

**MENCARI ALTERNATIF INSTRUMEN PENGGANTI
HEDGING VALUTA ASING SEBAGAI SOLUSI UNTUK
EKSPORTIR USAHA KECIL MENENGAH**

TERM PAPER

Diajukan untuk Sidang Sebagai Tugas Akhir dan Syarat Kelulusan
Program Studi Magister Manajemen Jurusan Keuangan



Oleh:
Riv Mitra
NIM: 19020244

**PROGRAM PASCA SARJANA
MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS PELITA HARAPAN
JAKARTA
JUNI 2004**

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN TUGAS AKHIR

MENCARI ALTERNATIF INSTRUMEN PENGGANTI HEDGING VALUTA ASING SEBAGAI SOLUSI UNTUK EKSPORTIR USAHA KECIL MENENGAH

Karya tugas akhir yang saya kerjakan dengan judul diatas, adalah:

1. Dibuat dan diselesaikan sendiri dengan menggunakan hasil bacaan literatur penerbitan pers, buku-buku dan jurnal acuan yang terdapat dalam referensi serta pengetahuan hasil kuliah sampai saat ini.
2. Bukan merupakan duplikasi karya tulis orang lain, baik yang sudah dipublikasikan atau yang pernah dipakai untuk pelengkap persyaratan kelulusan studi di tempat lain.
3. Merupakan hasil pemikiran, studi dan pencarian solusi untuk praktek keseharian, yang diambil dari berbagai sumber termasuk didalam referensi tugas akhir ini.
4. Hasil pengarahan dan konsultasi dengan beberapa Dosen pengajar, Khususnya Dr.Tarsisius Sunaryo dan Dr.Edison Hulu.

Kalau terdapat kemiripan di beberapa bagian dengan tulisan lain, itu merupakan kebetulan yang belum pernah saya baca dan diluar pengetahuan saya sebagai penulis, apalagi secara sengaja di plagiat untuk tugas akhir ini.

Dibuat di Jakarta, tanggal 30 Juni 2004



Oleh : Riv Mitra

NIM : 19020244

Program Studi : Magister Manajemen

Jurusan : Keuangan International

DAFTAR ISI

Lembar Pernyataan Keaslian Tugas Akhir

Daftar Isi

BAB I	PENDAHULUAN	1
	1.1 Latar Belakang	1
	1.2 Tujuan dan Manfaat Penulisan	3
	1.3 Pembatasan Masalah	4
	1.4 Sistematika Pembahasan	4
BAB II	LANDASAN TEORI	5
	2.1 Nilai Tukar	5
	2.1.1 Sistem Penetapan Nilai Tukar	6
	2.1.2 Fluktuasi Nilai Tukar	7
	2.1.3 Hubungan Nilai tukar dengan Inflasi dan Tingkat bunga	10
	2.1.4 Perdagangan Valas dan Arbitrase	12
	2.2 Resiko Nilai Tukar	15
	2.2.1 Transaction Exposure	16
	2.2.2 Economic / Operating Exposure	18
	2.2.3 Translation /Accounting Exposure	21
BAB III	PEMBAHASAN	22
	3.1 Mengelola Forex Exposure	22
	3.2.1 Money Market Hedging	23
	3.2.2 Setara Lindung Nilai Operational	24
	3.2.3 Forward Contract Hedging	25
	3.2.4 Futures Contract Rate	25
	3.2.5 Option Contract Hedging	26
	3.3 Hedging dalam Praktek	26
BAB IV	KESIMPULAN DAN SARAN	28
	4.1 Kesimpulan	28
	4.2 Saran	28

Daftar Pustaka

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

'Flu Asia' yang dimulai pada tahun 1997 dan berlanjut sampai 1998, (berakibat pada kejatuhan tiba-tiba atas nilai mata uang, tingkat penyerapan tenaga kerja, output ekonomi dan banyak perusahaan di wilayah tersebut menjadi *insolvent* karena hutang mereka dalam mata uang asing / dolar), yang menjangkiti Asia Tenggara tidak hanya berdampak kepada keadaan ekonomi di Asia saja. Jelas terlihat mengancam tingkat pertumbuhan dan keadaan ekonomi bagian dunia lainnya, termasuk didalamnya Negara-negara yg berpenghasilan tinggi. Juga digarisbawahi kerentanan dari Negara-negara kecil akan fluktuasi mata uang dan aliran keluar modal serta kebutuhan yang mendesak akan reformasi ekonomi dan politik di tingkat nasional, regional dan global. Kebanyakan dari Negara-negara yang didera Flu Asia pada 1997 sampai 1998 telah melanjutkan pertumbuhan ekonominya.

Flu Asia tersebut juga melanda Indonesia, berakibat pada krisis ekonomi yang sangat mempengaruhi dunia dan iklim usaha. Krisis ini ditandai dengan anjloknya nilai mata uang Rupiah terhadap mata uang asing / *Hard Currency* seperti Dolar Amerika Serikat (*United States Dollar / USD*). Pada 2 Juli 1997 saat Bank Sentral Thailand mengambangkan nilai tukar Baht secara terkendali terhadap USD, nilai tukar Rupiah berada pada kurs Rp.2.441/USD. Pada 14 Agustus 1997 ketika Indonesia menghapus pita batas intervensi, Rupiah menjadi Rp.2.653/USD. Nilai tukar Rupiah terus berfluktuasi terhadap USD dengan kecenderungan depresiasi yang sangat besar, pada tanggal 23 Januari 1998 Rp.13.250/USD dan pada tanggal 17 Juni 1998 mencapai Rp.16.600/USD.

Perubahan rezim nilai tukar mengambang yang lemah terkendali (+/- 5% p.a.) mirip seperti pada kecenderungan patok / *pegged* menjadi mengambang bebas / *floating*, yang terjadi dalam waktu singkat tanpa antisipasi dan penyesuaian menyebabkan perusahaan-perusahaan yang banyak berhutang dalam mata uang asing menjadi *insolvent*, karena kebanyakan hutang dalam mata uang asing tersebut tidak dilakukan lindung nilai / *hedging*. Porsi pinjaman luar negeri yang sebelum krisis ekonomi berlangsung jumlahnya tidaklah mengkhawatirkan, tiba-tiba jumlahnya mengalami kenaikan berkali-kali lipat dalam mata uang rupiah, mengakibatkan kesulitan likuiditas dan gagal bayar / *default*, termasuk didalamnya bank-bank dalam negeri yang berfungsi sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan dalam grup usaha berakibat pada pembekuan, likuidasi maupun rekapitalisasi dunia perbankan.

Krisis ekonomi juga diikuti krisis perbankan, berakibat pada *insolvent* dan tidak likuidnya bank-bank di Indonesia berakibat pada tidak adanya fungsi intermediasi dan layanan produk bank lainnya seperti instrumen lindung nilai untuk valuta asing seperti kontrak forward, swap atau opsi. Dalam kondisi krisis / bahaya selalu terdapat peluang / kesempatan yang mengandung resiko, seperti terbukanya peluang ekspor yang memanfaatkan lemahnya mata uang Rupiah terhadap USD serta merta produk dalam negeri menjadi sangat murah dalam USD akibat *sticky price* yang disebabkan kenaikan harga barang jauh lebih lambat dibanding dengan depresiasi nilai tukar.

Peluang ekspor tersebut banyak dimanfaatkan oleh berbagai kalangan yang sebelumnya belum pernah berhubungan dengan pihak luar negeri, tiba-tiba menjadi eksportir yang terpapar dengan resiko nilai tukar. Pengusaha akan merugi akibat salah penetapan kurs konversi dari Rupiah ke USD dalam menghitung harga jual produk untuk pasar ekspor, hal ini akibat berfluktuasinya nilai kurs USD terhadap Rupiah,

dan sulitnya prediksi pergerakan nilai tukar tersebut. Secara alami dan konseptual, apabila kondisi memungkinkan, lindung nilai operasional (*Operational Hedging*) dapat dilakukan dengan penyesuaian/ menaikkan harga jual produk, yang dalam praktek sulit dilakukan akibat persaingan.

Pengusaha atau perusahaan yang relatif baru berusaha/ berhubungan dengan luar negeri, terpapar dengan resiko nilai tukar dengan kemungkinan kerugian yang lebih besar dibanding perusahaan yang telah lama beroperasi, berbagai sebab diantaranya:

1. keterbatasan informasi adanya instrumen lindung nilai kurs valuta asing yang merupakan produk derivatif pasar uang yang terdapat dalam dunia perbankan.
2. belum dapat memanfaatkannya karena skala usaha yang terlalu kecil bagi bank untuk dapat dilayani.
3. Tidak dapat menggunakan produk/ fasilitas pinjaman bank karena tiadanya kolateral atau Manajemen perusahaan / pembukuan yg kurang rapih.
4. masih dalam proses belajar dan belum menemukan pola / cara lindung nilai yang cocok bagi usaha yang digeluti.

Pada saat krisis ekonomi dan perbankan sedang berlangsung, produk lindung nilai kurs valuta asing dapat dikatakan tidak ada, ataupun kalau ada biayanya sangat besar dan tidak masuk akal/ dalam perhitungan yang wajar dapat dipakai untuk berusaha.

1.2. Tujuan dan Manfaat Penulisan

Tulisan ini bertujuan untuk menjelaskan fungsi dan instrumen lindung nilai serta mencari bentuk replikasi instrumen lindung nilai yang cocok dan sebagai solusi untuk pengusaha, terutama Usaha Kecil Menengah yg terbatas kapasitas & pengetahuannya dalam menyiasati lindung nilai kurs valuta asing untuk mendapatkan untung dari usaha khususnya di bidang Ekspor produk dari Indonesia.

