabungan (IHSG) atau return pasar adalah:

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (3.4)$$

Keterangan:

$R_{Mt}$  = return pasar

$IHSG_t$  = perubahan IHSG pada periode  $t$

$IHSG_{t-1}$  = perubahan IHSG pada periode  $t-1$

3.2 Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah sekumpulan perusahaan yang termasuk dalam golongan industri manufaktur sebagaimana tercatat di Bursa Efek Jakarta, dan kemudian akan dipilih sesuai dengan persyaratan di bawah ini:

1. Perusahaan-perusahaan kategori industri manufaktur yang telah terdaftar (*listing*) dan masih terdaftar selama periode pengamatan yaitu mulai tahun 1993 hingga tahun 2001.
2. Perusahaan aktif mengeluarkan laporan keuangan setiap tahunnya.
3. Perusahaan-perusahaan yang terpilih melalui persyaratan 1 dan 2 juga harus masih aktif atau terdaftar hingga saat penelitian ini dilakukan.

Perusahaan-perusahaan yang tidak memenuhi persyaratan di atas tidak dimasukkan dalam analisis. Berdasar hasil pengamatan maka terdapat 38 (tiga puluh delapan) perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini. Adapun 38 perusahaan tersebut berdasarkan sub sektor industrinya dapat dilihat dalam lampiran 1.

3.3 Teknik Analisis

Langkah-langkah dalam mengolah dan menganalisis data adalah sebagai berikut:

1. Melakukan perhitungan koefisien regresi linier berganda sesuai dengan persamaan (2.4) dengan bantuan program SPSS versi 11.0 *for windows*.
2. Melakukan uji hipotesis dengan langkah-langkah sebagai berikut:
  - a. Hipotesis I
    - Merumuskan hipotesis statistik  
 $H_0: b_1 = 0$ , berarti tidak terdapat eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada periode sebelum krisis (Januari 1993 – Juni 1997)  
 $H_A: b_1 \neq 0$ , berarti terdapat eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada periode sebelum krisis (Januari 1993 – Juni 1997)
    - Menentukan *level of significant* ( $\alpha$ ) sebesar 5%. Mengambil keputusan berdasarkan nilai signifikan  $t$  hasil perhitungan, yaitu:
      - Jika nilai signifikan  $t > 0,05$  maka  $H_0$  gagal ditolak
      - Jika nilai signifikan  $t < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak

b. Hipotesis II

Uji hipotesis II ini dilakukan untuk menguji terdapat tidaknya *exposure* nilai tukar mata uang asing yang signifikan pada industri manufaktur yang *go public* di Indonesia pada periode selama krisis (Juli 1997 – Desember 2001). Langkah-langkah pengujian hipotesis II ini adalah sebagai berikut:

- Merumuskan hipotesis statistik  
 $H_{0_2}: b_1 = 0$ , berarti tidak terdapat eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur pada periode selama krisis (Juli 1997 – Desember 2001)  
 $H_{A_2}: b_1 \neq 0$ , berarti terdapat eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur pada periode selama krisis (Juli 1997 – Desember 2001)
- Menentukan *level of significant* ( $\alpha$ ) sebesar 5%. Mengambil keputusan berdasarkan nilai signifikan t hasil perhitungan, yaitu:
  - Jika nilai signifikan t > 0,05 maka  $H_0$  gagal ditolak
  - Jika nilai signifikan t < 0,05 maka  $H_0$  ditolak

- Mengelompokkan perusahaan berdasar sub sektor industrinya
- Melakukan analisis regresi untuk masing-masing sub sektor industri
- Menganalisis hasil t hitung dan nilai signifikan t hasil perhitungan regresi masing-masing sub sektor industri dan melihat sub sektor industri manakah yang terekspos secara signifikan dan memiliki nilai eksposur paling besar.

4. Hasil Empiris dan Pembahasan

4.1. Analisis Hasil Regresi Linier Berganda

4.1.1. Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur yang *Go Public* pada Periode Sebelum Krisis

Ada tidaknya eksposur ekonomi yang signifikan pada industri manufaktur pada periode sebelum terjadinya krisis di Indonesia akan terjawab melalui pengujian hipotesis pertama ini. Hasil regresi linier berganda untuk pengujian terdapat tidaknya eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada industri manufaktur selama periode sebelum krisis dapat dilihat dalam tabel di bawah ini.

