

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Valuta Asing dan Nilai Tukar

Valuta asing (*foreign exchange*) adalah mata uang negara lain (*foreign currency*) dari suatu perekonomian (Berlianta, 2004). Untuk dapat digunakan dalam kegiatan ekonomi, maka mata uang yang dipergunakan mempunyai harga tertentu dalam mata uang negara lain. Harga tersebut menggambarkan berapa banyak suatu mata uang harus dipertukarkan untuk memperoleh satu unit mata uang lain. Istilah dari rasio pertukaran ini adalah nilai tukar atau kurs (*exchange rate*).

Kurs dapat dijadikan alat untuk mengukur kondisi perekonomian suatu negara. Pertumbuhan nilai mata uang yang stabil menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki kondisi ekonomi yang relatif baik. (Salvator, 1997).

Perbedaan nilai tukar mata uang suatu negara pada prinsipnya ditentukan oleh besarnya permintaan dan penawaran mata uang tersebut. Nilai tukar merupakan salah satu komponen yang sangat penting dalam perekonomian terbuka, mengingat pengaruhnya yang besar bagi neraca transaksi berjalan maupun bagi variabel-variabel makro ekonomi lainnya. Perubahan nilai tukar ini merupakan salah satu sumber ketidakpastian makroekonomi yang dampaknya dapat memengaruhi baik negara maupun perusahaan.

Mengingat besarnya dampak dari fluktuasi kurs terhadap perekonomian, maka diperlukan suatu manajemen kurs yang baik sehingga fluktuasi dapat diprediksi sehingga perekonomian dapat berjalan dengan stabil. Apabila terjadi kegagalan pada manajemen kurs, maka hal tersebut dapat mengakibatkan gangguan terhadap kestabilan perekonomian.

Krugman (2000) menyebutkan bahwa depresiasi nilai tukar yang tajam membuat utang berdenominasi mata uang asing yang dimiliki perusahaan

menjadi berlipat-lipat dalam waktu singkat sehingga memperburuk neraca keuangan dari perusahaan di dalam negeri secara signifikan. Yang dampaknya dapat dirasakan secara makro.

Perubahan nilai tukar merupakan risiko pasar yang berada diluar kendali perusahaan. Kemudian, apa yang dapat dilakukan perusahaan? Rothig, Semler dan Flascher (2005) berkesimpulan bahwa efek negatif nilai tukar terhadap neraca perusahaan dapat diminimalisir dengan menerapkan praktik manajemen risiko perusahaan. Instrumen yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan lindung nilai (*hedging*). Caranya bermacam-macam, misalnya menggunakan instrumen derivatif semisal membeli kontrak *forward* atau *option* (Saunders, 2003).

2.1.1. Pasar Valuta Asing

Dalam pasar valas, valas dibedakan menjadi dua kelompok yakni (Berlianta, 2005) :

1. *Hard currency*. Yakni mata uang yang memiliki nilai relatif stabil, sehingga tidak sering mengalami depresiasi maupun apresiasi jika dibandingkan dengan mata uang lain. Mata uang inilah yang sering digunakan sebagai alat pembayaran dan satuan hitung dalam transaksi internasional. Yang termasuk didalamnya ialah US Dolar (US\$), Yen Jepang (JPY), Euro (€), dan Poundsterling (GPB)
2. *Soft currency*. Yakni mata uang lemah yang jarang digunakan sebagai alat pembayaran internasional karena relatif kurang stabil serta sering terdepresiasi. Umumnya terdiri dari mata uang negara berkembang yang sangat sensitif terhadap kondisi politik, kebijakan pemerintah, dan faktor sosial ekonomi.

Ada beberapa faktor yang menyebabkan perubahan nilai di pasar. Madura (2006) menerangkan faktor-faktor apa saja yang memengaruhi pergerakan nilai tukar mata uang, yakni :

1. Perbedaan tingkat inflasi antara kedua negara.

Kenaikan tingkat inflasi di suatu negara akan menyebabkan meningkatnya impor oleh negara tersebut berupa barang dan jasa dari luar negeri, sehingga semakin banyak valuta asing yang diperlukan untuk membayar transaksi impor tersebut. Hal ini akan mengakibatkan meningkatnya permintaan terhadap valuta asing di pasar. Inflasi tersebut juga memungkinkan mengurangi kemampuan ekspor nasional negara yang bersangkutan, sehingga akan mengurangi suplai terhadap valuta asing di dalam negerinya.

Berdasarkan pada teori paritas daya beli (*purchasing power parity*), dijelaskan bahwa hubungan antara nilai tukar mata uang dengan inflasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E = \frac{(1+I_d)}{(1+I_f)} - 1 \quad (2.1)$$

Dimana E adalah kurs, I_d adalah inflasi domestik, dan I_f adalah inflasi yang terjadi di luar negeri. Menurut PPP, tingkat inflasi domestik yang melebihi tingkat inflasi di luar negeri akan mengakibatkan meningkatnya kurs mata uang domestik. Suplai mata uang domestik di pasar akan berlebih. Hal ini akan menurunkan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing.