1.3. Pembatasan Masalah

Pengaruh perubahan nilai tukar terhadap *return* perusahaan dibedakan atas 3 macam *exposure* yaitu *transaction exposure*, *economic/operating exposure* dan *translation/accounting exposure* dan ketiganya mempengaruhi *return* perusahaan. Pembahasan masalah dalam tulisan ini dibatasi pada *transaction exposure* pada Usaha Kecil Menengah dengan orientasi perdagangan ekspor, yang secara sistematis dimulai dari Usaha Menengah, Usaha kecil dan Mikro yang masih dalam cakupan perdagangan ekspor produk Indonesia dengan *hard currency* USD.

1.4. Sistematika Pembahasan

- Bab I. Pendahuluan menguraikan latar belakang, Tujuan dan Manfaat Penulisan, Pembatasan masalah dan Sistematika pembahasan
- Bab II. Landasan Teori, menguraikan teori nilai tukar, fluktuasi nilai tukar, resiko nilai tukar dan manajemen resiko nilai tukar.
- Bab III. Pembahasan, dimulai dengan kasus dari keadaan normal dimana terdapat instrumen lindung nilai untuk skala usaha tertentu yang terlayani oleh bank, diikuti dengan skala usaha yg lebih kecil sampai usaha mikro dan serta sampai kondisi krisis dimana tidak terdapat insturmen lindung nilai. Aplikasi praktis dan metodologi bagaimana mencapai tujuan lindung nilai dengan atau tanpa insturmen lindung nilai
- Bab IV. Kesimpulan dan Saran

BAB II LANDASAN TEORI

Nilai tukar atau umumnya dikenal dengan kurs atau exchange rate merupakan harga pertukaran dua mata uang yang berbeda, yang digunakan sebagai sarana untuk mempermudah transaksi ekonomi antara negara yang memiliki mata uang yang berbeda. Nilai tukar yang berfungsi sebagai media transaksi maupun sebagai komoditas akan mempengaruhi nilai ekonomi setiap transaksi, yang pada akhirnya berpengaruh pada tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan.

2.1 Nilai Tukar

Apabila suatu barang ditukar dengan barang lain, didalamnya terdapat perbandingan nilai tukar antara keduanya. Nilai tukar ini sebenarnya merupakan semacam "harga" di dalam pertukaran tersebut. Demikian juga pertukaran antara dua mata uang yang berbeda, maka akan terdapat perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tersebut. Perbandingan nilai ini yang sering disebut nilai tukar atau kurs (exchange rate). Misalnya kurs valuta asing (dolarAS) adalah USD = Rp 8.800 berarti bahwa Rp 8.800 dapat ditukar dengan dolar sebanyak USD1, atau Rp.1 dapat ditukar dengan USD 1/8.800.

Dalam kenyataannya, sering terdapat perbedaan nilai kurs untuk satu valuta asing dalam jam dan tanggal yang sama. Hal ini disebabkan oleh beberapa hal antara lain pengaruh perbedaan antara kurs beli dan kurs jual oleh pedagang valuta asing/bank, perbedaan waktu pembayaran misalnya kurs TT (telegraphic transfer) lebih tinggi dari draft / kurs MT (mail transfer) sebab perintah / order pembayaran dengan menggunakan telegram bagi bank merupakan penyerahan valuta asing dengan segera atau lebih cepat dibanding dengan penyerahan melalui surat, dan karena perbedaan tingkat keamanan dalam penerimaan hak pembayaran.

Nilai tukar mengenal dua nilai yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar real. Nilai tukar nominal merupakan konsep moneter yang mengukur harga relatif dua mata uang. Seperti harga pada umumnya, maka nilainya juga dipengaruhi oleh permintaan dan penawarannya. Secara umum dan sederhana dapat dikatakan bahwa jika permintaan bertambah maka harga meningkat, dan sebaliknya, atau jika penawaran bertambah maka harga turun, dan sebaliknya. Dengan kata lain, nilai tukar akan bergerak naik atau turun sesuai kekuatan pasar.

Kalau nilai tukar nominal mengukur harga relatif dua mata uang, maka nilai tukar real mengukur harga relatif dua barang. Konsep nilai tukar real digunakan secara luas di negara-negara yang mengalami inflasi hebat. Di negara-negara itu komunitas usaha dan keuangan mengikuti pergerakan nilai tukar nominal yang dibandingkan dengan tingkat harga umum. Ketika nilai tukar tertinggal di belakang tingkat harga umum, nilai tukar real-nya dikatakan menurun, ketika meningkat lebih cepat daripada tingkat harga umum atau indeks harga domestik lainnya, nilai tukar real dianggap meningkat.

2.1.1 Sistem Penetapan Nilai Tukar

Berdasarkan perkembangan sistem moneter internasional, pada umumnya dikenal ada tiga macam sistem penetapan nilai tukar valuta asing yaitu (1) sistem kurs tetap (fixed exchange rate system), (2) sistem kurs mengambang (floating exchange rate system) yang terdiri dari freely floating rate (clean float) dan managed float (dirty float), dan (3) sistem kurs terkait (pegged exchange rate system).

1) Fixed Exchange Rate System

Fixed exchange rate system diciptakan berdasarkan perjanjian Bretton Wood pada tahun 1944 yang melahirkan suatu lembaga moneter internasional yang sekarang ini dikenal sebagai International Monetary Fund (IMF) atau Dana Moneter Internasional. Salah satu tujuan pokok pendirian IMF adalah untuk meningkatkan dan memperlancar arus perdagangan dan investasi internasional, yang salah satu kondisi utama yang diperlukan agar arus perdagangan dan investasi antar negara tersebut dapat berjalan lancar adalah dengan penerapan sistem nilai tukar yang stabil.

Beberapa ketentuan pokok yang diatur dalam fixed exchange rate system tersebut adalah bahwa sistem moneter internasional didasarkan kepada standar emas (gold exchange standard) dengan pengertian bahwa setiap mata uang negara. Anggota IMF dikaitkan dan dapat ditukar dengan emas. Sebagai standar ditetapkan bahwa mata uang senilai USD 35 ekuivalen dengan satu troy ounce emas atau 28,3496 gram emas, sehingga dengan demikian USD 1 ekuivalen dengan $28,3496/35$ gram emas. Sejalan dengan perkembangan waktu hingga timbulnya krisis kepercayaan terhadap USD karena terlalu banyaknya USD yang beredar di luar AS, terutama di Eropa, sehingga jaminan emas yang berada pada Federal Reserve Bank (FRB) atau bank sentral AS tidak mencukupi lagi. Hal ini menyebabkan semakin merosotnya nilai tukar dolar terutama terhadap European currency dan Japanese Yen (JPY) hingga pada akhirnya menimbulkan krisis sistem moneter internasional yang secara formal ditandai oleh Dekrit Presiden

Nixon yang menyatakan bahwa sejak tanggal 15 Agustus 1971 nilai USD tidak dikaitkan dan tidak dijamin dengan emas seperti ketentuan semula. Semenjak saat itu praktis sistem kurs tetap tidak berlaku lagi dan diganti dengan floating exchange rate system.

2) Floating Exchange Rate System

Floating exchange rate system atau sistem kurs mengambang adalah sistem penentuan nilai tukar mata uang dengan ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran pada bursa valuta asing. Jika penentuan kurs tersebut terjadi tanpa campur tangan pemerintah, maka disebut sebagai sistem clear float atau freely floating system atau sistem kurs mengambang murni. Sedangkan, jika pemerintah turut campur tangan mempengaruhi permintaan dan penawaran terhadap valuta asing tersebut disebut sebagai dirty float atau managed float system atau sistem kurs mengambang terkendali. Managed float system banyak digunakan oleh berbagai negara di dunia, termasuk Indonesia.

3) Pegged Exchange Rate System

Sistem nilai tukar ini dilakukan dengan mengaitkan nilai mata uang suatu Negara dengan nilai mata uang negara lain atau sejumlah mata uang tertentu. Sistem ini antara lain dilakukan oleh beberapa negara Afrika yang mengaitkan nilai mata uangnya dengan mata uang Prancis (French Franc / FRF) dan beberapa negara lain yang mengaitkan nilai mata uangnya dengan USD. Beberapa negara Eropa yang tergabung dalam European Economic Country (EEC) sejak tahun 1972 juga menjalankan Pegged Exchange Rate System ini yang dikenal sebagai snake system yang kemudian diubah menjadi European Monetary System (EMS). Dalam EMS ini setiap mata uang anggota EEC dikaitkan nilainya dengan European Currency Unit (ECU) dan dapat berfluktuasi dalam batas 2,25% di atas atau di bawah kurs tengah.

Misalnya: kurs tengah Deutsche Mark (DEM) = 6,90 ECU,
kurs tengah FRF = 2,06 ECU, maka kurs tengah antara FRF dan DEM adalah $6,90/2,06 = 3,35$.

