

ISBN:978-979-3649-86-3

3
2
4
4
4
2
4
5
3
0

EKONOMI INTERNASIONAL

Drs. Agus Budi Santosa, M.Si.



BADAN PENERBITAN
UNIVERSITAS STIKUBANK SEMARANG

Edisi Pertama

EKONOMI INTERNASIONAL

PENULIS:

DRS. AGUS BUDI SANTOSA, M.SI.



**BADAN PENERBITAN
UNIVERSITAS STIKUBANK SEMARANG**

EKONOMI INTERNASIONAL

ISBN : 978-979-3649-86-3

Penulis :

DRS. AGUS BUDI SANTOSA, M.SI

Penerbit:

BADAN PENERBITAN

Universitas Stikubank Semarang

Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang

Telp. (024) 8414970 Fax. (024) 8441738



**BADAN PENERBITAN
UNIVERSITAS STIKUBANK SEMARANG**

**© HAK CIPTA PADA PENULIS
HAK PENERBIT PADA PENERBIT**

**TIDAK BOLEH DIREPRODUKSI SEBAGIAN ATAU SELURUHNYA DALAM BENTUK APAPUN
TANPA IZIN TERTULIS DARI PENGARANG DAN/ATAU PENERBIT.**

Kutipan Pasal 72;

Sanksi Pelanggaran Undang-Undang Hak cipta (UU No.19 Tahun 2002)

1. Barangsiapa dengan sengaja dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1)1 atau Pasal 49 ayat (1) dan ayat (2)2 dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah)
2. Barangsiapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu Ciptaan atau barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau Hak Terkait sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).

KATA PENGANTAR

Globalisasi perekonomian dunia mempunyai pengaruh semakin menipisnya “batas ekonomi” antar negara dan semakin terbukanya perekonomian suatu negara. Hal tersebut membawa konsekuensi terhadap semakin terbukanya pelaku-pelaku ekonomi terhadap resiko yang berkaitan dengan fluktuasi variable ekonomi internasional dan kesempatan memanfaatkan keuntungan pasar internasional. Perusahaan multinasional merupakan salah satu pelaku ekonomi yang kegiatannya berkaitan dengan *financing* dan *investment* dalam pasar internasional harus melakukan *positioning* .

Buku ini akan memberikan kajian teori dan aplikasi perhitungan yang berkaitan dengan perusahaan multinasional dalam kaitannya dengan : Pasar Valuta Asing , Sistem Nilai Tukar , Pembiayaan dan Investasi Perusahaan Multinasional. Agar mahasiswa lebih dapat melihat fakta yang terjadi, buku ini juga dilengkapi dengan penelitian-penelitian yang dilakukan oleh penulis yang berkaitan dengan topik bahasan dalam buku ini.

Untuk mempermudah konsep, pada setiap akhir bab disajikan pertanyaan atau bahan diskusi. Hal tersebut dimaksudkan bisa membuat mahasiswa melakukan analisis lebih lanjut terhadap konsep teori .

Penulis mengucapkan terimakasih kepada Badan Penerbitan Universitas Stikubank yang telah menerbitkan buku ajar ini. Agar menjadi lebih baik, saran dan komentar dari pembaca sangat kami harapkan untuk lebih sempurnanya buku ajar ini.

Semarang , Oktober 2016

Agus Budi Santosa

DAFTAR ISI

Kata Pengantar	i
Daftar Isi	ii
Daftar Tabel dan Daftar Grafik	iv
BAB 1 PASAR VALUTA ASING	
1. Transaksi Pada Pasar Valuta Asing	1
2. Tujuan Transaksi di Pasar Valuta Asing	3
3. Resiko Transaksi Valuta Asing	4
4. Tindakan Hedging	6
5. Efisiensi Pasar Valuta Asing	9
6. Dukungan Empiris Penelitian	11
7. Pertanyaan Untuk Diskusi	15
BAB 2 SISTEM NILAI TUKAR	
1. Penentuan Sistem Nilai Tukar	16
2. Metoda Pendekatan Nilai Tukar	20
3. Dukungan Empiris Penelitian	27
4. Pertanyaan Untuk Diskusi	33
BAB 3 PENGANGGARAN PERUSAHAAN MULTINASIONAL	
1. Variabel-Variabel Dalam Penganggaran Perusahaan Multinasional	34
2. Penyesuaian Terhadap Resiko	36
3. Pertanyaan Untuk Diskusi	38

BAB 4 BIAYA DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL

1. Biaya Modal	39
2. Biaya Modal Perusahaan Multinasional	41
3. Biaya Modal di Berbagai Negara	42
4. Perbedaan Dalam Biaya Hutang	43
5. Perbedaan Dalam Biaya Ekuitas	43
6. Menggunakan Biaya Modal Untuk Menilai Proyek Luar Negeri	44
7. Keputusan Menyangkut Struktur Modal	45
8. Menggunakan Biaya Modal Untuk Menilai Proyek	45
9. Keputusan Menyangkut Struktur Modal	45
10. Pertanyaan Untuk Diskusi	47

BAB 5 PEMBIAYAAN JANGKA PENDEK

1. Sumber Pembiayaan Jangka Pendek	48
2. Menentukan Suku Bunga Pembiayaan Efektif	49
3. Kriteria Yang Dipertimbangkan Dalam Pemilihan Sumber Dana Internasional	50
4. Dukungan Empiris Penelitian	53
5. Pertanyaan Untuk Diskusi	61

BAB 6 PEMBIAYAAN JANGKA PANJANG

1. Keputusan Pembiayaan Jangka Panjang	63
2. Membandingkan Alternatif Denominasi Obligasi	65
3. Pembiayaan Jangka Panjang Dengan Banyak Valuta	66
4. Pemakaian Swap Untuk Meng-Hedge Biaya Pembiayaan	69
5. Pertanyaan Untuk Diskusi	72

BAB 7 INVESTASI LUAR NEGERI

1. Motif Melakukan Investasi Luar Negeri	74
2. Manfaat Diversifikasi Internasional	77
3. Analisis Resiko-Pengembalian Dari Proyek	81
4. Keputusan Pasca Implementasi Investasi Luar Negeri ...	81

DAFTAR PUSTAKA

GLOSARY

INDEX

DAFTAR GRAFIK, TABEL DAN GAMBAR

DAFTAR GRAFIK :

Grafik 1.1	Pergerakan Spot dan Expected Spot Rate	15
Grafik 4.1	Trade Off Biaya Modal dan Rasio Hutang	40

DAFTAR TABEL :

Tabel 5.1	Implikasi Paritas Suku Bunga atas Pembiayaan	51
Tabel 5.2	Estimasi ECM Model Dornbusch	59
Tabel 7.1	Manfaat Dari Investasi Asing Langsung	77
Tabel 7.2	Mengevaluasi Proposal Proyek Pada Dua Lokasi	77

DAFTAR GAMBAR :

Gambar 6.1	Ilustrasi Interest Rate Swap	70
Gambar 6.2	Ilustrasi Currency Swap	72
Gambar 7.1	Analisis Resiko Pengembalian dari Proyek	80

BAB 1

PASAR VALUTA ASING

Standar Kompetensi :

- Mendefinisikan interaksi di pasar valuta asing
- Mengidentifikasi resiko transaksi di pasar valuta asing

Kompetensi Dasar :

1. Membedakan transaksi –transaksi di pasar valuta asing
2. Menganalisis resiko transaksi pasar valuta asing
3. Menentukan cara melakukan *hedging*
4. Menganalisis efisiensi pasar valuta asing

1. Transaksi Pada Pasar Valuta Asing

Pasar valuta asing merupakan suatu bentuk pasar keuangan dimana valuta asing dipertukarkan satu dengan lainnya, yang dikenal dengan transaksi valuta asing (*foreign exchange transaction*). Dalam pasar tersebut terdapat 3 jenis transaksi valuta asing, yaitu :

1. *Spot Transaction*, transaksi dalam valuta asing yang penyerahannya dilakukan dengan segera dengan jangka waktu maksimal 2 hari setelah tanggal transaksi. Pada transaksi jenis ini, nilai kurs ditentukan pada saat terjadinya kontrak
2. *Forward Transaction*, transaksi valuta asing dimana penyerahannya dilakukan pada tanggal tertentu yang telah disetujui, dengan nilai kurs ditentukan pada saat kontrak
3. *Future Transaction*, transaksi valuta asing yang mirip dengan forward transaction, tetapi dalam masa “*maturity*” terjadi penyesuaian nilai kurs yang disesuaikan dengan kurs pasar.

Seperti pada pasar barang/ jasa, dalam pasar valuta asing yang menggunakan system kurs mengambang (*floating exchange rate system*) nilai tukar ditentukan oleh kekuatan antara demand dan supply valuta asing. Kekuatan demand valuta asing dapat berasal dari importir yang membutuhkan dana untuk melakukan impor barang atau pihak debitur yang membutuhkan valuta asing untuk memenuhi kewajibannya.

Sedangkan kekuatan supply valuta asing dapat berasal dari : eksportir yang mendapatkan dana berupa valuta asing dari kegiatannya kemudian menukarkan dengan mata uang domestik atau perusahaan yang menerima pinjaman dalam bentuk valuta asing. Kekuatan tarik menarik antara demand dan supply yang tercermin dalam bentuk kurva permintaan dan penawaran kemudian akan membentuk equilibrium pasar yang akan menentukan nilai tukar valuta asing (kurs).

Dalam pasar valuta asing yang menggunakan system kurs tetap (*fixed exchange rate*) nilai tukar valuta asing tidak ditentukan oleh kekuatan supply dan demand, tetapi ditentukan / dipatok oleh Bank Sentral. Sebagai konsekuensinya, untuk mempertahankan nilai tukar, Bank Sentral melakukan kebijakan moneter berupa intervensi dengan membeli atau menjual valuta asing pada pasar valuta asing. Hal yang perlu diperhatikan pada system ini adalah kemampuan Bank Sentral dalam melakukan intervensi, khususnya berkaitan dengan cadangan devisa yang dimiliki.

Pemahaman mengenai tinggi rendahnya nilai tukar akan mempengaruhi tindakan yang akan diambil oleh pelaku-pelaku ekonomi dalam pasar valuta asing, apakah akan membeli, menjual atau menahan sementara waktu untuk mendapatkan keuntungan dari fluktuasi nilai tukar. Dalam berbagai literatur dijelaskan banyak faktor yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar. Faktor-faktor yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar adalah variable-variabel ekonomi yang mempengaruhi fundamental ekonomi

suatu negara. Variabel tersebut meliputi : jumlah uang beredar, suku bunga dan tingkat output riil. Sedangkan *Jeff Madura* menjelaskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar ada 3 macam, yaitu :

1. Faktor Fundamental, berkaitan dengan indikator ekonomi
2. Faktor Teknis, berkaitan dengan kondisi permintaan dan penawaran valuta asing
3. Faktor Sentimen Pasar, berkaitan dengan rumor yang bersifat insidental yang dapat mempengaruhi fluktuasi nilai tukar valuta asing dalam jangka pendek.

Nilai tukar yang terbentuk akan dipengaruhi oleh perubahan banyak faktor, seperti faktor fundamental, teknikal serta psikologis yang terakumulasi dalam periode tertentu.

2. Tujuan Transaksi di Pasar Valuta Asing

Pada awal penulisan buku ini telah disebutkan beberapa pelaku ekonomi yang terlibat dalam kegiatan transaksi di pasar valuta asing yang meliputi : *foreign exchange dealers*, *multinational corporations*, *fund manager* dan lembaga keuangan bank. Tujuan pihak-pihak tersebut melakukan transaksi valas dapat dibagi menjadi 3 jenis, yaitu :

1. Trading

Yaitu kegiatan jual-beli (pertukaran) dua macam mata uang (*currency*). Hal ini dimaksudkan untuk pemenuhan kebutuhan atau kewajiban pihak-pihak yang melakukan transaksi, misalnya : *multinational corporation* Indonesia akan mengimpor barang, maka mereka membutuhkan/ membeli valuta asing sesuai dengan kontrak. Dalam pelaksanaannya transaksi dalam valuta asing dapat dikelompokkan sebagai berikut :

- a. *Funding*, misalnya : pinjaman valuta asing, kebutuhan memelihara *cash flow*.
- b. *Investment*, misalnya : *commercial investment*, *property investment* dan *portofolio investment*
- c. *Market Making*, yaitu bank-bank berdagang valuta asing dengan menawarkan “*rate*” 2 arah (kurs jual dan kurs beli)
- d. *Position Taking*, yaitu bank-bank mengambil posisi dalam usaha untuk mengantisipasi pergerakan nilai tukar dan tingkat suku bunga.

2. *Hedging*

Yang dimaksud adalah menghindari resiko yang mungkin muncul dari transaksi valuta asing yang disebabkan adanya tenggang waktu dalam transaksi serta karena fluktuasi nilai tukar. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk menghindari resiko kerugian :

- a. *Open Position Market*, yaitu menetapkan besarnya *open position* maksimal yang diperbolehkan pada suatu valuta. Dengan adanya pembatasan tersebut, maka nilai asset dan liability suatu valuta selisihnya menjadi kecil dan resiko kerugian juga menjadi kecil juga.
- b. *Portfolio Transaction*, yaitu transaksi yang dilakukan dengan menggunakan beberapa macam valuta asing, sehingga diharapkan penurunan suatu nilai tukar pada suatu mata uang dapat diimbangi dengan kenaikan nilai tukar pada valuta yang lain.

Dalam melakukan hedging ada beberapa faktor yang perlu menjadi pertimbangan, yaitu : (1) tingkat suku bunga masing-

masing valuta yang digunakan dalam transaksi , (2) jangka waktu mulai dari *deal date* sampai dengan *maturity date* , (3) kurs *spot* dan *forward*.

3. *Speculating*

Kegiatan spekulasi mengandung arti suatu aktivitas dalam pasar valuta asing yang bertujuan untuk mendapatkan keuntungan (*gains*) dari transaksi valuta, walaupun kemungkinan mendapatkan kerugian (*loss*). Spekulasi dapat terjadi pada transaksi yang berjangka (*forward* atau *swap*), karena dalam jangka waktu tersebut terdapat kemungkinan terjadi fluktuasi nilai tukar.

Aktivitas ini memanfaatkan situasi pasar yang kurang menentu yang dapat muncul karena sentimen pasar, gejolak dalam perekonomian maupun politik serta pengaruh dari pusat pasar valuta asing di negara lain. Oleh karena itu, dibutuhkan informasi yang akurat untuk dapat meramalkan pergerakan nilai tukar sehingga dapat diambil suatu posisi apakah *sell* (menjual) atau *buy* (membeli) valuta sehingga didapatkan keuntungan.

3. Resiko Transaksi Valuta Asing

Nilai tukar, dalam *free exchange rate* , terjadi dari proses kekuatan antara demand dan supply valuta asing. Sehingga pergerakan/ perubahan nilai tukar dapat terjadi setiap saat karena faktor intern (dalam negeri : ekonomi, politik) maupun faktor ekstern (luar negeri : suku bunga, kebijakan negara dengan mata uang *hard currency*). Hal tersebut akan memunculkan resiko apabila pelaku pasar dalam kondisi *open position* , yaitu dimana asset dan liability pada suatu valuta asing tidak sama. Pada kondisi tersebut, dapat terjadi *over bought* (nilai asset lebih besar dari nilai

liability) atau *over sold* (nilai asset lebih kecil dari nilai liability). Pada posisi *over bought*, apabila nilai tukar Rupiah mengalami penurunan (depresiasi) maka akan mendapatkan keuntungan karena nilai asset menjadi lebih besar. Sedangkan pada posisi *over sold*, apabila nilai tukar Rupiah meningkat (apresiasi) maka akan mengalami kerugian karena beban kewajiban valas dari liability-nya akan meningkat.

Sedangkan dalam *Mudrajad* , istilah *open position* dikenal dengan *net exposure*, yang dibedakan menjadi 3 jenis, yaitu : *Pertama, Transaction Exposure*, yang berasal dari kemungkinan diperolehnya keuntungan atau kerugian usaha (*net cash flow*) akibat transaksi menggunakan valuta asing. *Kedua, Economic Exposure*, yang didefinisikan sebagai seberapa jauh nilai perusahaan (diukur dengan nilai sekarang dari harapan aliran kas) akan berubah apabila nilai tukar valuta berubah ke arah yang tidak diharapkan. *Ketiga, Translation Exposure*, yaitu seberapa jauh laporan keuangan konsolidasi dan neraca suatu perusahaan dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar valuta.

Menurut *Paul Bishop* dan *Don Dixon* (*Mudrajad, 1996*) resiko yang mungkin muncul dalam transaksi valuta asing dikategorikan menjadi 2 (dua) yaitu :

1. *Settlement Risk*

Resiko ini dapat terjadi pada saat pembayaran (penyerahan) valuta asing dilakukan kepada pihak “lawan” sebelum *counter value* pembayaran belum diterima.

2. *Replacement Risk*

Yaitu resiko yang diakibatkan dari biaya penggantian/ perubahan kontrak valuta asing pada *prevailing market rates* apabila pihak lawan tidak dapat melakukan pembayaran kontrak tersebut.

Pendapat yang lain dikemukakan oleh *Raflus Rax* yang ditulis dalam *Asset-Liability and Bank Fund Management* (LPPI), resiko yang dihadapi dalam transaksi valuta dapat digolongkan menjadi 4 (empat), yaitu:

1. *Interest Rate Risk*

Yaitu resiko yang berhubungan dengan posisi terbuka (*open position*) atau *mismatch* karena adanya perubahan tingkat bunga, semakin besar posisi terbuka atau *mismatch* maka semakin besar resiko yang terjadi karena perubahan tingkat bunga.

2. *Credit Risk*

Yaitu resiko yang muncul karena kemampuan pihak “lawan” tidak dapat memenuhi kewajibannya, hal ini dapat terjadi karena adanya kesulitan likuiditas .

3. *Market Risk*

Yaitu resiko yang disebabkan dari perubahan kekuatan supply dan demand dalam pasar valuta asing yang tercermin dengan adanya fluktuasi nilai tukar. Resiko ini muncul karena kondisi *open position*, untuk menguranginya dapat dilakukan dengan melakukan tindakan *hedging*.

4. *Profesionalism dan Technology Risk*.

Yaitu resiko yang muncul dari kemampuan pelaku pasar dalam melakukan peramalan terhadap pergerakan nilai tukar dan kemampuan peralatan yang digunakan untuk mendapatkan informasi-informasi yang berkaitan dengan peramalan tersebut.

Pada kenyataannya, kondisi *square* dimana nilai asset dan liability sama, merupakan hal yang sangat jarang terjadi. Hal ini disebabkan *cash flow* atau transaksi dalam valuta asing tidak selalu dalam jumlah yang sama, disamping itu nilai tukar juga selalu berubah setiap saat. Perlu dicatat, bahwa

kondisi *open position* tidak selalu dihindari oleh pelaku pasar valuta asing, karena alasan melakukan *open position* ada 3 (tiga), yaitu :

1. Untuk mendapatkan keuntungan dengan adanya fluktuasi nilai tukar disertai peramalan yang baik tentang pergerakannya.
2. Menyediakan fasilitas *arbitrage*, yaitu tindakan jual/ beli valuta asing pada saat yang sama pada pasar yang berbeda untuk mendapatkan keuntungan.
3. Eksistensi sebagai *Market Maker*.

4. Tindakan *Hedging*

Seperti yang telah dijelaskan dimuka, dalam kondisi *net exposure* suatu lembaga keuangan/ institusi akan berada pada kondisi yang terbuka terhadap resiko valuta asing. Oleh karena itu manajemen valuta asing memegang peranan penting dalam strategi manajemen. Manajemen resiko valuta asing meliputi : (1) keputusan pembiayaan (*financing decision*), dalam artian bagaimana cara untuk memperoleh dana, (2) keputusan investasi (*investment decision*) yaitu bagaimana mengalokasikan dana dalam valuta asing yang dimiliki.

apabila *exposure* transaksi valuta benar ada, maka lembaga keuangan (pelaku di pasar valas) menghadapi 3 (tiga) tugas, yaitu: (1) mengidentifikasi derajat *exposure* transaksi, hal ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa besar kemungkinan resiko yang akan dihadapi apabila terjadi fluktuasi nilai tukar, (2) memutuskan apakah perlu atau tidak melakukan tindakan *hedging* untuk mengurangi atau menghilangkan resiko, (3) apabila memutuskan untuk melakukan *hedging*, harus dipilih jenis *hedging* yang optimal.

Dengan munculnya resiko dalam transaksi valuta asing tersebut, maka pelaku pasar melakukan tindakan yang dapat mengurangi atau

mencegah terjadinya kerugian dari suatu transaksi valuta asing, maka pelaku di pasar valuta asing perlu melakukan *Hedging*. Metoda yang digunakan untuk melakukan hedging dibagi menjadi 2 (dua) cara yaitu :

1. *Reduce Impact* (mengurangi dampak kerugian)

Tindakan ini dapat dilakukan dengan :

a. *Portofolio Approach*

Pendekatan ini disebut juga “*market basket*”, yaitu melakukan transaksi valuta asing dalam beberapa jenis valuta. Dalam hal ini, diasumsikan bahwa depresiasi suatu valuta dapat dinetralisir dengan apresiasi dengan valuta yang lain.

b. *Pair Approach*

Dalam hal ini keterkaitan (*exposure*) pada suatu valuta asing tertentu dinetralisir dengan menciptakan arus (*flow*) yang berlawanan dalam valuta yang lain dalam jumlah dan tanggal jatuh tempo yang sama.

c. Penyesuaian harga jual dan harga beli untuk mengkompensasi resiko fluktuasi nilai tukar, misalnya meminta potongan atas kesediaannya menerima resiko.

2. *Cover Risk* (menutup resiko)

Pilihan tindakan yang dapat dilakukan adalah :

a. *Leading*

Yang dimaksud adalah usaha untuk mempercepat penerimaan atau penyerahan valuta sebelum jatuh tempo. Sehingga dengan semakin pendek waktu tersebut maka kemungkinan menerima resiko akibat fluktuasi semakin kecil. Sebaliknya apabila pelaku pasar berkeinginan untuk menghadapi resiko (sesuai dengan tujuan melakukan

open position) dapat dilakukan dengan memperlama waktu penerimaan atau penyerahan, tindakan ini disebut *lagging*.

b. *Forward Contract*

Yaitu pembelian atau penjualan valuta asing dengan penyerahan kemudian. Dengan cara ini pihak yang akan menerima valuta dapat menjual terlebih dahulu valuta yang akan diterima dikemudian hari, sedangkan pembayar valuta asing dapat membeli terlebih dahulu valuta yang akan dibayarkan pada waktu yang akan datang.

c. *Currency Option*

Sebenarnya cara ini merupakan alternatif dari *forward contract*, yaitu dengan memberikan hak kepada penerima valuta untuk membeli (*call option*) atau menjual (*put option*) sejumlah valuta berdasarkan nilai tukar yang telah ditetapkan dengan penyerahan kemudian.

d. *Matching*

Merupakan suatu teknik dimana suatu exposure diimbangi dengan menciptakan exposure yang lain dengan jumlah dan jangka waktu yang sama, namun dengan arah yang berlawanan dengan valuta yang sama.

Sementara *Mudrajat Kuntjoro* mengemukakan klasifikasi yang berbeda mengenai tindakan *hedge*, yaitu membedakan menjadi 2 (dua) cara :

1. *Contractual Technique*, terdiri dari :

- a. *Forward Market Hedge*, lembaga keuangan dalam posisi “*long*” akan menjual valuta asing *forward*, sementara dalam posisi “*short*” akan membeli.

- b. *Money Market Hedge*, melalui kegiatan meminjam sekaligus meminjamkan dalam dua valuta yang berbeda, dengan tujuan untuk nilai dollar dari aliran kas pada masa yang akan datang.
- c. *Risk Shifting*, memindahkan resiko dengan mencoba mengeksport dana valuta yang menguat nilainya dan mengimpor valuta yang nilainya melemah.
- d. *Pricing Decision*, mengkonversi antara harga valuta asing dan harga dollar dengan menggunakan kurs *forward*.
- e. *Exposure Netting*, menghilangkan exposure dalam suatu valuta dengan exposure valuta yang sama sedemikian rupa sehingga laba/ rugi dalam kedua posisi valuta akan meniadakan exposure satu dengan lainnya.
- f. *Currency Risk Sharing*, yaitu membagi resiko valuta dengan kontrak *customized hedge* yang melekat pada transaksi perdagangan
- g. *Foreign Currency Option*, tindakan hedging dengan memperhatikan *cash flow*, yaitu menjual/ membeli *forward* dan *put/ call option*.