Tabel analisis hasil regresi menunjukkan bahwa perubahan kurs Rupiah dan return pasar menghasilkan koefisien regresi yang positif terhadap return saham industri manufaktur. Eksposur ekonomi yang terjadi pada periode sebelum krisis adalah sebesar 0.03368

Tabel IV.1. Hasil Regresi Linier Berganda Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur Periode Sebelum Krisis

	Koefisien	Standar Kesalahan	Nilai t	Signifikan t
Konstanta	0.01171	0.006	2.034	0.047
Kurs	0.03368	1.323	0.025	0.980
Return pasar	0.64500	0.055	11.799	0.000
<b>R = 0.859    R<sup>2</sup> = 0.739</b>				

Sumber: Data Diolah

c. Hipotesis III

Pengujian hipotesis III ini dilakukan untuk mengetahui sub sektor industri manakah yang signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika. Langkah-langkah yang diperlukan untuk menjawab hipotesis III ini adalah:

yang artinya bahwa setiap 1% kenaikan nilai Dollar Amerika akan meningkatkan return industri manufaktur sebesar 0.03368%.

Nilai signifikan t variabel kurs pada analisis regresi didapatkan hasil sebesar 0.980. Nilai signifikan t ini lebih besar daripada level of signifikan ( $\alpha = 0.05$ ), yang artinya hipotesis nol gagal untuk ditolak. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat eksposur nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan

pada industri manufaktur selama periode sebelum krisis.

#### 4.1.2. Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur yang Go Public pada Periode Selama Krisis

Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk menjawab terdapat tidaknya eksposur yang signifikan pada industri manufaktur pada periode selama krisis ekonomi terjadi di Indonesia yaitu periode bulan Juli 1997 hingga Desember 2001. Hasil regresi linier berganda dapat dilihat dalam tabel di bawah ini.

Tabel IV.2. Hasil Regresi Linier Berganda Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur Periode Selama Krisis

	Koefisien	Standar Kesalahan	Nilai t	Signifikan t
Konstanta	0.03295	0.011	2.887	0.006
Kurs	-0.17900	0.055	-3.217	0.002
Return pasar	0.86400	0.094	9.175	0.000
<b>R = 0.800    R<sup>2</sup> = 0.640</b>				

Sumber: Data Diolah

Hasil perhitungan regresi linier di atas menghasilkan koefisien regresi variabel-variabel independen yang bernilai positif dan negatif. Tanda positif berarti bahwa setiap perubahan salah satu variabel independen mempunyai dampak perubahan variabel dependen dengan arah yang sama, bila variabel independen lainnya dianggap konstan. Sebaliknya bila koefisien regresi bertanda negatif berarti bahwa setiap perubahan salah satu variabel independennya akan membawa dampak perubahan variabel dependen dengan arah berlawanan, bila variabel bebas lainnya dianggap konstan.

Koefisien regresi variabel perubahan nilai tukar bernilai negatif sebesar -0.17900, berarti bahwa setiap terjadi kenaikan nilai Dollar Amerika sebesar 1% akan menurunkan *return* saham industri manufaktur sebesar 0.179%, bila variabel independen lainnya konstan. Kenaikan nilai Dollar Amerika disini memiliki arti Rupiah mengalami depresiasi terhadap Dollar Amerika. Variabel *return* pasar memiliki koefisien regresi yang bertanda positif yakni sebesar 0.86400, ini berarti bahwa setiap terjadi kenaikan *return* pasar

sebesar 1% maka *return* saham industri manufaktur akan naik sebesar 0.864%.

Keputusan terdapat tidaknya eksposur ekonomi yang signifikan pada industri manufaktur selama periode krisis dapat dilihat dari nilai signifikan t variabel kurs. Nilai signifikan t variabel kurs adalah sebesar 0.002 dimana nilai ini lebih kecil daripada *level of significance* ( $\alpha = 0.05$ ). Berdasarkan nilai signifikan t ini maka dapat disimpulkan bahwa terdapat eksposur ekonomi yang signifikan pada industri manufaktur selama periode krisis.