Karena menurut EMS fluktuasi hanya batas 2,25% di atas atau di bawah kurs tengah maka upper limit dan lower limit FRF/DEM adalah sebagai berikut:

a) Upper limit FRF/DEM = Central rate x (1 + 0,0225) = 3,425

b) Lower limit FRF/DEM = Central rate x (1 - 0,0225) = 3,275

2.1.2 Fluktuasi Nilai Tukar

Dengan perkembangan perekonomian yang begitu pesat saat ini, arus uang dan modal dalam bentuk valuta asing antara berbagai pusat keuangan di berbagai Negara

semakin besar dan cepat, mengalir tanpa mengenal batas wilayah. Aliran valuta asing yang besar dan cepat untuk memenuhi tuntutan perdagangan, investasi dan spekulasi dari suatu tempat yang surplus ke tempat yang defisit dapat terjadi karena adanya sejumlah faktor kondisi yang berbeda sehingga menimbulkan pergerakan dan berfluktuasinya nilai tukar secara random di beberapa tempat yang berbeda-beda.

Pergerakan tersebut sering terjadi secara unexpected events. Beberapa faktor tersebut antara lain faktor perbedaan supply dan demand foreign exchange, posisi balance of payment (BOP), tingkat inflasi, tingkat bunga, tingkat income, pengawasan pemerintah, ekspektasi dan spekulasi. Faktor-faktor ini merupakan faktor fundamental yang mempengaruhi nilai tukar.

1) Perbedaan supply dan demand foreign exchange

Valuta asing sebagai benda ekonomi mempunyai permintaan dan penawaran pada pasar bursa (foreign exchange market). Supply valas timbul dari hasil ekspor barang dan jasa yang menghasilkan valas atau dari hasil impor modal (capital import) dan transfer valas dari luar negeri ke dalam negeri. Sedangkan demand valas timbul dari impor barang dan jasa yang menggunakan valas dan ekspor modal (capital export) dan transfer valas lainnya dari dalam negeri ke luar negeri.

Sesuai dengan teori mekanisme pasar, setiap perubahan permintaan dan penawaran valas yang terjadi di foreign exchange market tentu akan mengubah harga dan nilai valas tersebut, Bila ekspor barang/jasa naik atau capital import naik, penawaran atau supply valas akan bertambah. Bila permintaan valas tetap tidak berubah maka akan terjadi perubahan atau penurunan kurs valas, sehingga valas akan terdepresiasi dan rupiah terapresiasi. Demikian sebaliknya, jika impor barang/jasa dan capital. export naik maka permintaan atau demand valas akan bertambah. Bila penawaran (supply) valas tetap tidak berubah maka akan terjadi perubahan atau kenaikan kurs valas. Dalam hal ini valas akan terapresiasi sedangkan rupiah terdepresiasi.

2) Posisi Balance of Payment (BOP)

Neraca pembayaran internasional atau sering disebut sebagai balance of payment (BOP) adalah suatu catatan yang disusun secara sistematis tentang semua transaksi ekonomi internasional yang meliputi perdagangan keuangan dan moneter antara penduduk suatu negara dan penduduk luar negeri untuk suatu periode tertentu biasanya satu tahun. Catatan transaksi ekonomi internasional yang terdiri dari ekspor dan impor barang, jasa, dan modal pada suatu periode tertentu akan menghasilkan suatu

posisi saldo positif (Surplus) atau negatif (defisit) atau equilibrium.

3) Tingkat Inflasi

Pada keadaan awal diasumsikan bahwa kurs valas JPY/USD adalah JPY 100 per 1 USD, inflasi di AS meningkat cukup tinggi (misalnya mencapai 4%), sedangkan inflasi di Jepang relatif stabil (misalnya hanya 1 %) dan barang-barang yang dijual di Jepang dan AS relatif sama dan dapat saling mensubstitusi. Dalam keadaan demikian tentu harga barang-barang di AS akan lebih mahal sehingga impor AS dari Jepang akan meningkat. Impor AS yang meningkat ini akan mengakibatkan permintaan terhadap JPY meningkat pula. Di lain pihak, kenaikan harga barang di AS akan mengurangi impor Jepang dari AS sehingga permintaan akan USD akan menurun. Perkembangan tingkat inflasi tersebut akan mempengaruhi permintaan dan penawaran valas, baik JPY maupun USD sehingga kurs valas JPY akan terapresiasi dan USD terdepresiasi.

4) Tingkat Bunga

Hampir sama dengan pengaruh tingkat inflasi, perkembangan atau perubahan tingkat bunga pun dapat berpengaruh terhadap kurs valas. Misalnya untuk menarik aliran modal dari luar negeri, pemerintah dapat menaikkan tingkat bunga dalam negeri, sehingga menarik aliran modal dari luar negeri dan masuknya valas. Dengan meningkatnya Supply valas menyebabkan rupiah terapresiasi dan valas terdepresiasi, dan sebaliknya.

5) Tingkat Pendapatan

Pertumbuhan tingkat pendapatan suatu negara turut mempengaruhi kurs valas. Misalnya dengan tingkat pendapatan masyarakat Indonesia yang tinggi, sedangkan jumlah barang yang tersedia relatif kecil, maka tentu akan meningkatkan jumlah impor. Peningkatan impor ini akan membawa efek kepada peningkatan demand valas, yang pada akhirnya akan mempengaruhi meningkatnya kurs valas. Kurs valas akan terapresiasi dan kurs rupiah terdepresiasi, dan sebaliknya.

6) Pengawasan Pemerintah

Pengawasan pemerintah biasanya dijalankan dalam berbagai bentuk kebijakan moneter, fiskal, dan perdagangan luar negeri, antara lain dengan pengawasan lalu lintas devisa, peningkatan trade barrier, pengetatan uang beredar, peningkatan tingkat bunga. Kebijakan-kebijakan tersebut tentu akan berpengaruh pada penawaran dan permintaan valas yang pada gilirannya akan mempengaruhi nilai tukar.

7) Ekspektasi dan Spekulasi

Ekspektasi dan spekulasi yang timbul di masyarakat akan berpengaruh pada permintaan dan penawaran valas yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai tukar. Adanya harapan bahwa tingkat inflasi atau defisit neraca pembayaran (BOP) pemerintah akan menurun, atau sebaliknya akan mempengaruhi nilai tukar valas. Juga adanya spekulasi devaluasi rupiah karena defisit BOP yang besar juga akan berpengaruh terhadap nilai tukar. Dengan adanya isu bahwa presiden sedang sakit keras dapat mempengaruhi sentimen dan ekspektasi masyarakat sehingga mempengaruhi permintaan dan penawaran valas yang pada akhirnya mempengaruhi nilai tukar.

2.1.3 Hubungan Nilai Tukar dengan Inflasi dan Tingkat Bunga

Ada beberapa teori yang membahas hubungan antara nilai tukar dengan inflasi dan tingkat harga, antara lain yaitu Interest Rate Parity (IRP), Purchasing power parity (PPP), dan International fisher effect (IFE).

1) Interest.Rate Parity Theory (IRP Theory)

IRP theory adalah salah satu teori yang menerangkan bagaimana hubungan bursa valas dengan pasar uang internasional(international money market). Teori ini menyatakan bahwa tingkat bunga pada pasar uang internasional akan cenderung sama dengan forward rate premium atau discount. Berdasarkan teori ini akan dapat diperkirakan berapa perubahan forward rate (FR) dibandingkan dengan spot rate (SR) bila terdapat perbedaan tingkat bunga, misalnya antara home country (HC) dengan foreign country (FC).

Menurut teori ini, besarnya perubahan FR terhadap SR akan ditentukan oleh besarnya FR premium atau discount yang timbul sebagai akibat dari perbedaan tingkat bunga antara HC dan FC. Dengan demikian seorang pemilik dana akan dapat menentukan dalam mata uang valas apa dananya akan diinvestasikan.

Teori ini bisa diterapkan hanya pada sekuritas dengan jatuh tempo satu tahun Atau kurang, karena kontrak forward tidak selalu ada untuk jangka waktu lebih dari satu tahun. Namun, pasar valuta spot dan forward tidak selalu berada dalam kondisi equilibrium seperti digambarkan dalam kesetaraan tingkat bunga. Jika pasar tidak berada dalam keseimbangan, maka potensi untuk memperoleh keuntungan arbitrage akan muncul. Arbitrator yang mengetahui ketidakseimbangan tersebut akan segera melakukan tindakan untuk memanfaatkan disequilibrium dengan melakukan investasi dalam mata uang yang memberikan hasil yang lebih tinggi.

2) Purchasing Power Parity Theory (PPP Theory)

PPP Theory atau teori paritas daya beli adalah teori yang menerangkan pengaruh tingkat inflasi terhadap nilai tukar. Teori ini didasarkan pada law of one price (LOP) yaitu hukum yang menyatakan bahwa harga suatu produk tertentu di dua Negara yang berbeda, harganya akan sama bila dinilai dalam currency atau mata uang yang sama. Teori ini dikenal sebagai purchasing power parity absolute. Misalnya harga 1 kg buah jeruk Brastagi-Indonesia pada dua tempat adalah: Jakarta/Rp 9.000 = New York/USD 1. Artinya bahwa harga 1 kg jeruk Brastagi-Indonesia tersebut = Rp 9.000=USD 1. Dengan demikian, kurs valas berdasarkan law of one price tersebut adalah Rp 9.000/USD 1.

Dalam kenyataannya bahwa kurs valas yang diperhitungkan berdasarkan teori PPP absolut tersebut sering tidak sesuai dengan kurs valas yang ditetapkan oleh pemerintah. Kondisi ini disebut terjadinya over valuation atau under valuation. Over valuation terjadi bila nilai kurs yang ditetapkan berdasarkan teori PPP absolute sebesar Rp 9.000/USD 1 lebih tinggi dari nilai kurs yang ditetapkan oleh pemerintah misalnya Rp 8.500/USD 1, sehingga Rp dianggap lebih mahal sebesar Rp 500 dan USD dianggap lebih murah sebesar Rp 500, dan sebaliknya.