2. Perbedaan tingkat suku bunga antara kedua negara

Perubahan tingkat suku bunga akan berdampak pada perubahan jumlah investasi di suatu negara, baik yang berasal dari investor domestik maupun asing. Investasi yang berubah terutama pada jenis-jenis investasi portofolio yang umumnya berjangka waktu pendek. Perubahan tingkat suku bunga ini akan berpengaruh pada perubahan jumlah permintaan dan penawaran di pasar uang domestik.

Jika suatu negara menganut rezim devisa bebas, hal tersebut akan memungkinkan terjadinya peningkatan aliran modal masuk (*capital inflow*) maupun keluar (*capital outflow*) dari dan keluar negeri. Hal ini akan menyebabkan perubahan nilai tukar mata uang negara tersebut terhadap mata uang asing di pasar.

Tingkat suku bunga riil umumnya lebih sering digunakan dibandingkan dengan tingkat suku bunga nominal untuk mengukur pergerakan nilai tukar mata uang. Tingkat suku bunga nominal bukan merupakan alat ukur yang akurat, karena masih terkandungnya unsur inflasi di dalamnya.

Berdasarkan pada rumus *International Fisher's Effect* yakni :

$$E = \frac{(1+IRd)}{(1+IRf)} - 1 \quad (2.2)$$

Dimana R adalah kurs, IRd adalah tingkat suku bunga domestik, dan IRf adalah tingkat suku bunga luar negeri. Ketika $IRd > IRf$, E akan positif karena tingkat suku bunga luar negeri yang tinggi mencerminkan tingkat inflasi yang rendah di luar negeri. Mata uang asing akan terapresiasi. Apresiasi ini akan meningkatkan *return* luar negeri yang diterima oleh investor domestik sehingga *return* dari aset luar negeri akan sama dengan *return* domestik. Begitu pula sebaliknya jika $IRd < IRf$

3. Perbedaan tingkat pendapatan nasional (GDP) antara kedua negara

Perbedaan tingkat pendapatan nasional di dua negara akan dapat mempengaruhi transaksi ekspor dan impor barang, maupun transaksi aset antar negara yang bersangkutan. Hal tersebut selanjutnya dapat mempengaruhi perubahan jumlah permintaan dan penawaran valuta asing di negara-negara tersebut.

Selain itu, Adler (2003) juga menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi perubahan kurs, yakni :

1. Permintaan terhadap valas (*Foreign Exchange Demand*)

Permintaan terhadap valas akan timbul jika penduduk/perusahaan suatu negara membutuhkan barang dan jasa yang diproduksi oleh negara lain. Dapat dikatakan, permintaan valas naik ketika impor meningkat. Faktor yang memengaruhi permintaan valas misalnya harga valas itu sendiri (nilai tukarnya), tingkat pendapatan, tingkat suku bunga, selera dan kebijakan pemerintah.

2. Penawaran terhadap valas (*Foreign Exchange Supply*)

Penawaran valas akan meningkat ketika negara lain meningkatkan impornya atau saat ekspor perusahaan domestik meningkat.

3. Kontrol Pemerintah

Pemerintah suatu negara dapat memengaruhi keseimbangan pasar valas dengan beberapa cara, misalnya, (1) memberlakukan halangan perdagangan valas maupun barang dan jasa (*barriers*), (2) melakukan intervensi (membeli atau menjual valas) (3) memengaruhi variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan tingkat pendapatan.

4. Spekulasi di pasar valas

Aksi spekulasi yang masuk ke pasar valas dapat menyebabkan kenaikan atau penurunan kurs yang efeknya langsung terasa seketika dan dapat pula bertahan lama.

5. Informasi yang mendukung permintaan maupun penawaran valas. Informasi, baik berita baik ataupun buruk, dapat mengundang investor untuk membeli atau menjual valas.

2.1.2. Pengguna Valas

Pergerakan nilai valuta asing selalu berubah-ubah dalam hitungan menit bahkan detik. Perubahan ini dipengaruhi oleh hukum *supply* (penawaran) dan *demand* (permintaan) yang melibatkan berbagai pelaku pasar dengan berbagai kepentingan. Pelaku pasar tersebut antara lain adalah (Berlianta, 2004):

1. Bank Sentral

Bank sentral suatu negara berkepentingan terhadap valas dengan tujuan untuk menstabilkan posisi nilai tukar mata uang negara tersebut yang biasa disebut dengan kegiatan intervensi. Intervensi ini bertujuan agar pergerakan valas tetap terkendali sehingga berada dalam batas toleransi. Ketika Bank Sentral melihat pergerakan valas dapat membahayakan perekonomian, Bank Sentral dapat menggunakan cadangan devisa negara untuk melakukan intervensi sehingga pasar tetap terkendali.