#### 4.1.3. Sub Sektor Industri yang Terekspos secara Signifikan oleh Fluktuasi Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika

Berdasarkan pengujian hipotesis I dan hipotesis II dapat diketahui bahwa eksposur fluktuasi nilai tukar pada industri manufaktur secara signifikan hanya terjadi pada periode selama krisis. Hal ini selanjutnya akan mendasari pengujian hipotesis selanjutnya yaitu hipotesis III. Pengujian hipotesis ketiga ini dilakukan untuk mengetahui sub sektor mana yang terekspos secara signifikan akibat terjadinya fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika selama periode terjadinya eksposur yang signifikan pada industri manufaktur.

Analisis regresi linier berganda dilakukan untuk masing-masing sub sektor sehingga dari analisis ini akan menghasilkan tujuh persamaan regresi linier dapat dilihat dalam tabel IV.3 di bawah ini.

Ringkasan hasil pengujian hipotesis ketiga dalam tabel di atas menunjukkan bahwa terdapat tiga sub sektor industri yang secara signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar. Ketiga industri tersebut adalah

industri farmasi, industri plastik, dan industri makanan & minuman. Keputusan bahwa hanya tiga industri ini saja yang terekspos secara signifikan oleh fluktuasi nilai tukar karena nilai signifikan t ketiga industri ini lebih kecil daripada *level of significance*-nya.

Hasil analisis regresi pada tabel di atas menunjukkan bahwa variabel perubahan nilai tukar memiliki koefisien regresi yang bertanda negatif. Hal ini berarti bahwa terjadinya kenaikan nilai Dollar Amerika akan menyebabkan terjadinya penurunan

Tabel IV.3. Hasil Regresi Linier Berganda Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Sub Sektor Industri Manufaktur Periode Selama Krisis

	Koefisien	Standar Kesalahan	Nilai t	Signifikan t
<i>Industri Semen</i>				
▪ Konstanta	0.01350	0.01400	0.947	0.348
▪ Kurs	0.11900	0.06900	1.711	0.093
▪ Return Pasar	1.29200	0.11800	10.987	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.714</b>				
<i>Industri Farmasi</i>				
▪ Konstanta	0.04912	0.01600	3.027	0.004
▪ Kurs	-0.34200	0.07900	-4.338	*0.000
▪ Return Pasar	0.62900	0.13400	4.696	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.427</b>				
<i>Industri Otomotif</i>				
▪ Konstanta	0.03243	0.02200	1.459	0.151
▪ Kurs	-0.21000	0.10800	-1.946	0.057
▪ Return Pasar	0.92100	0.18300	5.018	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.351</b>				
<i>Industri Plastik</i>				
▪ Konstanta	0.04945	0.02700	1.820	0.075
▪ Kurs	-0.40800	0.13200	-3.088	*0.003
▪ Return Pasar	1.29200	0.22400	5.762	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.441</b>				
<i>Industri Tekstil</i>				
▪ Konstanta	0.03529	0.02600	1.371	0.176
▪ Kurs	-0.19900	0.12500	-1.586	0.119
▪ Return Pasar	0.51700	0.21200	2.432	0.019
<b>R<sup>2</sup> = 0.134</b>				
<i>Industri Rokok</i>				
▪ Konstanta	0.01923	0.01500	1.266	0.211
▪ Kurs	-0.03830	0.07400	-0.518	0.607
▪ Return Pasar	0.86200	0.12500	6.873	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.481</b>				
<i>Industri Makanan &amp; Minuman</i>				
▪ Konstanta	0.03160	0.01200	2.603	0.012
▪ Kurs	-0.17100	0.05900	-2.892	*0.006
▪ Return Pasar	0.53600	0.10000	5.353	0.000
<b>R<sup>2</sup> = 0.406</b>				

\* Signifikan pada tingkat 0.05  
 Sumber: Data Diolah

*return* saham dari masing-masing sub sektor tersebut, bila variabel independen lainnya dianggap konstan.

Industri farmasi memiliki koefisien eksposur sebesar  $-0.342$  atau dengan kata lain bila terjadi depresiasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika sebesar 1% maka akan menurunkan *return* saham sebesar 0.342%. Untuk industri plastik bila terjadi depresiasi Rupiah sebesar 1% maka *return* saham akan turun sebesar 0.408%, sedangkan untuk industri makanan dan minuman *return* sahamnya akan turun sebesar 0.171% apabila terjadi kenaikan nilai Dollar Amerika sebesar 1%.