2. *Operating Strategies*, terdiri dari :

- a. *Leading* dan *lagging*, yang dimaksud dengan *leading* yaitu mempercepat pembayaran sebelum jatuh tempo penyerahan valuta, sedangkan *lagging* adalah memperlambat pembayaran.
- b. *Portofolio Hedge*, yaitu tindakan hedging pada posisi exposure dengan hedging pada valuta (asset) lainnya yang erat korelasinya dengan valuta yang pertama.

- c. *Currency Diversification*, adalah nilai aliran kas masuk di masa mendatang dari valuta yang lebih stabil bila valuta yang diterima tidak berkorelasi positif.
- d. *Reinvoicing Center*, adalah pengelolaan semua exposure transaksi dari perdagangan valuta pada suatu tempat.

5. Efisiensi Pasar Valuta Asing

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh menyimpulkan bahwa terdapat 5 (lima) variabel ekonomi yang mempengaruhi krisis ekonomi di Asia yang pada akhirnya mempengaruhi pasar valuta asing, kelima variable tersebut adalah Pertumbuhan Ekonomi, Nilai Tukar, Kemakmuran, Disinflasi dan Tingkat Suku Bunga. Dalam konteks nilai tukar sebagai salah satu parameter, maka pergerakan (fluktuasi) nilai tukar suatu valuta yang berlebihan (baik depresiasi atau apresiasi) merupakan refleksi dari ketidak efisiennya suatu pasar valuta asing.

Pasar yang efisien, menurut 1998) didefinisikan sebagai pasar dimana seluruh informasi dapat secara cepat dimengerti oleh pelaku pasar dan tercermin dari pembentukan harga pasar. Apabila sebuah pasar valuta asing efisien, maka nilai tukar saat ini akan mencerminkan semua informasi yang tersedia sejalan dengan terbentuknya nilai tukar tersebut. Kondisi efisien tersebut tercermin dari persamaan :

$$E (S_{t+1} - S^e_{t+1} | \Omega_t) = 0$$

Dimana : S_{t+1} = nilai tukar spot

S^e_{t+1} = ekspektasi nilai tukar spot

Ω_t = informasi yang tersedia pada saat – t

Dari persamaan tersebut dapat disimpulkan, bahwa suatu pasar yang efisien tidak memungkinkan adanya tindakan spekulasi. Hal ini disebabkan semua informasi yang berkaitan dengan pembentukan nilai tukar bersifat “sempurna”, sehingga nilai tukar yang terjadi pada waktu

yang akan datang akan sama dengan nilai tukar yang diekspektasi. Sejalan dengan konsep tersebut, terdapat 3 (tiga) hipotesa yang digunakan dalam penelitian mengenai efisiensi pasar valuta asing yaitu:

1. *Random Walk Hypothesis* (RWH)

Dalam prakteknya semua informasi tidak digunakan oleh pelaku pasar dalam memprediksi nilai tukar. Metode yang paling sederhana yang digunakan untuk ekspektasi adalah *Random Walk*. Pada metoda ini, nilai tukar spot pada periode yang akan datang hanya dipengaruhi oleh nilai spot sekarang. Persamaannya dapat dituliskan :

$$S^e_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 S_t + \varepsilon_{t+1}$$

Dimana : S^e_{t+1} = ekspektasi nilai spot satu periode mendatang

S_t = nilai tukar spot sekarang

ε_{t+1} = *error term*

Apabila pasar spot efisien maka pasar berperilaku mengikuti random walk dan tidak ada *excess profit* yang dieksploitasi melalui *arbitrage*.

2. *Unbiased Forward Rate Hypothesis* (UFH)

Metoda ini menggunakan nilai tukar forward sebagai indicator untuk mengukur nilai tukar spot yang akan datang.

Persamaan dalam metoda ini adalah :

$$S^e_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 F_t + \varepsilon_{t+1}$$

Dimana : S^e_{t+1} = ekspektasi nilai spot satu periode mendatang

F_t = nilai tukar forward sekarang

ε_{t+1} = *error term*

Apabila nilai tukar forward digunakan sebagai *unbiased predictor* dari nilai tukar spot, maka nilai tukar forward dapat *overestimate* atau *underestimate* sepanjang periode tertentu. Pada pasar valuta asing yang efisien, nilai dan frekuensinya relatif sama sehingga totalnya (*underestimate* dan *overestimate*) sama dengan 0 (nol).

3. *Composite Efficiency Hypothesis* (CEH)

Pada metoda ini merupakan penggabungan dari kedua metoda diatas, sehingga ekspektasi nilai tukar spot mendatang akan dipengaruhi oleh nilai tukar spot sekarang dan nilai tukar forward. Kondisi ini dapat dijabarkan dalam persamaan :

$$S^e_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 S_t + \beta_2 F_t + \varepsilon_{t+1}$$

Dimana : S^e_{t+1} = ekspektasi nilai spot satu periode mendatang

S_t = nilai tukar spot sekarang

F_t = nilai tukar forward sekarang

ε_{t+1} = *error term*

Menurut *Ricard V L Cooper* (1993), Efisiensi Pasar Valuta asing dibagi menjadi 3 jenis, yaitu :

- a. *Weak Form*, dimana nilai tukar yang terjadi hanya dipengaruhi oleh nilai tukar yang terjadi pada periode sebelumnya.
- b. *Semistrong Form*, dimana nilai tukar yang terjadi mencerminkan bahwa pelaku ekonomi (publik) mendapatkan informasi pasar yang tersedia.
- c. *Stong Form*, nilai tukar yang terjadi menunjukkan bahwa semua informasi yang ada di pasar valuta asing diketahui oleh pelaku pasar, termasuk *proprietary* dan *insider information*.

6. Dukungan Empiris Penelitian :

Judul Penelitian : Efisiensi Pasar Valuta Asing di Indonesia (Studi Kasus Rupiah Indonesia dan Dollar Amerika Serikat)

Tahun : 2002

1. Pendahuluan :

Beralihnya sistem nilai tukar di Indonesia dari sistem mengambang terkendali (*managed floating system*) menjadi sistem yang mengambang penuh atau bebas (*freely floating system*) menyebabkan posisi nilai tukar Rupiah terhadap valuta asing ditentukan oleh mekanisme pasar. McGregor (2000) mengemukakan : “ ... *in a floating rate system, the exchange rate is determined directly by market forces, and is liable to fluctuate continually, as dictated by changing market condition*”. Dalam konteks pengertian di atas, nilai tukar rupiah secara bebas ditentukan oleh kekuatan interaksi antara permintaan dan penawaran valuta asing. Disamping itu, dalam sistem nilai tukar mengambang bebas, diasumsikan tidak ada kewajiban Bank Indonesia untuk melakukan intervensi secara sistematis di pasar valuta asing, sehingga nilai tukar Rupiah bebas bergerak dalam merespon kekuatan pasar.

Dengan semakin luasnya kekuatan pasar dalam menentukan nilai tukar Rupiah, maka perilaku pasar menjadi lebih sulit untuk diprediksi secara langsung. Nilai tukar di pasar uang tidak semata mencerminkan kekuatan permintaan dan penawaran valuta asing untuk memenuhi *underlying transaction* (transaksi-transaksi pokok), melainkan juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang mempengaruhi ekspektasi pelaku ekonomi yang erat kaitannya dengan unsur ketidakpastian.

Nilai tukar Rupan pasca sistem mengambang bebas, ditentukan oleh tiga faktor utama. *Pertama*, ekspektasi jangka pendek pelaku pasar (sentimen pasar) yang sering tercermin pada fluktuasi nilai tukar dalam jangka pendek.

Kedua, faktor fundamental meliputi variabel-variabel makro ekonomi, yang didalamnya termasuk permintaan dan penawaran mata uang. *Ketiga*, struktur mikro valuta asing yaitu kondisi finansial lembaga keuangan bank dan *corporate*.

Dengan mengacu pada pemaparan di atas, penulis mencoba melakukan pengujian beberapa model penentuan nilai tukar untuk memilih model yang sesuai bagi penentuan nilai tukar Rupiah. Penelitian ini juga melakukan penerapan aplikatif terhadap model yang terpilih untuk melakukan peramalah (*forecasting*) terhadap nilai tukar Rupiah. Untuk lebih terintegrasinya analisis penelitian akan dimasukkan juga analisis mengenai efisiensi pasar valuta asing di Indonesia, sehingga dapat diketahui rasionalitas dan ekspektasi pelaku pasar valuta asing dalam menentukan nilai tukar Rupiah.

2. Rumusan Masalah

Salah satu indikator untuk mengetahui kestabilan nilai tukar adalah efisiensi Pasar Valuta Asing. Suatu Pasar Valuta Asing dikatakan efisien apabila nilai tukar *spot rate* suatu valuta asing sama dengan nilai *expected* valuta asing tersebut, sehingga *expected return* dari valuta asing melalui aktivitas spekulasi sama dengan nol.. Permasalahan yang dikemukakan dalam penelitian ini adalah :

Apakah Pasar Valuta Asing di Indonesia efisien ?

3. Metode Penelitian

3.1. Jenis Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dari dokumen/ tulisan yang disusun oleh badan/ pihak yang dapat dipertanggungjawabkan kevaliditasannya. Adapun sumber data

diperoleh dari : *International Financial Statistics* ; Laporan Bank Indonesia ; Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia dan Biro Pusat Statistik.

3.2. Diskripsi Data

Untuk menganalisa efisiensi pasar valuta asing data yang diperlukan adalah sebagai berikut :

1. Nilai Tukar *Spot* (S_t) dan Nilai Tukar *Expected* (S_{t+1})

Nilai tukar *expected* dalam penelitian ini adalah nilai tukar yang terjadi pada satu hari berikutnya ($t+1$), data ini dapat diketahui dari data nilai tukar *spot*. Sedangkan untuk nilai tukar *spot* sama dengan yang di atas. Dalam data IFS nomor kodenya : *rf*.

2. Tingkat Suku Bunga (r)

Data diambil dari tingkat suku bunga pasar uang (*money market*) yang berasal dari IFS dengan kode : *60b*. Suku bunga tersebut mencerminkan suku bunga dalam jangka pendek sesuai dengan penelitian ini yang mengekspektasi nilai tukar dalam jangka pendek ($t+1$). Dalam penelitian ini, data suku bunga digolongkan menjadi 2, yaitu suku bunga Indonesia (r_d) dan suku bunga Amerika Serikat (R_f).

3.3. Model Penelitian : *Martingale Models*

Untuk mengetahui efisiensi Pasar Valuta Asing digunakan model dasar yang dikenal dengan *Martingale Models*. Dalam model tersebut dijelaskan, bahwa Pasar Valuta Asing dikatakan efisien apabila *expected return* yang diharapkan melalui spekulasi sama dengan 0 (nol), atau :

$$E(Z_{t+1} | \Omega_t) = 0$$

Hal ini berarti nilai *spot rate* sama dengan *expected spot rate*, sehingga :

$$s_{t+1} - E(Z_{t+1} | \Omega_t) = 0$$

Sedangkan *expected spot rate* adalah :

$$E (Z_{t+1} | \Omega_t) = [1 + r_t^d / 1 + r_t^f] s_t$$

Dimana : r_t^d = tingkat suku bunga dalam negeri

r_t^f = tingkat suku bunga luar negeri

3.4. Metode Analisis

Merupakan analisis data dengan memberikan informasi mengenai data yang diamati dan tidak bertujuan menguji hipotesis serta menarik kesimpulan yang digeneralisasikan terhadap populasi. Analisis ini dapat dilakukan dengan menyajikan tabel frekuensi maupun grafik dan penjelasannya sehingga diperoleh suatu informasi yang lebih mudah dipahami.

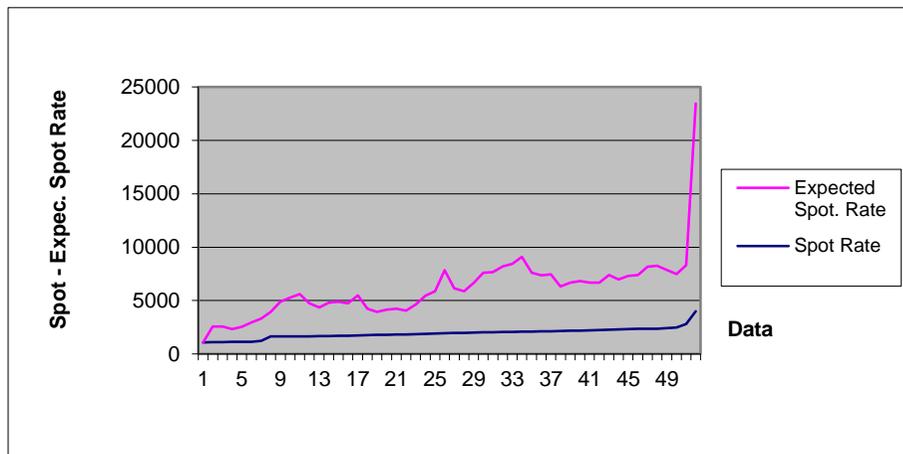
4. Pembahasan : Efisiensi Pasar Valuta Asing

Konsep dasar pemikiran efisiensi pasar valuta asing didasari pada “kesempurnaan” informasi dalam artian apakah informasi yang tersedia pada pasar valuta asing dapat diperoleh pelaku-pelaku. Suatu pasar valuta asing dikatakan efisien apabila terjadi informasi sempurna (*perfect information*) sehingga pelaku pasar dapat menggunakan informasi tersebut untuk memprediksi nilai tukar pada hari berikutnya ($n + 1$) . Dengan demikian suatu pasar yang efisien tidak dimungkinkan adanya spekulasi, *karena expected exchange rate* sama dengan *spot rate* $n+1$.

Dalam penelitian ini hipotesa yang digunakan adalah *Random Walk Hypothesis* (RWH) dimana *expected rate* ($t+1$) dipengaruhi oleh *spot rate* (t) . Pengambilan keputusannya dengan melihat selisih antara nilai Kurs *Spot Rate* ($t+1$) dengan *Expected Spot Rate* ($t+1$), apabila selisihnya sama dengan 0 (nol) maka dikatakan bahwa pasar valuta asing efisien.

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan *Martingale Model*, dapat disimpulkan bahwa *pasar valuta asing sangat tidak efisien*. Sebab, selisih *spot rate* dan *expected spot rate* tidak sama dengan 0 (nol), bahkan nilai selisihnya sangat tinggi. Dari 52 data, hanya 1 data (1985.4) yang prosentasenya dibawah 10 %, sedangkan data lainnya diatas 10 %. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *spot rate* (t) dan tingkat bunga saja tidak cukup digunakan untuk memprediksi *expected spot rate* (t+1), sehingga diperlukan variabel lain, misalnya : *forward rate*. Perbedaan paling tinggi terjadi pada periode terakhir tahun 1997 (386 %) dimana berlangsung krisis nilai tukar paling parah, sehingga ekspektasi terhadap nilai tukar sangat sulit dilakukan.

Grafik 1
Pergerakan Spot dan Exchange Rate



Hal yang perlu diperhatikan dalam menganalisa efisiensi pasar valuta asing (pergerakan nilai tukar) adalah kondisi dimana faktor-faktor diluar ekonomi sangat mempengaruhi fluktuasi nilai tukar, terutama dimasa krisis. Sentimen negatif dari faktor non-ekonomi berpengaruh sangat besar terhadap nilai tukar.

5. Simpulan

Analisis pasar valuta asing di Indonesia dengan *Martingale Model* mengindikasikan bahwa pasar sangat tidak efisien, dasar pemikirannya adalah selisih antara expected spot rate dan spot rate sangat besar (tidak sama dengan nol). Sehingga untuk mengekspektasi nilai tukar diperlukan variabel lain selain tingkat bunga dan nilai tukar *spot*, misalnya : nilai tukar forward, neraca pembayaran.

Pertanyaan untuk diskusi

1. Salah satu resiko yang terjadi dalam pasar valuta asing adalah *interest rate risk*. Jelaskan bagaimana untuk meng *hedge* resiko tersebut .
2. Studi empiris menunjukkan bahwa pasar valas di Canada lebih efisien dibandingkan dengan pasar valas di Jerman. Hal tersebut ditunjukkan dengan relatif lebih satabilnya fluktuasi valas di Canada dibandingkan di Jerman. Pada kondisi tersebut, bila anda sebagai pelaku pasar valaspasar negara mana yang anda pilih untuk “bermain” ? Berikan dukungan teori !

BAB 2

SISTEM NILAI TUKAR

Standar Kompetensi :
Menenal Sistem Nilai Tukar

Kompetensi Dasar :

1. Mengidentifikasi penentuan sistem nilai tukar
2. Membedakan metoda pendekatan nilai tukar
3. Menganalisis sistem nilai tukar

1. Penentuan Sistem Nilai Tukar

Penentuan sistem nilai tukar merupakan suatu hal yang penting, karena sistem nilai tukar merupakan suatu alat yang dapat digunakan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan mengisolasi perekonomian suatu negara dari gejolak perekonomian global. Pada dasarnya kebijakan nilai tukar mempunyai fungsi yaitu : *Pertama*, mempertahankan keseimbangan neraca pembayaran dengan sasaran akhir menjaga kecukupan cadangan devisa. Oleh karena itu, dalam menetapkan arah kebijakan nilai tukar diutamakan untuk mendorong ekspor dan menjaga daya saing ekspor dalam memperkecil defisit *current account*. *Kedua*, menjaga kestabilan pasar valuta domestik sehingga nilai tukar tidak dijadikan sebagai alat untuk melakukan spekulasi. Adanya ketidakstabilan pasar akan pada akhirnya akan menimbulkan gangguan pada stabilitas ekonomi makro. *Ketiga*, sebagai instrumen moneter khususnya bagi negara yang menetapkan nilai tukar dan suku bunga sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. *Keempat*, sebagai *nominal anchor* dalam pengendalian inflasi baik melalui pengendalian depresiasi nilai tukar maupun mem-peg-kan nilai tukar.

Pemilihan sistem nilai tukar pada dasarnya didasarkan pada beberapa pertimbangan, diantaranya : tingkat keterbukaan perekonomian suatu negara terhadap perekonomian dunia ; tingkat kemandirian kebijakan ekonomi suatu negara dan aktivitas perekonomian suatu negara. Pada dasarnya system penentuan nilai tukar dapat dibedakan menjadi 3 (tiga) jenis, yaitu :

1. Sistem Kurs Tetap (*fixed exchange rate*)

Dalam sistem ini, nilai tukar suatu valuta terhadap valuta yang lain ditentukan/ “dipatok” oleh Bank Sentral. Nilai tukar suatu valuta di pasar valuta asing sama dengan nilai tukar yang ditentukan oleh Bank Sentral. Sehingga untuk menjaga agar nilainya tetap, maka Bank Sentral melakukan intervensi (membeli/ menjual valuta) di pasar valuta asing. Hal yang perlu diperhatikan adalah kecukupan cadangan devisa yang dimiliki.

Bagi suatu negara yang rentan terhadap gangguan eksternal (misal : *contagion effect* besar) maupun internal (misal : situasi politik) maka kebijakan nilai tukar tetap mengandung resiko yang tinggi. Ketakutan akan adanya devaluasi pada pelaku pasar dan investor asing akan menghambat pertumbuhan ekonomi dan menyebabkan munculnya banyak kegiatan spekulasi. Implikasi dari kebijakan nilai tukar tetap adalah:

- a. Bank Sentral tidak dapat mengendalikan jumlah uang beredar
- b. Bank Sentral harus memelihara cadangan devisa yang cukup memadai
- c. Untuk mempertahankan kredibilitas kebijakan dan menghindari terkurasnya cadangan devisa, otoritas

moneter dan otoritas fiskal harus menghindarkan diri dari kebijakan yang bersifat inflasioner.

- d. Apabila terjadi tekanan inflasi domestik yang bersifat eksogen, alternatif kebijakan devaluasi adalah pilihan yang sangat berat tetapi harus diambil selama cadangan devisa tidak memahami.

Sistem ini digunakan di Indonesia dengan dikeluarkannya Undang-Undang No. 32 tahun 1964 yang menetapkan nilai tukar resmi sebesar Rp 250,- per US dollar yang dibarengi dengan sistem kontrol devisa.

2. Sistem Mengambang Terkendali (*managed floating exchange rate*)

Nilai tukar valuta dalam sistem ini ditentukan oleh pasar valuta dan *band intervention* yang ditetapkan oleh Bank Sentral. Artinya, nilai tukar ditentukan oleh pasar (supply dan demand valuta) tetapi pergerakannya dibatasi oleh rentang intervensi yang ditetapkan oleh Bank Sentral. Sehingga Bank Sentral harus menjaga supaya nilai tukar berada pada rentang intervensi, apabila nilai tukar bergerak melebihi rentang intervensi yang ditentukan, maka Bank Sentral akan melakukan intervensi dengan menambah supply valuta sehingga nilainya dapat bergerak kembali dalam rentang intervensi. Sebaliknya bila nilai tukar berada di bawah rentang intervensi, maka Bank Sentral akan menambah demand valuta.

Dengan sistem ini, otoritas moneter memiliki keleluasaan untuk mengendalikan jumlah uang beredar, karena tidak harus mempertahankan nilai tukar pada “titik/ point” tertentu, tetapi lebih luas yaitu pada rentang yang telah ditetapkan. Sasaran akhir

dari sistem ini biasanya adalah mempertahankan nilai tukar riil pada level yang mampu menjaga daya saing produk dalam negeri. Sistem ini cukup kredibel apabila laju inflasi dapat dikendalikan pada tingkat yang rendah. Hal yang perlu dicatat, bahwa sistem ini juga membutuhkan cadangan devisa yang cukup (untuk melakukan intervensi) meskipun tidak sebesar pada sistem nilai tukar *fixed*.

Penggunaan sistem mengambang terkendali dilakukan selama dua periode, yaitu : (1) *Managed Floating I* (1978 – 1986), pada periode ini unsur manajemen lebih dominan dibandingkan floating. Hal ini dapat dilihat dari pergerakan nilai tukar Rupiah yang relatif tetap. Kuatnya unsur manajemen disebabkan karena kondisi perekonomian yang relatif belum berkembang, serta proses transisi dari sistem sebelumnya sehingga mengalami kesulitan dalam menyesuaikan nilai rupiah dengan pengendalian inflasi dan peningkatan daya saing produk ekspor. (2) *Managed Floating II* (1987 – 1992), pada periode ini unsur *floating*-nya lebih dominan. Hal ini disebabkan perekonomian semakin berkembang dan kekuatan pasar valuta semakin besar. Dalam periode ini nilai tukar lebih fluktuatif, sehingga rentang intervensi juga semakin besar. Perluasan rentang intervensi juga dimaksudkan supaya dalam melaksanakan kebijakan moneter operasi pasar terbuka (*open market policy*) Bank Sentral dapat lebih mudah.

3. Sistem Kurs Bebas (*free exchange rate*)

Istilah lain yang digunakan adalah *floating exchange rate*, yaitu nilai tukar valuta asing ditentukan oleh pasar berdasarkan kekuatan tarik menarik antara supply dan demand valuta asing.

Pada sistem ini Bank Sentral tidak melakukan campur tangan dalam mempengaruhi nilai tukar (pada kenyataannya sangat sulit). Ada dua pengertian dalam *floating exchange rate*, yaitu : (1) *clean float* : nilai tukar sepenuhnya dibiarkan bebas tanpa campur tangan dari Bank Sentral, (2) *dirty float* : pemerintah ikut serta (relatif kecil) dalam pasar valuta asing, misalnya dengan mengurangi distorsi. Implikasi dari sistem nilai tukar bebas adalah :

- a. Dalam jangka pendek, Bank Sentral memiliki kemampuan untuk mengendalikan jumlah uang beredar (eksogen)
- b. Bank Sentral tidak perlu memelihara cadangan devisa dalam jumlah yang besar
- c. Kebijakan ekspansioner akan mampu meningkatkan tingkat produksi, tetapi harus memperhatikan daya dukung perekonomian domestik. Jika tidak, maka kebijakan itu akan mendorong kenaikan laju inflasi.