2. Perusahaan

Untuk meningkatkan daya saing dan menekan biaya produksi, perusahaan selalu melakukan eksplorasi terhadap berbagai sumber daya-sumber daya yang baru dan yang lebih murah, terutama dalam hal bahan baku. Karena itulah perusahaan melakukan impor barang dari luar negeri. Perusahaan juga melakukan kegiatan eksplorasi pasar untuk memperluas jaringan distribusi barang dan jasa yang telah di produksi oleh perusahaan tersebut yang pada akhirnya akan timbul pendapatan dalam mata uang lain atau melakukan transaksi ekspor. Untuk kegiatan ekspor-impor inilah perusahaan membutuhkan valas.

Selain itu perusahaan juga menggunakan valas dalam hal pendanaan (*financing*). Perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang biayanya paling kecil.

3. Masyarakat atau perorangan

Masyarakat atau perorangan melakukan transaksi valuta asing disebabkan oleh beberapa faktor. Faktor yang pertama adalah untuk mencari sumber penghasilan tambahan, yaitu dengan memanfaatkan fluktuasi pergerakan nilai valuta asing untuk memperoleh keuntungan. Faktor kedua adalah kebutuhan konsumsi pada saat berada di luar negeri.

4. Bank Umum

Bank umum melakukan transaksi jual beli valas untuk berbagai keperluan antara lain melayani nasabah yang ingin menukarkan uangnya kedalam bentuk mata uang lain, atau untuk memenuhi kewajibannya dalam bentuk valuta asing.

5. Broker/Dealer

Broker bertugas menjadi perantara terjadinya transaksi valuta asing. Peran mereka adalah untuk mencarikan pembeli ataupun penjual.

6. Pemerintah

Pemerintah melakukan transaksi valuta asing untuk berbagai tujuan antara lain membayar hutang luar negeri, menerima pendapatan dari luar negeri yang harus di tukarkan lagi ke dalam mata uang lokal.

2.1.3. Nilai Tukar Mata Uang

Nilai tukar merupakan suatu perbandingan antar nilai tukar mata uang suatu negara dibandingkan dengan mata uang lain atau tingkat harga yang disepakati penduduk kedua negara untuk melakukan perdagangan (Saunders, 2000).

Sedangkan menurut Madura (2006), nilai tukar merupakan harga mata uang suatu negara dinyatakan dalam mata uang negara lain. Nilai tukar atau kurs dibedakan menjadi dua yakni :

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

Rumus dari RER adalah :

$$RER = e \times \left(\frac{P}{P^*} \right) \quad (2.3)$$

Dimana : RER = *real exchange rate*
 e = *nominal exchange rate*
 P = tingkat harga domestik

P^* = tingkat harga luar negeri

Nilai tukar riil mencerminkan nilai tukar yang telah disesuaikan dengan tingkat inflasi yang terjadi antar dua negara. Jika mata uang melemah sebesar 10% sementara inflasi domestik 10% lebih tinggi dibandingkan inflasi luar negeri, nilai tukar riil tidak berubah.

2.1.4. Volatilitas Nilai Tukar

Dalam kegiatan operasional sehari-hari, perusahaan menghadapi berbagai macam risiko, seperti risiko likuiditas, operasional, hukum, maupun risiko pasar (booklet Bank Indonesia tahun 2006). Contoh risiko pasar adalah kenaikan suku bunga atau pergerakan (volatilitas) kurs. Kenaikan suku bunga jarang terjadi. Lain halnya pergerakan kurs yang senantiasa berubah.

Nilai tukar memegang peranan sangat penting. Perubahan dalam hal ini mempengaruhi perekonomian, baik mikro maupun makro. Tiap variasi perubahan dalam nilai tukar memiliki konsekuensi dalam fundamental ekonomi seperti suku bunga, tingkat harga, neraca pembayaran maupun kesempatan kerja sehingga memengaruhi semua yang terlibat dalam perekonomian (Qing Qi, 2004).

Semenjak keruntuhan sistem Bretton Woods yang menganut nilai tukar tetap, nilai tukar yang dianut kini bersifat mengambang, yang artinya senantiasa berubah tergantung pasar. Kurs dapat bergerak naik, turun, atau tetap relatif terhadap mata uang negara lain. Jika kurs turun atau melemah, disebut depresiasi. Sedangkan apresiasi berarti sebaliknya.

Volatilitas kurs disebut risiko karena hal ini dapat menimbulkan ketidakpastian sehingga dapat memengaruhi perusahaan di berbagai komponen, baik pada komponen neraca maupun laba rugi. Perusahaan yang memasarkan produknya ke luar negeri, atau yang mengimpor komponen inputnya dari luar negeri, menghadapi risiko volatilitas ini.

Penyebab volatilitas kurs bermacam-macam yang meliputi berbagai aspek, misalnya besar transaksi internasional (hutang, ekspor, impor, investasi asing), banyaknya pelaku pasar, bervariasinya jenis transaksi, banyaknya jenis valuta asing yang ditukarkan, kondisi ekonomi, sosial politik, tingkah laku spekulasi dan faktor-faktor lainnya telah menyebabkan harga/kurs berfluktuasi.

Adler dan Dumas (1984) menjelaskan bahwa perusahaan yang hanya beroperasi secara domestik pun bakal terkena pengaruh nilai tukar, jika komponen input dan *output*-nya dipengaruhi oleh perubahan mata uang.

