

ANALISIS EKSPOSUR EKONOMI DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA PADA PERUSAHAAN ROKOK YANG TERCATAT DI BEI

Ida Musdafiah Ibrahim¹

Arif Haryono²

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Y.A.I^{1,2}

ida.musdafiah@gmail.com¹

haryonnoarief04@gmail.com²

ABSTRACT

This study aims to analyze economic exposures and its factors namely exchange rates and inflation, that influence firm value as reflected through firm cash flow. Analytical method used Ordinary Least Square and views as analytical tool. This study used secondary data and cigarette industry companies listed on the Indonesia Stock Exchange as samples along 2008 to 2017. Samples choosing method used purposive sampling based on determined criterias. The results showed that partially economic exposure had positive effects on firm value but insignificant. These could be seen from the economic exposure factors influenced namely exchange rates and inflations. The exchange rate risk has low influenced cash flow was caused of the tobacco industry has low level of export/import. Enhance, inflation also had low effect on cash flow was caused of the tendency of cigarette consumers will continue to buy cigarettes even though its price increases. In short, economic exposure in the tobacco industry has low influence toward firms value. Hence, simultaneously changes in exchange rates and inflation which are economic exposure indicators have a significant effect on cash flows.

Keywords: *Economic Exposure, Exchange Rate Risk, Inflation Risk, Firms Value, Cash Flow*

PENDAHULUAN

Perubahan teknologi mendorong proses globalisasi lebih cepat, sehingga menuntut perusahaan untuk lebih kompetitif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan penggunaan teknologi dalam proses globalisasi berdampak pada peningkatan intensitas kegiatan perdagangan global maupun kegiatan investasi luar negeri. Hal tersebut mendorong perusahaan-perusahaan untuk beroperasi secara efisien agar mampu bersaing dipasar global. Beroperasi secara efisien artinya perusahaan harus mampu untuk memproduksi barang dan jasa dengan biaya rendah pada tingkat *economic of scale*-nya.

Transaksi perdagangan global baik barang maupun jasa yang dilakukan dalam berbagai jenis mata uang, akan menimbulkan masalah ketika tingkat nilai tukar mata uang lokal dan mata uang asing kerap kali mengalami pergerakan. Pergerakan nilai tukar mata uang asing yang tidak menentu akan menyebabkan ketidakpastian bagi perusahaan, khususnya perusahaan multinasional. Hal ini berarti perusahaan tersebut mengalami eksposur perubahan nilai mata uang. Eksposur Nilai Tukar adalah tingkat kepekaan perubahan dalam nilai riil aset, kewajiban atau pendapatan operasi yang dinyatakan dalam mata uang domestik terhadap perubahan kurs yang tak terantisipasi (Madura, 2015)

Oleh karena hal di atas maka sangat penting bagi perusahaan untuk mengelola economic exposure terutama dalam meningkatkan nilainya. Saphiro (2013) menyatakan bahwa eksposur operasi dan eksposur transaksi dikelompokkan menjadi satu yang disebut dengan eksposur ekonomi. Eksposur ekonomi diartikan sebagai sejauh mana *present value* dari arus kas masa depan sebuah perusahaan

dapat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar (Jeff Madura, 2015), artinya setiap adanya pergerakan kurs akan menyebabkan perubahan pendapatan dan pengeluaran dan berpengaruh langsung terhadap keuntungan aliran kas saat ini. Eksposur ekonomi digunakan untuk melihat dampak perubahan nilai kurs terhadap arus kas perusahaan dimasa mendatang. Nilai eksposur ekonomi tergantung dari estimasi perubahan aliran kas dimasa mendatang dalam suatu kurun waktu tertentu. Perencanaan eksposur ekonomi menjadi sangat penting bagi perusahaan karena merupakan tanggung jawab manajemen untuk mengambil keputusan strategi pemasaran, pembelian, dan produksi. Selanjutnya dampak *Economic Exposure* karena perubahan nilai kurs dan faktor lainnya mempengaruhi perubahan arus kas perusahaan yang merupakan cerminan dari nilai perusahaan (Saphiro 2013).

Berbeda dengan pendapat di atas, penelitian dilakukan oleh Santosa, Agus Budi (2008) menyatakan bahwa eksposur sebuah perusahaan terhadap risiko nilai tukar tidaklah relevan, sehingga perusahaan-perusahaan tidak perlu mengukur dan mengelola eksposur mereka. Alasannya adalah pergerakan nilai tukar akan diimbangi oleh pergerakan harga. Pendapat tersebut didasarkan pada teori paritas daya beli (*purchasing power parity*, PPP). Dampak yang saling mengimbangi ini membuat risiko nilai tukar tidak relevan. Namun teori PPP (*purchasing power parity*) tidak selalu eksis dalam dunia nyata, karena sangat mungkin bahwa nilai tukar tidak akan berubah dalam persentase yang sama dengan selisih inflasi antara dua negara.