Krisis ekonomi yang melanda kawasan Asia yang diawali dari Thailand dengan *contagion effect* mempengaruhi perekonomian Indonesia, sehingga nilai tukar Rupiah mengalami tekanan yang sangat berat. Berbagai kebijakan moneter dan intervensi dari Bank Sentral telah dilakukan, tetapi Rupiah tetap saja tertekan. Dengan pertimbangan untuk mengamankan cadangan devisa, maka pada tanggal 14 Agustus 1997, Bank Sentral kemudian melepas *band intervention* dan sekaligus menganut sistem *free exchange rate*. Penghapusan rentang intervensi itu juga dimaksudkan untuk mengurangi dampak negatif dari kegiatan spekulasi dan menetapkan kebijakan moneter dalam negeri. Tetapi pada kenyataannya, Bank Sentral tetap melakukan intervensi yang dimaksudkan untuk

mengurangi distorsi pada pasar, serta mengingat pasar yang belum sempurna (kurang rasional)

Dalam suatu perekonomian tertutup, dimana *contagion effect* sangat kecil, maka sistem nilai tukar yang menjadi pilihan adalah *fixed exchange rate*. Sedangkan pada perekonomian terbuka sistem *floating exchange rate* atau *managed floating exchange rate* menjadi pilihan utama, karena dengan sistem tersebut *capital inflow* dapat disterilisasi. Apabila dilihat dari konteks *underlying shock* pada pasar uang (LM) dan pasar barang (IS), dalam hal gejolak pada pasar uang relatif lebih besar dari pasar barang, maka pilihan yang lebih baik menggunakan *floating exchange rate* atau *managed floating exchange rate*. Tetapi sebaliknya, bila gejolak pasar barang relatif lebih besar dari pasar uang maka pilihan yang lebih baik adalah *fixed exchange rate*.

2. Metoda Pendekatan Nilai Tukar

Dalam berbagai literature mengenai *foreign exchange*, dijelaskan banyak sekali faktor yang mempengaruhi equilibrium nilai tukar, diantaranya jumlah uang beredar, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, pendapatan riil dsb.. Hal tersebut memunculkan adanya beberapa pandangan tentang metoda pendekatan nilai tukar. Metoda pendekatan nilai tukar dibagi menjadi 4 (empat) pendekatan yaitu :

- a. Pendekatan Neraca Pembayaran (*Balance Payment Approach Approach*)

Metoda ini menekankan pada konsep aliran (*flow concept*), sehingga nilai tukar valuta asing ditentukan oleh aliran permintaan dan penawaran valuta. Semua transaksi/ kegiatan yang menimbulkan permintaan terhadap valuta (misal : import) dicatat pada sisi debet

neraca pembayaran, sedangkan yang menimbulkan penawaran valuta (misal : investasi modal asing) dicatat pada sisi kredit neraca pembayaran.

Keseimbangan nilai tukar valuta akan ditentukan oleh perpotongan antara permintaan dan penawaran valuta. Seperti juga pada variabel permintaan lain, kurva permintaan valuta dapat bergeser, ini dapat disebabkan karena peningkatan/ penurunan volume import atau pembayaran hutang dalam valuta asing. Demikian pula pada kurva penawaran dapat bergeser yang disebabkan karena peningkatan arus investasi asing atau peningkatan/ penurunan eksport. Kedua kondisi tersebut (secara sendiri atau bersamaan) dapat menyebabkan equilibrium nilai tukar berubah, sehingga nilai tukar sering mengalami fluktuasi. Pada metoda ini, fluktuasi nilai tukar disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi neraca pembayaran, dan diformulasikan sebagai berikut :

$$BOP_t = C (P_t / S_t P_t^*, Y_t / Y_t^*, Z_t) + K (R_t - R_t^*)$$

Persamaan di atas menunjukkan, bahwa keseimbangan nilai tukar ditentukan oleh jumlah total neraca pembayaran, yaitu : penjumlahan rekening transaksi berjalan dengan rekening modal. Rekening transaksi berjalan dipengaruhi oleh : harga relatif, pendapatan riil relatif dan variable pergeseran (meliputi : bea masuk dan variable intervensi yang lain). Sedangkan rekening modal ditentukan oleh perbedaan suku bunga dalam negeri dan luar negeri.

Equilibrium nilai tukar mengambang penuh, sehingga keseimbangan neraca pembayaran dijaga oleh penyesuaian nilai tukar

secara terus menerus. Persamaan nilai tukar dapat diformulasikan (dalam logaritma natural) :

$$s_t = \eta (p - p^*)_t + \alpha (y - y^*)_t - \lambda (r - r^*)_t$$

Dimana : huruf kecil menunjukkan logaritma natural ($\log e$) dan variable penggeser diabaikan.

Pendekatan Neraca Pembayaran memprediksi bahwa koefisien η bertanda positif, artinya kenaikan harga dalam negeri relatif terhadap harga luar negeri akan mengakibatkan memburuknya daya saing produk domestik dan menimbulkan dampak negatif terhadap neraca transaksi berjalan. Hal tersebut pada akhirnya akan menyebabkan depresiasi valuta (mata uang) domestik. Koefisien α diprediksi bertanda positif, artinya pertumbuhan output riil yang cepat cenderung akan menaikkan import, sehingga menyebabkan depresiasi mata uang domestik. Sedangkan koefisien λ mempunyai nilai negatif, ini berarti kenaikan suku bunga domestik dengan tanpa diikuti perubahan kenaikan suku bunga luar negeri akan menarik masuknya modal asing ke dalam negeri. Hal ini cenderung menyebabkan apresiasi valuta domestik.

b. Pendekatan Pritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity Approach*)

Konsep dasar metoda Paritas Daya Beli merupakan teori untuk menghitung nilai tukar valuta asing yang dinyatakan dengan rasio tingkat harga suatu negara dengan negara lain. Asumsi yang digunakan dalam metoda ini yaitu biaya transaksi, tariff, kuota serta hambatan lain dalam perdagangan luar negeri sama dengan nol.

Teori paritas daya beli mempunyai 2 (dua) pengertian, yaitu absolut dan relatif. Secara *absolut*, teori ini menyatakan bahwa keseimbangan nilai valuta asing merupakan harga relatif dalam

negeri terhadap harga relatif luar negeri, formulanya dapat dituliskan sebagai berikut :

$$st = Pt / Pt^*$$

dimana : st = nilai tukar valuta asing

Pt = tingkat harga dalam negeri

Pt^* = tingkat harga luar negeri

Persamaan di atas dikenal dengan Hukum Satu Harga (*The Law of One Price*), dimana harga untuk satu barang yang sama diseluruh negara akan cenderung sama setelah diperhitungkan tingkat inflasi negara satu dengan yang lainnya.

Sedangkan pengertian secara *relatif*, nilai valuta asing dinyatakan sebagai prosentase perubahan tingkat harga domestik terhadap prosentase perubahan tingkat harga luar negeri, formulanya dituliskan sebagai berikut :

$$\% \Delta st = \% \Delta Pt / \% \Delta Pt^*$$

dimana : $\% \Delta st$ = prosentase perubahan nilai tukar

$\% \Delta Pt$ = prosentase perubahan tingkat harga domestik

$\% \Delta Pt^*$ = prosentase perubahan tingkat harga luar negeri

Dalam perhitungan nilai tukar dengan menggunakan konsep Paritas Daya Beli kurang mencerminkan kenyataan nilai tukar yang terjadi di negara sedang berkembang, dimana nilai tukar valuta asing dinilai terlalu rendah (*undervalued*). Hal ini disebabkan asumsi-asumsi yang digunakan secara relatif tidak terpenuhi pada kondisi perekonomian di negara sedang berkembang, sebagai contoh nilai tariff masih sangat tinggi dan banyaknya hambatan (restriksi) perdagangan luar negeri yang berlaku. Selain itu, harga barang-barang yang tidak dimasukkan dalam perdagangan luar negeri

(misalnya jasa dokter) lebih murah dinegara sedang berkembang dibandingkan negara maju.

c. Pendekatan Moneter (*Monetary Approach*)

Pendekatan Moneter merupakan pengembangan dari pendekatan Paritas Daya Beli dan Teori Kuantitas Uang. Dalam pendekatan ini, faktor-faktor moneter melandasi fungsi permintaan dan penawaran uang yang merupakan penyebab utama dari pergerakan/ fluktuasi nilai tukar. Menurut pendekatan ini, ekuilibrium nilai tukar ditentukan oleh variable : jumlah uang beredar, pendapatan riil, perbedaan tingkat suku bunga dan perbedaan inflasi. Sedangkan asumsi yang digunakan dalam pendekatan ini adalah :

- a. Berlakunya konsep paritas daya beli
- b. Sistem nilai tukar fleksibel
- c. Mobilitas kapital sempurna
- d. Jumlah uang beredar dan pendapatan riil merupakan variable eksogen
- e. Permintaan uang dalam negeri menunjukkan permintaan uang domestik

Pendekatan Moneter terhadap valuta asing dapat digolongkan menjadi 2 (dua) model, yaitu : versi harga luwes (*flexible price monetary model*) dan versi harga kaku (*sticky price monetary model*).

1. Versi Harga Luwes

Terdapat 3 (tiga) faktor utama yang menjadi dasar dari versi ini, yaitu Teori Kuantitas, keluwesan harga dan konsep Paritas Daya Beli. Asumsi yang digunakan dalam model ini adalah kondisi keseimbangan pasar, yaitu permintaan uang (m^d) sama dengan

penawaran uang (m^s). Permintaan uang dipengaruhi oleh pendapatan riil (y), tingkat harga (p) dan tingkat bunga (r), sedangkan penawaran uang adalah given. Ekuilibrium pasar dapat dituliskan :

$$m^s_t = p_t + \alpha y_t - \lambda r_t$$

$$m^s_t^* = p_t^* + \alpha^* y_t^* - \lambda^* r_t^*$$

Sedangkan Paritas Daya Beli dalam jangka pendek dapat dituliskan :

$$s_t = P_t - P_t^*$$

Penawaran uang dalam negeri akan menentukan tingkat harga dalam negeri, sehingga nilai tukar valuta asing ditentukan oleh penawaran uang dalam negeri. Substitusikan persamaan (2.5) dan (2.6) ke persamaan (2.7), sehingga diperoleh persamaan dasar Model Moneter Harga Luwes sebagai berikut :

$$s_t = (m^s - m^s^*)_t - \alpha y_t + \alpha^* y_t^* + \lambda r_t - \lambda^* r_t^*$$

Dari persamaan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa nilai tukar ditentukan oleh jumlah uang beredar, pendapatan riil dan tingkat bunga.

Apabila penawaran uang dalam negeri meningkat (relatif terhadap stok uang luar negeri) akan menyebabkan kenaikan nilai valuta asing yang berarti penurunan nilai mata uang dalam negeri terhadap mata uang asing. Hal ini disebabkan kelebihan penawaran uang (*excess supply*) akan menyebabkan kenaikan harga dalam negeri, yang berarti nilai mata uang dalam negeri turun.

Sebaliknya, kenaikan pendapatan riil dalam negeri akan menyebabkan nilai mata uang dalam negeri meningkat. Mekanismenya dapat dijelaskan sebagai berikut: kenaikan pendapatan riil menyebabkan kenaikan/ kelebihan permintaan (*excess demand*) uang dalam negeri. Apabila pelaku ekonomi mencoba

meningkatkan keseimbangan uang dalam arti riil, maka mereka akan mengurangi pengeluaran dan harga akan turun sampai pada keseimbangan. Dampak selanjutnya, bila harga turun (dengan Paritas Daya Beli) akan menyebabkan nilai tukar mata uang dalam negeri meningkat.

Sedangkan kenaikan tingkat bunga memiliki dampak yang sama dengan kenaikan penawaran uang dalam negeri, yaitu penurunan nilai mata uang dalam negeri. Hal ini disebabkan kenaikan bunga dalam negeri akan mengurangi permintaan uang dalam negeri, sehingga tingkat harga akan meningkat dan nilai mata uang dalam negeri turun. Tetapi dalam *model Mundell Fleming* memberikan penjelasan yang berbeda, kenaikan bunga dalam negeri akan menyebabkan aliran modal asing meningkat sehingga terjadi peningkatan nilai mata uang dalam negeri.

2. Versi Harga Kaku

Dalam pendekatan moneter, terdapat perubahan 2 (dua) asumsi dengan memasukkan ketegaran harga (Keynesian). *Pertama*, penawaran uang setiap negara adalah endogen. Hal ini berarti penawaran uang dipengaruhi secara positif oleh tingkat bunga pasar, sehingga kondisi keseimbangan pasar uang menjadi :

$$m^s_t + \delta r_t = p_t + \alpha y_t - \lambda r_t$$

$$m^{s*}_t + \delta r_t^* = p_t^* + \alpha^* y_t^* - \lambda^* r_t^*$$

dimana : m^s_t dan m^{s*}_t = komponen eksogen dari penawaran uang

δr_t dan δr_t^* = menunjukkan bahwa penawaran uang sensitif terhadap tingkat bunga

$p_t, \alpha y_t, p_t^*, \alpha^* y_t^*$ = menunjukkan komponen permintaan uang

Kedua, kondisi Paritas Daya Beli hanya berlaku dalam jangka panjang (pada Harga Luwes asumsinya jangka pendek), dan dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$s_t^e = P_t - P_t^*$$

Sedangkan perubahan nilai tukar valuta asing yang diharapkan diasumsikan mengikuti bentuk :

$$\Delta s_{t+1}^e = \theta (s_t^e - s_t) + (\pi_t^e + \pi_t^{e*})$$

Dari persamaan tersebut dapat dinyatakan, bahwa jika nilai tukar valuta asing pada saat transaksi dilakukan (*spot exchange rate*) berada di bawah tingkat keseimbangan jangka panjang, maka nilai valuta domestik akan mengalami penurunan. Sebaliknya, apabila nilai tukar berada di atas keseimbangan, maka nilai valuta domestik akan naik. Sedangkan perbedaan inflasi yang diharapkan akan menyebabkan penurunan nilai tukar valuta yang diharapkan.

Jadi dengan model pendekatan Moneter Versi Harga Kaku dapat dihitung pengharapan nilai tukar valuta (*expected spot exchange rate*) dengan menggabungkan informasi dan ekuilibrium pasar dengan pengaruh tingkat inflasi yang diharapkan (*expected inflation*).

Model dasar pendekatan Moneter Versi Harga Kaku mengenai nilai tukar dapat dituliskan sebagai berikut :

$$s_t = (m - m^*)_t - \alpha (y - y^*)_t + (\delta + \lambda - 1/\theta) (r - r^*)_t + (1/\theta) (\pi^e - \pi^{e*})_t$$

Dari model tersebut, koefisien penawaran uang dan tingkat inflasi yang diharapkan adalah positif, sedangkan koefisien pendapatan riil adalah negatif. Khusus untuk koefisien tingkat bunga dapat positif atau negatif, hal ini tergantung antara selisih tingkat bunga dalam negeri dan tingkat bunga luar negeri.

Variabel δ menunjukkan penyesuaian pada penawaran uang sebagai tanggapan atas perubahan tingkat bunga, sedangkan variable λ merupakan penyesuaian permintaan uang. Apabila tingkat bunga dalam negeri meningkat, akan mendorong lembaga keuangan untuk meningkatkan penawaran dana di pasar uang. Pada waktu yang bersamaan, tingkat bunga yang meningkat akan mengurangi keinginan masyarakat untuk memegang uang. Sebagai akibatnya akan terjadi kelebihan uang, yang pada akhirnya akan menyebabkan valuta domestik nilainya turun.

Variabel $-1/\theta$ menunjukkan pengaruh perubahan modal terhadap kurs valuta asing. Apabila tingkat bunga dalam negeri naik, akan mendorong aliran modal asing masuk kedalam negeri. Adanya aliran modal asing tersebut menyebabkan nilai valuta domestik meningkat.

d. Pendekatan Keseimbangan Portofolio (*Portofolio Balance Approach*)

Pada metoda ini, faktor yang menentukan nilai tukar adalah permintaan dan penawaran asset finansial, misalnya : obligasi. Asumsi yang digunakan, bahwa investor/ pelaku pasar valuta akan memilih portofolio yang optimal diantara berbagai asset baik domestik maupun asing. Pemilihan tersebut dimaksudkan untuk menghindari/ mengurangi resiko kerugian dari transaksi valuta, atau untuk mendapatkan keuntungan yang optimal. Pendekatan ini memberi tekanan pada peranan asset dan memandang bahwa asset mempunyai sifat substitusi yang tidak sempurna.

Apabila terdapat perubahan kekayaan akan mengakibatkan 2 (dua) dampak, yaitu : (1) dampak kekayaan (*wealth effect*) berupa kenaikan permintaan akan asset finansial, (2) dampak substitusi (*substitution effect*) yaitu penggantian suatu asset finansial yang

menguntungkan dengan asset finansial yang lain. Hal tersebut menyebabkan nilai tukar valuta asing dan tingkat bunga akan melakukan penyesuaian agar tercapai keseimbangan portofolio. Dengan kata lain dapat diartikan bahwa nilai tukar dan tingkat bunga ditentukan secara simultan melalui kondisi keseimbangan portofolio bagi pemegang asset di pasar valuta.

Dalam bentuk yang sederhana, pendekatan keseimbangan portofolio menentukan model nilai tukar yang dipengaruhi oleh faktor : asset finansial dan tingkat bunga internasional. Faktor asset finansial (W) dibagi dalam 3 (tiga) bentuk asset, yaitu : penawaran uang domestik (M), obligasi domestik (B) dan obligasi luar negeri (fB). Sehingga persamaan nilai tukar valuta asing adalah :

$$st_t = g (M_t, B_t, fB_t, r^*_t)$$

Diasumsikan bahwa r^*_t merupakan tingkat bunga internasional yang ditentukan oleh pasar asset internasional, sehingga :

$$r^*_t = (M_t^*, B_t^*, fB_t^*)$$

Substitusikan persamaan di atas sehingga dihasilkan :

$$st_t = g (M_t, M_t^*, B_t, B_t^*, fB_t, fB_t^*)$$

Persamaan tersebut menunjukkan hubungan antara nilai tukar valuta asing dan penawaran asset melalui perubahan stok asset. Hubungan tersebut melalui mekanisme : kebijakan moneter ekspansif, perubahan obligasi domestik dan perubahan obligasi asing.

3. Dukungan Empiris Penelitian :

**Judul Penelitian : Kemampuan Model Purchasing Power Parity
Dalam Menjelaskan Nilai Tukar Rupiah
Terhadap Dollar Amerika Serikat**

Tahun : 2006

1. Pendahuluan

Globalisasi perekonomian sering didefinisikan sebagai proses semakin menghilangnya atau menipisnya “batas” ekonomi antar negara. Sejalan dengan berkembangnya proses globalisasi perekonomian, maka dibidang perdagangan internasionalpun restriksi semakin berkurang. Hal ini membawa dampak meningkatnya volume dan nilai perdagangan internasional .

Dalam melakukan perdagangan internasional, nilai (harga) suatu komoditi dinyatakan dalam satuan mata uang tertentu, bisa mata uang domestik maupun mata uang luar negeri. Permasalahan muncul dalam kaitannya dengan harga, karena nilai valuta asing sering mengalami fluktuasi. Perubahan nilai tersebut disebabkan oleh banyak hal, diantaranya : perubahan tingkat inflasi, perubahan tingkat suku bunga, perubahan tingkat pendapatan serta seberapa besar peran pemerintah dalam perekonomian .

Nilai valuta asing tercermin dalam variabel kurs yang sebenarnya merupakan perbandingan mata uang domestik dengan valuta asing, sehingga kurs dapat digunakan untuk mengetahui daya beli suatu valuta. Perbedaan daya beli antara mata uang suatu negara dengan negara yang lain akan memberikan kesempatan bagi pelaku ekonomi untuk mengambil keuntungan melalui *arbitrage*. Aktivitas arbitrage akan berhenti dengan sendirinya ketika semua kesempatan yang menguntungkan telah habis, yang berarti bahwa selain biaya untuk melakukan perpindahan dari satu tempat lainnya,

juga termasuk berbagai tarif, pada akhirnya menyebabkan harga komoditi di pasar (negara) yang berbeda menjadi sama.

Sehubungan dengan fakta di atas, para ekonom mengemukakan tentang *the law of one price* (hukum satu harga), dimana nilai tukar antara mata uang domestik dan komoditi domestik seharusnya sama dengan nilai tukar antara mata uang domestik dengan komoditi luar negeri. Teori *Purchasing Power Parity* (PPP) merupakan suatu teori yang langsung menerapkan hukum satu harga untuk membandingkan pasar barang dan jasa antar negara. Pada dasarnya teori PPP menekankan hubungan jangka panjang antara kurs valuta asing dengan harga komoditi secara relatif. Menurut teori PPP bentuk relatif (*relative form*) laju perubahan indeks harga, yang juga merupakan inflasi, di dua negara akan hampir sama jika diukur memakai valuta yang sama.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji keberlakuan teori PPP, dalam hal ini variabel inflasi relatif, dalam memprediksi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat .

2. Rumusan Masalah

Permasalahan yang dirumuskan dalam penelitian ini sebagai berikut : Apakah variabel inflasi relatif dalam model PPP dapat menjelaskan perilaku nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat ?

3. Hipotesis

Hipotesis pada dasarnya merupakan suatu kesimpulan yang bersifat sementara tentang perilaku variabel-variabel dalam model yang digunakan, yang akan dibuktikan melalui uji statistik. Berdasarkan penjelasan yang disampaikan diatas, maka dapat diangkat hipotesis penelitian ini sebagai berikut :

Model PPP dapat menjelaskan perilaku nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat

4. Metode Penelitian

4.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh indikator atau variabel makro perekonomian di Indonesia dan Amerika Serikat. Tetapi dalam penelitian ini variabel makro yang digunakan sesuai model *Purchasing Power Parity* yang meliputi variabel Kurs, Indeks Harga Konsumen, Tingkat Bunga, Tingkat Output dan *Money Supply*. Sedangkan periode waktu penelitian mulai tahun 1998.1 – 2005.4 dengan menggunakan data kuartalan

4.2. Definisi Variabel

Variabel-variabel tersebut dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut :

1. Kurs (S_t) yaitu nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat. Diukur dengan berapa rupiah yang diperlukan untuk mendapatkan satu Dollar Amerika Serikat.
2. Indeks Harga Konsumen (P) , yang secara operasional adalah rasio dari indeks harga konsumen di Amerika Serikat dan Indonesia.
3. Tingkat Bunga (r), yaitu rasio tingkat bunga di Amerika Serikat dan Indonesia. Dalam penelitian ini tingkat bunga yang digunakan adalah SBII dan *Federal Reserve*.
4. Tingkat Output (y), merupakan rasio antara tingkat *Gross Domestic Product* Amerika Serikat dan Indonesia atas dasar harga konstan.
5. *Money Supply* (m) yaitu rasio antara jumlah uang beredar ($M2$) di Amerika Serikat dan Indonesia.

4.3. Teknik Analisis Data

Untuk menguji apakah konsep inflasi dalam model PPP dalam menjelaskan perilaku nilai tukar rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat maka digunakan teknis analisa dengan *Error Correction Model* (ECM).

4.4. Perumusan Model *Purchasing Power Parity*

Model PPP yang digunakan dalam penelitian ini mengikut sertakan variabel jangka pendek ke dalam dinamika jangka panjang adalah sebagai berikut :

$$D \ln S_t = a_0 + a_1 D \ln(P^*_{t-1} / P_{t-1}) + a_2 D \ln(r^*_{t-1} / r_{t-1}) + a_3 D \ln(y^*_{t-1} / y_{t-1}) + a_4 D \ln(m^*_{t-1} / m_{t-1}) + a_5 ECT$$

Dimana : $D S_t$ = perbedaan nilai kurs aktual

a_0 = intercept

$a_{1,2,3,4}$ = koefisien

P^* / P : rasio IHK di luar negeri dan dalam negeri

r^* / r : rasio tingkat bunga luar negeri dan dalam negeri

y^* / y : rasio GDP luar negeri dan dalam negeri

m^* / m : rasio jml. Uang beredar luar negeri dan dala negeri

\ln : natural logaritma , ECT : *error correction term*

Dengan menggunakan model ECM maka mampu menjelaskan perilaku data baik jangka pendek maupun jangka panjang. Untuk pengaruh jangka pendek dapat dilihat dari variabel independent yang didiferensikan.

5. Estimasi ECM Model *Purchasing Power Parity*.

Model koreksi kesalahan merupakan salah satu alternatif untuk menguji kemungkinan berkointegrasinya variabel yang diamati. Apabila *error corection term* (ECT) pada hasil regresi signifikan berarti model koreksi kesalahan adalah model yang sah (valid), dan variabel yang diamati berkointegrasi atau residual hasil regresi adalah stasioner.