Teori PPP absolut dianggap tidak realistis karena tidak memperhitungkan biaya transpor, tarif dan kuota, sehingga muncul teori PPP relatif, yang menyatakan bahwa harga suatu produk yang sama akan tetap berbeda karena ketidaksempurnaan pasar yang disebabkan oleh faktor biaya transport, tarif dan kuota. Teori ini menyatakan bahwa nilai tukar akan berubah untuk dapat mempertahankan purchasing power.

3) International Fisher Effect Theory (IFE Theory)

International Fisher Effect Theory (IFE Theory) merupakan salah satu teori penting dalam manajemen keuangan internasional. Teori ini didasarkan teori Fisher Effect sesuai dengan nama ekonom penemu teori tersebut yaitu Irving Fisher. Teori ini menyatakan bahwa tingkat bunga nominal (i) di setiap negara akan sama dengan real rate return (r) ditambah dengan tingkat inflasi (I) yang diharapkan, dengan rumus sebagai berikut:

$$i = r + I \quad (2.1)$$

Menurut teori ini, tingkat bunga di dua negara yang berbeda dapat terjadi karena adanya perbedaan tingkat inflasi yang diharapkan (expected inflation). Teori ini erat kaitannya dengan teori PPP karena tingkat bunga sangat erat kaitannya dengan tingkat inflasi. Karena itu dapat dikatakan bahwa perbedaan tingkat bunga yang terjadi antara

beberapa negara dapat disebabkan oleh perbedaan tingkat inflasi.

2.1.4 Perdagangan Valas dan Arbitrase

Dalam era globalisasi saat ini terdapat kecenderungan integrasi ekonomi regional antara lain seperti AFTA, APEC, yang bertujuan terutama untuk meningkatkan arus perdagangan dan investasi antar Negara anggota. Walaupun terdapat kecenderungan integrasi ekonomi regional tersebut, namun ternyata tidak dapat menghilangkan perbedaan kurs valas atau discrepancies diberbagai forex market dari berbagai negara. Discrepancies tersebut akan selalu terjadi karena masing-masing negara masih memiliki sistim mata uangnya sendiri-sendiri. Keadaan ini menyebabkan timbulnya perdagangan valas yang dikenal sebagai international arbitrage yaitu perdagangan valas yang sudah dianggap sebagai suatu komoditas, untuk mencari keuntungan dari perbedaan forex rate quotation dari berbagai tempat atau bursa saham. Perdagangan valas melalui international arbitrage ini diartikan sebagai, usaha kapitalisasi atas perbedaan quoted price atau kurs jual dan kurs beli valas di berbagai bursa valas, yang biasanya dikenal dalam tiga bentuk yaitu locational arbitrage, international triangular arbitrage dan covered interest arbitrage(CIA).

1) Locational Arbitrage

Arbitrage atau perdagangan valas dapat terjadi bila ada perbedaan kurs jual dan beli antarbank atau antar money changer. Perbedaan ini memberi peluang kepada pedagang valas (arbitrageur) untuk mencari keuntungan dari selisih kurs jual dan kurs beli dari bank atau money changer yang berbeda. Perbedaan kurs jual dan kurs beli dari beberapa bank pada lokasi atau kota yang sama dapat terjadi karena adanya perbedaan penawaran dan permintaan yang dihadapinya.

Sebagai ilustrasi dari perbedaan tersebut dapat dilihat pada contoh ditabel 2.1.

Tabel 2.1
Forex Quotation Rp/USD di Jakarta

Transaksi	Bank A	Bank B
Kurs beli	Rp 9.400/USD	Rp 9.450/USD
Kurs jual	Rp 9.425/USD	Rp 9.470/USD

Dari data ditabel 2.1 tersebut dapat dilihat adanya peluang yang mungkin dimanfaatkan oleh arbitrageur. Ia dapat mencari keuntungan dengan jalan membeli USD pada bank A dengan kurs jual seharga Rp 9.425/USD dan kemudian menjualnya kepada bank B dengan kurs beli seharga Rp 9.450/USD sehingga mendapat keuntungan sebesar Rp

25/USD. Dengan demikian, jika arbitrageur melakukan transaksi sebesar USD 10.000, dia akan mendapatkan keuntungan sebesar $10.000 \times \text{Rp } 25 = \text{Rp } 250.000$.

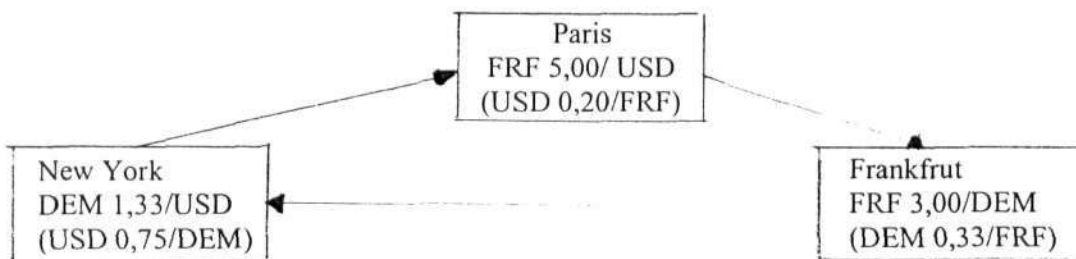
Adanya kurs jual USD yang relatif lebih rendah pada bank B dibanding dengan kurs beli bank B akan menyebabkan banyaknya permintaan USD pada bank A sehingga kurs jualnya akhirnya menjadi naik misalnya Rp 9.440/USD, dan sebaliknya dengan banyaknya penawaran USD di bank B akan menyebabkan turunnya kurs beli USD oleh bank B, misalnya Rp 9,440/USD, sehingga akhirnya kurs jual di bank A menjadi sama dengan kurs beli di bank B. Proses ini disebut sebagai proses penyamaan kurs yang terjadi karena adanya locational arbitrage yang disebut juga sebagai realignment due to locational arbitrage, Proses ini berjalan sangat cepat dan hanya dapat dilakukan oleh pedagang valas yang memiliki terminal komputer yang mempunyai akses ke berbagai bank atau bursa valas di berbagai lokasi atau tempat.

2) International Triangular Arbitrage

International Triangular arbitrage adalah jenis arbitrase yang dilakukan oleh para arbitrageur dengan membandingkan cross exchange rate antara tiga negara. Sama dengan locational arbitrage, aktivitas ini harus dilakukan dengan cepat, dan umumnya hanya bisa dilakukan oleh arbitrageur yang mempunyai terminal komputer yang mempunyai link atau dapat akses ke berbagai bursa valas internasional.

Aktivitas triangular arbitrage ini pada prinsipnya berlangsung selama 24 jam karena adanya perbedaan waktu antara berbagai pusat keuangan internasional. Misalnya di Jakarta pukul 10 pagi, kegiatan di bursa Valas sedang berlangsung, maka pada saat yang sama di Sydney bursa valas sudah tutup, sedangkan di Paris masih subuh dan di New York tengah malam. Demikian juga sebaliknya, jika di Jakarta sore/malam hari, maka di bursa valas Paris dan New York tentu sedang berlangsung aktivitas bursa.

Misalkan investor yang berada di Jakarta ingin mencari keuntungan dengan melakukan triangular arbitrage, Untuk itu dia menghubungi forex dealer untuk melakukan kontrak trading valas pada salah satu bank devisa, dengan membeli sebesar USD 200.000. Dari informasi yang diperoleh dari dealernya yang berhubungan dengan jaringan Reuter ternyata spot rate valas di tiga bursa luar negeri adalah sebagai berikut:



Gambar 2.1 Spot Rate di Tiga Bursa Valas

Jika dihitung cross rate dari ketiga bursa valas di atas akan diperoleh perhitungan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{FRF/USD} &= \text{FRF/DEM} \times \text{DEM/USD} \\
 \text{Paris} &= \text{Frankfurt} \times \text{New York} \\
 5 &= 3 \times 1,33 \\
 5 &= 3,99
 \end{aligned}$$

Ternyata terdapat perbedaan antara cross rate menurut perhitungan sebesar 3,99 dengan crossrate yang terdapat di pasar sebesar 5. Adanya perbedaan ini sebagai indikator bagi investor untuk mendapat keuntungan dengan melakukan triangular arbitrage.

Hal ini dilakukan dengan langkah-langkah yaitu Investor meminta forex dealer untuk membeli FRF dengan kurs FRF 5/USD, sehingga ia mendapatkan FRF 1.000.000. kemudian FRF 1.000.000 diransfer ke Frankfurt untuk membeli DEM dengan kurs DEM 0,33/FRF sehingga investor akan mendapatkan DEM 330.000. Selanjutnya DEM 330.000 ditransfer ke New York untuk membeli USD dengan kurs USD 0,75/DEM sehingga mendapatkan USD 247.500. Dari mutasi ini ternyata dengan modal USD 200.000 akhirnya dalam waktu yang relatif sangat singkat investor mendapatkan hasil sebesar USD 247.500 sehingga mendapatkan keuntungan gross sebesar USD 47.500 sebelum dikurangi dengan komisi dan biaya transfer

Selama masih terdapat perbedaan cross rate di atas, investor masih mempunyai peluang untuk mencari keuntungan. Hal ini dapat dimulai dari kota-mana-saja dengan ketentuan bahwa aktivitas triangular arbitrage harus dilakukan menurut arah jarum jam.