## 4.2. Pembahasan

### 4.2.1. Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur yang Go Public pada Periode Sebelum Krisis

Berdasarkan hasil analisis regresi linier maka diketahui bahwa pada masa sebelum krisis tidak didapatkan eksposur ekonomi yang signifikan pada industri manufaktur tersebut. Hasil penelitian tentang tidak ditemukannya eksposur yang signifikan pada periode sebelum krisis, bisa dilandasi dengan berbagai faktor penyebab. Faktor utamanya adalah kestabilan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika selama periode sebelum krisis. Diketahui bersama bahwa saat krisis belum terjadi di Indonesia nilai tukar Rupiah terhadap beberapa mata uang asing lainnya, utama Dollar Amerika, cenderung stabil bahkan sesekali mengalami apresiasi. Jika dilihat lebih jauh pergerakan nilai tukar Rupiah selama periode sebelum krisis ini hanya bergerak dalam rentang yang cukup kecil Rp 2.000,00 hingga Rp 2.450,00 per Dollar Amerika.

Kestabilan nilai tukar Rupiah selama periode sebelum krisis bisa tercipta tidak lain karena adanya intervensi pemerintah yang cukup besar selama periode ini dengan diberlakukannya kebijakan nilai tukar mengambang terkendali. Pada sistem nilai tukar seperti ini, pemerintah menetapkan kurs indikasi dan membiarkan kurs bergerak di pasar dengan *spread* tertentu. Untuk menjaga kestabilan nilai tukar Rupiah, pemerintah melakukan intervensi bila kurs bergejolak melebihi batas atas atau bawah dari *spread* tersebut.

Penetapan suatu rentang tertentu terhadap pergerakan nilai tukar yang dilakukan oleh pemerintah ini memberikan keuntungan yang berarti bagi

perusahaan. Perusahaan dalam hal ini akan mudah memprediksi pergerakan Rupiah terhadap mata uang asing pada masa ke depan, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memprediksi berapakah arus kas keluar ataupun arus kas masuk dari kas perusahaan yang didenominasi oleh mata uang asing. Dengan kondisi seperti ini maka eksposur karena fluktuasi nilai tukar selama periode sebelum krisis tidak signifikan terjadi.

### 4.2.2 Eksposur Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada Industri Manufaktur yang Go Public pada Periode Selama Krisis

Berdasarkan hasil perhitungan mengenai eksposur ekonomi pada industri manufaktur selama periode krisis ditemukan hasil yang signifikan. Hal ini berarti bahwa selama krisis melanda Indonesia, nilai perusahaan menjadi sensitif terhadap terjadinya fluktuasi nilai tukar pada periode tersebut. Didapatkannya tingkat eksposur yang signifikan pada industri manufaktur selama periode krisis ini dikarenakan beberapa faktor penyebab. Faktor utama berkaitan erat dengan fluktuasi nilai tukar Rupiah selama periode ini. Nilai tukar Rupiah yang sangat bergejolak selama periode krisis ini disebabkan oleh berbagai faktor yang sangat kompleks. Salah satu faktor utamanya adalah kebijakan nilai tukar yang ditetapkan pemerintah. Seperti diketahui bersama pada periode sebelum krisis pemerintah menerapkan kebijakan nilai tukar mengambang terkendali. Akan tetapi sejak terjadi tekanan terhadap nilai tukar Rupiah yang terus-menerus mengalami depresiasi mulai pertengahan tahun 1997 dan tekanan depresiatif itu semakin meningkat khususnya sejak awal Agustus 1997, dimana Rupiah telah menembus Rp 2.650,00 per 1 USD, maka pada tanggal 14 Agustus 1997 pemerintah memutuskan untuk menghapuskan rentang intervensi dan menganut sistem nilai tukar mengambang bebas (*flexible exchange rate*). Hal ini dilakukan pemerintah sebagai upaya mengamankan cadangan devisa yang terus berkurang akibat dilakukannya intervensi terus menerus terhadap nilai tukar pada saat menerapkan kebijakan nilai tukar mengambang terkendali.