Di Indonesia, baik pemerintah maupun swasta melakukan transaksi internasional yang signifikan. Transaksi internasional, yang didefinisikan sebagai transaksi antar penduduk setiap negara dan tercermin pada Neraca Pembayaran suatu negara yang mencakup :

1. Perdagangan (*trade*) atau ekspor-impor barang (*tangible goods*) dan jasa (*intangible goods*).
2. Aliran modal (*capital flows*) atau transaksi modal (*capital transactions*) terutama dalam rangka pinjam-meminjam (*lending-borrowing*), bayar hutang pokok dan bunga (*repayments of principal debts and payments of interest debts*), penanaman modal asing langsung di sektor riil maupun portfolio atau disebut *foreign investments both direct and portfolio*.

Kedua transaksi tersebut akan memengaruhi cadangan devisa negara. Cadangan devisa atau jumlah ketersediaan devisa berfungsi sebagai sisi penawaran di pasar valas dalam negeri. Cadangan tersebut berperan dalam meredakan gejolak permintaan (*demand turbulences*) valas yang menyebabkan gejolak di pasar.

Kurs pasar mencerminkan setiap keseimbangan pasar yang selalu bergerak karena keseimbangan pasar senantiasa berpindah-pindah dari waktu ke waktu dalam hitungan detik. Perubahan kurs dan keseimbangan pasar, yang terus-

menerus tersebut merupakan hasil dari pergerakan permintaan (*shifts in demand*) dan pergerakan penawaran (*shifts in supply*). Ketika permintaan atau penawaran di pasar berlebih sehingga dapat membahayakan kondisi perekonomian negara, Bank Sentral mengintervensi pasar dengan menggunakan cadangan devisa sebagaimana yang disebutkan diatas.

2.1.5. Teori yang Berkaitan dengan Valas

Berikut adalah teori yang berkaitan dengan nilai tukar (Berlianta, 2004) :

1. Teori Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity*)

Teori paritas daya beli menyatakan bahwa kurs antara dua mata uang dari dua negara sama dengan tingkat harga kedua negara bersangkutan. Teori ini juga disebut sebagai “*the law of one price*”, yang mengatakan harga dari dua barang yang serupa dari dua negara akan sama apabila diukur dengan mata uang yang sama (*common currency*).

Ada beberapa asumsi yang sulit dipenuhi. Asumsi-asumsi tersebut antara lain, barang-barang di dua negara tersebut bebas diperdagangkan, tidak ada biaya transportasi, tidak ada pajak ekspor atau bea masuk, serta tidak ada kuota.

Teori ini dirumuskan sebagai berikut :

$$E = \frac{P}{P^*} \quad (2.4)$$

E = Nilai tukar nominal

P* = tingkat harga luar negeri

P = tingkat harga domestik

Daya beli domestik dari mata uang suatu negara tercermin pada tingkat harga negara itu sendiri. Dengan demikian, teori paritas daya beli atau PPP memprediksikan bahwa penurunan daya beli mata uang domestik

(ditunjukkan oleh kenaikan tingkat harga domestik) akan diiringi dengan depresiasi mata uangnya secara proporsional dalam pasar valuta asing. Begitu pula sebaliknya, PPP memprediksikan bahwa kenaikan daya beli mata uang domestik akan dibarengi dengan apresiasi secara proporsional.

2. *International Fisher Effect*

Teori ini merupakan pengembangan teori *Fisher Effect* yang menyebutkan bahwa suku bunga nominal adalah suku bunga riil ditambah tingkat inflasi. *International Fisher Effect* menjelaskan bahwa pergerakan kurs disebabkan oleh perbedaan suku bunga nominal yang ada di kedua negara tersebut.

Misalkan suku bunga AS adalah 2% dan suku bunga Indonesia adalah 7%. Maka menurut *International Fisher Effect* mata uang rupiah akan terdepresiasi sekitar $7\% - 2\% = 5\%$ dibanding US dolar. Implikasi dari teori ini adalah seseorang tidak bisa menikmati keuntungan yang lebih tinggi hanya dengan menanam dana ke negara dengan suku bunga nominal yang tinggi karena nilai mata uang negara yang suku bunganya tinggi tersebut akan terdepresiasi.

3. Pendekatan Neraca Pembayaran (*Balance of Payment Approach*)

Pendekatan ini mendasarkan pada pendapat bahwa nilai tukar ditentukan oleh kekuatan penawaran dan permintaan valuta bersangkutan. Adapun alat yang digunakan untuk mengukurnya adalah dengan Neraca Pembayaran.

Jika harga barang-barang di AS meningkat (misalnya karena faktor inflasi) maka penduduk AS akan merubah konsumsinya dari barang dalam negerinya ke barang dari luar negeri (misalkan dari Indonesia). Dengan kata lain, AS mengalami defisit neraca pembayaran. Perubahan permintaan ini akan meningkatkan permintaan rupiah yang akan menyebabkan rupiah menjadi langka di pasar sehingga rupiah terdepresiasi.