Sekalipun Teori PPP (*purchasing power parity*) eksis dalam jangka panjang, perusahaan-perusahaan yang berfokus pada jangka waktu menengah (dua hingga lima tahun kedepan) tentu harus selalu peduli terhadap fluktuasi nilai tukar. Alasan kedua adalah karena investor dalam perusahaan multinasional memiliki pilihan untuk meng-*hedge* risiko nilai tukar yang mereka hadapi. Argumen yang dikemukakan diatas berasumsi bahwa para investor memiliki informasi yang lengkap mengenai eksposur perusahaan terhadap risiko nilai tukar serta memiliki kemampuan untuk mengisolasi eksposur individual mereka secara tepat. Se jauh investor lebih suka jika perusahaan yang melakukan *hedging* bagi mereka, eksposur nilai tukar adalah sesuatu yang relevan bagi perusahaan. Menurut Kuncoro (2016) setidaknya terdapat dua metode yang biasa digunakan untuk mengukur eksposur ekonomi dalam suatu perusahaan yaitu mengukur sensitifitas penerimaan dan biaya terhadap pergerakan kurs dan menggunakan analisis regresi terhadap data historis aliran kas dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Pengukuran eksposur ekonomi dilakukan dengan asumsi perusahaan akan terus beroperasi dimana biaya dan harga yang kompetitif dapat dipengaruhi oleh perubahan kurs.

Pengaruh fluktuasi nilai tukar atas arus kas sebuah perusahaan tidak selalu disebabkan oleh transaksi valuta. Terdapat sejumlah variabel-variabel umum yang mempengaruhi arus kas masuk dan arus kas keluar sebuah perusahaan yang dipengaruhi oleh apresiasi dan depresiasi valuta lokal. Faktor lain yang mempengaruhi eksposur ekonomi adalah laju inflasi. Perubahan dalam laju inflasi dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran valuta, dengan demikian akan mempengaruhi nilai tukar yang pada akhirnya akan mempengaruhi arus kas perusahaan. Bila inflasi di Indonesia tiba-tiba meningkat secara signifikan, sementara inflasi di amerika serikat tetap sama, maka kenaikan inflasi secara tiba-tiba di Indonesia akan meningkatkan permintaan Indonesia terhadap dolar amerika. Selain itu, lonjakan inflasi pada rupiah akan mengurangi keinginan konsumen di amerika terhadap produk-produk di Indonesia, sehingga menyebabkan berkurangnya penawaran USD (United State Dollar) dalam pasar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa laju inflasi sebuah negara naik relatif terhadap laju inflasi negara lain, dan permintaan atas valutenya akan menurun dikarenakan tingkat ekspornya yang menurun. Hal tersebut sebagai akibat dari naiknya harga. Laju inflasi setiap negara biasanya bervariasi, hal tersebut menyebabkan pola-pola perdagangan internasional dan nilai tukar menyesuaikan diri mengikuti gerak inflasi.

Setiadi (2007) dalam penelitiannya mengenai pengaruh eksposur ekonomi menarik kesimpulan bahwa kurs, indeks harga saham gabungan dan inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham. Hasil penelitian lain yang sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Budiardjo (2012) yang menarik kesimpulan bahwa terdapat pengaruh antara eksposur nilai tukar terhadap retur saham serta faktor lain seperti *firm size*, *foreign sale*, dan *multinational status* juga

mempengaruhi eksposur nilai tukar. Namun hasil berbeda terdapat pada penelitian yang dilakukan oleh Ghurup (2014) yang menyatakan bahwa kurs sebagai indikator pengukuran eksposur ekonomi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham perusahaan. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ainul Fitri (2008) yang menyatakan bahwa perubahan nilai tukar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap retur saham perusahaan eksportir.

Seperti penjelasan sebelumnya, bahwa mengelola eksposur ekonomi yang timbul karena kurs yang fluktuatif sangat penting dilakukan oleh karena dapat mempengaruhi arus kas perusahaan di kemudian hari. Hasil penelitian yang belum konsisten atas eksposure ekonomi pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, menjadi dasar dilakukannya penelitian ini. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya bahwa pada penelitian ini arus kas dilihat sebagai cerminan nilai perusahaan. Oleh karenanya, penelitian ini akan menganalisis pengaruh perubahan kurs dan inflasi sebagai faktor economic exposure terhadap dengan perubahan aliran arus kas perusahaan menggunakan metode OLS (Ordinary Least Square). Dari hasil analisis tersebut, diharapkan dapat memberikan informasi mengenai tingkat kepekaan aliran kas suatu perusahaan baik secara parsial maupun secara simultan terhadap prosentase perubahan kurs dan inflasi. Dengan memahami faktor-faktor eksposur ekonomi yang mempengaruhi arus kas, hal ini akan membantu perusahaan di dalam mengambil keputusan dalam perencanaan strategik jangka panjangnya.