3) Covered Interest Arbitrage (CIA).

Covered interest arbitrage adalah jenis aktivitas arbitrageur untuk mencari keuntungan dari perbedaan antara selisih tingkat bunga dan forward rate premium atau

forward rate discount. Hal ini dilakukan dengan menginvestasikan dana dalam sekuritas luar negeri karena terdapat perbedaan selisih tingkat bunga dengan perubahan kurs valas atau tingkat premium/discount.

Misalnya seorang investor memiliki dana USD 1.000.000. Data/informasi keuangan yang diperoleh adalah spot rate (SR) USD 1,50 per Pound Sterling/Great Britain Pound (GBP), forward rate (FR) 90 hari dengan rate 1.50/GBP, tingkat bunga di Amerika Serikat adalah 2% per tahun dan tingkat bunga di United Kingdom sebesar 4% per tahun. Berdasar data ini, investor akan melakukan CIA dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a) Konversikan USD1.000.000 menjadi GBP dengan spot rate, diperoleh GBP666.667
- b) Investasikan 90 hari dalam sekuritas GBP dengan tingkat bunga 4% pa, sehingga pada saat jatuh tempo diperoleh hasil $GBP666.667 \times (1 + (0.04 \times 90/360)) = GBP673.334$
- c) Pada saat yg sama dengan investasi di atas, dilakukan forward contract GBP dengan FR USD1.495/GBP, sehingga diperoleh $673.334 \times USD1.495 = USD1.006.634$
- d) Apabila investasi di AS, hasil yg diperoleh adalah $USD1.000.000 \times (1 + (0.02 \times 90/360)) = 1.005.000$

Berarti dengan melakukan CIA, Investor memperoleh keuntungan sebesar $USD1.006.634 - 1.005.000 = USD1.634$. Keuntungan ini diperoleh dari perbedaan selisih tingkat suku bunga di Amerika Serikat dengan United Kingdom sebesar $4\% - 2\% = 2\%$ pa, yang jumlahnya lebih besar dari penurunan atau forward discount GBP sebesar 0.33%, diperoleh dari $[(FR - SR) / SR \times 100\%]$.

2.2. Resiko Nilai Tukar

Konsep umum dari forex exposure dapat diartikan sebagai suatu resiko yang akan dihadapi oleh perusahaan sebagai akibat dari perubahan atau fluktuasi kurs valuta asing. Suatu perusahaan Multi Nasional atau yg melakukan transaksi internasional (ekspor dan impor) tentu arus kas (cash flow) akan terpengaruh langsung secara langsung oleh fluktuasi kurs valuta asing. Misalnya jika terjadi depresiasi domestic Currency atau depresiasi rupiah terhadap mata uang USD, tentu beban impor akan semakin meningkat, tetapi sebaliknya penerimaan ekspor dapat pula meningkat.

Secara umum, pengaruh kurs valuta asing terhadap perusahaan dapat dibedakan atas tiga macam yaitu transaction exposure, economic/operating exposure dan translation/accounting exposure.

2.2.1 Transaction Exposure

Transaction exposure adalah risiko pengaruh fluktuasi kurs valuta asing terhadap future cash flow transaction. Pengukuran risiko ini dapat dilakukan dengan dua tahapan yaitu:

- a) Menentukan perkiraan netto dari inflow dan outflow dalam setiap valuta asing.
- b) Menentukan tingkat risiko atau exposure dari seluruh valuta asing

Untuk tahapan pertama akan dijelaskan dengan contoh berikut. Misalnya suatu perusahaan internasional memiliki dua subsidiary yang mempunyai transaksi sebagai berikut:

a) Subsidiary X mempunyai net inflow	:	USD 700.000
b) Subsidiary Y mempunyai net outflow	:	<u>USD 800.000</u>
Konsolidasi net outflow	:	-USD 100.000

Dalam hal ini jika USD terapresiasi terhadap rupiah, maka net-effect-nya akan merugikan perusahaan karena nilai outflow meningkat jika dinilai dalam rupiah, dan sebaliknya jika USD terdepresiasi terhadap rupiah, net effect-nya akan menguntungkan perusahaan karena nilai outflow menurun jika dinilai dalam rupiah.

Perkiraan net transaction inflow dan outflow juga dilakukan oleh perusahaan Multi Nasional dengan noncentralized approach atau centralized approach. Noncentralized approach dilakukan oleh MNC dengan menetapkan masing-masing subsidiary-nya melakukan net transaction inflows dan outflownya sendiri-sendiri. Akan tetapi, kebijakan ini dapat menimbulkan biaya hedging yang lebih tinggi. Misalnya suatu Multi Nasional memiliki subsidiary I (pertama) yang mempunyai transaction inflow dari ekspor bulanannya ke United Kingdom (UK) sebesar GBP 400 juta. Sedangkan subsidiary II (kedua) mempunyai transaction Outflow dari impor bulanannya di UK sebesar GBP 400 juta. Jika masing-masing Subsidiary melakukan hedging atas transaction exposure nya sendiri-sendiri, tentu biaya akan lebih tinggi. Hal ini dapat terjadi karena biasanya spread antara kurs jual dan kurs beli untuk forward rate pada-bank sekitar 1%. Dengan demikian, spread untuk GBP 400 juta = GBP 4 juta per bulan atau mencapai GBP 48 juta per tahun. Dalam hal ini, jika dilakukan centralized approach, tentu biaya hedging yang harus dibayar pada bank dapat dihindari atau dikurangi dan perusahaan akan menghemat biaya tersebut.

Tahapan kedua yaitu menentukan tingkat risiko atau exposure dari seluruh valuta asing dapat dijelaskan dengan menggunakan contoh bahwa perusahaan yang memiliki beberapa transaction dalam berbagai valuta asing dapat menjumlahkan

seluruh hasil konversi transaksi valuta asing ke dalam mata uang local atau domestic currency , seperti table 2.2.

Tabel 2.2
Contoh Tingkat Risiko atau Exposure Valuta Asing

Currency	Inflow	Outflow	Netto	Range of Forex Rate	Range of Netto
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CAD	2M	6M	4M (outflow)	USD 0,79 - 0,81	USD3,16 M - 3,24 M (Outflow)
JPY	10M	12M	2M (outflow)	USD 0,48 - 0,52	USD 0,96 M - 1,40 M (Outflow)
FRF	100M	60M	40M (Inflow)	USD 0,09 - 0,11	USD 3,60 M - 4,40 M
CHF	1M	6M	5M (outflow)	USD 0,56 - 0,64	USD 2,80 M - 3,20 M

Sumber: Dikutip dari Hamdy Hady, 2001.

Keterangan: M = millions (juta)

Beberapa hal penting yang perlu diperhatikan dari tabel di atas sebagai berikut:

- a) Pada posisi currency tersebut di atas, net position dalam valuta asing tidak dapat dilakukan offsetting.
- b) Open position terbesar adalah dalam FRF yaitu net inflow FRF 40millions (kolom 4)
- c) Dengan menggunakan kemungkinan range of forex rate untuk USD, dapat ditentukan nilai minimum dan nilai maksimum kemungkinan nilai inflow dan outflow untuk masing-masing forex seperti tercantum dalam kolom 6.
- d) Transaction exposure untuk setiap forex akan ditentukan oleh besarnya open position untuk masing-masing forex, dan besarnya kemungkinan range forex rate untuk suatu periode dan forex tertentu.
- e) Berdasarkan kemungkinan range of forex rate pada kolom 5, ternyata bahwa:
 - (1) Risiko inflow terbesar berdasarkan nilai open position FRF yaitu USD 4,40 juta
 - (2) Range of forex rate terbesar adalah dalam CHF yaitu USD 0,56 sampai USD 0,64 atau sebesar USD 0,08.

Faktor penting lainnya yang menentukan risiko atau transaction exposure adalah forex correlation yaitu kuat atau tidaknya hubungan antara berbagai valuta asing atau Forex. Berdasarkan pengamatan terhadap forex correlation, dapat dikemukakan

bahwa secara umum mata uang Eropa mempunyai korelasi yang kuat dan positif dengan mata uang USD. Ini berarti bahwa apabila JPY terapresiasi terhadap USD, maka mata uang Eropa lainnya seperti GBP, CHF dan lain-lain akan terapresiasi juga dengan tingkat yang relatif sama dan demikian pula sebaliknya. Nilai tukar USD terhadap CAD (Canadian dollar) relatif stabil atau tetap.

Hal yang sama juga dapat diamati terhadap korelasi rupiah dengan valuta asing .hard currency pada umumnya, terutama USD. Bila USD terapresiasi terhadap Rupiah dengan tingkat tertentu, maka JPY, GBP, dan lain-lain juga akan terapresiasi dengan tingkat yang relatif sama dan demikian pula sebaliknya. Dengan demikian, setiap apresiasi/depresiasi rupiah akan memengaruhi tingkat penerimaan dan pengeluaran perusahaan. Hal itu berarti mempengaruhi tingkat keuntungan/kerugian yang dialami perusahaan yang melakukan transaksi valas. Dalam hal ini, besarnya tingkat kenaikan/penurunan keuntungan perusahaan akan ditentukan oleh tingkat apresiasi atau depresiasi Rupiah terhadap masing-masing valuta asing.

2.2.2 Economic / Operating Exposure

Economic/ operating exposure adalah sebagai suatu pengaruh dari fluktuasi forex rate terhadap present value dari future cash flow suatu perusahaan. Dalam hal ini dapat dikatakan bahwa transction exposure tersebut dapat dilihat pada table 2.3.