2.2. Suku Bunga

Bunga adalah imbal jasa atas pinjaman uang. Imbal jasa ini merupakan suatu kompensasi kepada pemberi pinjaman atas manfaat kedepan dari uang pinjaman tersebut apabila diinvestasikan (*opportunity cost* dalam meminjamkan uang). Jumlah pinjaman tersebut disebut pokok utang (*principal*). Persentase dari pokok utang yang dibayarkan sebagai imbal jasa dalam suatu periode tertentu disebut suku bunga.

Suku bunga dibagi menjadi dua, yakni :

1. Suku bunga tetap adalah suku bunga pinjaman tersebut tidak berubah sepanjang masa kredit.
2. Suku bunga mengambang adalah suku bunga yang berubah-ubah selama masa kredit berlangsung dengan mengikuti suatu kurs referensi tertentu seperti misalnya LIBOR atau SIBOR, dimana cara perhitungannya dengan menggunakan sistem penambahan marjin terhadap kurs referensi.

Suku bunga juga merupakan salah satu instrumen yang sangat vital dalam penetapan kebijakan moneter untuk mengontrol variabel-variabel seperti investasi, inflasi, dan pengangguran.

Ada beberapa faktor yang menyebabkan timbulnya suku bunga, yakni :

1. Konsumsi yang ditahan

Ketika seseorang meminjamkan uangnya, berarti orang tersebut menunda konsumsi yang bisa ia lakukan dengan uang tersebut. Menurut teori *Time Preference*, orang lebih menyukai konsumsi saat ini dibanding konsumsi di masa depan. Karena itu untuk mengompensasi penundaan konsumsi ini diperlukan suatu insentif yakni suku bunga.

2. Ekspektasi Inflasi

Ketika terjadi inflasi, harga barang akan menjadi lebih mahal, yang berarti jumlah uang yang sama hanya dapat membeli barang lebih sedikit di masa

depan dibanding saat ini. Peminjam dana memerlukan kompensasi atas hal ini.

3. Adanya investasi alternatif

Peminjam dana memiliki banyak pilihan untuk berinvestasi dengan dana yang dimiliki. Timbul prinsip *opportunity cost*, jika ia memilih salah satu investasi, ia harus mengorbankan investasi lainnya. Suku bunga digunakan sebagai patokan sebelum seseorang berinvestasi.

4. Risiko dalam investasi

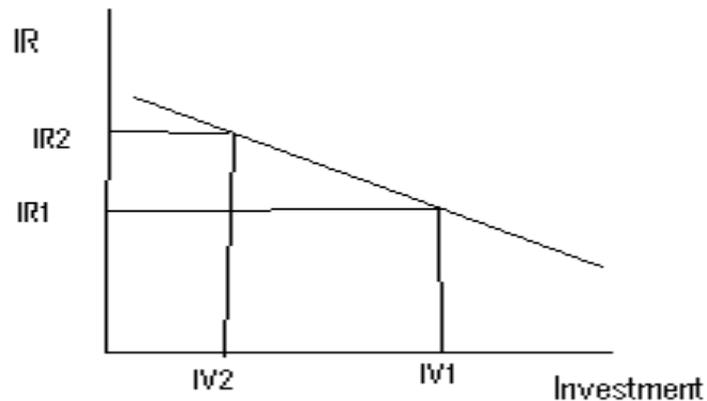
Pemberi pinjaman selalu menghadapi risiko peminjam dana akan bangkrut ataupun gagal bayar. Karena risiko ini, pemberi pinjaman mengenakan premi untuk mengkompensasi risiko ini. Premi tersebut salah satunya adalah suku bunga.

2.2.1. *Interest Rate Effect*

Dalam skala makroekonomi, suku bunga merupakan faktor utama pergerakan tingkat investasi. Ketika suku bunga naik, investasi akan turun (yang menyebabkan naiknya kredit pinjaman atau orang akan lebih suka menyimpan uangnya di bank) sehingga akan menurunkan pendapatan negara.

Hubungan serupa juga dapat dilihat dalam skala mikroekonomi atau perusahaan, kenaikan tingkat suku bunga akan menaikkan biaya kredit sehingga investasi perusahaan akan turun. Hubungan antara suku bunga dan investasi dapat digambarkan dengan grafik dibawah ini.

Gambar 2.1
Hubungan antara tingkat suku bunga dan investasi



Namun terkadang, hubungan ini belum tentu terjadi. Bonomo et al (2004) menemukan, bahwa pada negara-negara berkembang cenderung ditemukan apa yang dinamakan *capital market imperfection*. Jika pasar modal yang terdapat di suatu negara bersifat sempurna (*perfect*), perusahaan dalam negara tersebut dapat meminjam dana dalam mata uang asing maupun domestik tanpa adanya perbedaan biaya (tidak ada *opportunity cost* antara keduanya).