KAJIAN TEORI DAN HIPOTESIS

Eksposur Ekonomi

Eksposur ekonomi merupakan sejauh mana present value dari arus kas masa depan sebuah perusahaan dapat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar (Jeff Madura, 2015). Artinya setiap adanya pergerakan kurs akan menyebabkan perubahan pendapatan dan pengeluaran dan berpengaruh langsung terhadap keuntungan aliran kas saat ini. Namun pengaruh fluktuasi nilai tukar atas arus kas sebuah perusahaan tidak selalu disebabkan oleh transaksi valuta. Terdapat sejumlah variabel-variabel umum yang mempengaruhi arus kas masuk dan arus kas keluar sebuah perusahaan yang dipengaruhi oleh apresiasi dan depresiasi valuta lokal. Oleh karena dampak eksposur ekonomi tergantung dari panjang waktu yang digunakan, maka setiap perubahan kurs yang tidak diharapkan pada aliran kas perusahaan dapat dikelompokkan dalam empat tahap yakni: jangka pendek, jangka menengah dengan kasus keseimbangan, jangka menengah dalam kasus ketidakseimbangan dan jangka panjang.

Dampak pertama terhadap aliran kas perusahaan dalam anggaran yang berjalan dalam satu tahun (jangka pendek). Kerugian ataupun keuntungan tergantung pada mata uang denominasi dari cash flow yang diharapkan. Mata uang denominasi ini tidak dapat diubah untuk membiayai berbagai kewajiban yang ada sekarang. Oleh karena itu, realisasi aliran kas akan berbeda dengan apa yang direncanakan dalam anggaran. Padahal dengan berjalannya waktu, harga dapat mengalami perubahan sebagai akibat dari perubahan kurs valas. Dampak kedua adalah pada aliran kas dalam jangka waktu anggaran dua hingga lima tahun (jangka menengah) dengan asumsi kondisi yang terjadi adalah kesimbangan (equilibrium), yang terjadi antara kurs valas, inflasi dan suku bunga domestik. Dalam kondisi ekuilibrium perusahaan dapat menyesuaikan harga sepanjang waktu agar dapat mempertahankan aliran kas pada tingkat yang diharapkan. Kebijakan moneter, fiskal dan neraca pembayaran sangat menentukan apakah kondisi keseimbangan akan terjadi dan apakah perusahaan dapat menyesuaikan harga dan biaya. Bila keseimbangan terjadi secara terus menerus, perusahaan bebas menyesuaikan harga dan biaya sehingga dapat mempertahankan posisi kompetitifnya.

Dampak ketiga adalah pada aliran kas jangka menengah dengan asumsi terjadinya ketidakseimbangan. Dalam kasus ini, perusahaan tidak dapat menyesuaikan harga dan biayanya sebagai akibat dari perubahan kurs valas. Realisasi aliran kas perusahaan akan berbeda dari aliran kas yang diharapkan. Dampak keempat adalah pada aliran kas jangka panjang. Dalam hal ini, cash flow perusahaan akan dipengaruhi oleh reaksi-reaksi dari kompetitor dan calon kompetitor terhadap perubahan kurs dalam kondisi ketidakseimbangan. Perusahaan yang terkena kompetisi internasional,

akan ter-exposed terhadap operating exposure valuta asing dalam jangka panjang dimana pasar valuta asing tidak terus berada dalam keseimbangan.

Saphiro (2013) berkenaan dengan arus kas masuk menyatakan jika valuta lokal mengalami apresiasi, maka penjualan perusahaan dalam negeri akan menurun. Hal ini disebabkan karena konsumen lokal cenderung akan membeli produk-produk substitusi luar negeri dengan harga yang lebih murah. Besarnya penurunan penjualan lokal akan tergantung pada seberapa besar peningkatan daya saing perusahaan-perusahaan asing dalam pasar lokal. Jika valuta lokal mengalami apresiasi, maka Arus kas dari kegiatan ekspor yang didenominasi dalam valuta lokal juga akan menurun. Hal tersebut dikarenakan para importir asing akan membutuhkan lebih banyak valuta mereka sendiri untuk membayar produk-produk tersebut.

Demikian juga ekspor yang didenominasi dalam valuta asing, jumlah ekspor akan berkurang. Hal tersebut karena permintaan produk perusahaan lokal oleh para importir asing tidak akan berubah, karena para importir asing tersebut akan menggunakan valuta mereka sendiri untuk melakukan pembelian. Namun pada saat perusahaan menerima arus kas masuk dari valuta asing, perusahaan akan mengkonversikannya kedalam valuta lokal. Demikian pula kondisi sebaliknya. Madura (2016) menyakan bahwa jika mata uang lokal mengalami apresiasi, nilai ekspor pada valuta lokal akan menurun. Kemudian jika valuta lokal mengalami depresiasi, setiap deviden dan bunga yang diterima dari investasi luar negeri akan berkurang saat dikonversi ke dalam mata uang lokal.

Selanjutnya Saphiro (2013) juga menyatakan bahwa economic exposure menunjukkan dampak persentase perubahan nilai kurs dan faktor lainnya terhadap persentase perubahan arus kas perusahaan yang merupakan cerminan dari nilai perusahaan. Eksposur ekonomi terkait erat dengan fluktuasi kurs untuk waktu jangka panjang. Adanya gejolak kurs akan menyebabkan perubahan pendapatan dan pengeluaran dan berpengaruh langsung terhadap aliran kas saat ini. Jadi tingkatan dimana present value dan arus kas perusahaan dapat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar disebut dengan eksposur ekonomi. Masih oleh Shapiro faktor-faktor yang mempengaruhi eksposur ekonomi adalah:

- a) Negara dimana perusahaan menjual produknya (dalam atau luar negeri).
- b) Kompetitor utama perusahaan baik di dalam maupun di luar negeri.
- c) Kepekaan permintaan barang terhadap harga (elastis atau inelastis).
- d) Dimana perusahaan memproduksi produknya (di dalam atau di luar negeri).
- e) Impor bahan baku dan bahan pembantunya.
- f) Bagaimana penetapan harga input atau outputnya (ditetapkan berdasarkan harga pasar dunia atau pasar domestik).
- g) Perubahan kurs suatu mata uang dengan mata uang lainnya yang menjadi mitra dagang utama.
- h) Inflasi

Kurs

Dalam konsep perdagangan internasional setiap negara yang tergabung di dalamnya harus melakukan penyesuaian alat pembayarannya dalam sistem moneter. atau dalam transaksi perdagangan internasional digunakan istilah kurs valuta asing. Nilai tukar atau kurs menunjukkan seberapa besar Rupiah yang dibutuhkan untuk memperoleh uang asing. Dengan kata lain kurs adalah harga suatu mata uang jika dipertukarkan dengan mata uang lainnya. Nilai tukar dalam penelitian ini adalah nilai tukar Rupiah terhadap Dollar. Karena Dollar adalah mata uang yang relatif stabil dalam perekonomian. Sistem kurs valuta asing akan sangat tergantung dari sifat pasar. Dalam pasar bebas, kurs akan berubah sesuai dengan perubahan permintaan dan penawaran. Dalam konsep nilai tukar, terdapat istilah apresiasi yaitu kenaikan nilai tukar mata uang dalam negeri atas mata uang asing dan depresiasi yaitu penurunan nilai tukar uang dalam negeri mata uang asing.

Salvatore (2007) menjelaskan bahwa, kurs mempunyai fungsi yang sangat penting dalam perekonomian suatu negara karena kurs merupakan salah satu faktor yang mendukung kelancaran perdagangan internasional yang dilakukan oleh negara tersebut dengan negara lainnya. Kurs dapat juga

diartikan sebagai pembandingan nilai antar mata uang, karena kurs menunjukkan harga suatu mata uang jika dipertukarkan dengan mata uang lainnya.

Inflasi

Inflasi (Biro Pusat Statistik) mendefinisikan inflasi sebagai salah satu indikator untuk melihat stabilitas ekonomi suatu wilayah atau daerah yang menunjukkan perkembangan harga barang dan jasa secara umum yang dihitung dari indeks harga konsumen. Inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus berkaitan dengan mekanisme pasar yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain, konsumsi masyarakat yang meningkat, berlebihnya likuiditas di pasar yang memicu konsumsi atau bahkan spekulasi, sampai termasuk juga akibat adanya ketidaklancaran distribusi barang. Jika tingkat harga berfluktuasi, bulan ini naik dan bulan depan turun, setiap adanya kenaikan kerja tidak berarti sebagai inflasi.

Dengan demikian angka inflasi sangat mempengaruhi daya beli masyarakat yang berpenghasilan tetap, dan disisi lain juga mempengaruhi besarnya produksi barang. Berdasarkan berbagai definisi yang telah dikemukakan di atas maka dapat diambil kesimpulan bahwa secara umum inflasi adalah suatu gejala naiknya harga secara terus-menerus (berkelanjutan) terhadap sejumlah barang. Kenaikan yang sifatnya sementara tidak dikatakan inflasi dan kenaikan harga terhadap satu jenis komoditi juga tidak dikatakan.

Hipotesis

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1: Perubahan kurs secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap arus kas perusahaan.
- H2: Inflasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap arus kas perusahaan.
- H3: Perubahan kurs dan Inflasi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap arus kas perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan analisis metode kuantitatif dengan pendekatan penelitian deskriptif verifikatif karena adanya variabel-variabel yang akan ditelaah hubungannya serta tujuannya untuk menyajikan gambaran mengenai fakta-fakta hubungan antar variabel-variabel yang diteliti. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor barang konsumsi pada sub sektor industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai populasi, dengan subyek penelitian adalah laporan arus kas perusahaan, data statistik kurs dan inflasi periode 2008 sampai dengan 2017.

Dalam penelitian ini, persentase perubahan kurs Rupiah terhadap USDollar dihitung dengan menggunakan rumus (Nazir,2014) sebagai berikut :

$$\beta ER = \frac{ER_t - ER_{t-1}}{ER_{t-1}} \times 100\%$$

Keterangan :

- βER = Perubahan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing
- ER_t = Nilai tukar mata uang domestik / asing bulan t
- $ER_t - 1$ = Nilai tukar mata uang domestik / asing bulan lalu

Menurut Manurung & Rahardja (2004) inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus berkaitan dengan mekanisme pasar yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain, konsumsi masyarakat yang meningkat, berlebihnya likuiditas di pasar yang

memicu konsumsi atau bahkan spekulasi, sampai termasuk juga akibat adanya ketidaklancaran distribusi barang. Dalam penelitian ini inflasi dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Laju Inflasi} = \frac{\text{IHKt} - \text{IHKt-1}}{\text{IHKt-1}}$$

Keterangan :