Tabel 2.3.

Contoh Economic / Operating Exposure karena Fluktuasi Rupiah

Contoh Inflow

No	Inflow dalam Rupiah	Rp Terapresiasi	Rp Terdepresiasi
1	Penjualan Lokal	Turun	Naik
2	Ekspor dalam rupiah	Tidak berubah	Tidak berubah
3	Ekspor dalam valas	Turun	Naik
4	Bunga diterima dari <i>Foreign investment</i>	Turun	Naik

Contoh Outflow

No	Outflow dalam rupiah	Rp Terapresiasi	Rp Terdepresiasi
1	Imported supplies dalam rupiah	Tidak berubah	Tidak berubah
2	Imported supplies dalam valas	Turun	Naik
3	Bunga dibayar atas pinjaman luar negeri	Turun	Naik

Sumber dikutip dari Hamdy Hady, 2001.

Economic exposure juga dapat berpengaruh terhadap perusahaan domestic yang tidak melakukan transaksi luar negeri (ekspor atau impor). Misalnya suatu perusahaan Indonesia memproduksi suatu produk dari bahan baku local dan produksinya hanya dipasarkan di dalam negeri atau dengan kata lain perusahaan tersebut tidak melakukan transaksi luar negeri. Walaupun demikian, cash flow perusahaan ini tetap akan terpengaruh oleh fluktuasi rupiah. Misalnya, karena apresiasi rupiah, impor produk yang sama dari luar negeri akan meningkat disebabkan oleh harganya relative menjadi lebih murah. Karena adanya persaingan dari produk impor, tentu penjualan perusahaan Indonesia akan menurun. Dengan kata lain, cash flow akan terpengaruh karena adanya fluktuasi rupiah terhadap valuta asing.

Bila perusahaan meminta perlindungan kepada pemerintah, misalnya dengan tariff barrier atau non tariff barrier. maka tentu hal ini akan menjadi hambatan bagi usaha penggalakan free trade area (FT A). Oleh karena itu, dapat dikatakan juga bahwa peningkatan usaha pembentukan wilayah perdagangan juga tergantung pada stabilitas kurs valuta asing.

Mengukur Economic /Operating Exposure

Pada prinsipnya, setiap perubahan atau fluktuasi kurs valuta asing tentu akan berpengaruh terhadap penerimaan atau revenue dan pengeluaran atau cost perusahaan. Pengaruh perubahan/fluktuasi kurs valuta asing ini akan tercermin pada income statement atau laporan rugi laba suatu perusahaan.

Untuk memudahkan dalam pemahamannya, hal ini akan dijelaskan melalui contoh di bawah ini. Misalkan sebuah perusahaan Indonesia memproduksi kayu lapis untuk pasar dalam negeri dan mengekspor ke Jepang yang dinilai dalam JPY (Japanese yen). Diasumsikan skenario fluktuasi kurs Rp/JPY dan perkiraan penjualan dalam negeri ke Jepang seperti pada tabel 2.4.

Tabel 2.4

Asumsi scenario Fluktuasi Kurs Rp / JPY dan Penjualan Dalam Negeri

No	Kurs JPY	Perkiraan penjualan dalam negeri (dalam rupiah)
1	Rp.25 / JPY	400,000,000
2	Rp.26 / JPY	450,000,000
3	Rp.27 / JPY	500,000,000

Diasumsikan juga bahwa income statement perusahaan dari penjualan dalam negeri dan ke Jepang dapat di ilustrasikan di table 2.5 berikut

Tabel 2.5
Income Statement

Akun	Dalam Negeri [Rupiah]	Ekspor ke Jepang [JPY]
Sales	450,000,000	40,000,000
Cost of Goods Sold	200,000,000	20,000,000
Gross Profit	250,000,000	20,000,000
Operating Expense (direct cost)	100,000,000	
EBIT	150,000,000	20,000,000
Interest Expense (20%)	40,000,000	4,000,000
EBT	110,000,000	16,000,000
Tax (30%)	33,000,000	4,800,000
EAT	77,000,000	11,200,000

Berdasarkan asumsi scenario perubahan kurs valuta asing di table 2.4 diatas, economic exposure yang mungkin terjadi terhadap income statement perusahaan dapat diukur seperti dalam table 2.6 berikut.

Tabel 2.6
Skenario Perhitungan Economic Exposure dalam Rupiah

Akun	Kurs Rp.25/JPY	Kurs Rp.26/JPY	Kurs Rp.27/JPY
Sales dalam negeri	400,000,000	450,000,000	500,000,000
Ekspor ke Jepang (JPY 40M)	1,000,000,000	1,040,000,000	1,080,000,000
Total Sales	1,400,000,000	1,490,000,000	1,580,000,000
Cost of Goods Sold			
- Dalam Negeri	200,000,000	200,000,000	200,000,000
- Ekspor ke Jpg (JPY20M)	500,000,000	520,000,000	540,000,000
Total COGS	700,000,000	720,000,000	740,000,000
Gross Profit	700,000,000	770,000,000	840,000,000
Operating Expense (direct cost)	100,000,000	100,000,000	100,000,000
EBIT	600,000,000	670,000,000	740,000,000
Interest Expense:			
- Dalam Negeri	40,000,000	40,000,000	40,000,000
- Ekspor ke Jpg (JPY4M)	100,000,000	104,000,000	108,000,000
Total Interest expense	140,000,000	144,000,000	148,000,000
EBT	460,000,000	526,000,000	592,000,000
Tax (30%)	138,000,000	157,800,000	177,600,000
EAT	322,000,000	368,200,000	414,400,000

Dari table 2.6 dapat diperoleh informasi bahwa apresiasi rupiah dari Rp.26/JPY menjadi Rp.25/JPY ternyata menyebabkan earning before tax (EBT) menurun dari Rp.368,2 Juta menjadi Rp.322 Juta. Sebaliknya depresiasi rupiah dari Rp.26/JPY menjadi Rp.27/JPY ternyata menyebabkan EBT meningkat dari Rp.368,2 Juta menjadi Rp.414,4Juta.

2.2.3 Translation/Accounting Exposure

Translation/accounting exposure dapat diartikan sebagai risiko perubahan atau fluktuasi kurs valuta asing terhadap consolidated financial statement perusahaan. Besar atau kecilnya pengaruh translation/accounting exposure ini terhadap perusahaan internasional atau Multi Nasional tergantung dari beberapa faktor berikut:

a) Tingkat/kadar pengaruh subsidiary luar negeri.

Dalam hal ini, makin besar peranan suatu subsidiary MNC di luar negeri maka akan semakin besar pula pengaruhnya terhadap consolidated financial statement dari MNC tersebut.

b) Lokasi foreign subsidiary berada.

Jika subsidiary berada di negara yang kurs valuta asingnya relatif.stabil, maka translation/accounting exposure-nya akan relatif kecil dan demikian pula sebaliknya.

c) Metode akuntansi yang digunakan.

Hal ini berarti bahwa metoda yang digunakan untuk menilai asset dan liabilities akan menentukan tingkat translation/accounting exposure.

Secara sederhana, berikut ditunjukkan contoh translation/accounting exposure yang dialami oleh suatu MNC -USA yang memiliki subsidiary di United Kingdom (UK) seperti dalam tabel 2.7 berikut.

Tabel 2.7
Contoh Translation/Accounting Exposure

Tahun Pelaporan	Subsidiary Earning	Average forex rate	Translation earning
Tahun I	GBP 5.000.000	USD 2,40/GBP	USD 12.000.000
Tahun.II	GBP 6.000.000	USD 1,15/GBP	USD 6.900.000

Dari tabel 2.7 di atas dapat dilihat bahwa meskipun penerimaan subsidiary di UK meningkat 20% yaitu dari GBP 5 juta di tahun I menjadi GBP 6 juta di tahun II, namun ternyata bahwa consolidated financial statement MNC-USA tersebut menurun sebesar 42,5% atau sebesar USD 5,1 juta yaitu dari USD 12 juta menjadi USD 6,9 juta. Hal ini dapat terjadi karena depresiasi GBP yang relatif besar yaitu dari USD 2,4/GBP ditahun I menjadi USD 1.15/GBP di tahun kedua dan hal ini bukan karena kesalahan atau kegagalan dari subsidiary UK.

BAB III PEMBAHASAN

3.1 Mengelola Forex Exposure

Perusahaan yang mempunyai cash flows (inflow/outflow) valuta asing yang relatif besar, biasanya akan mempunyai risiko yang relatif tinggi terhadap fluktuasi kurs valuta asing. Hal ini mendorong perusahaan melakukan pengendalian atau manajemen exposure guna menghindari atau mengurangi risikonya terhadap return perusahaan dengan melakukan hedging. Hedging adalah salah satu tindakan pengendalian yang perlu dilakukan oleh perusahaan untuk menghindari/mengurangi risiko perubahan kurs valuta asing terhadap perubahan return saham perusahaan. Untuk melakukan pengendalian terhadap exposure tersebut, perlu diperhatikan dan ditempuh langkah-langkah sebagai berikut:

1) Identifikasi Tingkat Transaction Exposure

Jika suatu perusahaan mempunyai subsidiary di beberapa Negara atau mempunyai transaksi dalam beberapa valuta asing, maka harus dicari terlebih dahulu net transaction exposure atau suatu konsolidasi dari seluruh inflow dan outflow untuk setiap valuta asing dalam suatu periode tertentu. Konsolidasi ini perlu dilakukan karena tujuan financial management adalah memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan, bukan subsidiary tertentu saja.