Tentu saja bukan karena kebijakan itu saja yang menyebabkan nilai tukar Rupiah pada masa tersebut

mengalami fluktuasi yang cukup tinggi. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Goeltom dan Zulverdy (1998) terdapat faktor non ekonomis seperti banyaknya spekulasi valas yang memanfaatkan kondisi pada saat itu dan lemahnya faktor fundamental mikroekonomi Indonesia. Beberapa kelemahan faktor fundamental mikroekonomi yang ditemukan dalam penelitian tersebut adalah: pertama, besarnya ketergantungan swasta terhadap sektor luar negeri, sehingga dalam lima tahun terakhir utang luar negeri swasta meningkat rata-rata sebesar 28.6% per tahun. Kondisi ini diperburuk lagi dengan banyaknya dana tersebut diinvestasikan pada sektor usaha konsumtif, seperti properti, dan sektor usaha lain yang rendah tingkat efisiennya, disamping dana tersebut tidak dilindungi nilai (*unhedged*). Kedua, pertumbuhan ekspor yang turun sebagai akibat rendahnya efisiensi sektor dunia usaha. Ketiga, kerapuhan sektor keuangan khususnya sektor perbankan sebagai akibat pengelolaan usaha yang lemah dan kurang transparan serta pemberian kredit terkait dengan bank, sehingga meningkatkan *non performing loan* dan resiko usaha bank. Akhirnya kesemua hal tersebut telah menyebabkan *capital outflow* akibat berkurangnya kepercayaan investor asing terhadap perekonomian Indonesia. Inilah sebabnya mengapa krisis nilai tukar kemudian berkembang menjadi krisis ekonomi hingga saat ini. Adanya gejolak nilai tukar Rupiah yang sedemikian rupa pada periode selama krisis menimbulkan eksposur pada kinerja industri manufaktur. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yudanto dan Santoso (1998) ditemukan bahwa sektor yang terkait kuat dengan terjadinya depresiasi Rupiah selama krisis adalah sektor industri manufaktur, sektor bangunan, sektor transportasi, dan sektor keuangan. Semua sektor ini mengalami efek negatif akibat terjadinya depresiasi Rupiah. Dalam penelitiannya dikemukakan pula bahwa sektor industri manufaktur adalah sektor yang paling sensitif terhadap depresiasi ini. Hal ini dikarenakan oleh beberapa hal yaitu tingginya persentase kandungan impor (*imported input*) dan besarnya sumber pembiayaan dari luar negeri dalam struktur produksi. Kandungan impor yang tinggi ini kemudian memicu kegiatan produksi menjadi sangat mahal dalam kondisi melemahnya Rupiah. Kenaikan biaya produksi pada masa itu menyebabkan pelaku

usaha untuk menaikkan harga jual produk mereka sehingga timbullah kenaikan inflasi.

Naiknya inflasi yang ditransmisikan melalui kenaikan harga-harga barang konsumsi yang sarat kandungan impor menyebabkan turunnya daya beli masyarakat. Menurunnya atau tertundanya konsumsi masyarakat secara luas ini memberi tekanan balik kepada sektor riil berupa berkurangnya tingkat keuntungan usaha yang sebelumnya sudah menurun karena bertambah besarnya biaya produksi. Hal inilah yang menyebabkan pertumbuhan ekonomi sektor industri manufaktur negatif pada periode tahun 1998.

Pertumbuhan yang negatif pada sektor industri manufaktur ini juga membuat para pemegang saham memiliki ekspektasi yang negatif pula terhadap aliran kas masa depannya dimana hal ini juga tercermin dalam rata-rata *return* industri manufaktur yang negatif pada periode awal krisis. Akhirnya, semua kondisi di atas lah yang menyebabkan mengapa industri manufaktur selama periode krisis ini lebih terekspos terhadap fluktuasi nilai tukar daripada masa sebelum krisis melanda Indonesia.

#### **4.2.3 Sub Sektor Industri yang Terekspos secara Signifikan oleh Fluktuasi Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika**

Telaah lebih lanjut dilakukan pada pengujian hipotesis tiga. Hipotesis ini selanjutnya menguji lebih jauh sub sektor mana yang signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar selama periode krisis, setelah sebelumnya ditemukan bahwa hanya pada periode krisis saja terdapat eksposur yang signifikan pada industri manufaktur.