IHKt = Indeks Harga Konsumen Bulan t

IHKt-1 = Indeks Harga Konsumen Bulan lalu

Dalam penelitian ini, yang menjadi variabel terikat adalah arus kas (Y) dengan data perkuartal yang diperoleh dari laporan keuangan arus kas sebagai dasar perhitungan eksposur ekonomi. Menurut Madura (2000) eksposur ekonomi diartikan sebagai sejauh mana *present value* dari arus kas masa depan sebuah perusahaan dapat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Eksposur ekonomi diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Jeff Madura : 2015)

$$PCF_t = a_0 + a_1 et + \mu_t$$

Keterangan:

PCFt = Persentase perubahan dalam arus kas yang telah disesuaikan dengan inflasi, yang diukur dalam valuta asal perubahan, selama periode t

et = Persentase perubahan nilai tukar selama periode t

μ_t = *random error term*

a0 = *konstanta*

a1 = *koefisien slope*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi

Sebelum menentukan model yang ditetapkan dalam menganalisis regresi maka dilakukan uji model terlebih dahulu. Yang pertama dilakukan perbandingan *common effect model* dengan *fixed effect model* dengandilakukan uji F statistic (*Chow Test*). Pengujian dilakukan dengan uji statistik F atau chi-kuadrat dengan hipotesis sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.636232	(2,24)	0.0005
Cross-section Chi-square	18.404709	2	0.0001

Dari hasil uji diatas terlihat bahwa nilai *Prob. Cross-sectionF-test* sebesar 0,0005 yang artinya lebih kecil dari 0,05 (5%), sehingga H_0 diterima dan H_a ditolak, yang berarti bahwa model *fixed effect* lebih baik digunakan dibandingkan model *common effect*. Oleh karena yang terpilih adalah model *common effect*, maka dilanjutkan dengan *uji hausman*.

Tabel 2. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.272463	2	0.0000

Dari hasil uji Hausman di atas terlihat bahwa nilai *Cross-section random* sebesar 0,0000 yang artinya lebih kecil dari 0,05 (5%), maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa lebih baik menggunakan model *fixed effect* daripada model *random effect*. Dalam penelitian ini tidak dilakukan uji *Langrange Multiplier*, yakni uji untuk membandingkan antara model *common effect* dan *random effect*, karena sesuai dengan hasil uji *chow* dan uji *hausman* sebelumnya, bahwa model *fixed effect* lebih baik digunakan dalam penelitian ini. Uji *Langrange Multiplier* hanya dilakukan jika hasil dari uji *chow* dan uji *hausman* tidak relevan. Sehingga dalam penelitian ini model yang digunakan adalah model *fixed effect*.

Uji Asumsi klasik

Sebelum dilakukan analisis regresi terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik multikolinieritas dan heteroskedastis. Ghazali (2013:105) menyatakan uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah residual dari model yang terbentuk memiliki varians yang konstan atau tidak. Suatu model yang baik adalah model yang memiliki varians dari setiap gangguan atau residualnya konstan. Heteroskedastisitas adalah keadaan dimana asumsi tersebut tidak tercapai, dengan kata lain dimana adalah ekspektasi dari error dan adalah varians dari error yang berbeda tiap periode waktu. Berdasarkan Tabel 3, koefisien korelasi antar variabel bebas lebih kecil dari 0,80. Maka dapat disimpulkan tidak terjadi korelasi antar variabel bebas. Dalam hasil uji heteroskedastisitas yang disajikan dalam Tabel 4, menunjukan nilai probabilitas pada setiap variabel independen > 0,05 maka dapat dikatakan bahwa data yang diteliti terbebas dari pelanggaran asumsi heteroskedastisitas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinieritas

	KURS	INFLASI
KURS	1.000000	-0.170023
INFLASI	-0.170023	1.000000

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KURS	14.37286	8.544005	1.682215	0.1055
INFLASI	-0.003597	0.323374	-0.011125	0.9912
C	0.565264	0.334878	1.687970	0.1044

HASIL PROSES ESTIMASI MODEL

Berdasarkan hasil estimasi yang disajikan dalam Tabel 5, persamaan regresi linier berganda pada model *fixed effect* adalah sebagai berikut :

$$Y = 0.307561 + 0.300137KURS + 0.176850INFLASI$$

Berdasarkan persamaan tersebut diketahui bahwa nilai konstanta α sebesar 0.307561 berarti jika perubahan kurs dan inflasi bernilai nol atau konstan, maka arus kas (eksposur ekonomi) bersifat positif yaitu sebesar 0.307561 satuan. Nilai β_1 (Perubahan Kurs) sebesar 0.300137 artinya setiap perubahan kurs mengalami kenaikan satu satuan maka arus kas akan naik sebesar 0.3007561 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya yaitu inflasi bernilai nol atau konstan. Nilai β_2 (Inflasi) sebesar 0.176850 artinya setiap inflasi mengalami kenaikan satu satuan maka arus kas akan naik sebesar 0.176850 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya yaitu perubahan kurs bernilai nol atau konstan.