2) Menentukan perlu atau tidaknya hedging

Setiap perusahaan yang melakukan transaksi internasional tentu akan mempunyai receivable (penerimaan) dan payable (pengeluaran) dalam berbagai valuta asing. Untuk menentukan apakah perlu dilakukan hedging atau tidak atas receivable atau payable tersebut, perlu diperhatikan fluktuasi (apresiasi / depresiasi) atas kurs valuta asing tersebut, sebagaimana contoh di table 3.1 berikut.

Tabel 3.1
Contoh Menentukan Hedging

Akun	Forex terapresiasi (FR > SR)	Forex Terdepresiasi (FR < SR)
Receivable (Inflow)	(-) = Tidak Perlu	(+) = Perlu
Payable (Outflow)	(+) = Perlu	(-) = Tidak Perlu

Sumber: dikutip dari Hamdy Hady, 2001

Keterangan: FR=Forward Rate;SR=Spot rate

Berdasarkan contoh di tabel 3.1 di atas dapat dikemukakan dua catatan penting yaitu (1) bahwa bila perusahaan memiliki receivable dalam suatu valuta asing yang akan terapresiasi ($FR > SR$), maka hedging tidak perlu dilaksanakan. Sebaliknya, jika valuta asing tersebut akan terdepresiasi ($FR < SR$) maka hedging perlu dilakukan, (2) bahwa bila perusahaan memiliki payable dalam suatu valuta asing yang akan terapresiasi ($FR > SR$) maka hedging perlu dilakukan. Sebaliknya jika valuta asing tersebut terdepresiasi ($FR < SR$), maka hedging tidak perlu dilakukan.

3) Apakah Seluruh/ Sebagian Exposure harus di-Hedging

Untuk perusahaan yang mempunyai receivable dan payable dalam valuta asing yang sama, maka hedging cukup dilakukan untuk selisihnya saja.

4) Teknik Hedging Transaction Exposure

Setiap perusahaan yang akan melakukan hedging terhadap seluruh atau sebagian dari transaksi atau cash flow internasionalnya dapat memilih alternatif dari beberapa teknik hedging sesuai dengan kondisi dan kepentingan perusahaan. Ada beberapa teknik hedging yang umumnya digunakan yaitu Money market hedging, Forward contract hedging, Future contract hedging dan Option contract hedging.

3.2.1 Money Market Hedging

Setiap perusahaan pada dasarnya dapat menggunakan Money market atau pasar uang untuk melindungi transaction exposure-nya. Ada dua cara yang umumnya digunakan sebagai berikut:

1) Menggunakan uang cash/tunai yang dimiliki sendiri, misalkan suatu perusahaan memerlukan dana sebesar USD 1,000,000 dalam 30 hari untuk membiayai impornya. Tingkat bunga adalah 6% per tahun atau 0,5% per bulan, dan dalam posisi spot rate Rp 5.000/USD. Untuk mendapatkan dana USD 1.000.000 dalam 30 hari, perusahaan dapat mendepositokan dana untuk hedging sebesar $USD 995.024,87 = [USD 1.000.000 / (1 + 0.005)]$. Dengan spot rate Rp 5.000/USD, maka untuk dapat mendepositokan dana sebesar USD 995.024,87 selama 30 hari diperlukan dana tunai dalam rupiah sebesar Rp 4.975.124.350 ($USD 995.054,87 \times Rp 5.000$). Dengan mendepositokan dana sebesar USD 995.054,87 tersebut selama 30 hari, perusahaan akan dapat dipastikan memperoleh dana yang diperlukan sebesar USD 1.000.000 atau dengan kata lain perusahaan pasti terlindung dari fluktuasi USD.

2)Meminjam dalam domestic Currency kemudian menukarkannya dan menginvestasikan untuk jangka pendek dalam valuta asing yang dibutuhkan. Misalnya perusahaan membutuhkan dana USD 1.000.000 seperti contoh di atas, tetapi tidak mempunyai dana tunai. Untuk itu perusahaan dapat meminjam dana sebesar Rp 4.975.124.350 dengan bunga pinjaman 18% per tahun atau 1,5% per bulan. Kemudian pinjaman ini dikonversikan ke dalam USD dengan kurs jual spot rate Rp 5.000/USD, sehingga akan diperoleh dana USD senilai USD 995.024,87 (Rp 4.975.124.350/Rp 5.000), kemudian hasil konversi senilai USD 995.024,87 didepositokan dengan tingkat bunga 0,5% per bulan sehingga pada akhir bulan atau setelah 30 hari akan diperoleh dana USD yang diperlukan senilai USD 1.000.000 =[USD 995.024,87 x (1+0,5%)]. Setelah 30 hari perusahaan akan membayar pinjaman ditambah bunga sebesar Rp 5.049.751.215,25 atau [Rp 4.975.124.350 x (1 +1,5%)].

Teknik hedging dengan cara kedua ini akan menguntungkan apabila ternyata future spot rate (FSR) USD mengalami apresiasi sedemikian rupa terhadap spot rate sehingga hasil perhitungan (FR -SR)/SR adalah lebih besar dari selisih tingkat bunga rupiah dikurangi tingkat bunga USD.

3.2.2 Setara Lindung Nilai Operasional

Untuk lindung nilai operasional murni yang menaikkan harga jual dari produk atau jasa sulit dilakukan karena standar harga Internasional yang sangat kompetitif dan dalam operasionalnya kecil kemungkinannya, hanya memungkinkan sesekali apabila harga secara standar internasional naik. Apabila harga secara internasional tidak naik, maka ada beberapa langkah yg setara lindung nilai operasional sebagai berikut:

3.2.2.1. Minimisasi Net Open Position

Untuk Penghasilan kegiatan ekspor dalam bentuk dolar Amerika Serikat yg terpapar resiko penguatan nilai Rupiah, posisi ini dapat dikurangi resiko / volatilitasnya dengan melakukan Impor yang menghasilkan kewajiban dalam bentuk dolar Amerika Serikat, sehingga selisih antara Penghasilan / income dengan Kewajiban hutang / liabilities diusahakan seimbang (sehingga Net open Position = 0 tidak ada resiko valuta asing) atau seminimal mungkin sehingga resiko nilai tukar juga menjadi minimal.

3.2.2.2. Melakukan pinjaman dalam dolar Amerika Serikat

Untuk Usaha yang melakukan kegiatan hanya Ekspor saja, menciptakan kewajiban dapat dilakukan dengan meminjam dalam dolar Amerika Serikat, sehingga posisi antara Penghasilan dan kewajiban menjadi seimbang dengan biaya yang hanya sebesar bunga dari pinjaman dan biaya-biaya untuk mendapatkan pinjamana tersebut yang secara umum sudah tertentu.

Dalam prakteknya Setara Lindung Nilai Operasional ini, hanya dapat dilakukan oleh Usaha menengah keatas yg mempunyai modal yang cukup untuk melakukan kegiatan impor ataupun kolateral / jaminan yang dapat diagunkan kepada bank untuk mendapatkan pinjaman. Untuk usaha yg lebih kecil pembahasan berikut sebagai alternative yang merupakan inti pembahasan dari paper ini.

3.2.3 Forward Contract Hedging

Teknik hedging dengan menggunakan forward contract ini banyak digunakan oleh perusahaan besar atau MNC untuk melindungi receivable atau payable-nya yang relatif besar terhadap risiko fluktuasi valuta asing. Misal suatu perusahaan Amerika mempunyai payable atas impor dari Jepang senilai JPY 1.000.000 untuk jangka waktu 90 hari, dengan spot rate JPY 110/USD atau USD 0.0091/JPY. Untuk menghindari risiko terhadap fluktuasi (apresiasi) JPY, perusahaan dapat melakukan hedging dengan forward contract, misalnya dengan forward rate JPY100/USD atau USD 0.01/JPY. Dengan menggunakan teknik hedging ini perusahaan USA tersebut akan terhindar dari risiko fluktuasi JPY, terutama jika JPY terapresiasi sehingga future spot rate dari JPY/USD menjadi lebih tinggi daripada JPY 100/USD, misalnya JPY 95/USD. Sebaliknya, jika perusahaan mempunyai receivable yang relatif lebih besar dalam valuta asing yang diperkirakan akan mengalami depresiasi, perusahaan dapat juga melakukan hedging atas receivable-nya untuk menghindari risiko kerugian terhadap fluktuasi (depresiasi) kurs valuta asing.

3.2.4 Futures Contract Rate

Futures contract rate adalah salah satu teknik hedging yang biasa digunakan. Pada prinsipnya, penggunaan teknik ini sama dengan teknik forward contract rate. Teknik ini biasanya digunakan oleh perusahaan untuk melindungi atau melakukan hedging untuk nilai transaksi yang relatif lebih kecil dan sesuai dengan sifat future market. Oleh karena itu kontrak hedging harus dilakukan dengan jumlah satuan valuta

asing atau Currency amount, strike/exercise price, dan tanggal tertentu.

Perusahaan yang memiliki future payable ataupun future receivable dalam valuta asing tertentu dapat melindunginya dengan menggunakan future contract hedging sehingga perusahaan mempunyai suatu kepastian tentang jumlah yang akan dibayar atau diterima dalam nilai domestic Currency.