Hasil pengolahan data menunjukkan hasil sebagai berikut :

Dependent Variable: LKURS

Method: Least Squares

Date: 09/24/07 Time: 20:06

Sample(adjusted): 1990:1 2000:3

Included observations: 68 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.19E-14	9.28E-15	1.284626	0.2069
INF	2.35E-17	2.14E-17	1.097221	0.2796
SB	-1.87E-14	3.61E-15	-5.187999	0.0000
JUB	5.12E-14	4.99E-14	1.025844	0.3116
GDP	1.19E-14	5.85E-15	2.035174	0.0490
ECT	1.000000	9.92E-16	1.01E+15	0.0000
R-squared	0.897650	Mean dependent var		8.064516
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var		0.664688
S.E. of regression	2.64E-15	Sum squared resid		2.57E-28
F-statistic	5.34E+29	Durbin-Watson stat		0.523135
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa nilai probabilitas ECT : 0.0000 mengindikasikan hasil regresi signifikan, berarti model ECM adalah valid dan variabel yang diamati berko-integrasi. Apabila dilihat dari nilai R-square yang mempunyai nilai: 0,897 mengandung arti bahwa seluruh variasi variabel dependent (Kurs) mampu dijelaskan oleh variasi himpunan variabel pendapatan nasional, jumlah uang beredar, inflasi dan harga sebesar 89,76 %.

Sedangkan nilai F-stat : 5,34E+29 yang lebih besar dari F tabel : 4.98 signifikan pada 1 % mengimplikasikan bahwa secara bersama-sama variabel independent mempengaruhi variabel dependent.

Selanjutnya dalam analisa jangka pendek menunjukkan bahwa hanya variabel independent suku bunga (SB) dan pendapatan nasional (GDP) signifikannya mempengaruhi variabel dependent (Kurs) dengan tingkat signifikansi 95 %. Sedangkan variabel Inflasi (INF) dan jumlah uang beredar

(JUB) tidak signifikan mempengaruhi variabel Kurs, dengan tingkat signifikansi 72,14 % dan 68,84 %.

Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa teori *Purchasing Power Parity* yang menjelaskan bahwa inflasi dapat menjelaskan perilaku nilai tukar (kurs) tidak terbukti, karena dalam jangka pendek inflasi tidak berpengaruh terhadap kurs.

6. Analisis Koefisien Regresi Jangka Panjang

Hasil perhitungan terhadap variabel dalam model dalam analisis koefisien regresi jangka panjang dapat disajikan sebagai berikut :

Hasil Pengujian Regresi Jangka Panjang

Kurs	- 18301,79	+ 1,13341 GDP	+ 1,13165JUB	+ 22,1276 INF	- 3,71668 SB
t-hit	0,00026	5,2199	3,934	0,0797	0,0423

Berdasarkan hasil analisis jangka panjang yang diperoleh dari estimasi dengan menggunakan model koreksi kesalahan dapat disimpulkan bahwa variabel pendapatan nasional (GDP) dan jumlah uang beredar (JUB) dalam jangka panjang mempengaruhi variabel Kurs dengan derajat signifikansi 99 %. Sedangkan variabel inflasi (INF) dan suku bunga (SB) tidak signifikan terhadap variabel Kurs. Hal ini sesuai dengan analisis dalam jangka pendek bahwa inflasi tidak dapat menjelaskan perilaku nilai tukar rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat.

7. Pembahasan

7.1. Analisis Jangka Pendek.

Berdasarkan hasil estimasi terhadap model *Purchasing Power Parity* menunjukkan bahwa menunjukkan bahwa variabel Inflasi (INF) yang mampu menjelaskan variasi variabel Kurs dengan tingkat signifikansi 72,14 %. Sedangkan koefisien inflasi positif menunjukkan kenaikan jumlah uang

beredar sebesar 1 % akan mendorong penurunan mata uang Rupiah (depresiasi) sebesar 2,35E-17 %.

Hubungan diatas dapat dijelaskan sebagai berikut, inflasi merupakan suatu kondisi dimana harga-harga barang secara keseluruhan meningkat secara umum dan berlangsung terus-menerus. Dalam teori kuantitas (Irving Fisher), inflasi disebabkan karena kenaikan jumlah uang beredar, kenaikan jumlah uang beredar dalam negeri (relatif terhadap stok uang luar negeri) akan menyebabkan kelebihan penawaran uang (*excess supply*). Dalam masa krisis ekonomi, hal tersebut menyebabkan kenaikan permintaan mata uang asing (US Dollar) untuk mengamankan likuiditasnya atau untuk mendapatkan keuntungan. Dampak selanjutnya yang terjadi adalah penurunan mata uang dalam negeri (depresiasi).

Dalam jangka pendek, perilaku nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS tidak dapat dijelaskan dengan variabel inflasi, ini berarti tidak sesuai dengan teori Purchasing Power Parity. Hal ini dapat dijelaskan karena asumsi-asumsi (tidak ada biaya transportasi, barang homogen) yang mendasari dari teori ini dalam realitas riil tidak terpenuhi, metode penghitungan inflasi). Dampaknya inflasi pada berbagai negara tidak mencerminkan perilaku harga yang sama pada banyak negara, sehingga teori One Low Price yang mendasari tidak terbukti. Selain itu realitas riil menunjukkan bahwa biaya transportasi barang antar negara pasti ada, sehingga harus diperhitungkan dalam penghitungan inflasi (dalam teori PPP tidak diperhitungkan).

7.2. Analisis Jangka Panjang.

Analisis jangka panjang menunjukkan kesimpulan yang sama pada hubungan antara inflasi dengan nilai tukar (koefisien positif) yang berarti kenaikan inflasi dalam jangka panjang akan menyebabkan penurunan dilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat. Nilai koefisensi sebesar

0,0797 menjelaskan bahwa kenaikan harga (inflasi) sebesar 1 % akan menyebabkan depresiasi rupiah sebesar 22.127 %.

Kesimpulan yang sama dengan analisis jangka pendek juga didapatkan pada ketidakmampuan inflasi dalam menjelaskan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat. Ini dapat dilihat pada nilai t-hit variabel inflasi dalam analisis jangka panjang sebesar 0,0797 berada pada daerah penerimaan H_0 , sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel inflasi tidak berpengaruh terhadap nilai tukar (kurs).

Penjelasan teoritik yang dipakai, dalam jangka panjang menurut JM Keynes semua kembali pada posisi equilibrium dalam arti tidak terdapat laba. Sehingga harga-harga dalam jangka panjang relatif tetap, ini berarti tingkat inflasi tidak ada (sangat kecil). Karena inflasi relatif tetap maka tidak mempunyai kemampuan dalam menjelaskan perilaku nilai tukar. Dampak berikutnya dalam pasar uang (pasar valas) tidak mungkin terjadi tindakan dari pelaku ekonomi yang mengambil keuntungan dari perubahan (fluktuasi) nilai tukar atau spekulasi.

Jika dilihat dari konsidi antar negara, maka dapat disimpulkan bahwa kemungkinan terjadinya perbedaan harga dalam jangka panjang juga kecil. Ini dapat dilihat dari fenomena globalisasi yang muncul dalam beberapa dekade yang lalu. Kecenderungan globalisasi dalam jangka panjang menyebabkan hambatan perdagangan menjadi kecil sehingga menyebabkan harga barang “relatif” sama, maka inflasi menjadi relatif tetap.

8. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Estimasi Model *teori purchasing power parity* dengan menggunakan *Error Correction Model* menunjukkan bahwa hasil ECT nilai Probabilitas sama dengan angka nol, sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan valid dan dapat digunakan untuk analisis jangka panjang.

2. Dalam analisis jangka pendek variabel inflasi tidak dapat menjelaskan perilaku nilai tukar, demikian pula variabel jumlah uang beredar. Tetapi variabel pendapatan nasional dan suku bunga dapat menjelaskan perilaku nilai tukar
3. Hasil analisis yang sama juga diperoleh dalam analisis jangka panjang, yaitu bahwa inflasi tidak dapat menjelaskan perilaku nilai tukar.

Pertanyaan untuk diskusi

1. Krisis nilai tukar Rupiah pada pertengahan Agustus 1997 menyebabkan rupiah terdepresiasi dengan tajam dan sangat fluktuatif. Hal tersebut membawa dampak buruk terhadap variabel-variabel ekonomi lain dan secara makro menyebabkan perekonomian Indonesia mengalami resesi.
 - a. Jelaskan langkah atau kebijakan yang telah ditempuh oleh pemerintah untuk mengatasi krisis nilai tukar Rupiah.
 - b. Mengapa untuk menstabilkan nilai tukar Rupiah pemerintah tidak menggunakan *Fixed Exchange Rate System* ? Jelaskan.
2. Depresiasi nilai tukar Rupiah secara teori membawa pengaruh positif terhadap ekspor Indonesia dan pengaruh negatif terhadap import Indonesia.
 - a. Jelaskan bagaimana pernyataan di atas .
 - b. Menurut pendapat anda, pengaruh mana yang lebih besar ? Jelaskan
3. Berdasarkan studi empiris dengan menggunakan model Purchasing Power Parity diketahui bahwa variabel Suku Bunga dan Pendapatan Nasional berpengaruh terhadap Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar AS. Menurut pendapat anda, kebijakan apa yang akan anda tempuh (merujuk pada suku bunga dan pendapatan nasional) untuk menstabilkan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar AS ? Jelaskan .

BAB 3

PENGANGGARAN PERUSAHAAN MULTINASIONAL

Standar Kompetensi :

Mengenal penganggaran perusahaan multinasional

Kompetensi Dasar :

1. Menentukan variabel-variabel dalam penganggaran perusahaan multinasional
2. Menerapkan penyesuaian terhadap resiko penganggaran perusahaan multinasional

1. Perspektif Induk dan Perspektif Anak

Perdebatan pendapat yang sering muncul dalam penganggaran perusahaan multinasional adalah pada kewenangan penyusunannya. Pendapat yang menyatakan bahwa anak perusahaan dapat mengelola (menyusun anggaran) berargumentasi bahwa anak perusahaanlah yang bertanggung jawab mengelola proyek, disamping itu anak perusahaan juga merupakan bagian dari perusahaan multinasional secara keseluruhan (termasuk perusahaan induk). Pendapat lain menyatakan bahwa keputusan penentuan suatu proyek diambil oleh perusahaan induk, sehingga seharusnya pengelolaan dan penganggaran yang membuat perusahaan induk.

Adanya perbedaan implementasi penyusunan penganggaran akan membawa pengaruh yang berbeda terhadap arus kas (cash flow) secara keseluruhan. Perbedaan tersebut disebabkan karena beberapa faktor :

a. Perbedaan tarif pajak

Asumsikan perusahaan induk ingin memperluas pangsa pasar pada anak perusahaan dan pemerintah dimana anak perusahaan berada

memberikan insentif pajak atas laba yang dihasilkan. Jika laba yang dihasilkan oleh anak perusahaan akan dikirim ke negara dimana perusahaan induk berada, maka harus dipertimbangkan kemungkinan pengenaan pajak yang lebih tinggi atas laba di negara induk. Maka dalam kondisi seperti ini maka sebaiknya pengelolaan penggaran diserahkan kepada anak perusahaan.

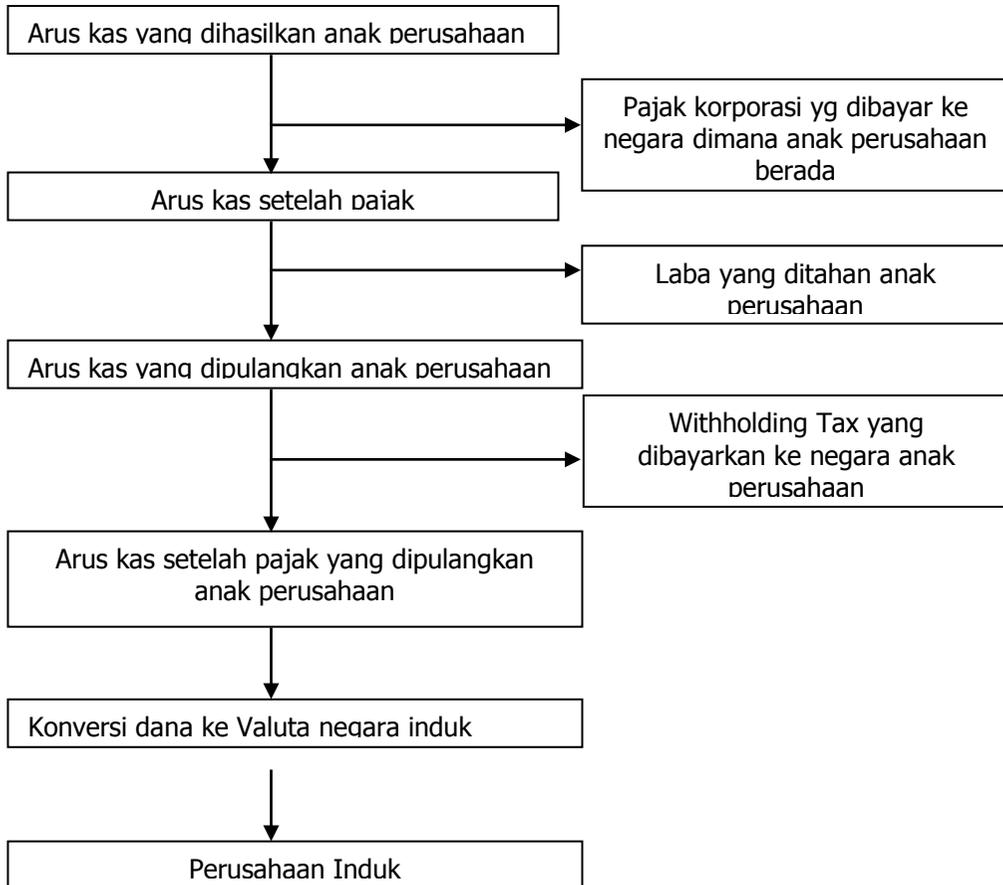
b. Pembatasan pemulangan laba

Ada kemungkinan suatu negara (dimana anak perusahaan berada) mengambil kebijakan membatasi pengiriman laba ke perusahaan induk. Apabila hal tersebut terjadi maka perusahaan induk “tidak leluasa” terhadap laba yang diperoleh anak perusahaan. Pada kondisi tersebut, pengelolaan penggaran dapat dilakukan oleh anak perusahaan.

c. Fluktuasi nilai tukar

Pada waktu laba yang diperoleh anak perusahaan dikirim ke perusahaan induk, maka jumlah laba akan dikonversikan dari valuta negara anak perusahaan ke valuta negara perusahaan induk. Fluktuasi nilai tukar pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah laba. Apabila setelah dikonversi ternyata jumlah laba meningkat (menguntungkan), maka sebaiknya pengelolaan penganggaran dilakukan oleh perusahaan induk.

Gambar 3.1
Hubungan Laba Anak dan Induk Perusahaan



2. Variabel-variabel Dalam Penganggaran Perusahaan Multinasional

Perusahaan multinasional mengevaluasi proyek internasional dengan menggunakan penganggaran modal multinasional (*multinational capital budgeting*), yang membandingkan manfaat dari suatu proyek dengan biaya-biayanya. Bentuk paling populer dari penganggaran modal adalah menentukan *net present value* dari proyek dengan mengestimasi *present value* dari arus kas masa datang, dan kemudian dikurangi dengan investasi awal.

Terlepas dari jenis proyek jangka panjang yang tengah dipertimbangkan, perusahaan multinasional biasanya membutuhkan proyeksi variabel ekonomi dan keuangan sebagai berikut :

1. *Investasi awal.*

Investasi awal perusahaan induk bisa merupakan sumber dana utama utama untuk mendukung suatu proyek tertentu. Dana ini mungkin tidak hanya merupakan dana yang dibutuhkan untuk memulai proyek, tetapi juga untuk dana lain (seperti : modal kerja)

2. *Permintaan Konsumen*

Keakuratan peramalan besarnya permintaan konsumen sangat penting untuk mengestimasi arus kas. Salah satu cara untuk peramalan permintaan dengan melihat data historis mengenai berapa pangsa pasar yang telah dirampas oleh perusahaan multinasional lain.

3. *Harga Jual*

Harga jual produk dapat diramalkan dengan menggunakan harga produk pesaing yang ada di pasar. Harga jual masa datang sangat dipengaruhi oleh laju inflasi negara dimana tempat proyek dilaksanakan. Maka laju inflasi diproyeksikan terlebih dahulu sebelum proyeksi harga dibuat.

4. *Biaya Variabel*

Biaya ini dapat diramalkan dengan menilai kandungan biaya variabel produk pesaing. Biaya variabel juga akan dipengaruhi laju inflasi di negara tempat proyek dilaksanakan

5. *Biaya Tetap*

Secara periodik, biaya tetap lebih mudah diramalkan dari pada biaya variabel, kerana biasanya tidak sensitif terhadap perubahan permintaan. Tetapi biaya ini tetap dipengaruhi laju inflasi.

6. *Usia Proyek*

Untuk menilai usia suatu proyek sangatlah sulit, walaupun demikian ada proyek tertentu yang memiliki usia pasti karena akan dilikuidasi pada akhir usia proyek. Harus disadari perusahaan multinasional tidak selalu memiliki kontrol penuh terhadap usia proyek, dalam sejumlah kasus faktor politik dapat mempengaruhi usia proyek.

7. *Nilai Sisa (nilai likuidasi)*

Nilai sisa setelah pajak sulit diramalkan. Nilai ini tergantung dari beberapa faktor, termasuk keberhasilan proyek dan sikap pemerintah dimana proyek tersebut dilaksanakan

8. *Restriksi Transfer Dana*

Dalam sejumlah kasus, pemerintah dimana proyek dilaksanakan akan mencegah anak perusahaan untuk mengirimkan dananya ke perusahaan induk (alasan mendorong investasi). Maka proyeksi arus kas netto dari perspektif perusahaan induk akan dipengaruhi oleh restriksi ini.

9. *Undang-Undang Pajak*

Sejumlah negara menyediakan fasilitas kemudahan pajak bagi perusahaan multinasional untuk pembayaran pajak oleh anak perusahaannya kepada pemerintah dimana proyek tersebut berlokasi. Karena arus kas setelah pajak mempengaruhi penganggaran modal, maka dampak (peraturan) pajak harus dipahami oleh perusahaan multinasional.

10. *Nilai Tukar*

Proyek internasional pasti akan dipengaruhi fluktuasi nilai tukar selama usia proyek, tetapi fluktuasi sulit diramalkan. Untuk melindungi resiko nilai tukar ada beberapa metode *hedge*, yaitu kontrak *forward* dan *currency swap*.

11. *Require Rate of Return*

Setelah diestimasi, arus kas dapat didiskontokan memakai *required rate of return* dari proyek, yang bisa berbeda dari *cost of capital* perusahaan multinasional karena suatu proyek tertentu memiliki resiko yang unik.

3. Penyesuaian Terhadap Resiko

Jika tidak dapat memastikan arus kas yang akan diterima dari proyek baru, perusahaan multinasional perlu memperhitungkan resiko dalam analisis penganggaran modalnya. Metode yang digunakan untuk mengevaluasi resiko adalah :

1. Penyesuaian suku Bunga Diskonto

Semakin tinggi ketidakpastian menyangkut arus kas dari proyek, semakin tinggi suku bunga diskonto yang harus digunakan, ceteris paribus. Menaikkan suku bunga diskonto cenderung mengurangi nilai dari proyek. Disamping itu, penyesuaian suku bunga diskonto dengan tingkat yang sama untuk semua periode tidak mencerminkan perbedaan ketidakpastian dari satu periode ke periode lainnya. Jika proyeksi arus kas dari satu periode berbeda, penyesuaian terhadap resiko juga berbeda.

2. Analisis Sensitivitas

Tujuan dari analisis sensitivitas untuk menentukan seberapa sensitif NPV terhadap nilai input yang berbeda. Jika NPV terus menerus positif, maka kelayakan dari proyek perusahaan multinasional seharusnya tidak perlu dikhawatirkan, tetapi apabila nilai NPV negatif keputusan diterima atau ditolak menjadi sulit.

3. Simulasi

Simulasi digunakan untuk pembuatan distribusi probabilitas bagi NPV berbasis sekelompok nilai inout yang mungkin, biasanya menggunakan batuan program komputer.

Pertanyaan untuk diskusi

1. New York Inc. Sebuah perusahaan multinasional di Amerika Serikat memiliki beberapa anak perusahaan di Amerika Serikat dan luar negeri . Salah satu anak perusahaannya berada di Jerman dan hasil produksinya dijual di Jerman . Setelah melakukan peramalan, New York Inc. Memperkirakan bahwa mata uang Mark Jerman akan mengala depresiasi terhadap Dollar AS. Dalam kaitannya dengan pengelolaan penganggaran anak perusahaan di Jerman sebaiknya dilakukan oleh perusahaan induk atau anan perusahaan ? Jelaskan .

BAB 4

BIAYA DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL

Standar Kompetensi :

1. Mendefinisikan biaya dan struktur modal perusahaan multinasional
2. Mengidentifikasi perbedaan biaya hutang dan ekuitas
3. Menerapkan biaya modal untuk proyek luar negeri

Kompetensi Dasar :

1. Merumuskan struktur modal perusahaan multinasional
2. Membedakan perbedaan biaya hutang
3. Membedakan perbedaan biaya ekuitas
4. Menggunakan biaya modal untuk menilai proyek luar negeri
5. Mengevaluasi keputusan struktur modal

1. Biaya Modal

Biaya modal (*cost of capital*) mempunyai dampak yang besar terhadap nilai suatu perusahaan multinasional. Untuk mendanai kegiatannya, perusahaan multinasional menggunakan struktur modal (yaitu proporsi antara hutang dan modal) yang dapat meminimalkan biaya modal, dan dengan demikian memaksimalkan nilai perusahaan multinasional .

Modal suatu perusahaan terdiri dari ekuitas (yaitu laba ditahan dan dana yang diperoleh dari penerbitan saham) dan hutang (yaitu dana pinjaman). Biaya dari laba ditahan merupakan biaya oportunitas, yaitu : apa yang seharusnya bisa dihasilkan para pemegang saham seandainya mereka memperoleh laba tersebut dalam bentuk deviden dan kemudian menginvestasikan sendiri dana tersebut. Biaya dari saham (baru) juga menggambarkan biaya oportunitas, yaitu : apa yang mungkin diperoleh pemegang saham baru seandainya mereka menginvestasikan dana mereka

ditempat lain selain di saham tersebut. Sedangkan biaya pinjaman lebih mudah diukur karena adanya bunga yang harus ditanggung.

Perusahaan berupaya menggunakan suatu struktur modal tertentu yang akan meminimalkan biaya modal. Semakin rendah biaya modal perusahaan, semakin rendah tingkat pengembalian yang diinginkan dari suatu usulan proyek. Perusahaan harus telah mengestimasi biaya modal terlebih dahulu sebelum melakukan penganggaran modal (*capital budgeting*), karena *net present value* suatu proyek sebagian besar tergantung pada biaya modal.

Biaya modal rata-rata tertimbang (k_c) dapat diukur dengan persamaan :

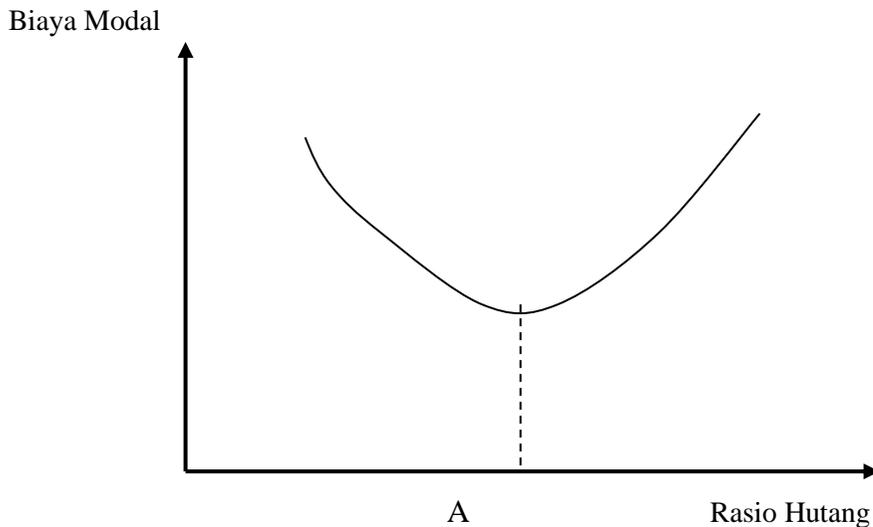
$$k_c = \{ D / (D+E) \} k_d (1 \pm t) + \{ E / (D+E) \} k_e$$

dimana :

- D : jumlah hutang perusahaan
- k_d : biaya hutang sebelum pajak
- t : tarif pajak
- E : jumlah ekuitas perusahaan
- k_e : biaya ekuitas perusahaan

Ada Keuntungan menggunakan hutang dari pada ekuitas sebagai modal, karena pembayaran bunga bersifat *tax-deductible*. Akan tetapi, semakin besar tingkat penggunaan hutang semakin besar pembayaran bunganya, dan semakin besar pula kemungkinan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya. *Trade off* antara keunggulan hutang (berupa deduksi pajak dari pembayaran bunga) dan kelemahannya (yaitu meningkatnya kemungkinan kebangkrutan) dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 4.1
Trade-off Biaya Modal dan Rasio Hutang



Biaya modal perusahaan pada awalnya menurun sejalan dengan meningkatnya rasio hutang terhadap modal total. Akan tetapi setelah titik tertentu (titik A) biaya modal kembali meningkat sejalan dengan meningkatnya rasio hutang terhadap modal total. Hal ini menunjukkan bahwa *trade-off* menguntungkan untuk tingkat pemakaian hutang sampai titik A dimana kemungkinan kebangkrutan cukup besar sehingga menghilangkan pajak penggunaan hutang. Setelah titik tersebut, pemakaian hutang akan menambah biaya modal perusahaan secara keseluruhan.