Tabel 5. Hasil Estimasi Model Fixed Effect

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0.308	0.212	0.834
LOG(KURS)	0.300	0.795	0.434
LOG(INFLASI)	0.177	0.732	0.472
Adj. R ²	0.385		
F-statistic	5.384		0.003

Uji Signifikansi Parsial (t)

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui apakah variabel bebas yang dimasukkan dalam model secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Keputusan penerimaan atau penolakan hipotesis didasarkan pada tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Bila nilai $t_{hitung} >$ nilai t_{tabel} , maka H_0 diterima dan bila nilai $t_{hitung} \leq$ nilai t_{tabel} , maka H_0 ditolak. Atau jika signifikansi $t < 0,05$ maka H_0 ditolak dan jika signifikansi $t > 0,05$ maka H_0 diterima. Pada penelitian ini, uji t dilakukan dengan membandingkan hasil t_{hitung} dari hasil estimasi Eviews 8 dengan t_{tabel} sebesar 1,661 yang diperoleh pada $\alpha = 0,05$ dan $df = 116$.

Tabel 6. Hasil Pengujian Parsial (Uji t)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(KURS)	0.300137	0.377350	0.795379	0.4342
LOG(INFLASI)	0.176850	0.241753	0.731531	0.4715
C	0.307561	1.453262	0.211635	0.8342

Dari hasil uji t diperoleh variabel kurs mempunyai nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ atau sebesar $0.795379 < 1,661$. Serta nilai probabilitas 0.4342 lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$), maka H_{a1} ditolak dan H_{o1} diterima. Yang berarti secara parsial, perubahan kurs berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap arus kas yang merupakan indikator tingkat eksposur ekonomi. Dari hasil olah data diperoleh variabel inflasi mempunyai nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ atau sebesar $0.731531 < 1,661$. Serta nilai probabilitas 0.4715 lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$), maka H_{a2} ditolak dan H_{o2} diterima. yang

berarti secara parsial, inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan dari terhadap arus kas yang merupakan indikator tingkat eksposur ekonomi.

Uji Signifikansi Simultan (f)

Uji statistik f pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen untuk mengambil keputusan hipotesis diterima atau ditolak dengan membandingkan tingkat kesalahan 0,05 (Ghozali, 2005).

Tabel 7. Hasil Pengujian Simultan (Uji f)

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.472933	Mean dependent var	-1.043407
Adjusted R-squared	0.385089	S.D. dependent var	1.731051
S.E. of regression	1.357426	Akaike info criterion	3.604643
Sum squared resid	44.22251	Schwarz criterion	3.840383
Log likelihood	-47.26732	Hannan-Quinn criter.	3.678474
F-statistic	5.383753	Durbin-Watson stat	0.803958
Prob(F-statistic)	0.003068		

Dengan melihat Tabel 7 di atas, nilai *F-statistics* sebesar 5.383753 atau lebih besar dari F_{tabel} sebesar 3,07. Sedangkan nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0.003068 atau lebih kecil dari 0,05. Jadi dengan persyaratan signifikansi alpha 5% tingkat signifikansi (*Prob(F-statistic)*) arus kas perusahaan < 0,05, maka H_0 3 ditolak dan H_a 3 diterima. Dari hasil tersebut dapat di simpulkan bahwa secara simultan, persentase perubahan kurs dan inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap arus kas perusahaan yang merupakan indikator eksposur ekonomi.

Uji koefisien determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen, Pada aplikasi *Eviews 8*, koefisien determinasi ditunjukkan oleh *Adjusted R-squared*. Berdasarkan hasil uji menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R-Squared* dari persamaan regresi linear berganda tersebut adalah sebesar 0.385089 atau 38.5089%. artinya bahwa pergerakan arus kas perusahaan dapat dijelaskan oleh sebagian faktor-faktor eksposur ekonomi, yakni persentase perubahan kurs dan inflasi sebagai variabel independennya sebesar 38.5089% dan sisanya sebesar 64.4914% dapat dijelaskan oleh variabel lainnya.

Tabel 8. Hasil Koefisien Determinasi (*Adjusted R-Squared*)

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.472933	Mean dependent var	-1.043407
Adjusted R-squared	0.385089	S.D. dependent var	1.731051
S.E. of regression	1.357426	Akaike info criterion	3.604643
Sum squared resid	44.22251	Schwarz criterion	3.840383
Log likelihood	-47.26732	Hannan-Quinn criter.	3.678474
F-statistic	5.383753	Durbin-Watson stat	0.803958
Prob(F-statistic)	0.003068		

Pengaruh perubahan kurs terhadap arus kas (Eksposur Ekonomi)

Berdasarkan dari hasil uji t, diketahui bahwa koefisien persentase perubahan kurs bernilai positif tidak signifikan sebesar 0.300137. Artinya variabel perubahan kurs yang merupakan indikator eksposur ekonomi berubah searah dengan arus kas. Hal tersebut dikarenakan semakin fluktuatif tingkat perubahan kurs akan mengakibatkan tingginya perubahan *present value* arus kas masa depan yang mengidikasikan tingginya eksposur ekonomi.