Namun teknik ini dalam hal tertentu dapat juga merugikan perusahaan, misalnya dalam hal future spot rate atau realisasi spot rate pada saat futures contract hedging jatuh tempo ternyata lebih rendah atau lebih tinggi daripada future contract rate-nya. Dalam hal ini, bila future spot rate-nya lebih rendah (valuta asing terdepresiasi) dari futures contract rate-nya tentu future payable contract hedging akan merugikan. Demikian pula jika future spot rate lebih tinggi (valuta asing terapresiasi) daripada future contract rate-nya tentu future receivable contract hedging akan merugikan pula.

3.2.5 Option Contract Hedging

Teknik ini merupakan suatu sistem kontrak yang ideal dalam arti dapat dibatalkan/tidak direalisasikan apabila fluktuasi kurs valuta asing akan menimbulkan efek yang lebih merugikan bagi perusahaan. Dengan kata lain, untuk option contract hedging, perusahaan mempunyai alternatif untuk merealisasi atau tidak merealisasi kontraknya sesuai dengan perkembangan realisasi kurs valuta asing yang telah diantisipasi sebelumnya.

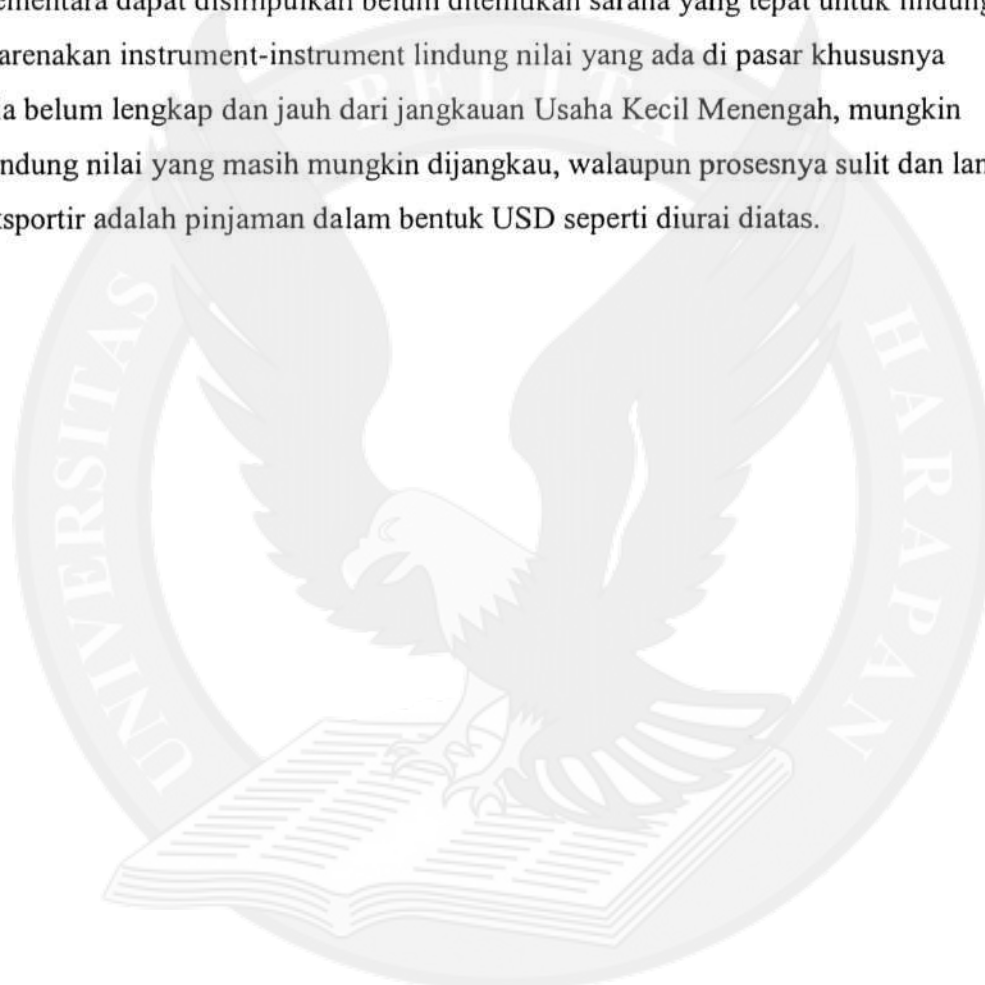
3.3 Hedging dalam praktek

Dalam praktek keseharian, Bank Devisa Swasta Nasional dalam keadaan normal hanya menyediakan Kontrak Forward dan Swap, yang harus memiliki fasilitas forward line yang didapat dari via cabang berdasarkan persetujuan divisi kredit, menandatangani perjanjian induk dan dapat menggunakan jaminan atau tidak, tergantung hasil analisa kreditnya. Besarnya nilai per transaksi USD 100,00.00, nilai per kontrak bisa mencapai USD 1 juta dengan jangka waktu 6 bulan, untuk yang lebih dari 6 bulan harus ada persetujuan dari dealing room transaksi ini tidak dikenakan biaya.

Sampai saat ini, Bursa Berjangka Jakarta hanya menyiapkan transaksi untuk USD-AUD, USD-CHF, USD-Euro, USD-GBP, USD-JPY, belum ada untuk mata uang Rupiah terhadap valuta asing sebagai sarana hedging.

Informasi yang didapat melalui dealer BBJ, ternyata margin trading 50% dari Nilai kontrak dan biaya yg dikenakan cukup tinggi serta banyak hal yang tidak jelas. Untuk transaksi future yang bukan produk yg diperdagangkan di BBJ, USD-Rupiah, ternyata spread antara jual dan beli lebih besar/ lebar dibandingkan dengan transaksi melalui money changer yg besar disertai biaya per transaksi yang cukup besar. Dapat disimpulkan bukanlah sarana yang baik untuk hedging dan tidak disarankan dikarenakan tidak ada dasar hukum untuk investor.

Sampai tulisan ini diselesaikan, belum ditemukan lembaga / institusi yang menawarkan Opsi Valuta Asing – Rupiah yang dapat dipakai sebagai sarana hedging. Untuk sementara dapat disimpulkan belum ditemukan sarana yang tepat untuk lindung nilai dikarenakan instrument-instrument lindung nilai yang ada di pasar khususnya Indonesia belum lengkap dan jauh dari jangkauan Usaha Kecil Menengah, mungkin sarana lindung nilai yang masih mungkin dijangkau, walaupun prosesnya sulit dan lama untuk eksportir adalah pinjaman dalam bentuk USD seperti diurai diatas.



BAB IV

KESIMPULAN DAN SARAN

4.1. Kesimpulan

- Sampai saat ini, di Indonesia instrument lindung nilai untuk mata uang asing ternyata belum lengkap dan informasi tidak tersedia dengan mudah didapat.
- Sarana lindung nilai yang disediakan bank nilainya cukup besar untuk UKM menjangkaunya, untuk mendapatkan fasilitas ini pengajuannya hampir sama dengan proses pengajuan kredit pada bank yang bersangkutan. Merupakan suatu kemewahan bagi UKM untuk dapat menjangkau instrument lindung nilai tersebut.
- Karena keterbatasan waktu, penelitian dan pencarian sarana lindung nilai ini belum menyentuh kepada institusi Investment Bank ataupun perusahaan sekuritas asing yang beroperasi di Indonesia, yang menurut perkiraan penulis notional amountnya akan lebih besar lagi.
- Sarana lindung nilai yang secara praktis dapat digunakan khususnya untuk eksportir kelas menengah dengan mencari pinjaman dalam bentuk Valas kepada bank devisa / asing sebagai sarana lindung nilai untuk ekspor yang menghasilkan inflow dalam bentuk valas.

4.2. Saran

- Studi ini masih harus diteruskan untuk mencari sarana lindung nilai khususnya untuk sector UKM yang secara umum belum terjangkau oleh lembaga keuangan.
- Perlu dipikirkan oleh pemerintah / otoritas keuangan dan bursa untuk mengadakan instrument lindung nilai yang mudah dijangkau oleh sector UKM dengan nominal / notional amount yang tidak sebesar seperti yang ada saat ini sebagai sarana lindung nilai bagi sector UKM.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvi; Kane, Alex; Markus, Alan J. 2002. *Investments*,
5th Edition McGraw-Hill Irwin, New York.
- Fabozzi, Frank J.; Modigliani, Franco. 2003. *Capital Markets, Institutions and
Instruments*, 3rd Edition. Prentice Hall, New Jersey
- Hady, Hamdy. 2001. *Valas untuk Manager (forex for Managers)*
Chalia Indonesia, Jakarta
- Keegan, Warren J. 2002. *Global Marketing Management*,
7th Edition. Prentice Hall, New Jersey
- Koch, Timothy W.; MacDonald, S. Scott. 2003. *Bank Management*,
5th Edition. Thomson South Western, USA
- Levich, Richard M. 2001. *International Financial Market, Prices and Policies*,
2nd Edition. McGraw-Hill Irwin, Singapore.
- Ross, Stephen A; Westerfield, Randolph W; Jaffe, Jeffrey 2002. *Corporate Finance*,
6th Edition. McGraw-Hill Irwin, USA
- Solnik, Bruno H. 2000. *International Investments*,
4th Edition. Addison Wesley Longman, USA
- Solnik, Bruno H.; McLeavey, Dennis 2004. *International Investments*,
5th Edition. Pearson Addison Wesley, USA
- Jurnal
- Lafrance, Robert; Schembri, Lawrence Autumn 2002. *Purchasing Power Parity:
Definition, Measurement and Interpretation*. Bank of Canada Review. pp.27-33