Eksposur pada sub sektor hanya ditemukan di tiga sub sektor industri saja dari tujuh sub sektor industri yang diteliti yaitu sub sektor industri farmasi, industri plastik, dan industri makanan dan minuman. Ditemukannya kondisi seperti ini yaitu ada sub sektor yang signifikan terekspos dan sebagian lagi tidak signifikan terekspos, pada umumnya dikarenakan oleh berbagai faktor penyebab berikut ini.

Secara umum industri manufaktur akan terekspos karena karakter dari industri tersebut, yakni mengenai ketergantungan terhadap komponen impor dan pembiayaan luar negeri. Bila dalam hal ini terdapat tiga sub sektor yang secara signifikan terekspos oleh

fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika maka sub sektor ini tentunya mempunyai karakter seperti di atas. Sejalan dengan penelitian Yudanto dan Santoso yang menyebut hal ini sebagai kelemahan internal sub sektor industri tersebut. Kelemahan internal yang dimaksud disini adalah lemahnya daya kompetensi industri tersebut. Lemahnya daya kompetensi tersebut pada umumnya bersumber dari inefisiensi manajemen yang secara riil tampak dari intensitas penggunaan komponen impor yang tinggi, ketergantungan yang tinggi kepada pinjaman bank, serta segmen pasar yang terbatas dan cenderung pasar domestik.

Penggunaan komponen impor yang tinggi dalam proses produksi suatu perusahaan akan mendorong naik harga produksi, sehingga akan terjadi kenaikan harga jual ke konsumen. Kenaikan harga secara serentak ini akhirnya menimbulkan inflasi yang tinggi selama krisis. Hal inilah yang mendasari peneliti Anggito Abimanyu dan Denni Puspa Purbasari, peneliti dari Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta untuk mengatakan tipe inflasi yang terjadi di Indonesia cenderung pada tipe *cost push inflation* yaitu inflasi yang terjadi karena meningkatnya biaya input produksi.

Menurut catatan atas laporan keuangan pada beberapa perusahaan farmasi, ditemukan bahwa industri ini masih sangat menggantungkan bahan baku impor, hingga mencapai 60% dari total bahan baku produksi. Kenaikan harga obat-obatan setelah masa krisis naik tajam dibanding sebelum krisis, bahkan untuk obat bermerek pada tahun 2001 kenaikannya mencapai 98% (2001). Begitu pula halnya dengan industri plastik serta industri makanan dan minuman. Direktur Eksekutif Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman Seluruh Indonesia (Gapmmi) Thomas Darmawan mengatakan fluktuasi nilai tukar Rupiah yang terkadang menguat dan kemudian melemah sangat merugikan pengusaha makanan dan minuman karena menurutnya mereka membeli bahan baku dari impor dan kemudian menjual sebagian besar produknya hanya ke pasar lokal<sup>1</sup>. Selain itu, industri ini juga dirugikan dengan banyaknya produk-produk impor yang dijual dengan harga relatif rendah, oleh karenanya hal ini juga semakin mempersulit

pengusaha untuk menaikkan harga jual produk karena nilai tukar yang melemah.

Selain ketergantungan terhadap komponen impor, tingginya pinjaman bank juga menambah tingkat eksposur perusahaan terhadap fluktuasi nilai tukar. Pinjaman bank ini akan menimbulkan beban bunga bagi perusahaan. Seperti diketahui terjadinya krisis juga berdampak pada kenaikan suku bunga di Indonesia. Bukan hanya pinjaman dalam bentuk mata uang lokal saja, pinjaman dalam bentuk mata uang asing lebih memperburuk kondisi perusahaan di masa krisis. Pinjaman dalam mata uang asing menimbulkan dua beban utama bagi perusahaan yaitu beban bunga dan jumlah pinjaman pokoknya. Seiring dengan melemahnya nilai tukar Rupiah maka secara otomatis akan meningkatkan jumlah pinjaman non-Rupiah yang dihitung dalam Rupiah.