Hasil penelitian ini juga menunjukan bahwa tidak adanya pengaruh yang signifikan perubahan kurs terhadap arus kas yang merupakan indikator eksposur ekonomi. Diduga hal ini disebabkan karena tingkat ekspor yang cenderung rendah oleh perusahaan industri rokok dengan menggunakan valuta asing sebagai mata uang denominasinya, karena perusahaan pada industri rokok penerimaan dan pengeluaran terutama menggunakan mata uang rupiah. Oleh karena itu, tingkat perubahan pada aliran kas yang disebabkan oleh fluktuasi nilai tukar pun rendah. Tingkat impor yang cenderung rendah juga menurunkan risiko nilai tukar. Hal ini dikarenakan perusahaan lebih banyak menggunakan komponen rokok (tembakau, cengkeh) dari dalam negeri. Rendahnya perubahan arus kas yang sebabkan oleh rendahnya tingkat ekspor/impor inilah yang menyebabkan pengaruh perubahan kurs terhadap eksposur ekonomi pada perusahaan industri rokok tidak signifikan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu oleh Romikul Ghurub yang menarik kesimpulan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan pada kurs terhadap eksposur ekonomi, dan tidak sejalan dengan Muhammad Ilham Setiadi (2007), Naning Wessiani Aryanti (2005), dan Basuki (2005) yang berpendapat bahwa secara parsial terdapat pengaruh yang signifikan kurs terhadap eksposur ekonomi.

Pengaruh inflasi terhadap arus kas (Eksposur Ekonomi)

Berdasarkan dari hasil uji t, diketahui bahwa koefisien inflasi berpengaruh positif tidak signifikan sebesar 0.176850. Nilai koefisien yang positif ini menunjukan hubungan searah antara variabel perubahan inflasi dengan arus kas yang merupakan indikator eksposur ekonomi. Hasil penelitian yang menunjukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan inflasi terhadap arus kas perusahaan industri rokok yang merupakan indikator eksposur ekonomi, diduga disebabkan karena tingkat ketergantungan serta konsumsi oleh konsumen rokok yang semakin meningkat, sehingga konsumen rokok cenderung akan tetap membeli rokok meskipun produk rokok mengalami kenaikan harga.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu oleh Tony Wijaya, Nurhadi, dan Andreas Mahendro Kuncoro (2017) dengan judul Studi Eksplorasi Perilaku Konsumsi Rokok, menunjukan bahwa jumlah perokok di Indonesia mencapai 27% dari jumlah penduduk Indonesia dan semakin mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Dalam penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa para konsumen rokok sadar akan biaya tinggi yang dikeluarkan untuk membeli rokok serta bahaya dari merokok. Namun bagi mereka, rokok adalah kebutuhan sehari-hari, sehingga mereka akan tetap membeli rokok meskipun mengalami kenaikan harga. Inilah yang menyebabkan pengaruh inflasi pada perusahaan industri rokok terhadap eksposur ekonomi tidak signifikan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Mirza Vegera (2010) yang berpendapat bahwa dikarenakan minyak merupakan sumber daya yang tidak dapat diperbaharui serta tingkat ketergantungan pada minyak yang tinggi menyebabkan konsumen akan tetap membeli meski minyak mengalami kenaikan harga, hal tersebut yang menyebabkan potensi risiko ketidakpastian inflasi pada perusahaan perminyakan terhadap arus kas mendekati nol. Sehingga dapat dikatakan bahwa risiko inflasi tidak menambah risiko arus kas bersih masa depan. Dan penelitian ini tidak sejalan dengan Muhammad Ilham Setiadi (2007) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan secara parsial inflasi terhadap eksposur ekonomi.

Pengaruh Perubahan kurs dan inflasi terhadap arus kas (Eksposur Ekonomi)

Sesuai dengan hasil uji f, bahwa F-hitung menunjukkan nilai 5.383753 dengan tingkat signifikansi diatas 5 persen atau 0,05 sedangkan F-tabel menunjukkan nilai sebesar 3,07 yang berarti bahwa $F_{hitung} > F_{tabel}$ dan nilai signifikansi sebesar $0.05 > 0.003068$ yang berarti secara bersama-sama (simultan) variabel perubahan kurs dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap arus kas (eksposur ekonomi) perusahaan rokok pada periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2017.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

1. Secara parsial persentase perubahan kurs, berdasarkan hasil uji t, diperoleh nilai thitung sebesar 0.795379 atau lebih kecil dari ttabel yakni 1,661 dengan nilai probabilitas 0.4342 lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$), sehingga H_{a1} ditolak dan H_{o1} diterima, artinya secara parsial persentase perubahan kurs berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap arus kas perusahaan yang merupakan indikator eksposur ekonomi.
2. Secara parsial inflasi, berdasarkan hasil uji t diperoleh nilai thitung sebesar -0.731531 atau lebih kecil dari ttabel yakni 1,661 dengan nilai probabilitas 0.4715 lebih besar dari tingkat signifikansi ($\alpha = 0.05$), sehingga H_{a2} ditolak dan H_{o2} diterima, artinya secara parsial inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap arus kas perusahaan yang merupakan indikator eksposur ekonomi.
3. Secara Simultan, persentase perubahan kurs dan inflasi berdasarkan hasil uji f diperoleh nilai fhitung sebesar 5.383753 atau lebih besar dari ftabel sebesar 3,07 tingkat signifikansi ($\text{Prob}(F_{statistic})$) $0.003068 < 0.05$ serta, sehingga H_{a3} diterima dan H_{o3} ditolak, artinya secara simultan perubahan kurs dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap eksposur ekonomi perusahaan industri rokok yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Implikasi