Namun jika pasar modal bersifat tidak sempurna, maka akan terdapat perbedaan biaya antara meminjam dengan mata uang asing atau domestik. Ketika kekayaan perusahaan (*net worth*) turun, hal ini akan menyebabkan premi atas utang dalam mata uang asing akan mengalami kenaikan yang kemudian akan menurunkan investasi perusahaan (Bernanke dan Getler 1995). Perusahaan yang berada pada negara dengan pasar modal tidak sempurna cenderung lebih memilih menggunakan utang dalam mata uang domestik. Sehingga terkadang ketika suku bunga naik, investasi perusahaan juga turut naik karena perusahaan lebih memilih meminjam dana dalam mata uang domestik dibanding mata uang asing untuk kegiatan investasinya.

2.3. Risiko Pasar

Menurut Best (1998) risiko pasar adalah risiko kerugian akibat perubahan nilai atas aset yang bisa diperdagangkan. Sementara Besis (2001) mendefinisikan risiko pasar sebagai risiko kerugian atas posisi neraca yang disebabkan pergerakan harga di pasar.

Salah satu risiko pasar adalah perubahan nilai tukar. Risiko-risiko yang timbul atas nilai tukar antara lain (Saunders, 1999):

1. Risiko Nilai Tukar/Kurs (*Exchange Risk*)
Yaitu risiko akibat pergerakan nilai tukar, hal ini terjadi bila pergerakan valas dapat menimbulkan kerugian bagi perusahaan.
2. Risiko Pihak Lain (*Counterparty Risk*)
Risiko yang timbul karena adanya pihak lain tidak melaksanakan kewajiban dalam persetujuan transaksi yang telah disepakati, sehingga transaksi tidak bisa dieksekusi sesuai dengan kontrak.
3. Risiko Penyelesaian Transaksi (*Settlement Risk*)
Risiko yang terjadi karena tidak terlaksananya penyerahan sesuai dengan kesepakatan dalam transaksi.
4. Risiko Suku Bunga (*Interest Rate Risk*)
Risiko valas karena adanya perubahan tingkat suku bunga. Biasanya perubahan tingkat suku bunga ini dilakukan oleh otoritas moneter. Kenaikan atau penurunan tingkat suku bunga ini akan mempengaruhi nilai tukar di pasar valas.
5. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)
Risiko yang timbul karena pihak *counterparty* mengalami masalah kekurangan likuiditas sehingga tidak dapat memenuhi kewajibannya pada pihak lain. Ataupun juga karena mata uang yang dibayar tidak likuid di pasar sehingga sulit untuk dicari.

6. Risiko Negara (*Country Risk*)

Risiko yang terjadi karena tidak stabilnya kondisi suatu negara yang mengakibatkan terjadinya masalah pada saat transaksi jatuh tempo.

7. Risiko Politik (*Political Risk*)

Risiko yang terjadi karena adanya perubahan peraturan ataupun perubahan pemerintahan di suatu negara. Contoh risiko politik antara lain risiko pembekuan terhadap aset, simpanan luar negeri, dan deposito warga negara asing oleh pemerintah lokal/domestik.

2.3.1. Eksposur Nilai Tukar

Eksposur adalah tingkat dimana sebuah perusahaan dipengaruhi oleh perubahan kurs. Berbeda dengan *cash flow* perusahaan yang hanya bergerak di dalam negeri, *cash flow* perusahaan berorientasi ekspor maupun importir didenominasi dalam berbagai valas dan nilai dari masing-masing mata uangnya relatif berbeda dengan mata uang lokal dalam waktu yang berbeda pula.

Madura (2006) menjelaskan bahwa perusahaan multinasional menghadapi eksposur transaksi, translasi dan ekonomi. Tiga tipe atau pengukuran eksposur yang berbeda tersebut adalah :

1. Risiko Transaksi (*Transaction exposure*)

Adalah risiko yang dihadapi perusahaan dalam transaksi-transaksinya dimana transaksi tersebut terjadi pada saat ini namun pembayarannya dilakukan pada masa datang. Pada saat jatuh tempo, transaksi-transaksi tersebut dapat memberikan keuntungan maupun kerugian tergantung pergerakan valas. Contoh transaksi-transaksi tersebut adalah piutang dan hutang, maupun pembayaran bunga dalam denominasi mata uang asing.

Perusahaan dapat meminimalisir risiko ini dengan dua hal, yakni dengan mengestimasi *net cash flow* dalam tiap mata uang, dan mengukur seberapa besar potensi risiko transaksi ini terjadi.

2. Risiko Ekonomi (*Economic exposure /competitive exposure*)

Adalah eksposur dimana *cash flow* perusahaan terpengaruh oleh perubahan-perubahan nilai tukar (diukur dalam *present value* dari seluruh ekspektasi *cash flows* masa datang). Contoh: Jika perusahaan mempunyai anak cabang di negara A dan mata uang negara A terdepresiasi, *cash flows* anak perusahaan akan berubah karena perubahan penjualan serta kenaikan biaya impor peralatan dan bahan baku.