Faktor lainnya yang juga turut menentukan adalah dilaksanakannya tidaknya lindung nilai (*hedging*) oleh perusahaan-perusahaan dalam masing-masing sub sektor. Walaupun penggunaan mata uang asing oleh perusahaan tersebut tinggi akan tetapi bila perusahaan sudah menggunakan lindung nilai maka tidak akan timbul eksposur nilai tukar pada perusahaan tersebut. Terdapatnya lindung nilai akan memproteksi perusahaan terhadap ketidakpastian aliran kas di masa depan. Penelusuran pada catatan atas laporan keuangan perusahaan-perusahaan sampel dari ketiga sub sektor ini, sebagian besar perusahaan tidak menerapkan teknik *hedging* dalam manajemennya. Hal ini sejalan dengan penelitian Yudanto dan Santoso yang menemukan hasil bahwa hanya sub sektor industri ritel dan semen yang telah menerapkan teknik *hedging* walaupun masih *half hedged* dari dua puluh sub sektor lain yang ditelitinya.

Berbagai faktor di atas akhirnya menyebabkan sebagian industri menjadi terekspos terhadap fluktuasi nilai tukar, karena selama periode krisis nilai tukar Rupiah terhadap beberapa mata uang asing menjadi sangat sulit sekali diprediksi pergerakannya. Selain diterapkannya kebijakan nilai tukar mengambang bebas, faktor eksternal lain seperti kondisi keamanan dan politik dalam negeri ikut mempengaruhi pergerakan nilai tukar selama periode krisis ini. Manajemen yang baik seperti efisiensi penggunaan

<sup>1</sup> Kompas [Jakarta], 31 Juli 2001

komponen impor, pinjaman non-Rupiah, teknik lindung nilai, hingga perluasan pasar ke pasar asing akan menurunkan tingkat eksposur perusahaan terhadap fluktuasi nilai tukar di masa-masa mendatang.