2. Biaya Modal Perusahaan Multinasional.

Biaya modal perusahaan multinasional dapat berbeda dari biaya modal perusahaan domestik murni karena adanya karakteristik khusus dari perusahaan multinasional yang membedakan dengan perusahaan domestik murni :

1. Ukuran Perusahaan
2. Akses ke Pasar Modal Internasional
3. Diversifikasi Internasional
4. Exposure Terhadap Resiko Nilai Tukar
5. Exposure Terhadap *Country Risk*

Faktor ukuran perusahaan, akses ke pasar modal internasional dan diversifikasi internasional memiliki hubungan positif dengan biaya modal, sedangkan resiko nilai tukar dan resiko negara memiliki hubungan negatif. Oleh karena itu, adalah tidak mungkin untuk menyatakan bahwa semua perusahaan multinasional memiliki biaya modal yang lebih rendah dari pada perusahaan domestik murni.

Untuk menilai tingkat pengembalian yang diinginkan perusahaan multinasional berbeda dengan perusahaan domestik murni. Untuk itu dapat diketahui dengan menggunakan *Capitan Asset Pricing Model* (CAPM) yang mendefinisikan tingkat pengembalian yang diinginkan (k_e) dari saham :

$$k_e = R_f + B (k_m - r_f)$$

dimana :

- R_f : tingkat pengembalian bebas-resiko
- k_m : tingkat pengembalian pasar
- B : beta saham

Beta saham mewakili sensitifitas pengembalian dari saham terhadap pengembalian pasar (indeks harga saham biasanya digunakan sebagai pengganti tingkat pengembalian pasar). Sebuah perusahaan multinasional tidak memiliki kontrol apapun terhadap suku bunga bebas-resiko atau tingkat pengembalian pasar, akan tetapi dapat mempengaruhi betanya. Perusahaan multinasional yang mampu menaikkan volume penjualan di luar negeri akan mampu menaikkan nilai betanya, dengan demikian akan mengurangi tingkat

pengembalian yang diinginkan oleh para investor. Jadi biaya modal perusahaan multinasional menurun jika volume penjualannya meningkat.

Bagi sebuah perusahaan multinasional yang sangat terdiversifikasi, yang menerima arus kas yang dihasilkan dari beberapa proyek, tiap proyek mengandung 2 tipe resiko yaitu : gejala arus kas non-sistematis dan resiko sistematis. Teori CAPM menyatakan bahwa resiko non-sistematis dari suatu proyek dapat diabaikan, karena dapat didiversifikasikan. Tetapi resiko sistematis tidak dapat didiversifikasikan karena akan mempengaruhi semua proyek. Semakin rendah nilai beta suatu proyek, semakin rendah resiko sistematis dari proyek dan semakin rendah tingkat pengembalian yang diinginkan. Apabila perusahaan multinasional memperlihatkan beta yang lebih rendah dari perusahaan domestik murni, maka tingkat pengembalian yang diinginkan dari perusahaan multinasional seharusnya lebih rendah. Jika tingkat pengembalian yang diinginkan rendah berarti biaya modal juga rendah.

Meskipun demikian, harus ditekankan disini bahwa resiko non-sistematis dari proyek tetap dipandang relevan oleh sejumlah perusahaan multinasional. Dan bila resiko ini juga diperhitungkan dalam menilai resiko dari proyek, tingkat pengembalian yang diinginkan dari proyek perusahaan multinasional belum tentu lebih rendah dari pada tingkat pengembalian yang diinginkan dari perusahaan domestik murni. Hal ini menyiratkan bahwa perusahaan multinasional mungkin memandang resiko non-sistematis sebagai faktor penting pada saat menentukan tingkat pengembalian yang diinginkan dari proyek luar negeri.

Kesimpulannya, tidak dapat dinyatakan secara pasti bahwa perusahaan multinasional akan memiliki biaya modal lebih rendah dari perusahaan domestik murni. Akan tetapi, kita dapat menggunakan pembahasan ini untuk memahami mengapa sebuah perusahaan multinasional

berusaha mengambil keuntungan dari aspek tertentu untuk menurunkan biaya modalnya, dan sebaliknya akan meminimalkan *exposure* terhadap aspek yang akan meningkatkan biaya modalnya.

3. Biaya Modal di Berbagai Negara

Pemahaman tentang mengapa biaya modal bervariasi antar negara penting untuk 3 alasan :

1. Dapat menjelaskan mengapa perusahaan multinasional yang berbasis di beberapa negara memiliki keunggulan kompetitif atas perusahaan multinasional yang lain.
2. Perbedaan biaya modal antar negara memungkinkan perusahaan multinasional untuk menyesuaikan operasi internasional dan sumber dananya untuk mengambil keuntungan dari perbedaan tersebut.
3. Pemahaman mengenai perbedaan dalam biaya dari masing-masing komponen modal (hutang dan ekuitas) dapat membantu menjelaskan mengapa perusahaan multinasional yang berbasis di sejumlah negara cenderung memiliki struktur modal yang lebih padat hutang dari pada perusahaan multinasional yang berbasis dinegara-negara lain.

4. Perbedaan Dalam Biaya hutang

Biaya dari hutang (*cost of debt*) bagi sebuah perusahaan ditentukan oleh suku bunga bebas-resiko dari valuta yang dipinjam dan premium resiko yang diminta oleh kreditor. Perbedaan biaya hutang antar negara disebabkan tingginya suku bunga bebas resiko atau karena premium yang diminta lebih tinggi. Perbedaan suku bunga bebas resiko dan premium resiko dapat dijelaskan sebagai berikut :

- a. Perbedaan dalam suku bunga bebas resiko

Suku bunga bebas resiko ditentukan oleh interaksi antara permintaan dan penawaran dana. Setiap faktor yang mempengaruhi

permintaan dan penawaran tersebut akan mempengaruhi suku bunga bebas resiko, yaitu : ketentuan perpajakan, aspek demografi, kebijakan moneter dan kondisi ekonomi.

b. Perbedaan dalam premium resiko

Premium resiko dari hutang harus cukup besar untuk menyediakan kompensasi kepada kreditor terhadap resiko ketidakmampuan peminjam melunasi kewajibannya. Resiko ini bisa bervariasi antar negara karena : perbedaan kondisi ekonomi, hubungan antara korporasi dengan kreditor, intervensi pemerintah dan tingkat “ungkitan” keuangan.

5. Perbedaan Dalam Biaya Ekuitas

Biaya ekuitas dari suatu negara mencerminkan biaya oportunitas, apa yang dapat dihasilkan pemegang saham dari investasi yang memiliki resiko yang setara seandainya ekuitas didistribusikan kepada mereka. Pengembalian dari ekuitas ini dapat disetarakan dengan suku bunga bebas resiko yang seharusnya dihasilkan oleh pemegang saham , ditambah premium yang mencerminkan resiko dari perusahaan. Karena suku bunga bebas resiko bervariasi antar negara, maka biaya ekuitas juga bervariasi antara negara satu dengan yang lainnya.

Biaya ekuitas juga dapat diestimasi dengan rasio harga / laba. Rasio ini berhubungan dengan modal karena rasio harga/ laba mencerminkan proporsi harga saham perusahaan terhadap kinerja perusahaan (yaitu laba). Apabila rasio harga/ laba tinggi menyiratkan bahwa perusahaan menerima harga yang tinggi dari penjualan saham baru untuk tingkat laba tertentu. Artinya, biaya dari pembiayaan memakai ekuitas adalah rendah.

6. Pendekatan Teori Keagenan

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Sebagai contoh, pemegang saham dan pemegang hutang akan mempunyai konflik kepentingan, demikian juga pemegang saham dengan pihak manajemen. Pada kasus pertama, apabila hutang mencapai jumlah yang signifikan dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda untuk melakukan substitusi asset sehingga resiko perusahaan akan meningkat. Resiko yang tinggi menguntungkan bagi pemegang saham, karena kemungkinan mendapatkan keuntungan semakin tinggi juga. Sebaliknya, bagi pemegang hutang bukan merupakan hal yang baik, karena pay off pemegang hutang akan tetap sebesar bunga yang dibayarkan tidak peduli berapa besarnya keuntungan. Dalam kondisi seperti itu, pemegang hutang akan membebani bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya hutang. Struktur modal yang demikian merupakan kompromi antara kepentingan pemegang saham dengan pemegang hutang.

Dalam kasus kedua, bila manajemen tidak mempunyai saham di perusahaan, maka keterlibatan manager akan semakin berkurang dan manager cenderung mengambil tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Kondisi seperti tersebut memunculkan konflik antara pemegang saham dan manager. Hal tersebut dapat diatasi apabila manager memiliki 100% saham, tetapi pada kenyataannya pemegang saham ingin berbagi resiko dan akan terjadi kepemilikan manajemen yang parsial.

7. Pendekatan Asimetri Information

Pendekatan ini mengacu pada kondisi adanya asimetri informasi di pasar keuangan. Dalam situasi seperti itu, manager akan cenderung

mengeluarkan saham pada saat harga saham overvalue. Akibatnya pasar kemudian bereaksi negatif terhadap penjualan saham tersebut yaitu berupa penurunan harga saham. Keputusan struktur modal ditujukan untuk mengurangi masalah asimetri informasi, maka manager cenderung menggunakan dana atau hutang dalam struktur modalnya. Jadi keputusan struktur modal menggunakan hutang atau mengeluarkan saham dipandang sebagai usaha untuk mengurangi asimetri informasi.

8. Menggunakan Biaya Modal untuk Menilai Proyek Luar Negeri

Ketika perusahaan multinasional induk mengusulkan suatu investasi dalam proyek luar negeri harus dipertimbangkan resiko proyek tersebut dengan resiko perusahaan multinasional itu sendiri. Ada beberapa cara yang dapat digunakan perusahaan multinasional untuk memperhitungkan perbedaan resiko ke dalam proses penganggaran.

Pertama, perusahaan multinasional memperhitungkan resiko dalam estimasi arus kas-nya. Berbagai nilai variabel input (seperti volume permintaan, harga jual) dapat digunakan untuk mengestimasi NPV. Jika biaya modal rata-rata tertimbang digunakan sebagai *required rate of return*, distribusi probabilitas dari NPV dapat dievaluasi untuk menentukan probabilitas bahwa proyek luar negeri akan memberikan pengembalian yang paling tidak sama dengan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

Kedua, dengan menyesuaikan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan dengan premium resiko. Apabila proyek luar negeri mengandung resiko yang lebih tinggi dari pada resiko perusahaan multinasional sendiri, maka biaya modal rata-rata tertimbang dapat ditambahkan premium saat menentukan *required rate of return* dari proyek luar negeri. Kemudian proses penganggaran modal menggunakan *required rate of return* sebagai suku bunga diskonto.

9. Keputusan Menyangkut Struktur Modal

Perusahaan multinasional menyadari keberadaan *trade off* antara hutang dengan ekuitas yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan. Keuntungan dari pemakaian hutang (vs ekuitas) bervariasi menurut karakteristik perusahaan multinasional (korporasi) dan karakteristik negara. Karakteristik korporasi yang mempengaruhi struktur modal diantaranya adalah :

1. Stabilitas arus kas

Perusahaan multinasional yang arus kasnya lebih stabil mampu menyerap lebih banyak hutang, karena terdapat aliran kas masuk konstan yang dapat dipakai untuk menutupi pembayaran bunga periodik.

2. Resiko kredit

Perusahaan multinasional yang memiliki resiko kredit lebih rendah mempunyai akses yang lebih besar terhadap pinjaman.

3. Akses terhadap laba

Perusahaan multinasional yang menghasilkan laba tinggi mampu mendanai investasi mereka dengan laba ditahan, dan demikian cenderung menggunakan struktur modal pada ekuitas.

Sedangkan karakteristik negara yang dapat mempengaruhi struktur modal diantaranya adalah :

1. Restriksi investasi negara dimana proyek berada

Investor di sejumlah negara dibatasi oleh pemerintah mereka untuk berinvestasi di negara lain, walaupun diperbolehkan informasinya terbatas. Konsekuensinya, perusahaan multinasional yang beroperasi di negara yang investornya memiliki sedikit peluang investasi bisa menyerap ekuitas di negara yang dimaksud dengan

biaya yang lebih murah. Hal ini mendorong perusahaan multinasional menggunakan lebih banyak ekuitas dalam struktur modal mereka.

2. Suku bunga negara dimana proyek berada

Preferensi perusahaan multinasional terhadap hutang tergantung pada suku bunga di negara tempat perusahaan multinasional beroperasi. Apabila suku bunga tinggi maka struktur modalnya cenderung sedikit menggunakan hutang.

3. Kuat lemahnya valuta negara dimana proyek berada

Jika perusahaan mengkhawatirkan kemungkinan depresiasi valuta negara tamu, maka perusahaan multinasional dapat membiayai sebagian besar operasi luar negerinya dengan valuta dari negara tempat anak perusahaan berlokasi (bukan menggunakan dana perusahaan induk)

4. *Country risk* negara dimana proyek berada

Apabila perusahaan multinasional terekspos terhadap *country risk* yang tinggi, maka perusahaan dapat menggunakan pembiayaan hutang di negara tamu. Dalam hal ini kreditor lokal yang telah meminjamkan uang kepada perusahaan multinasional akan berkepentingan untuk menjamin bahwa perusahaan multinasional diperlakukan secara adil oleh pemerintah.

Pertanyaan untuk diskusi

1. London Inc. Sebuah perusahaan multinasional di Inggris berencana mendirikan anak perusahaan di suatu negara yang kondidi politiknya tidak stabil (sudah diperhitungkan tingkat keuntungannya tinggi). Perusahaan induk, London Inc, dapat menyediakan sebgaiian besar sumber pembiayaan, atau anak perusahaan tersebut meminjam dana dari ban lokal dinegara tersebut. Alternatif pembiayaan mana yang dipilih dalam rangka melindungi anak perusahaan ? Jelaskan .
2. Indo Perkasa Utama (IPH) perusahaan multinasional di Indonesia berencana mendirikan anak perusahaan di Filipina dan Vietnam, dimana sebagian besar pembiayaannya dibiayai dengan kredit perbankan lokal. IPH memperhitungkan bahwa pendapatan dari anak perusahaan di Filipina lebih tinggi dibandingkan di Vietnam (bahkan setelah memperhitungkan pajak dan nilai tukar). Nilai investasi pada dua negara sama, dan kedua negara stabil secara politik. IPH akhirnya memilih mendirikan anak perusahaan di Filipina karena kemungkinan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi. Setujukan anda dengan keputusan IPH ? Jelaskan .

BAB 5 PEMBIAYAAN JANGKA PENDEK

Standar Kompetensi :

Mengenal teori pembiayaan jangka pendek pada perusahaan multinasional

Kompetensi Dasar :

1. Menentukan sumber pembiayaan jangka pendek
2. Menganalisis kriteria yang dipertimbangkan dalam pembiayaan jangka pendek

1. Sumber Pembiayaan Jangka Pendek

Perusahaan multinasional biasanya menggunakan berbagai cara untuk mendapatkan dana jangka pendek untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Sumber pembiayaan dapat dibedakan menjadi pembiayaan eksternal dan internal. Pembiayaan eksternal dapat dilakukan dengan cara :

1. *Euronote*, atau sekuritas hutang tanpa jaminan. Suku bunga dari *note-note* ini didasarkan pada LIBOR (suku bunga yang dikenakan oleh Eurobank untuk kredit antar bank). Bank komersial juga dapat membeli *note-note* sebagai bagian dari portofolio.
2. *Euro-commercial paper*, yaitu *commercial paper* yang diterbitkan oleh perusahaan multinasional untuk mendapatkan dana jangka pendek. Jangka waktu jatuh tempo dirancang sesuai preferensi investor.
3. Kredit langsung, pemilihan sumber dana ini sangat tergantung pada tingkat bunga.

Sebelum suatu perusahaan multinasional memutuskan mencari dana dari sumber eksternal, harus ditentukan terlebih dahulu apakah sumber internal

dapat dipakai. Sumber internal dapat berupa kelebihan arus kas anak perusahaan. Hal ini sangat berguna selama periode dimana pembiayaan di negara asal perusahaan induk relatif tinggi.

Terlepas apakah perusahaan multinasional memutuskan sumber pembiayaan berasal dari eksternal atau internal, perusahaan harus memikirkan valuta mana yang akan digunakan. Perusahaan mungkin ingin menggunakan valuta asing dengan beberapa alasan. *Pertama*, untuk mengimbangi pialang valuta asing. Perusahaan menginginkan pinjaman dalam valuta asing untuk mengimbangi posisi piutang neto dalam valuta yang sama. Hal ini juga dilakukan untuk menghindari *exposure* terhadap fluktuasi nilai tukar. *Kedua*, untuk mengurangi biaya. Perusahaan multinasional melakukan pinjaman valuta asing guna pembiayaan disebabkan tingkat bunga kredit valuta asing sedikit lebih rendah dibandingkan kredit dalam valuta yang sama dengan negara asal.

2. Menentukan Suku Bunga Pembiayaan Efektif

Biaya Pembiayaan (cost financing) bagi perusahaan debitur tergantung pada :

- a. Suku bunga bank
- b. Pergerakan valas

ILUSTRASI :

Sebuah perusahaan AS, Chicago Co, mendapatkan kredit : SF 1.000.000 dengan suku bunga 8 % dan jangka waktu 1 tahun.

Konversikan dalam \$ (kurs \$ 0,5 per SF) = \$ 500.000

1 th kemudian, Chicago Co membayar pinjaman + bunga :

$$\text{SF } 1.000.000 + \text{SF } 80.000 (8 \% \times \text{SF } 1.000.000) = \text{SF } 1.080.000$$

Apabila SF mengalami apresiasi menjadi \$ 0,6 per selama periode penjaminan SF maka jumlah \$ yang dibutuhkan untuk melunasi pinjaman + bunga :

$$\text{SF } 1.080.000 \times 0,6 = \$ 648.000$$

Untuk menghitung biaya pembiayaan efektif :

$$\text{\$ } 148.000 / \text{\$ } 500.000 = 29,6 \%$$

Atau dengan formula :

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1$$

dimana : r_f : suku bunga pembiayaan efektif

i_f : suku bunga kredit valas

e_f : perubahan kurs valas (apre. / depre.)

Maka :

$$\begin{aligned} r_f &= (1 + 0,08)(1 + 0,20) - 1 \\ &= 0,296 \text{ (apresiasi valas)} \end{aligned}$$

3. Kriteria Yang Perlu Dipertimbangkan Dalam Pemilihan Sumber Dana Internasional

Terdapat beberapa kriteria yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan multinasional pada saat membuat keputusan pembiayaan. Kriteria tersebut mempengaruhi keputusan perusahaan multinasional menyangkut valuta mana yang sebaiknya dipinjam. Adapun kriteria yang dipertimbangkan diantaranya :

1. Paritas suku bunga

Coverted interest arbitrage (CIA) merupakan suatu investasi jangka pendek di luar negeri yang secara simultan diikuti dengan menjual *forward* valuta asing yang mendominasi investasi. CIA dilakukan dengan melakukan pinjaman valuta asing dan konversikan valuta asing tersebut ke dalam valuta asal. Pada saat yang sama, membeli kontrak *forward* untuk mengunci nilai tukar dari valuta yang dibutuhkan untuk melunasi pinjaman. Jika suku bunga valuta asing rendah, maka cara tersebut menguntungkan.

Akan tetapi, kurs *forward* mengandung premium yang mencerminkan selisih antara suku bunga valuta asing dengan suku bunga valuta nagara asal. Hal ini dibuktikan bahwa pembiayaan tidak lagi dipengaruhi persentase

perubahan nilai tukar, melainkan dengan persentase selisih antara kurs spot dengan kurs *forward*. Selisih tersebut merupakan premium forward.

Pembiayaan efektif dalam kondisi paritas suku bunga :

$$r_f = (1 + i_f)(1 + p) - 1$$

premium forward :

$$p = \left\{ \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} \right\} - 1$$

Maka biaya pembiayaan efektif dalam kondisi paritas suku bunga :

$$\begin{aligned} r_f &= (1 + i_f) \left[1 + \left\{ \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} \right\} - 1 \right] - 1 \\ &= i_h \end{aligned}$$

Jadi, apabila terdapat paritas suku bunga, pemakaian CIA untuk melakukan pembiayaan akan menghasilkan pembiayaan efektif yang sama dengan tingkat bunga domestik.

Tabel 5.1
Implikasi Paritas Suku Bunga atas Pembiayaan

SKENARIO	IMPLIKASI
Paritas Suku Bunga Eksis	Pembiayaan memakai valas dan hedging position secara simultan memakai kontrak forward akan menghasilkan biaya pembiayaan yang sama dengan suku bunga domestik
Paritas Suku Bungan Rksis dan kurs Forward Merupakan peramal Yang Akurat	Pembiayaan memakai valas yang tidak di cover dengan hedging dalam pasar forward akan menghasilkan pembiayaan yang sama dengan suku bunga domestik
Paritas Suku Bungan Rksis dan kurs Forward Mengestimasi Terlalu Tinggi Kurs Spot	Pembiayaan memakai valas yang tidak di cover dengan hedging dalam pasar forward akan menghasilkan pembiayaan yang lebih rendah dari suku bunga domestik
Paritas Suku Bungan Rksis dan kurs Forward Mengestimasi Terlalu Rendah Kurs Spot	Pembiayaan memakai valas yang tidak di cover dengan hedging dalam pasar forward akan menghasilkan pembiayaan yang lebih tinggi dari suku bunga domestik
Paritas Suku Bunga Tidak Eksis, Premium (diskon) Forward Lebih Tinggi (lebih rendah) Dari Selisih Bunga	Pembiayaan memakai valas dan hedging position secara simultan dalam pasar forward akan menghasilkan biaya pembiayaan yang lebih tinggi dari suku bunga domestik

2. Kurs *forward* sebagai kurs peramal

Asumsikan bahwa kurs *forward* dari valuta asing digunakan sebagai peramal kurs spot yang akan muncul pada akhir periode pembiayaan, maka pembiayaan efektif pemakaian valuta asing :

$$r_f = (1 + i_f) [1 + \{ (F \pm S) / S \}] - 1$$

Apabila kurs *forward* merupakan peramal kurs *spot* yang tidak bias, maka pembiayaan efektif memakai valuta asing secara rata-rata akan sama dengan suku bunga domestik. Perusahaan yang percaya bahwa kurs *forward* merupakan peramal yang tidak bias akan lebih suka meminjam valuta negara asal, karena biaya pembiayaan diketahui secara pasti dan secara rata-rata tidak akan lebih tinggi dari pada pembiayaan memakai valuta asing.

Pembiayaan efektif akan lebih rendah dari pada suku bunga domestik jika kurs spot dari valuta yang dimaksud (kurs spot pinjaman pada saat jatuh tempo) lebih rendah dari kurs *forward* (pada saat pinjaman diperoleh).

3. Ramalan nilai tukar

Perusahaan multinasional mungkin menggunakan pergerakan-pergerakan (siklus) nilai tukar yang lalu untuk meramalkan pergerakan valuta di masa datang dalam upaya menentukan apakah sebaiknya meminjam valuta asing atau tidak. Strategi ini akan berhasil bila valuta asing bergerak dengan pola yang sama dengan masa yang lalu.

Setelah persentase perubahan nilai tukar selama periode pembiayaan diramalkan, perusahaan dapat menggunakannya bersama dengan suku bunga luar negeri untuk mengestimasi pembiayaan yang efektif. Biaya pembiayaan ini kemudian dibandingkan dengan suku bunga domestik.

Pemakaian Distribusi Probabilitas lebih disarankan dari pada ramalan tunggal belum tentu akurat. Langkah yang dilakukan untuk membuat ramalan

dengan membuat distribusi probabilitas, sehingga tidak tergantung pada satu ramalan.