Untuk meminimalisir risiko ini hal yang dapat dilakukan perusahaan antara lain adalah menganalisis terlebih dahulu arus kas masuk dengan arus kas keluar (perusahaan dapat menggunakan laporan laba rugi sebagai alat untuk menganalisisnya). Setelah dianalisis, perusahaan dapat melakukan restrukturisasi, misalnya dengan mengganti sumber biaya atau sumber pendapatan perusahaan untuk menyesuaikan (*match*) arus kas masuk dan keluar yang berdenominasi mata uang asing. Strategi yang dapat dilakukan antara lain : *pricing policy*, membeli instrumen derivatif seperti *forward*, atau mendanai aktivitas dari luar negeri.

3. Risiko Translasi (*Translation/Accounting exposure*)

Merupakan eksposur atas laporan rugi/laba dan neraca perusahaan terhadap perubahan-perubahan nilai tukar nominal. Perusahaan harus mengkonsolidasi akun-akun berdenominasi mata uang asing kedalam mata uang lokal. Risiko ini dapat mengurangi pendapatan konsolidasi perusahaan yang dapat menurunkan harga saham perusahaan.

Contoh : Jika perusahaan mempunyai rekening dalam mata uang asing pada bank luar negeri, jumlah deposit dalam mata uang asing tidak terpengaruh, tetapi jumlah deposit yang dilaporkan ke dalam laporan keuangan perusahaan induk (dalam mata uang domestik) akan berpengaruh pada laporan keuangan konsolidasi.

Cara perusahaan untuk meminimalisir risiko ini antara lain adalah dengan melakukan teknik lindung nilai (*hedging*) misalnya dengan membeli kontrak *forward* atau *futures*.

Madura (2006) menjelaskan dampak pergerakan nilai tukar terhadap *cash flow* perusahaan baik saat terjadi depresiasi maupun apresiasi.

Tabel 2.1
Dampak Pergerakan Nilai Tukar Terhadap *Cash Flow* Perusahaan

Transaksi yang memengaruhi arus kas masuk perusahaan	DAMPAK	
	Apresiasi	Depresiasi
Penjualan domestik	Turun	Naik
Ekspor (dalam Rp)	Turun	Naik
Ekspor (dalam \$)	Turun	Naik
Pendapatan bunga dari investasi LN	Turun	Naik
Transaksi yang memengaruhi arus kas keluar perusahaan	DAMPAK	
	Apresiasi	Depresiasi
Suplai barang impor (dalam Rp)	Tidak ada	Tidak ada
Suplai barang impor (dalam \$)	Turun	Naik
Beban bunga atas pinjaman LN	Turun	Naik

Sumber : Madura (2006)

Menurut Best (1999), secara umum perusahaan akan memperlakukan risiko dengan beberapa cara seperti berikut:

1. Dihindari, apabila risiko tersebut masih dalam pertimbangan untuk diambil, misalnya karena tidak masuk kategori risiko yang diinginkan atau karena kemungkinan ruginya jauh lebih besar dibanding keuntungan yang diharapkan.
2. Diterima dan dipertahankan, apabila risiko berada pada tingkat yang paling ekonomis.

3. Diturunkan, bila mungkin dihilangkan, apabila risiko yang dapat dikendalikan dengan tata kelola yang baik, atau melalui pengoperasian sebuah *exit strategy*.
4. Dikurangi, misalnya dengan mendiversifikasi portfolio yang ada, atau membagi risiko dengan pihak lain.
5. Dipagari/lindung nilai (*hedge*), apabila risiko dapat dilindungi misalnya risiko dinetralisir sampai batas tertentu dengan instrumen derivatif.
6. Dilikuidasi atau diasuransikan, apabila risiko yang ada dapat ditransfer ke pihak lain tanpa kewajiban untuk menjamin.

2.4. Utang Dolar

Perusahaan memiliki dua pilihan dalam berutang, apakah menggunakan mata uang domestik atau menggunakan mata uang asing. Bagi perusahaan yang netral, ekspektasi memperoleh *yield* dari penggunaan kedua mata uang dinilai sama. Perusahaan lebih memfokuskan pada perkiraan biaya yang akan dikeluarkan dalam tiap pilihan.

Jika menggunakan mata uang domestik, biaya pinjaman akan dipengaruhi oleh perubahan suku bunga. Sedangkan jika menggunakan mata uang asing, biaya pinjaman dipengaruhi perubahan nilai tukar. Menurut Kedia dan Mozumdar (2003) ada beberapa alasan mengapa perusahaan menggunakan mata uang asing:

1. Mengurangi risiko (*Hedging*)

Perusahaan menggunakan mata uang asing dalam utangnya untuk mengurangi dampak risiko nilai tukar. Misalkan perusahaan Indonesia memiliki anak perusahaan di AS yang pendapatannya dalam denominasi US dolar. Akibatnya, perusahaan memiliki risiko perubahan nilai tukar Rp/US\$. Namun dengan mengeluarkan utang dengan denominasi US\$, risiko ini dapat diminimalisir.