## 5. Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan mengenai eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika pada industri manufaktur *go public* yang telah dilakukan pada bab sebelumnya maka dapat ditarik suatu simpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan  $H_0$  gagal ditolak, hal ini berarti bahwa tidak terdapat eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur *go public* selama periode sebelum krisis (Januari 1993 – Juni 1997).
2. Hasil pengujian hipotesis dua menunjukkan  $H_0$  ditolak, hal ini berarti bahwa terdapat eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang signifikan pada industri manufaktur *go public* tersebut selama periode krisis (Juli 1997 – Desember 2001).
3. Hasil pengujian hipotesis tiga menunjukkan terdapat tiga sub sektor industri dari tujuh sub sector yang diteliti yang secara signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika selama periode krisis. Tiga sub sektor tersebut adalah industri plastik, industri farmasi, dan industri makanan dan minuman.
4. Tidak ditemukannya eksposur yang signifikan selama periode sebelum krisis pada industri manufaktur yang *go public* tersebut karena beberapa penyebab yaitu:
  - a. Kondisi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika yang cenderung stabil selama periode sebelum krisis, sehingga tingkat ketidakpastian pergerakan nilai tukar menjadi minimal.
  - b. Kebijakan nilai tukar mengambang terkendali yang ditetapkan pemerintah selama periode sebelum krisis sehingga dengan sistem nilai tukar ini pelaku bisnis dapat dengan mudah memprediksi pergerakan nilai tukar.
5. Ditemukannya eksposur yang signifikan selama periode krisis pada industri manufaktur yang *go public* tersebut karena beberapa penyebab yaitu:
  - a. Pergerakan nilai tukar selama periode krisis ini lebih berfluktuatif dibandingkan periode sebelum krisis dan Rupiah cenderung mengalami depresiasi terus menerus terhadap Dollar Amerika.
  - b. Setelah krisis melanda Indonesia, pemerintah menerapkan kebijakan nilai tukar yang baru yakni sistem nilai tukar mengambang bebas. Dengan sistem ini maka perubahan nilai Rupiah akan murni ditentukan oleh pasar, oleh karena itu hal ini menimbulkan tingkat ketidakpastian yang tinggi bagi pelaku bisnis mengenai pergerakan nilai tukar.
  - c. Tingginya kandungan komponen impor dan besarnya pembiayaan dari luar negeri dalam struktur produksi industri manufaktur turut memicu timbulnya eksposur yang signifikan pada industri manufaktur secara umum.
6. Dibandingkan dengan empat sub sektor industri yang lain, tiga sub sektor industri yang signifikan terekspos oleh fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika selama periode sebelum krisis yakni industri plastik, industri farmasi, dan industri makanan dan minuman memiliki suatu kelemahan daya kompetensi yang menyebabkan industri-industri ini terekspos. Lemahnya daya kompetensi tersebut pada umumnya bersumber dari inefisiensi manajemen yang tampak dari intensitas penggunaan komponen impor yang tinggi, ketergantungan yang tinggi kepada pinjaman bank, segmen pasar yang terbatas dan cenderung pasar domestik, dan tidak diterapkannya manajemen lindung nilai dalam mengantisipasi pergerakan nilai tukar yang fluktuatif.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adler, Michael dan Bernard Dumas. 1984. "Exposure to Currency Risk: Definition and Management". *Financial Management*. Musim Panas: 41-50. dalam buku Maurice D. Levi. 2001. *International Finance*. Terjemahan. Yogyakarta: Penerbit ANDI
- Bartov, E dan G.M. Bodnar. 1994. "Firm Valuation, Earning Expectations, and The Exchange-Rate Exposure Effect". *Journal of Finance*. No. 49: 1755-1785
- Booth, L. dan W. Rotenberg. 1990. "Assessing Foreign Exchange Exposure: Theory and Application using Canadian Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*. No. 2: 1-22
- Chan, Kam C. 2002. "Foreign Exchange Risk and Firm Value: An Analysis of US Pharmaceutical Firms". *Managerial Finance*. Vol. 28. No. 3: 57-72
- Choi, J.J. dan A.M. Prasad. 1995. "Exchange Rate Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S. Multinationals". *Financial Management*, No. 24: 77-88
- Goeltom, Miranda S. dan Doddy Zulverdy. 1998. "Manajemen Nilai Tukar di Indonesia dan Permasalahannya". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Vol. 1. No. 2: 69-91
- He, J. dan L.K. Ng. 1998. "The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations". *Journal of Finance*. No. 53: 733-753
- Jorion, Philippe. 1990. "The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals". *Journal of Business*. Vol. 63. No. 3: 331-345
- Khoo, A. 1994. "Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Application to Mining Companies in Australia". *Journal of International Money and Finance*. No. 13: 342-363
- Kompas* [Jakarta], 31 Juli 2001
- Kuncoro, Mudrajad. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: PT. BPFE
- Levi, Maurice D. 2001. *International Finance*. Terjemahan. Edisi Pertama. Yogyakarta: Penerbit ANDI
- Loudon, G. 1993. "The Foreign Exchange Operating Exposure of Australian Stocks". *Accounting and Finance*. No. 33: 19-32.
- Madura, Jeff. 1989. *International Financial Management*. St. Paul: West Publishing Company. dalam buku Mudrajad Kuncoro. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. Yogyakarta: PT. BPFE, 2001
- . 1997. *International Financial Management*. Terjemahan. Edisi Keempat. Jakarta: Penerbit Erlangga
- . 2000. *International Financial Management*. Edisi Keenam. United States of America: South-Western College Publishing
- Media Indonesia* [Jakarta], 30 Mei 2001
- Saphiro, Alan C. 1992. *Multinational Financial Management*. Boston: Allyn and Bacon. dalam buku Mudrajad Kuncoro. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. Yogyakarta: PT. BPFE.
- . 1999. *Multinational Financial Management*. 6<sup>th</sup> Edition. Chicago: John Wiley & Sons, Inc.

---

———. 2002. "Exchange Rate Change, Inflation, and The Value of Multinational Corporations". *Journal of Finance*. No. 30: 485-503 dalam jurnal Kam C. Chan. 2002. "Foreign Exchange Risk and Firm Value: An Analysis of US Pharmaceutical Firms". *Managerial Finance*. Vol. 28. No. 3: 57-72

Sartono, R. Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Yogyakarta: PT. BPFE

Stonehill, Arthur I., Niels Ravn, dan Kare Dullum. 1982. Management of Foreign Exchange Economic Exposure dalam Goran Bergendahl (ed.). *International Financial Management*. Stockholm: Norstedt & Soners. dalam buku Mudrajad Kuncoro. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global*. Yogyakarta: PT. BPFE

Yudanto, Noor dan M. Setyawan Santoso. 1998. "Dampak Krisis Moneter terhadap Sektor Riil". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Vol. 1. No. 2: 131 – 158