Implikasi Teoritis

Fluktuasi nilai tukar dan tingkat inflasi yang terjadi dalam perekonomian suatu negara memiliki hubungan yang erat dengan tingkat eksposur ekonomi yang dihadapi, yang dijelaskan sebagai berikut :

1. Indikator perubahan kurs, tinggi rendahnya eksposur ekonomi ditentukan oleh tingkat fluktuasi nilai tukar, oleh karena itu diperlukan manajemen risiko nilai tukar yang baik oleh perusahaan untuk menghadapi dampak dari risiko tersebut, sehingga tingkat kerugian yang diakibatkan oleh eksposur ekonomi dapat diminimalisir. Selain itu, strategi penjualan yang baik juga sangat diperlukan, pada saat nilai tukar tidak stabil langkah yang bisa dilakukan untuk meminimalkan eksposur ekonomi adalah dengan mengurangi ketergantungan pada pemasok dari luar negeri dan berfokus pada penjualan dalam negeri. Sehingga tingkat risiko nilai tukar yang dihadapi menjadi rendah dan menurunkan tingkat eksposur ekonomi.
2. Indikator inflasi, tinggi rendahnya inflasi mempengaruhi tingkat eksposur ekonomi yang dihadapi perusahaan. Hal tersebut dikarenakan tingginya inflasi akan menaikkan biaya produksi serta menurunkan daya beli konsumen. Oleh karenanya strategi penentuan harga sangat diperlukan untuk menjaga tingkat keuntungan perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan perlu melakukan penyesuaian harga jual produk dengan biaya produksi yang dikeluarkan untuk menstabilkan aliran arus kas yang disebabkan oleh tingginya inflasi, sehingga tingkat eksposur yang dihadapi pun rendah.

Implikasi Praktis

Hasil penelitian ini digunakan sebagai masukan baik bagi pihak manajemen perusahaan industri rokok yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia yang berhadapan langsung dengan eksposur ekonomi karena melakukan penjualan produknya keluar negeri, untuk menganalisa serta mengelola agar risiko eksposur ekonomi dapat diminimalisir demi menjaga kelangsungan hidup perusahaan. Serta bagi investor yang

ingin menginvestasikan dana, khususnya pada perusahaan yang bergerak pada Industri rokok yang cenderung menghadapi eksposur ekonomi untuk lebih teliti dalam pengambilan keputusan.

DAFTAR PUSTAKA

- www.bps.go.id. 2015. Statistik Indonesia Tahun 2015: Badan Pusat Statistik. Jakarta Pusat
- Budiardjo, Amalia Kusbiantari, 2012. *Analisis Eksposur Nilai Tukar Pada Perusahaan Ekspor yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia 2001-2010*. <http://lib.ui.ac.id/file?file=digital/20308729-Spdf-Amalia%20Kusbintari%20Budiardjo.pdf>
- Fitri, Ainul. 2008. *Analisis Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Net Income dan Retur Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2006*. <http://lib.ui.ac.id/file?file=digital/123155-6048-Analisis%20pengaruh-HA.pdf>
- Ghozali, Imam., & Ratmono, Dwi., 2013. *Analisis Multivariat Dan Ekonometrika* (Eviews 8). Semarang: Lembaga Penerbit Universitas Diponegoro
- Ghurub, Romikul. (2014), *Pengujian Empirik Atas Eksposur Ekonomi Yang Dihadapi Oleh Perusahaan Sektor Otomotif Di Indonesia*. Departement of Management FEB UMM. <http://eprints.umm.ac.id/20365/>
- Kuncoro, Mudrajad. 2016. *Manajemen Keuangan internasional*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE UGM
- Manurung, Mandala & Rahardja, Prathama. 2004. *Uang, Perbankan, dan Ekonomi Moneter*. Lembaga Penerbit FE. Jakarta
- McEachern, William. 2000. *Ekonomi Makro: Pendekatan Kontemporer*. Jakarta: Salemba Empat
- Nazir. Moh. 2014. *Metode Penelitian*. Ghalia Indonesia. Jakarta
- Priyatno, Duwi. 2010. *Teknik Mudah dan Cepat Melakukan Analisis Data. Penelitian dengan SPSS dan Tanya Jawab Ujian Pendaratan*. Gaya. Media, Yogyakarta
- Salvatore. D. (2007). *International Economics*. 9th Ed. Willey
- Santosa, Agus Budi. 2008. *Kemampuan Inflasi Pada Model Purchasing Power Parity Dalam Menjelaskan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar Amerika Serikat Jurnal Bisnis Dan Ekonomi (JBE) ISSN: 1412-3126, Maret 2008, Hal. 39 - 53 Vol. 15, No.1*
- Saphiro, Alan C. 2013. *Multinational Finance Management*. 10th Edition. Prentice Hall USA
- Winarno, Wing Wahyu. 2007. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.