Kemungkinan Perubahan Nilai SF Periode Pinjaman	ProbabilitasBiaya	Pembiayaan Efektif (rf)
- 6 %	5 %	(1,08) [1+(-6%)] - 1 = 1,52 %
- 4 %	10 %	(1,08) [1+(-4%)] - 1 = 3,68 %
- 1 %	15 %	(1,08) [1+(-1%)] - 1 = 6,92 %
+ 1 %	20 %	(1,08) [1+(1%)] - 1 = 9,08 %
+ 4 %	20 %	(1,08) [1+(4%)] - 1 = 12,32 %
+ 6 %	15 %	(1,08) [1+(6%)] - 1 = 14,48 %
+ 8 %	10 %	(1,08) [1+(8%)] - 1 = 16,64 %
+ 10 %	5 %	(1,08) [1+(10%)] - 1 = 18,80 %

Expected Value dari pembiayaan efektif :

Biaya Pembiayaan Efektif x Probabilitasnya

$$E(\text{rf}) = 5 \% (1,52\%) + 10\% (3,68\%) + \dots + 5\% (18,80\%)$$

$$= 10,538 \%$$

Setelah persentase perubahan nilai tukar selama periode pembiayaan diramalkan, perusahaan dapat menggunakannya bersama dengan suku bunga luar negeri untuk mengestimasi pembiayaan yang efektif. Biaya pembiayaan ini kemudian dibandingkan dengan suku bunga domestik.

4. Dukungan Penelitian

Judul penelitian : Analisis Model Dornbusch Sticky Price Terhadap Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar Amerika Serikat

Tahun : 2005

1. Pendahuluan

Dalam dua dasa warsa terakhir ini, fenomena perkembangan globalisasi perekonomian dunia berlangsung sangat cepat, hal tersebut ditandai dengan semakin terintegrasinya perekonomian dunia dengan munculnya blok-blok perdagangan regional maupun intra regional. Salah satu dampak yang muncul dari proses globalisasi, yaitu peningkatan arus investasi dalam valuta asing baik berupa *capital in-flow* maupun *capital out-flow*.

Bagi suatu lembaga keuangan/ perusahaan, investasi merupakan salah satu bentuk sumber dana, yang akan mempengaruhi posisi negara dengan meningkatkan asset. Penambahan asset tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja lembaga keuangan/ perusahaan, yang pada akhirnya akan meningkatkan produktifitas dan efisiensi. Dalam *Assets and Liability Management Theory*, (Antony Saunders, 1994) dijelaskan mengenai pengelolaan *Assets* dan *Liability* valuta asing. Suatu lembaga keuangan/ perusahaan mempunyai kemungkinan berada pada posisi *Net Exposure*, yaitu suatu kondisi dimana nilai *assets netto* valuta asing dan *liabilities netto* valuta asing nilainya tidak sama. Apabila nilai *asset netto* valuta asing lebih besar dari nilai *liabilities netto* valuta asing, maka bank tersebut berada pada kondisi *Net Long Exposure*, sedangkan bila nilai *liabilities netto* valuta asing lebih besar dari nilai *asset netto* valuta asing disebut *Net Short Exposure*.

Dalam kedua kondisi tersebut, suatu lembaga keuangan/ bank akan menghadapi resiko nilai tukar (*foreign exchange risk*), yaitu resiko yang

berhubungan dengan fluktuasi nilai tukar. Yang dimaksud dengan nilai tukar (kurs) adalah penentuan nilai mata uang suatu negara (dollar AS) dengan nilai mata uang negara lain (rupiah).

Peristiwa dibidang ekonomi yang terjadi pada pertengahan tahun 1997 di kawasan Asia adalah krisis ekonomi yang terutama sekali “menghantam” nilai tukar mata uang negara-negara di Asia dan mempengaruhi pasar valuta asing. Akibatnya nilai tukar beberapa mata uang di Asia mengalami *depresiasi* yang sangat tajam terhadap dollar AS. Hasil studi empiris yang dilakukan oleh Endy Dwi Tjahyono (1998) mengenai faktor yang mempengaruhi terjadinya *depresiasi* menunjukkan bahwa faktor fundamental ekonomi dan *contagion effect* mempunyai kontribusi yang signifikan.

Dampak krisis nilai tukar dirasakan sangat buruk bagi perekonomian Indonesia, sebagai konsekuensi dari sistem perekonomian terbuka. Pada awal tahun 1997 nilai tukar rupiah terhadap dollar AS turun sebesar 85,46%, akibatnya sektor ekonomi “menjadi lumpuh”, hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator ekonomi: Pertumbuhan ekonomi menurun dari 8,0% tahun 1996 menjadi 4,7% tahun 1997 dan kemudian menjadi (- 13,68%) pada tahun 1998 dan tingkat konsumsi pemerintah turun dari 2,7% pada tahun 1996 menjadi 0,2% pada tahun 1997.

Uraian di atas menunjukkan pentingnya kestabilan nilai tukar rupiah dalam kaitannya dengan kestabilan perekonomian secara makro. Hal ini tampak pada perubahan sasaran/ target dalam kebijakan moneter oleh pemerintah. Sasaran utama Bank Indonesia sebelumnya ada 2, yaitu : jumlah uang beredar dan inflasi, sekarang hanya difokuskan pada kestabilan nilai tukar rupiah.

2. Perumusan Masalah dan Hipotesis

2.1. Perumusan Masalah

Dari penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang dapat mempengaruhi fluktuasi nilai tukar (faktor ekonomi) merupakan hal yang penting. Permasalahan yang dikemukakan dalam penelitian ini adalah :

Apakah variabel Pendapatan Nasional, Jumlah Uang Beredar dan Harga dalam *Dornbush Sticky Price Model* secara signifikan mempengaruhi fluktuasi nilai tukar Rupiah ?

2.2. Hipotesis

Hipotesis pada dasarnya merupakan suatu kesimpulan yang bersifat sementara tentang perilaku variabel-variabel dalam model yang digunakan, yang akan dibuktikan melalui uji statistik. Berkaitan dengan hal itu, hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah :

1. Variabel Pendapatan Nasional dalam Dornbush Sticky Price Models secara signifikan mempengaruhi fluktuasi nilai tukar Rupiah
2. Variabel Jumlah Uang Beredar dalam Dornbusch Sticky Price Models secara signifikan mempengaruhi fluktuasi nilai tukar Rupiah
3. Variabel Harga dalam Dornbusch Sticky Price Models secara signifikan mempengaruhi fluktuasi nilai tukar Rupiah

3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Pada berbagai kajian teori mengenai foreign exchange, dijelaskan banyak sekali faktor ekonomi maupun non ekonomi yang mempengaruhi equilibrium nilai tukar. Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan, faktor ekonomi yang digunakan untuk menjelaskan perilaku

nilai tukar diantaranya jumlah uang beredar, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, pendapatan riil dsb.. Hal tersebut memunculkan adanya beberapa pandangan tentang metoda pendekatan nilai tukar

Penelitian ini menggunakan Pendekatan Moneter versi harga kaku (sticky price) dengan menggunakan model Dornbusch Sticky Price. Asumsi yang digunakan dalam penelitian ini : (1) penawaran uang di masing-masing negara adalah endogen, artinya penawaran uang dipengaruhi oleh suku bunga pasar, (2) teori Paritas Daya Beli berlaku untuk jangka panjang, sehingga menyebabkan harga (equilibrium nilai tukar) rigid. Konsep dasar teori pendekatan Dornbusch Sticky Price merupakan pengembangan dari pendekatan Paritas Daya Beli dan Teori Kuantitas Uang. Dalam pendekatan ini, faktor-faktor moneter melandasi fungsi permintaan dan penawaran uang yang merupakan penyebab utama dari pergerakan/ fluktuasi nilai tukar, yaitu variabel jumlah uang beredar, pendapatan riil dan tingkat harga. Hubungan antara variabel moneter tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

Menurut konsep teori pendekatan ini, jumlah uang beredar (penawaran uang) dipengaruhi oleh suku bunga. Kenaikan suku bunga domestik mendorong lembaga keuangan untuk menyalurkan dana ke pasar uang, untuk mengurangi “beban” menyimpan uang dari pihak ketiga. Pada saat yang sama, masyarakat mempunyai kecenderungan menyimpan uang di lembaga keuangan untuk mendapatkan keuntungan dari suku bunga. Kondisi tersebut menyebabkan excess supply uang di pasar domestik akan berpengaruh pada equilibrium nilai tukar.

Teori Paritas Daya Beli menjelaskan pengaruh variabel pendapatan riil dengan nilai tukar. Kenaikan pendapatan riil domestik meningkatkan daya beli domestik, sehingga menyebabkan harga barang luar negeri relatif lebih murah . Hal ini mendorong kenaikan permintaan barang luar negeri (

import), sehingga permintaan uang valuta asing naik. Kenaikan permintaan valuta asing ini akan menyebabkan perubahan equilibrium nilai tukar.

Dalam teori perdagangan internasional (Bertil – Ohlin Theory, Comparative Advantage Theory, Absolute Advantage Theory) dijelaskan munculnya arbitrase harga yang memunculkan terjadinya perdagangan internasional. Dampak yang muncul dari perdagangan internasional tersebut adalah terjadinya cash flow valuta asing. Hal itu akan mempengaruhi permintaan dan penawaran valuta asing, sehingga equilibrium nilai tukar juga berubah.

4. Metodologi Penelitian

4.1. Jenis dan Sumber Data

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai data yang dipakai dalam penelitian ini termasuk sumbernya. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang berbentuk data runtun waktu (time series), yaitu data kuartalan mulai dari 1990.1 sampai dengan 2003.4. Untuk menganalisa faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS dengan Dornbusch Sticky Price Model data yang digunakan meliputi :

1. Nilai Tukar Spot Dollar AS terhadap Rupiah (S_t)
2. Jumlah Uang Beredar (M)
3. Pendapatan Domestik Bruto (Y)
4. Indeks Harga Konsumen (P)

4.2. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi, yaitu salah satu metode pengumpulan data yang diperoleh dari dokumen/ tulisan yang disusun oleh badan/ pihak yang dapat dipertanggungjawabkan kevaliditasannya , dalam hal ini dokumen tersebut adalah international financial statistic (IFS) yang merupakan terbitan dari IMF (international

monetary fund) , laporan periodik Bank Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia dan laporan periodik yang dikeluarkan oleh Biro Pusat Statistik.

4.3. Definisi Operasional Variabel

Agar penelitian ini lebih fokus , berdasarkan telaah pustaka dan kerangka pemikiran maka definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini diuraikan sebagai berikut :

1. Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat

Yaitu menunjukkan berapa rupiah yang diperlukan untuk mendapatkan 1 dollar Amerika Serikat. Data variabel ini diperoleh dari sumber International Financial Statistic (IFS) dalam berbagai terbitan.

2. Jumlah Uang Beredar

Data jumlah uang beredar dalam penelitian ini meliputi data jumlah uang beredar di Indonesia dan di Amerika Serikat. Pengertian jumlah uang beredar adalah jumlah uang beredar dalam arti luas (M2), yaitu penjumlahan uang beredar dalam arti sempit M1 dan uang kuasi.

3. Pendapatan Domestik Bruto

Didefinisikan sebagai keseluruhan nilai akhir barang dan jasa yang dihasilkan oleh penduduk di suatu negara dalam periode tertentu. Data dalam penelitian ini meliputi pendapatan domestik bruto di Indonesia dan Amerika Serikat dengan menggunakan tahun dasar 1990.

4. Indeks Harga Konsumen

Data ini di derivasikan dari survey pengeluaran rumah tangga yang menggambarkan indeks harga perdagangan besar dengan menggunakan tahun dasar 1990.

4.4. Model Dasar : Dornbusch Sticky Price Models

Model yang digunakan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar rupiah adalah Dornbusch Sticky Price Models yang mengacu pada model Pendekatan Moneter. Adapun spesifikasi model Dornbusch sebagai berikut :

$$s_t = \beta_0 + \beta_1 (m_t - m^*_t) + \beta_2 (y_t - y^*_t) + \beta_3 (p_{t-1} - P^*_{t-1})$$

dimana :

m_t dan m^*_t : jumlah uang beredar di Indonesia dan AS

y_t dan y^*_t : pendapatan nasional Indonesia dan AS

p_{t-1} dan P^*_{t-1} : tingkat harga di Indonesia dan AS

s_t : nilai tukar spot

4.5. Alat Analisis

Setelah diketahui model yang digunakan untuk mengetahui faktor yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar, kemudian ditentukan alat analisa data. Metode yang ECM (*Error Correction Model*). Model dasar ECM :

5. Estimasi ECM Model Dornbusch

Sebagaimana telah dijelaskan di atas, Uji Kointegrasi dilakukan untuk mengetahui apakah residual regresi kointegrasi stasioner atau tidak. Pengujian ini penting untuk pengembangan model dinamis khususnya *Error Correction Model* (ECM) yang mencakup variabel-variabel kunci pada regresi kointegrasi terkait. Pada dasarnya, model ECM terdapat keseimbangan yang tetap dalam jangka panjang antara variabel-variabel ekonomi. Apabila dalam jangka pendek terdapat ketidak seimbangan, maka model ECM akan mengoreksinya dalam jangka panjang. Dengan mekanisme ini masalah regresi lancung dapat dihindari melalui penggunaan variabel perbedaan yang tetap dalam model tanpa menghilangkan informasi jangka panjang yang diakibatkan oleh penggunaan data perbedaan semata.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa model ECM konsisten terhadap konsep kointegrasi atau *Granger Representation Theorem*.

Model koreksi kesalahan merupakan salah satu alternatif untuk menguji kemungkinan berkointegrasinya variabel yang diamati. Apabila *error corection term* (ECT) pada hasil regresi signifikan berarti model koreksi kesalahan adalah model yang sah (valid), dan variabel yang diamati berkointegrasi atau residual hasil regresi adalah stasioner.

Penelitian ini akan menggunakan model ECM yang dikembangkan dari model dasar *Dornbusch Sticky Price* sebagai berikut :

$$Dkurs = a_0 + a_1 DY + a_2 DM + a_3 Dp + a_4 BY + a_5 BM + a_6 BP + a_7 BECT$$

Hasil pengolahan data disajikan pada tabel dibawah ini :

Tabel 5.2
Estimasi ECM Model Dornbusch

Variabel Dependent : Dkurs			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	14264.35	3.836322	0.0004
DY	0.001399	0.431025	0.6686
DM	0.004590	1.872686	0.0679
DP	7.684638	0.433825	0.6666
BY	-0.883362	-5.221509	0.0000
BM	-0.881974	-5.220198	0.0000
BP	17.24511	1.375744	0.1760
BECT	0.882807	5.227873	0.0247
R-square	0.4910		
DW stat	1.9557		
F stat	5.9265		

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa nilai probabilitas ECT : 0.0247 mengindikasikan hasil regresi signifikan, berarti model ECM adalah

valid dan variabel yang diamati berkointegrasi. Apabila dilihat dari nilai R-square yang mempunyai nilai: 0.4910 mengandung arti bahwa 49.10 % dari variasi variabel dependent (Kurs) mampu dijelaskan oleh variasi himpunan variabel pendapatan nasional, jumlah uang beredar dan harga. Nilai R square yang rendah disebabkan model ECM yang diestimasi adalah variabel dalam bentuk first difference, sehingga nilainya akan jauh lebih kecil dibandingkan nilai R square untuk estimasi variabel dalam bentuk level.

Sedangkan nilai F-stat : 5.9265 yang lebih besar dari F tabel : 4.98 signifikan pada 1 % mengimplikasikan bahwa secara bersama-sama variabel independent mempengaruhi variabel dependent.

Selanjutnya dalam analisa jangka pendek menunjukkan bahwa hanya variabel independent jumlah uang beredar (DM) signifikannya mempengaruhi variabel dependent (Kurs) dengan tingkat signifikansi 93,31 %. Sedangkan variabel pendapatan nasional (DY) dan harga (DP) tidak signifikan mempengaruhi variabel Kurs, dengan tingkat signifikansi 33,14 % dan 33,34 %.

6. Pembahasan

Pada bagian ini akan disajikan analisis kualitatif yang menjelaskan estimasi ECM dari model *Dornbusch* dengan analisis jangka pendek dan analisis jangka panjang.

Untuk *analisis jangka pendek* berdasarkan Tabel 5.6 menunjukkan bahwa hanya variabel jumlah yang beredar (M) yang mampu menjelaskan variasi variabel Kurs dengan tingkat signifikansi 93,21 %. Sedangkan koefisien jumlah uang beredar positif menunjukkan kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1 % akan mendorong penurunan mata uang Rupiah (depresiasi) sebesar 0.0045 %. Ini disebabkan kenaikan jumlah uang beredar dalam negeri (relatif terhadap stok uang luar negeri) akan menyebabkan

kelebihan penawaran uang (*excess supply*). Dalam masa krisis ekonomi, hal tersebut menyebabkan kenaikan permintaan mata uang asing (US Dollar) untuk mengamankan likuiditasnya atau untuk mendapatkan keuntungan. Dampak selanjutnya yang terjadi adalah penurunan mata uang dalam negeri (depresiasi).

Variabel pendapatan nasional (Y) dalam jangka pendek tidak berpengaruh terhadap pergerakan variabel Kurs, ini terlihat dengan tingkat signifikansi yang rendah yaitu 33,14 %. Pergerakan dua variabel tersebut bersifat berlawanan yang terlihat pada koefisien Y sebesar : 0.0013 (positif), artinya apabila terjadi kenaikan pendapatan nasional sebesar 1 % akan mendorong penurunan nilai tukar Rupiah (depresiasi) sebesar 0.0013 %.

Sedangkan variabel harga (P) dalam jangka pendek juga tidak berpengaruh terhadap fluktuasi variabel Kurs, hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi sebesar 33,34 %. Perilaku variabel harga dan variabel Kurs berjalan berlawanan dengan koefisien harga sebesar 7.684 (positif), artinya kenaikan harga sebesar 1 % akan mendorong terjadinya penurunan nilai tukar Rupiah (depresiasi) sebesar 7.684 %.

Analisis jangka panjang didasarkan pada koefisien regresi jangka panjang, tabel 5. 9. Berdasarkan tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel pendapatan nasional (Y) dalam jangka panjang mempengaruhi variabel Kurs dengan derajat signifikansi 99 %. Koefisien regresi bertanda positif sebesar 1,13346 mengindikasikan kenaikan pendapatan nasional 1 % akan mendorong penurunan Kurs (depresiasi) sebesar 1,13346 %.

Sedangkan variabel jumlah uang beredar (M) dalam jangka panjang juga signifikan mempengaruhi pergerakan variabel Kurs dengan tingkat signifikansi 99 % . Arah pergerakan kedua variabel ditunjukkan dengan tanda koefisien positif 1,13165, ini berarti kenaikan 1 % variabel jumlah uang beredar akan menyebabkan penurunan nilai Kurs (depresiasi) sebesar

1,13165 %. Untuk variabel harga (P) tidak signifikan terhadap variabel Kurs, hal ini juga sesuai dengan analisa jangka pendek. Apabila dilihat dari koefisiennya bertanda negatif yaitu : - 22,1276 , artinya dalam jangka panjang kenaikan harga sebesar 1 % akan menyebabkan kenaikan nilai tukar (apresiasi) sebesar 22,1276 %. Ketidak signifikannya variabel harga (P) terhadap pergerakan Kurs (baik jangka pendek dan jangka panjang) disebabkan perekonomian di Indonesia (negara sedang berkembang) masih terdapat banyak restriksi dalam perdagangan. Sehingga harga yang terjadi tidak mencerminkan kekuatan sebenarnya supply dan demand yang sebenarnya.

7. Simpulan

Analisa jangka pendek menunjukkan bahwa hanya variabel jumlah uang beredar yang secara statistik signifikan terhadap fluktuasi Kurs, sedangkan variabel pendapatan nasional dan harga tidak signifikan. Arah pergerakan ketiga variabel sama, ini ditunjukkan semua nilai koefisiennya positif. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan variabel-variabel independent akan mengakibatkan nilai tukar rupiah turun (depresiasi).

Sedangkan dalam jangka panjang, variabel jumlah uang beredar dan pendapatan nasional signifikan mempengaruhi fluktuasi Kurs, sedangkan variabel harga tidak signifikan. Terhadap pergerakan antara variabel independent dan variabel dependent menunjukkan bahwa variabel jumlah uang beredar dan pendapatan nasional (yang signifikan) mempunyai koefisien negatif, artinya kenaikan kedua variabel tersebut akan mendorong nilai tukar rupiah naik (apresiasi). Tetapi variabel harga (tidak signifikan) mempunyai koefisien positif, artinya kenaikan variabel itu akan menyebabkan nilai tukar Rupiah turun (depresiasi).

Pertanyaan untuk diskusi

1. *Jacksonville Corporation* (JC) adalah perusahaan Amerika Serikat berencana untuk melakukan ekspansi perusahaan . Untuk memenuhi kebutuhan dana, JC meminjam 40 % kebutuhan dana ekspansi dalam Dollar Canada dan 60 % dalam Franc Swiss untuk jangka waktu 1 tahun. Proyeksi apresiasi Dollar Canada dan Franc Swiss untuk setahun kedepan adalah sbb.

Valuta	Kemungkinan persentase perubahan kurs spot sepanjang periode pinjaman	Probabilitas perubahan dalam kurs spot
Dollar Canada	4 %	70 %
Dollar Canada	6 %	20 %
Dollar Canada	7 %	10 %
Franc Swiss	4 %	50 %
Franc Swiss	6 %	30 %
Franc Swiss	7 %	20 %

Informasi dari pasar uang di bursa New York Stock Exchange (NYSE) diketahui suku bunga kredit Dollar Canada 9 % , suku bunga Franc Swiss adalah 7 % dan suku bunga Dollar AS 6,5 %.

Pertanyaan :

Bila anda sebagai pengambil keputusan manajemen, bagaimana cara pembiayaan untuk kebutuhan dana ekspansi perusahaan ? Jelaskan.

2. Jelaskan bagaimana tingkat risk-aversion sebuah perusahaan masuk dalam proses pembuatan keputusan menyangkut apakah perusahaan sebaiknya meminjam valuta asing atau valuta domestik saja ? Apayang memotivasi perusahaan multinasional melakukan pembiayaan dengan valuta asing ?

BAB 6 PEMBIAYAAN JANGKA PANJANG

Standar Kompetensi :

Menyelesaikan kasus pembiayaan jangka panjang perusahaan multinasional

Kompetensi Dasar :

1. Menentukan pembiayaan jangka panjang perusahaan multinasional
2. Menghitung pembiayaan jangka panjang perusahaan multinasional
3. Menghitung pembiayaan jangka panjang perusahaan multinasional dengan portofolio
4. Menganalisis metode hedging dengan swap transaction

1. Keputusan Pembiayaan Jangka Panjang

Perusahaan multinasional biasanya menggunakan sumber dana jangka panjang untuk membiayai proyek jangka panjang. Untuk itu, perusahaan mempunyai akses baik sumber dana domestik maupun luar negeri. Keputusan pembiayaan jangka panjang bagi perusahaan multinasional melibatkan sejumlah aspek yang sama dengan aspek pembiayaan jangka pendek, yaitu pembiayaan efektif dilakukan dengan memperhitungkan tingkat bunga dan persentase perubahan nilai tukar. Karena suku bunga jangka pendek dari berbagai valuta berbeda, maka *yield obligasi* juga bervariasi menurut valuta.

Untuk membuat keputusan jangka panjang, perusahaan multinasional harus melakukan :

1. Menentukan jumlah dana yang dibutuhkan
2. Mengestimasi harga jual obligasi
3. Meramalakan nilai tukar periodik untuk valuta yang mendominasi obligasi

Hasil perhitungan di atas digunakan untuk menentukan biaya pembiayaan dari obligasi, yang kemudian dibandingkan dengan biaya pembiayaan dari obligasi dalam valuta negara asal.

Contoh Perhitungan :

Perusahaan di Amerika Serikat ingin meminjam \$ 1,000,000 untuk 3 tahun, suku bunga obligasi valas 10% sedangkan suku bunga obligasi dollar : 14 %

. Kemungkinan pembiayaan menggunakan obligasi USD dan Mark adalah

- a. asumsi nilai tukar 1 Mark = 0,5 USD tetap
- b. nilai tukar mengalami apresiasi (mata uang kuat)
- c. nilai tukar mengalami depresiasi (mata uang lemah)

Perhitungan pembiayaan menggunakan ketiga kemungkinan sebagai berikut:

Pembiayaan Memakai Obligasi Dollar Vs Obligasi Mark Stabil

Alternatif Pembiayaan	Th. Ke-1	Th. Ke-2	Th. Ke-3
Obligasi Dollar di denominasi (SB kupon 14%)	\$ 140.000	\$ 140.000	\$ 1.140.000
Obligasi Mark di deniminasi (SB kupon 10 %)	DM 200.000	DM 200.000	DM 2.200.000
Proyeksi nilai tukar Mark	\$ 0,5	\$ 0,5	\$ 0,5
Pembayaran dalam Dollar	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 1.100.000

Pembiayaan Memakai Obligasi Mark selama periode Mark Kuat

Alternatif Pembiayaan	Th. Ke-1	Th. Ke-2	Th. Ke-3
Obligasi Dollar di denominasi (SB kupon 14%)	\$ 140.000	\$ 140.000	\$ 1.140.000
Obligasi Mark di deniminasi (SB kupon 10 %)	DM 200.000	DM 200.000	DM 2.200.000
Proyeksi nilai tukar Mark	\$ 0,55	\$ 0,60	\$ 0,65
Pembayaran dalam Dollar	\$ 110.000	\$ 120.000	\$ 1.430.000

Pembiayaan Memakai Obligasi Mark selama periode Mark Lemah

Alternatif Pembiayaan	Th. Ke-1	Th. Ke-2	Th. Ke-3
Obligasi Dollar di denominasi (SB kupon 14%)	\$ 140.000	\$ 140.000	\$ 1.140.000
Obligasi Mark di deniminasi (SB kupon 10 %)	DM 200.000	DM 200.000	DM 2.200.000
Proyeksi nilai tukar Mark	\$ 0,48	\$ 0,46	\$ 0,40
Pembayaran dalam Dollar	\$ 96.000	\$ 92.000	\$ 880.000

Resume Pembiayaan Memakai Obligasi Mark

Alternatif Pembiayaan	Th. Ke-1	Th. Ke-2	Th. Ke-3
Skenario 1 : Nilai Mark Tetap	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 1.100.000
Skenario 2 : Mark Menguat	\$ 110.000	\$ 120.000	\$ 1.430.000
Skenario 3 : Mark Melemah	\$ 96.000	\$ 92.000	\$ 880.000

2. Membandingkan Alternatif Denominasi Obligasi

Sebuah perusahaan yang membutuhkan dana jangka panjang harus memutuskan valuta mana yang sebaiknya mendominasi obligasinya. Pada waktu mempertimbangkan valuta asing dan perusahaan tidak memiliki arus kas masuk untuk waktu yang akan datang dalam valuta asing tersebut, perusahaan harus menilai kemungkinan fluktuasi valuta. Salah satu pendekatan yang digunakan dalam menilai kelayakan suatu valuta adalah dengan meramal nilai tukar untuk tiap periode, pada saat pembayaran dilakukan kepada pemegang obligasi dan menentukan jumlah valuta asal yang dibutuhkan untuk memenuhi pembayaran sesuai dengan nilai tukar hasil estimasi.

Teknik peramalan nilai tukar dapat dilakukan dengan pemakaian *probabilitas nilai tukar*, yaitu pendekatan untuk memproyeksi nilai tukar dengan membuat distribusi probabilitas untuk tiap periode saat pembayaran dilakukan kepada pemegang obligasi. Dalam hal ini *expected value* nilai tukar dapat dihitung tiap periode dengan mengalikan nilai tukar dengan probabilitasnya dan kemudian menjumlahkannya. *Expected value* nilai tukar digunakan untuk meramalkan arus kas keluar yang digunakan untuk membayar pemegang obligasi pada tiap periode. Setelah membuat distribusi probabilitas dan menghitung *expected value*, dapat digunakan untuk mengestimasi *expected cost of financing* dan membandingkan dengan biaya pembiayaan memakai valuta negara asal.

Selain menilai potensi penghematan obligasi yang didenominasi dalam valuta asing, perlu juga diperhatikan resiko yang munculdari fluktuasi nilai tukar. Resiko pembiayaan memakai obligasi yang didenominasi dalam valuta asing dapat di *hedge* dengan cara :

1. Arus kas pengimbang

Perusahaan yang memiliki aliran kas masuk dalam valuta tertentu diimbangi dengan aliran kas keluar dalam valuta yang terkait dengan obligasi. Namun pada kenyataannya kondisi tersebut sulit dilakukan, tetapi paling tidak penciptaan arus kas pengimbang akan mengurangi exposure. Selaiupun perusahaan tidak menerima arus kas masuk dalam valuta asing, kadang-kadang perusahaan menerbitkan obligasi yang didenominasi dalam valuta asing untuk menstabilkan arus kas netto.

2. Kontrak forward

Apabila obligasi valuta asing memiliki suku bunga “kupon” lebih rendah dari pada suku bunga negara asal, maka perusahaan dapat mempertimbangkan untuk menerbitkan obligasi yang didominasi dalam valuta tersebut, dan pada saat yang sama, meng-*hedge* resiko nilai tukarnya dengan memakai kontrak forward. Hubungan yang disiratkan disini sesuai pada teori paritas suku bunga.

3. Pembiayaan Jangka Panjang Dengan Banyak Valuta

Jangka waktu obligasi yang lama membuat satu valuta tunggal terbuka terhadap resiko, potofolio valuta bisa mengurangi resiko yang ditanggung oleh emiten obligasi.

Contoh pembiayaan dengan portofolio valuta :

Perusahaan AS mendenominasikan penerbitan obligasi dalam beberapa valuta asing, sehingga apresiasi substansial salah satu valuta tidak

akan menaikkan secara drastis jumlah dollar AS yang dibutuhkan untuk membayar kewajiban periodik. Sebagai ilustrasi *Great River Company* (GRC) memerlukan dana sebesar \$ 100.000 untuk 1 tahun

Informasi :

- Suku bunga kredit Dollar AS 1 tahun : 15 %
- Suku bunga kredit Franc Swiss 1 tahun : 8 %
- Suku bunga kredit Yen Jepang 1 tahun : 9 %

Alternatif pembiayaan valas :

- a. meminjam Franc
- b. meminjam Yen
- c. meminjam Franc dan Yen

Asumsikan GRC telah meramalkan persentase perubahan kurs spot Franc Swiss dan Yen Jepang dari saat kredit diperoleh hingga saat pelunasan disertai dengan probabilitas.

a. Alternatif (a) meminjam Franc Swiss

Valuta	% perubahan nilai kurs spot periode pinjaman	Prob.	Biaya Pembiayaan efektif
Franc Swiss	1%	30%	$(1.08) [1+(0.01)] - 1 = 0.0908$ atau 9.08%
Franc Swiss	3%	50%	$(1.08) [1+(0.03)] - 1 = 0.1124$ atau 11.24%
Franc Swiss	9%	20%	$(1.08) [1+(0.09)] - 1 = 0.1772$ atau 17.72%

b. Alternatif (b) meminjam Yen Jepang

Valuta	% perubahan nilai kurs spot periode pinjaman	Prob.	Biaya Pembiayaan efektif
Yen Jepang	-1%	35%	$(1.09) [1+(- 0.01)] - 1 = 0.0791$ atau 7.91%
Yen Jepang	3%	40%	$(1.09) [1+(0.03)] - 1 = 0.1227$ atau 12.27%
Yen Jepang	7%	25%	$(1.09) [1+(0.07)] - 1 = 0.1663$ atau 16.63%

➤ Ada kemungkinan 30% Franc Swiss mengalami apresiasi 1 % selama periode pinjaman

Suku bunga \$ 15 %, maka hanya ada kemungkinan 20% pembiayaan memakai franc Swiss lebih mahal dari pembiayaan domestik.

- Ada kemungkinan Yen Jepang memiliki kemungkinan 35% mengalami depresiasi 1% selama periode pinjaman
Kemungkinan 25% biaya pembiayaan efektif yen lebih mahal dari pembiayaan domestik

Menghitung *expected value* dari pembiayaan efektif :

Menjumlahkan perkalian dari pembiayaan efektif yang mungkin dengan probabilitas.

Valuta	Expected Value dari Pembiayaan Efektif
Franc Swiss	$30\%(9.08\%) + 50\%(11.24\%) + 20\%(17.72\%) = 11.888\%$
Yen Jepang	$35\%(7.91\%) + 40\%(12.27\%) + 25\%(16.63\%) = 11.834\%$

Expected value hampir sama, hal ini mencerminkan tingkat resiko individual hampir sama (20% : 25%)

c. Pendekatan Portofolio

Asumsi GRC meminjamkan setengah kebutuhan dana dalam masing-masing valuta, maka akan muncul 9 kemungkinan biaya pembiayaan efektif, yaitu :

Franc Swiss	Yen Jepang	Prob. Bersama	Biaya Pembiayaan Efektif dari Portofolio (50% kebutuhan dana dari masing-masing valuta)
9.08%	7.91%	$(30\%)*(35\%) = 10.5\%$	$0.5(9.08\%) + 0.5(7.91\%) = 8.49\%$
9.08%	12.27%	$(30\%)*(40\%) = 12.0\%$	$0.5(9.08\%) + 0.5(12.27\%) = 10.67\%$
9.08%	16.63%	$(30\%)*(25\%) = 7.5\%$	$0.5(9.08\%) + 0.5(16.63\%) = 12.88\%$
11.24%	7.91%	$(50\%)*(35\%) = 17.5\%$	$0.5(11.24\%) + 0.5(7.91\%) = 9.57\%$
11.24%	12.27%	$(50\%)*(40\%) = 20.0\%$	$0.5(11.24\%) + 0.5(12.27\%) = 11.75\%$
11.24%	16.63%	$(50\%)*(25\%) = 12.5\%$	$0.5(11.24\%) + 0.5(16.63\%) = 13.93\%$
17.72%	7.91%	$(20\%)*(35\%) = 7.0\%$	$0.5(17.72\%) + 0.5(7.91\%) = 12.81\%$
17.72%	12.27%	$(20\%)*(40\%) = 8.0\%$	$0.5(17.72\%) + 0.5(12.27\%) = 14.99\%$
17.72%	16.63%	$(20\%)*(25\%) = 5.0\%$	$0.5(17.72\%) + 0.5(16.63\%) = 17.17\%$

Baris 1 :

Jika perusahaan meminjam franc dan yen akan memunculkan biaya efektif 9,08% dan 7,91% dengan probabilitas biaya efektif franc 9,08% adalah 30% dan probabilitas biaya efektif yen 7,91% adalah 35%. Probabilitas bersama : 10,5%. Dengan asumsi kebutuhan dana dicukupi masing-masing 50%, maka biaya pembiayaan efektif portofolio :

$$0,5 (9,08\%) + 0,5 (7,91\%) = 8,495\%$$

dst.

Dari tabel disimpulkan bahwa hanya memiliki 5% lebih mahal dari pembiayaan domestic.

Apabila pinjaman didenominasi dalam valuta franc dan yen, portofolio hanya akan menimbulkan biaya pembiayaan efektif yang lebih tinggi dari suku bunga domestic jika kedua valuta mengalami apresiasi maksimum. (9 % untuk franc dan 7 % untuk yen)

Salah satu valuta apresiasi maksimum pembiayaan efektif portofolio lebih murah.

Probabilitas apresiasi maksimum bersama = 5%

Expected value biaya pembiayaan efektif portofolio :

$$0,5 (11,888\%) + 0,5 (11,834\%) = 11,861\%$$

nilainya hampir sama dengan expected value dalam franc (11,888%) dan expected value dalam yen (11,834%), tetapi resiko pendekatan portofolio lebih rendah.

Apabila franc Swiss mengalami apresiasi terhadap dollar AS, maka biaya aktual dari obligasi franc bisa lebih tinggi dari pada biaya aktual obligasi dollar (begitu pula dengan yen Jepang).

Jika nilai tukar franc Swiss bergerak berlawanan terhadap dollar, maka kedua obligasi secara simultan bisa lebih murah dari pada obligasi dollar. Sehingga pembiayaan melalui penerbitan kedua tipe ini (obligasi franc dan obligasi yen) kemungkinan besar akan membuat biaya pembiayaan aktual lebih rendah dari pada penerbitan obligasi dollar.

Dalam realitas, tidak ada jaminan nilai tukar franc dan yen bergerak berlawanan relatif terhadap dollar. Namun jika pergerakan kedua valuta tidak memiliki korelasi tinggi, kecil kemungkinan kedua valuta akan mengalami apresiasi secara bersamaan dengan persentase yang akan menutupi keunggulan suku bunga. Jadi, pembiayaan memakai obligasi yang didenominasi lebih satu valuta dapat menaikkan probabilitas bahwa pembiayaan menggunakan portofolio valuta asing secara keseluruhan akan lebih rendah dari pada memakai valuta domestik.

4. Pemakaian Swap untuk Meng-hedge Biaya Pembiayaan

Penerbitan obligasi akan membuka terhadap resiko nilai tukar atau suku bunga. Perusahaan multinasional dapat menggunakan swap untuk meng-hedge resiko tersebut. Interest rate swap dapat digunakan untuk meng-hedge resiko suku bunga, sementara currency swap dapat dimanfaatkan untuk mengeliminasi resiko nilai tukar.

1. Interest Rate Swap (IRS)

IRS memungkinkan perusahaan untuk menukarkan (swap) pembayaran berbunga tetap dengan pembayaran berbunga mengambang sehingga diperoleh struktur pembayaran masa depan yang menguntungkan.

Contoh Ilustrasi :

Dua perusahaan berencana menerbitkan obligasi :

- Quality Company adalah perusahaan yang memiliki rating sangat tinggi dan lebih suka meminjam dengan tingkat bunga mengambang

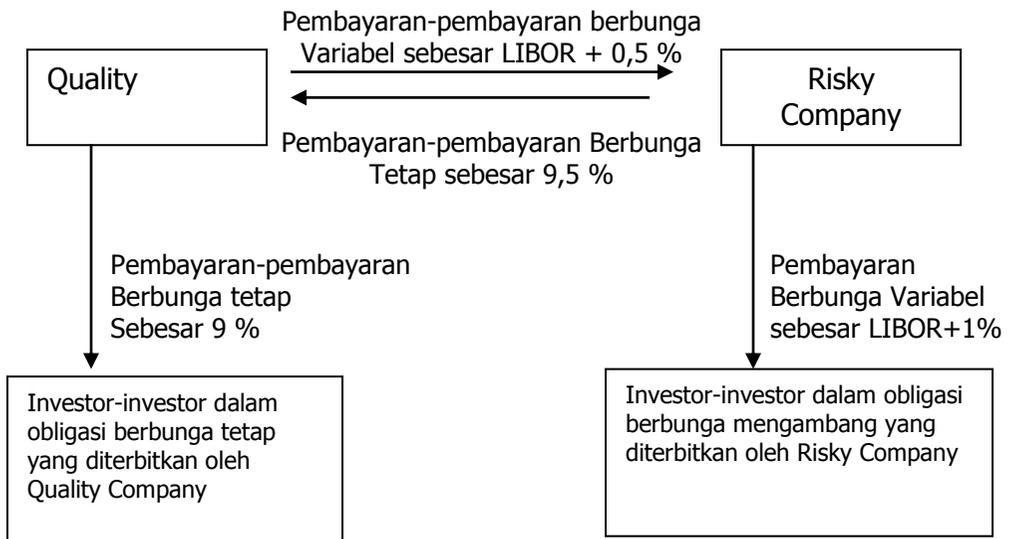
- Risky Company adalah perusahaan yang memiliki rating rendah dan lebih suka meminjam dengan suku bunga tetap

Asumsi : kedua perusahaan menerbitkan obligasi berbunga tetap maupun mengambang.

	Obl. Bunga Tetap	Obl. Bunga Mengambang
Quality Company	9 %	LIBOR + 0,5 %
Risky Company	10,5 %	LIBOR + 1 %

Quality Company dapat menerbitkan obligasi berbunga tetap (keunggulan komparatif 1,5%), sementara Risky Company menerbitkan suku bunga mengambang. Kemudian Quality Company melakukan kesepakatan menyediakan pembayaran berbunga mengambang (LIBOR + 0,5 %) kepada Risky Company dan mendapatkan pembayaran berbunga tetap (sebesar 9,5 %).

Gambar 6.1
Ilustrasi Interest Rate Swap



Quality Company diuntungkan karena pembayaran bunga tetap yang diterima dari swap lebih tinggi dari pada pembayaran yang harus dilakukan kepada pemegang obligasi sebesar 0,5 %. Pembayaran berbunga mengambang kepada Risky Company (9%) sama dengan pemyaran yang harus dilakukan seandainya Quality Company menerbitkan obligasi berbunga mengambang.

Risky Company menerima LIBOR + 0,5 dari swap, yakni 0,5 % lebih rendah dari apa yang seharusnya dibayarkan kepada pemegang obligasi. Sebaliknya Risky Company menyediakan pembayan berbunga tatep sebsar 9,5% kepada Quality Company, yakni 1% lebih rendah dari yang harus dibayarkan seandainya Risky Company menerbitkan obligasi berbungan tetap.

2. *Currency Swap*

Currency Swap memungkinkan perusahaan multinasional menukarkan valuta pada interval-interval periodik.

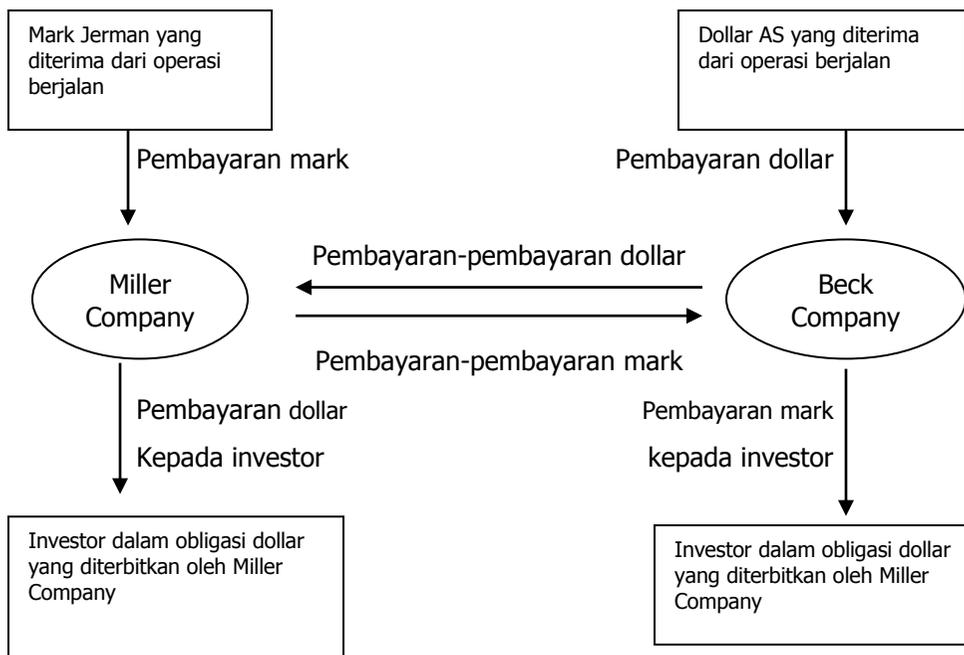
Contoh ilustrasi :

Perusahaan multinasional, Miller Company, ingin menerbitkan obligasi yang didenominasi dalam mark Jerman, karena perusahaan dapat melakukan pembayaran kewajiban obligasi dengan arus kas mark yang dihasilkan oleh operasi. Tetapi, perusahaan ini tidak begitu dikenal oleh para investor yang ingin membeli obligasi yang didenominasi dalam mark. Sementara Beck Company, ingin menerbitkan obligasi yang didenominasi dollar AS. Tetapi Beck Company juga tidak begitu dikenal oleh investor yang mau membeli obligasi yang didenominasi dalam dollar. Jika Miller Company dikenal dipasar obligasi dollar, sementara Beck Company dikenal

di pasar obligasi mark, maka currency swap akan menguntungkan kedua perusahaan.

Miller Company dapat menerbitkan obligasi yang didenominasi dollar dan Beck Company menerbitkan obligasi yang didenominasi mark. Kemudian, Miller Company dapat menyediakan pembayaran mark kepada Beck Company dan menerima pembayaran dollar dari perusahaan yang sama. Swap valuta ini memungkinkan kedua perusahaan untuk melakukan pembayaran kepada pemegang obligasi mereka tanpa khawatir resiko nilai tukar.

Gambar 6.2
Ilustrasi Currency Swap



Pertanyaan untuk diskusi

1. Kebijakan pembiayaan pada perusahaan multinasional menarik untuk dikaji karena menyangkut kegiatan operasional perusahaan. Salah satu cara untuk meminimalkan biaya adalah dengan melakukan pembiayaan portofolio. Konsep portofolio juga dapat dilakukan pada kegiatan investasi dengan memaksimalkan return.

Pada tahun 2005 *Joy Land Group* (JLG) perusahaan mainan anak-anak di AS memerlukan dana sebesar \$ 2 juta AS untuk 1 tahun. Informasi yang diperoleh dari pasar uang NYSE sebagai berikut :

Suku bunga kredit Dollar AS 1 tahun : 12 %

Suku bunga kredit Franc Swiss 1 tahun : 8 %

Suku bunga kredit Mark Jerman 1 tahun : 9,5 %

Alternatif pembiayaan valas : (a) meminjam Franc , (b) meminjam Mark dan (c) meminjam Franc dan Mark. Asumsikan JLG telah meramalkan persentase perubahan kurs spot Franc Swiss dan Mark Jerman dari saat kredit diperoleh hingga saat pelunasan disertai dengan probabilitas.

Valuta	% perubahan nilai kurs spot periode pinjaman	Prob.
Franc Swiss	1%	20%
Franc Swiss	3%	50%
Franc Swiss	7%	30%
Mark Jerman	-1%	35%
Mark Jerman	3%	40%
Mark Jerman	7%	25%

Pertanyaan : Apakah pembiayaan portofolio 30% Franc dan 70% Mark lebih menguntungkan dibandingkan pembiayaan tunggal Dollar AS ?

2. Perusahaan multinasional Amerika Serikat, *New York Star Company* (NYSC), mempertimbangkan untuk menerbitkan obligasi yang didenominasi Mark Jerman dengan suku bunga kupon 7%. NYSC tertarik pada pembiayaan Mark karena suku bunga kupon yang rendah dibandingkan dengan obligasi yang didenominasi Dollar AS yang memiliki suku bunga kupon 12%. Asumsikan kedua jenis obligasi (Mark dan Dollar) memiliki jangka waktu jatuh tempo 4 tahun, sedangkan dana yang dibutuhkan senilai \$ 7,5 juta dan kurs spot Mark sebesar \$0,55. Untuk kebutuhan pembiayaan tersebut, NYSC telah melakukan *forecasting* terhadap nilai Mark selama 4 tahun kedepan sebagai berikut :

Akhir tahun	Nilai Tukar DM
1	\$ 0,57
2	\$ 0,60
3	\$ 0,61
4	\$ 0,58

Pertanyaan : Apakah NYSC menerbitka obligasi yang didenominasi Mark atau Dollar? Berikan penjelasannya

BAB 7 INVESTASI LUAR NEGERI

Standar Kompetensi :

Mengidentifikasi investasi perusahaan multinasional di luar negeri

Kompetensi Dasar :

1. Menentukan motif investasi luar negeri
2. Merumuskan manfaat melakukan diversifikasi internasional
3. Menganalisis resiko pengembalian proyek di luar negeri

1. Motif Melakukan Investasi Luarnegeri

Ekspansi global perusahaan multinasional semakin meluas seiring dengan kebijakan pemerintah di banyak negara yang menghapus berbagai hambatan perdagangan internasional. Perusahaan multinasional biasanya mengambil manfaat dari kesempatan bisnis internasional tersebut dengan melakukan investasi langsung di luar negeri (*direct foreign investment*, DFI) yang mencerminkan aset-aset riil.

Perusahaan multinasional melakukan DFI melalui usaha patungan dengan perusahaan asing, akuisisi perusahaan dan pembentukan. Kebijakan melakukan investasi langsung di luar negeri dapat menghasilkan *return* tinggi apabila pengelolaannya benar, tetapi investasi tersebut memiliki resiko yang tinggi. Mengingat tingkat *return* dan resiko yang tinggi, maka perusahaan multinasional harus menganalisis secara cermat manfaat potensial dan biaya yang terkait sebelum melakukan DFI.

Pertimbangan perusahaan multinasional melakukan investasi langsung di luar negeri diantaranya dapat meningkatkan kemampuan meraih laba perusahaan dan meningkatkan kekayaan pemegang saham. Beberapa

cara yang dapat dilakukan perusahaan multinasional untuk melakukan DFI antara lain :

1. Menciptakan sumber permintaan baru

Perusahaan multinasional yang sudah mencapai suatu tahap pertumbuhan maksimal dinegara asal, yang disebabkan tingginya tingkat persaingan atau adanya persaingan tidak sehat, akan menciptakan permasalahan. Pemecahannya dengan memasuki pasar luar negeri yang sumber permintaan yang potensial.

2. Memasuki pasar yang memungkinkan mendapatkan laba abnormal.

Apabila perusahaan lain dapat membuktikan bahwa laba abnormal dapat dihasilkan pada pasar luar negeri, maka sebaiknya perusahaan multinasional sebaiknya memasuki pasar tersebut. Strategi dapat dilakukan dengan menentukan harga yang lebih rendah, tetapi strategi ini akan mendapat halangan dari perusahaan yang sudah ada dengan jalan menurunkan harga jual sebelum perusahaan multinasional masuk pasar.

3. Perusahaan multinasional memungkinkan mengambil manfaat dari skala ekonomis

Perusahaan multinasional berupaya menjual produk utamanya di pasar baru supaya dapat menaikkan laba dan kekayaan pemegang saham melalui skala ekonomis (yaitu biaya rata-rata per unit lebih rendah dengan meningkatnya volume produksi). Pencapaian skala ekonomis juga didukung dengan adanya penghapusan restriksi dalam perdagangan internasional dan munculnya pasar bersama regional.

4. Memungkinkan perusahaan multinasional memanfaatkan faktor produksi luar negeri

Faktor produksi disini lebih ditekankan pada tenaga kerja dan tanah. Biaya faktor produksi tersebut bervariasi antara negara satu

dengan negara yang lain. Hal ini disebabkan struktur pasar yang tidak sempurna, seperti : informasi pasar tidak sempurna, biaya relokasi transaksi, restriksi masuk dalam suatu industri. Yang perlu diperhatikan adalah sangat penting bagi perusahaan multinasional untuk melakukan survey pasar untuk menentukan apakah mereka dapat mengambil keuntungan dari biaya faktor produksi yang lebih rendah.

5. Memudahkan perusahaan multinasional menggunakan bahan baku luar negeri

Dengan mahalnya biaya transportasi, perusahaan multinasional berupaya menghindari impor bahan baku dari negara asing, apalagi jika barang hasil produksi perusahaan multinasional dijual kembali ke negara pengimpor. Sehingga solusi terbaik adalah membangaun fasilitas produksi di negara dimana bahan baku tersedia.

6. Memungkinkan perusahaan multinasional memanfaatkan teknologi luar negeri

Hal ini dapat dilakukan dengan cara mendirikan perusahaan di luar negeri atau mengakuisisi, kemudian teknologi perusahaan tersebut digunakan untuk memperbaiki proses produksi pada semua anak perusahaan.

7. Memungkinkan perusahaan multinasional mengeksploitasi keunggulan monopolistik

Teori organisasi industri menjelaskan bahwa perusahaan melakukan internasionalisasi jika memiliki sumber daya dan keahlian yang tidak dimiliki oleh perusahaan pesaing. Apabila perusahaan kedua keunggulan tersebut dan berhasil mengeksploitasikan pada

pasar dalam negeri maka langkah selanjutnya akan melakukan hal yang sama pada pasar luar negeri.

8. Menjadi cara bagi perusahaan multinasional untuk bereaksi terhadap fluktuasi kurs

Apabila nilai suatu valuta asing dianggap terlalu rendah, perusahaan dapat mempertimbangkan investasi langsung di negara yang nilai valutanya rendah, karena pengeluaran investasi awal akan relatif rendah

9. Menjadi cara perusahaan multinasional bereaksi terhadap restriksi perdagangan

Dalam sejumlah kasus, perusahaan multinasional menggunakan DFI sebagai strategi defensif dan bukan agresif. Sebagai contoh, produsen mobil Jepang membangun pabrik di AS untuk mengantisipasi munculnya restriksi perdagangan yang lebih ketat yang pada akhirnya akan menghambat ekspor Jepang ke AS.

10. Menjadi cara bagi perusahaan multinasional untuk melakukan diversifikasi internasional

Kondisi perekonomian tidak bergerak dengan laju yang sama dari waktu ke waktu antara negara satu dengan lainnya. Dengan mendiversifikasi penjualan (atau bahkan produksi) ke berbagai negara, suatu perusahaan dapat menciptakan *cash flow* yang lebih stabil. Sehingga kemungkinan munculnya masalah likuiditas menjadi rendah.

Tabel 7.1
Manfaat dari Investasi Asing Langsung

Manfaat Potensial	Cara Pemanfaatan Investasi Asing
Menciptakan sumber permintaan baru	Mendirikan anak perusahaan atau mengakuisisi perusahaan pada pasar baru
Eksplorasi pasar untuk mengoptimalakn laba	Akuisisi perusahaan pesaing yang memiliki pasar tinggi dalam pasar baru
Bereaksi terhadap restriksi perdagangan	Mendirikan anak perusahaan pada pasar yang memiliki restriksi ketat
Melakukan diversifikasi internasional	Mendirikan anak perusahaan yang siklus bisnisnya berbeda dengan perusahaan induk
Bereaksi terhadap fluktuasi nilai tukar	Mendirikan anak perusahaan pada suatu pasar yang fluktuasi valas relatif stabil
Memanfaatkan faktor produksi luar negeri	Mendirikan anak perusahaan yang biaya tenaga kerja dan tanah murah

2. Manfaat Diversifikasi Internasional

Dalam bahasan ini akan disajikan contoh numerik untuk mengilustrasikan bagaimana suatu proyek internasional dapat mengurangi resiko yang harus ditanggung perusahaan.

Pertimbangkan suatu perusahaan AS berencana berinvestasi pada perusahaan baru yang akan berlokasi di AS atau Inggris. Setelah selesai, investasi dalam proyek tersebut akan bernilai 30 % dari total dana yang diinvestasikan perusahaan (termasuk dirinya sendiri). Asumsikan bahwa investasi berjalan dan perusahaan (yaitu, 70 % lainnya) semuanya berlokasi di AS. “Karakteristik” dari proyek yang diusulkan (telah diramalkan untuk periode 5 tahun kedepan) baik yang berlokasi di Inggris maupun yang ada di AS.

Tabel 7.2
Mengevaluasi Proposal Proyek pada Dua Lokasi

	Karakteristik Proyek Berlokasi di AS	Karakteristik Proyek Berlokasi di Inggris
Perkiraan tingkat pengembalian Setelah pajak tahunan rata-rata Dari investasi	25 %	25 %
Standart deviasi dari tingkat Pengembalian setelah pajak Tahunan dari investasi	0.09 %	0.11 %
Korelasi antara tingkat pengembalian Setelah pajak tahunan dari investasi Baru dengan tingkat pengembalian Setelah pajak dari bisnis berjalan	0.80 %	0.02 %

Dalam analisis manfaat ini, digunakan beberapa asumsi :

1. Bahwa perusahaan ingin menilai kelayakan dari tiap proyek yang diusulkan berdasarkan karakteristik resiko dan pengembalian hasil estimasi tadi.
2. Periode (horizon) investasi 5 tahun
3. *Return on investment* (ROI) setelah pajak tahunan dari bisnis berjalan diperkirakan 20 %
4. Variabilitas pengembalian (yang diukur dengan standart deviasi) diperkirakan 0,10

Analisis pertama dilakukan dengan asumsi perusahaan baru berlokasi di AS. Maka portofolio meliputi 70 % dana diinvestasikan dalam bisnis berjalan di AS dan 30 % dana diinvestasikan pada perusahaan baru yang juga berlokasi di AS. Maka tingkat pengembalian setelah pajak (r_p) bagi perusahaan secara keseluruhan :

$$r_p = (70\%) (20\%) + (30\%) (25\%) = 21,5\%$$

↙

% dana yg diinves dalam bisnis berjalan

↓

perkiraan tingkat pengembalian dari bisnis yg berjalan

↓

% dana yg diinvest. dalam proyek baru

↓

perkiraan tingkat pengembalian dari bisnis baru

Perhitungan dilakukan dengan menimbang masing-masing pengembalian dengan prosentase dana yang diinvestasikan dalam masing-masing investasi. Perkiraan tingkat pengembalian bagi perusahaan secara keseluruhan akan sama terlepas apakah proyek baru berlokasi di AS atau di Inggris. Dengan demikian, dari segi tingkat pengembalian, tidak ada proyek yang lebih baik.

Berkenaan dengan resiko, proyek yang berlokasi di AS diperkirakan akan memperlihatkan variabilitas pengembalian yang lebih stabil selama periode 5 tahun . yaitu 0,09 dibandingkan di Inggris 0,11. Karena perusahaan biasanya menyukai pengembalian yang lebih stabil dari suatu investasi, maka perusahaan baru di AS mempunyai keunggulan.

Tetapi, mengestimasi resiko dari proyek individual saja tanpa memperhitungkan resiko bagi perusahaan secara keseluruhan akan menyesatkan. Korelasi antara tingkat pengembalian dari proyek baru dengan tingkat pengembalian dari bisnis-bisnis berjalan juga harus diperhitungkan. Varian dari portofolio dapat dihitung dengan menggunakan persamaan :

$$\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2 w_A w_B \sigma_A \sigma_B (CORR_{AB})$$

dimana :

w_A dan w_B = mewakili persentase dana yang diinvestasikan dalam investasi A dan investasi B

σ_A dan σ_B = standart deviasi dari pengembalian investasi A dan investasi B

$CORR_{AB}$ = koefisien korelasi antara pengembalian dari investasi A dengan pengembalian investasi B

Varian dari perusahaan secara total jika proyek baru berlokasi di AS, yaitu :

$$\sigma_p^2 = (0,70)^2 (0,10)^2 + (0,30)^2 (0,09)^2 + 2 (0,70) (0,30) (0,10) (0,09) (0,80)$$

$$= 0,008653$$

Apabila proyek baru berlokasi di Inggris, variabilitas pengembalian akan berbeda karena standart deviasi dan koefisien korelasinya dengan bisnis-bisnis berjalan juga berbeda. Variabilitas pengembalian total bila proyek berlokasi di Inggris :

$$\sigma_p^2 = (0,70)^2 (0,10)^2 + (0,30)^2 (0,11)^2 + 2 (0,70) (0,30) (0,10) (0,11) (0,02)$$

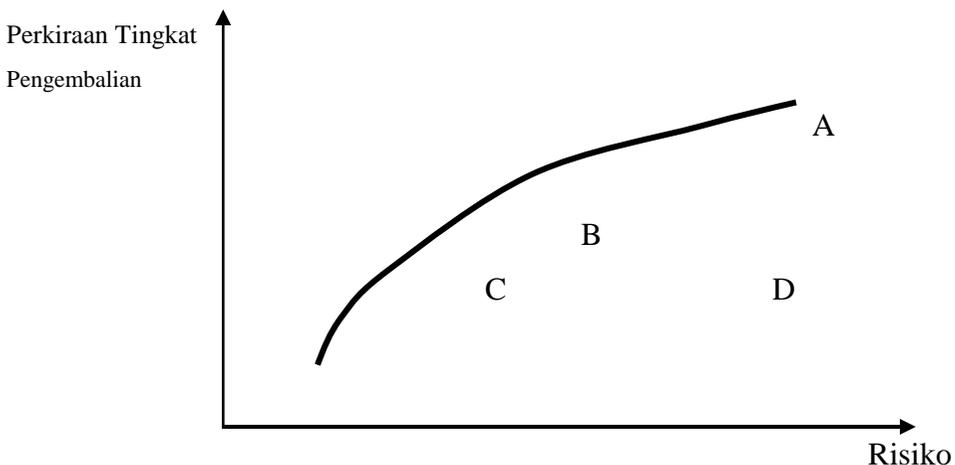
$$= 0,0060814$$

Dari perhitungan di atas, dapat disimpulkan bahwa proyek baru berlokasi di Inggris akan menghasilkan pengembalian yang lebih stabil.

3. Analisis Resiko-Pengembalian dari Proyek

Perusahaan multinasional yang memiliki proyek diberbagai tempat di dunia berkepentingan dengan karakteristik resiko-pengembalian dari proyek tersebut. Dari perspektif konseptual, strategi penciptaan proyek global perusahaan multinasional dapat dikaji dengan pemikiran sebagai berikut :

Gambar 7.3
Analisis Resiko Pengembalian dari Proyek Internasional



Proyek A memiliki pengembalian yang paling tinggi diantara semua proyek. Perusahaan multinasional bisa mencurahkan semua sumber dananya pada proyek tersebut agar mendapatkan pengembalian yang tinggi, tetapi resiko yang dihadapi juga tinggi. Langkah yang dapat ditempuh dengan mengkombinasikan proyek A dengan proyek lain, konsekuensi yang diterima menurunnya tingkat pengembalian rata-rata perusahaan multinasional yang disertai dengan menurunnya tingkat resiko secara substansial.

Apabila perusahaan multinasional memilih kombinasi proyek secara tepat, portofolio proyeknya mampu menciptakan *trade-off* antara resiko dan pengembalian yang efisien. Kurva diatas mencerminkan batas dari portofolio yang efisien, yaitu portofolio yang memiliki karakteristik resiko-pengembalian optimal, dimana tidak ada satu proyek tunggal yang mapu mengeunggulu portofolio tersebut. Istilah efisien mengacu pada resiko minimum yang harus ditanggung untuk perkiraan pengembalian barang.

Semakin rendah atau negatif korelasi antar pengembalian, dari proyek-proyek, semakin rendah resiko portofolio. Apabila suatu proyek tambahan dimasukkan ke dalam portofolio , maka kurva portofolio efisien dapat berubah. Sebuah perusahaan multinasional akan lebih baik jika kurva portofolionya bergerak semakin ke kiri, karena mencerminkan penurunan resiko.

Perusahaan multinasional yang konservatif akan memilih portofolio yang memiliki resiko rendah, yaitu portofolio yang terletak pada bagian bawah kurva. Sedangkan perusahaan multinasional yang agresif akan memilih portofolio pada bagian atas kurva, dimana mencerminkan resiko kurva tinggi dan tingkat pengembalian tinggi.

4. Keputusan Pasca Implementasi Investasi Luar Negeri

Setelah investasi luar negeri diimplementasikan, diperlukan keputusan periodik untuk menentukan apakah perusahaan multinasional perlu melakukan ekspansi lanjutan dalam suatu lokasi tertentu. Disamping itu sejalan dengan diterimanya laba dari proyek, perusahaan multinasional harus juga memutuskan apakah dana tersebut akan dipulangkan ke perusahaan induk atau digunakan oleh anak perusahaan. Apabila anak perusahaan dapat memanfaatkan dana dengan lebih baik dari pada perusahaan induk, sebaiknya dana diberikan kepada anak perusahaan. Yang perlu diperhatikan bahwa apakah anak perusahaan lainnya, apabila ada anak perusahaan lain yang memerlukan dana maka dapat dipertimbangkan, selain itu, apakah perusahaan induk memerlukan juga dana untuk investasi lain atau ekspansi.

Fakta yang relevan menyangkut keputusan apakah anak perusahaan perlu menginvestasikan kembali laba atau tidak harus dianalisis kasus per kasus, artinya tidak ada suatu pedoman yang harus diikuti. Keputusan yang tepat tergantung pada kondisi ekonomi dari negara dimana anak perusahaan berdomisili serta retribusi yang dikenakan oleh pemerintah. Sebagai gambaran, rasio reinvestasi yang dihitung sebagai laba yang diinvestasikan kembali dibagi laba total berbeda antar negara. Rasio reinvestasi di negara sedang berkembang secara umum lebih tinggi, ini mencerminkan banyaknya kesempatan ekspansi.

Pertanyaan untuk diskusi

1. Sony Moriss Co , perusahaan multinasional Jepang berencana melakukan investasi di China dengan mendirikan anak perusahaan untuk melakukan penetrasi pasar. Eksekutif-eksekutif Sony Morris Co. Percaya bahwa nilai valuta Yuan China saat ini masih relatif kuat dan akan melemah terhadap Dollar AS nantinya. Jika ekspektasi mereka terealisasi, bagaimana hal tersebut akan mempengaruhi kelayakan proyek di China ? Jelaskan
2. Negara-negara sedang berkembang sering mengenakan restriksi (hambatan) yang ketat untuk melindungi industri dalam negerinya, serta kebijakan investasi asing yang independent dari perekonomian. Mengapa perusahaan multinasional mau menanamkan investasinya di negara sedang berkembang ?
3. Mengapa pemerintah suatu negara mau menyediakan insentif kepada perusahaan multinasional yang melakukan investasi dinegaranya ? Jelaskan .

DAFTAR PUSTAKA

- David K Eitman, Arthur I Stonehill, Mickael H Moffet, 2000, " *Multinational Business Finance*", Addison-Wesley Publishing Company Inc.
- Dennis R Appleyard dan Alfred JF, " *International Economics*", IRWIN
- Jeff Madura , 2001, " *Manajemen Keuangan Internasional Jilid 1 dan 2*" , PT Erlangga
- Laurence S Copeland, 1985, " *Exchange Rate and International Finance*", Addison-Wesley Publishing Company Inc.
- Mudrajat Kuncoro , 1996, " *Manajemen Keuangan Internasional*", BPFE UGM Yogyakarta
- Maurice D Levi, 1981, " *International Finance : The Market and Financial Management of Multinational Business*", Mc Graw Hill Inc.
- Miralda Goeltom & Doddy Z, 1998, " *Manajemen Nilai Tukar Indonesia*", *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan Vol. 1 No. 2*
- Paul de Grauwe, 1996, " *International Money : Postwar Trends and Theories*", Oxford University Press
- Ricard VL Cooper, 1993, " *Efficient Capital Market and The Quantity Theory of Money*", *Journal Of Finance*, Vol. 21
- Ricard Baille & Patrick McMahon, 1989, " *Foreign Exchnage Market : Theory and Empirical Envidance*", Cambridge University Press
- Syamsul Arifin, Wibisono, Charles PR Joseph & Shinta Sudradjat, 2007, " *IMF dan Stabilitas Keuangan Internasional*", PT Elex Media Komputindo

GLOSSARY

Analisis sensitivitas yaitu suatu analisis dalam valuta asing untuk menentukan seberapa sensitif net present value terhadap input yang berbeda.

Apresiasi Valuta : kenaikan nilai tukar suatu valuta yang diakibatkan interaksi antara supply dan demand dalam pasar valas

Band Intervention : suatu interval nilai tukar dalam managed exchange rate system dimana Bank Sentral tidak melakukan intervensi di pasar valas

Covered interest arbitrage merupakan suatu investasi jangka pendek di luar negeri yang secara simultan diikuti dengan menjual forward valuta asing yang mendominasi investasi.

Currency Swap memungkinkan perusahaan multinasional menukarkan valuta pada interval-interval periodik.

Efisiensi Pasar Valas didefinisikan sebagai pasar dimana seluruh informasi dapat secara cepat dimengerti oleh pelaku pasar dan tercermin dari pembentukan harga pasar

Ekuitas : struktur modal dalam perusahaan multinasional yang strukturnya terdiri dari laba ditahan dan penerbitan saham

Fixed exchange rate system adalah sistem dimana nilai tukar suatu valuta terhadap valuta yang lain ditentukan/ “dipatok” oleh Bank Sentral

Free Exchange Rate System , istilah lain yang digunakan adalah floating exchange rate, yaitu nilai tukar valuta asing ditentukan oleh pasar berdasarkan kekuatan tarik menarik antara supply dan demand valuta asing

Forward Transaction, transaksi valuta asing dimana penyerahannya dilakukan pada tanggal tertentu yang telah disetujui, dengan nilai kurs ditentukan pada saat kontrak

Future Transaction, transaksi valuta asing yang mirip dengan forward transaction, tetapi dalam masa “maturity” terjadi penyesuaian nilai kurs yang disesuaikan dengan kurs pasar

Depresiasi Valuta : penurunan nilai tukar suatu valuta yang diakibatkan oleh interaksi antara supply dan demand dalam pasar valas

Exposure (open position) : suatu posisi dimana pelaku ekonomi (perusahaan multinasional) terbuka terhadap resiko fluktuasi nilai tukar

Hedging adalah menghindari resiko yang mungkin muncul dari transaksi valuta asing yang disebabkan adanya tenggang waktu dalam transaksi serta karena fluktuasi nilai tukar

Investasi Luar Negeri adalah investai yang dilakukan oleh perusahaan nasional pada suatu negara di luar negara dimana induk perusahaan berada

Interest Rate Swap suatu tindakan perusahaan multinasioal yang memungkinkan perusahaan untuk menukarkan (swap) pembayaran berbunga tetap dengan pembanyaran berbunga mengambang sehingga diperoleh struktur pembayaran masa depan yang menguntungkan

Managed exchange rate system : nilai tukar valuta dalam sistem ini ditentukan oleh pasar valuta dan band intervention yang ditetapkan oleh Bank Sentral. Artinya, nilai tukar ditentukan oleh pasar (suply dan demand valuta) tetapi pergerakannya dibatasi oleh rentang intervensi yang ditetapkan oleh Bank Sentral.

Nilai Tukar (exchange rate) nilai valuta suatu negara dibandingkan (dinilai) dengan valuta negara lain

Over Bought adalah suatu posisi dimana nilai asset valuta asing lebih besar dibandingkan dengan liability valuta asing

Over Sold adalah suatu posisi dimana nilai asset valuta asing lebih kecil dibandingkan dengan liability valuta asing

Pendekatan Neraca Pembayaran (Balance Payment Approach Approach)
Metoda ini menekankan pada konsep aliran (flow concept), sehingga nilai tukar valuta asing ditentukan oleh aliran permintaan dan penawaran valuta.

Portofolio Approach Pendekatan ini disebut juga “market basket”, yaitu melakukan transaksi valuta asing dalam beberapa jenis valuta

Pendekatan Keseimbangan Portofolio (Portofolio Balance Approach) pada metoda ini, faktor yang menentukan nilai tukar adalah permintaan dan penawaran asset finansial,

Pendekatan Moneter (Monetary Approach) dalam pendekatan ini, faktor-faktor moneter melandasi fungsi permintaan dan penawaran uang yang merupakan penyebab utama dari pergerakan/ fluktuasi nilai tukar

Pendekatan Pritas Daya Beli (Purchasing Power Parity Approach) Konsep dasar metoda Paritas Daya Beli merupakan teori untuk menghitung nilai tukar valuta asing yang dinyatakan dengan rasio tingkat harga suatu negara dengan negara lain.

Probalitas nilai tukar, yaitu pendekatan untuk memproyeksi nilai tukar dengan membuat distribusi probabilitas untuk tiap periode saat pembayaran dilakukan kepada pemegang obligasi.

Resiko Sistematis adalah resiko yang dapat di managed oleh perusahaan yang mempengaruhi kegiatan (operasional) perusahaan dan tidak dapat didiversikan

Sistem Nilai Tukar adalah cara bagaimana suatu valuta dinilai dengan valuta yang lain, meliputi fixed exchange rate, managed exchange rate dan free exchange rata

Spot Transaction, transaksi dalam valuta asing yang penyerahannya dilakukan dengan segera dengan jangka waktu maksimal 2 hari setelah tanggal transaksi

INDEKS

A		F	
ALMA	49	Forward Transaction	1
Analisis Sensitivitas	36	Future Transaction	1
Arbitrage	27	G	
Arus Kas Pengimbang	59	Granger Representation Theorem	53
B		H	
Band Intervention	17,19	Harga Luwes	23
Biaya Modal	37	Harga Kaku	24
Biaya Oportunitas	37	Hedging	3
C		Hukum Satu Harga	22, 27
CAPM	39	I	
Comparative Advantage	51	Interest Rate Swap	63,64
Contagion Effect	19,49	K	
Converted Interest Arbitrage	46,47	Keynesian	24
Currency Swap	65,66	L	
D		LIBOR	45
Depresiasi	31,49	Laba Abnormal	68
DFI	67	M	
Dornbusch Sticky Price Model	53	Mortingale Models	13
E		N	
ECM	29	NPV	42
Efisiensi Pasar Valuta Asing	9,11	O	
Ekuitas	37	Over Bought	4
Expected Inflation	25	Over Sold	4
Expected Value	61		
Exposure	5		

P

Pendekatan Neraca Pembayaran	20
Pendekatan Paritas Daya Beli	21,27
Pendekatan Moneter	22
Pendekatan Portofolio	25,61
Pembiayaan Efektif	61
Premium Risk	41
Probabilitas Nilai Tukar	59
Penganggaran Modal Multinasional	34

R

Requirement Rate of Return	42
Resiko Sistematis	40
Ramalan Nilai Tukar	48
ROI	71

S

Sistem Kurs Tetap	17
Sistem Mengambang Terkendali	17
Sistem Kurs Bebas	18
Skala Ekonomi	68
Spot Transaction	1
Suku Bunga Bebas Resiko	40,41

T

Tax Deductable	38
Trading	3

U

Undervalue	22
------------	----

V

Varian Portofolio	72
-------------------	----

Y

Yield Obligasi	57
----------------	----