2. Pasar Modal yang tersegmentasi (*Segmented Capital Markets*)

Jika pasar modal seluruh dunia terintegrasi, maka aset-aset finansial yang diperdagangkan pada pasar berbeda namun dengan risiko sama akan menghasilkan ekspektasi imbal hasil yang sama pula. Namun karena pada kenyataannya pasar tidak terintegrasi karena terdapat halangan (*barriers*), maka akan timbul kesempatan bagi perusahaan dalam memilih utang dengan berbagai denominasi mata uang yang memberikan biaya paling rendah. Penyebab segmentasi ini ada dua, yakni :

- Halangan Legal (*Legal Barriers*) seperti restriksi, perbedaan penetapan pajak antara asing dan dalam negeri, kontrol modal, hukum, dan peraturan kepemilikan (Jorion dan Schwartz, 1986).
- Biaya informasi (*Cost of Information*). Menurut Hietala (1989), investor memerlukan biaya yang tinggi untuk memperoleh informasi.

3. Pajak (*Taxes*)

Ada dua jalan dimana pajak memengaruhi perusahaan dalam mencari pendanaan. Yang pertama adalah perbedaan perlakuan pajak terhadap keuntungan atau kerugian dalam bunga dan nilai tukar, serta kesempatan arbitrase (mencari keuntungan) atas pajak (*tax shield*) yang berbeda di tiap negara. Perusahaan memiliki insentif untuk berutang di negara dengan pajak yang tinggi untuk memaksimalkan nilai *tax shield* (Hodder dan Senbet 1990).

4. Likuiditas

Perusahaan cenderung lebih menyukai meminjam dana di negara yang *debt market*-nya memiliki likuiditas tinggi. Likuiditas tinggi akan mengurangi biaya transaksi (*transaction cost*) dan perusahaan dapat mengeluarkan utang dengan ekspektasi imbal hasil (*expected yield*) yang rendah.

2.5. Sistem Nilai Tukar

2.5.1. Kebijakan Nilai Tukar

Madura (2006) menjelaskan ada empat kebijakan yang dilakukan negara terhadap nilai tukarnya, yakni :

1. *Fixed exchange rate* : Nilai tukar mata uang suatu negara ditetapkan pada suatu nilai konstan atau diperbolehkan berfluktuasi hanya dalam batasan yang sempit. Dalam sistem ini pemerintah mengintervensi valas agar selalu dalam batas (*boundaries*) yang telah ditentukan. Pemerintah dapat melakukan devaluasi (menurunkan nilai mata uang domestik terhadap mata uang lain) maupun revaluasi (menaikkan nilai mata uang domestik terhadap mata uang lain).
2. *Free floating exchange rate* : Nilai tukar mata uang ditentukan murni oleh permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar dengan tidak adanya intervensi pemerintah.
3. *Managed floating exchange rate* : Nilai tukar mata uang ditentukan permintaan dan penawaran di pasar namun pemerintah melakukan intervensi ketika diprediksi pergerakan dapat membahayakan perekonomian. Namun pemerintah tidak menentukan batas atas maupun bawah sehingga tak dapat memanipulasi nilai tukar pada pasar.
4. *Pegged exchange rate* : Nilai tukar mata uang dipatok (*pegged*) dengan mata uang lain atau *unit of account* yang sama. Ketika mata uang patokan berfluktuasi, mata uang domestik juga ikut berfluktuasi dengan besaran yang sama.

Sementara Frenkel (1999), membagi sistem nilai tukar menjadi tiga kelompok (kontinum), menjadi :

Gambar 2.2 Kontinum Nilai Tukar

FLOAT	INTERMEDIATE	FIXED
Free floating	Zone Target	Truly Fixed Peg
Managed Float	Basket Peg	Currency Board
	Crawling Peg	Monetary Union
	Adjusted Peg	

Sumber: Frenkel, 1999

Pengertian masing-masing sistem adalah sebagai berikut:

1. Kelompok *Float*

- *Free Floating* : sistem tanpa ada intervensi pada pasar.
- *Managed float* : nilai tukar mengikuti pergerakan pasar namun pemerintah dapat melakukan intervensi.

2. Kelompok *Intermediate*

- *Target zone* : adanya rentang fluktuasi nilai tukar yang diijinkan
- *Basket peg* : dipatok tidak pada satu mata uang asing tapi pada sejumlah mata uang yang dibobotkan.
- *Crawling Peg* : nilai tukar didevaluasi dalam jumlah yang relatif kecil setiap waktu tertentu,
- *Adjustable Peg* : mematok nilai tukar, namun tanpa komitmen pasti untuk devaluasi atau revaluasi, yang tergantung pada besarnya defisit atau surplus neraca pembayaran

3. Kelompok *Fixed*

- *Truly Fixed Peg* : mempertahankan tingkat nilai tukar pada level tertentu meskipun harus membeli atau menjual devisa dalam jumlah besar, dan melaksanakannya dengan tegas dan konsisten.
- *Currency Board* : ada tiga karakteristik sistem ini: (a) pematokan nilai tukar tidak hanya merupakan kebijakan namun ditetapkan oleh undang-undang; (b) ditunjang oleh peningkatan uang primer yang besarnya sama dengan cadangan devisa (c) memungkinkan adanya defisit neraca pembayaran untuk mendorong kebijakan moneter yang ketat dan penyesuaian anggaran secara otomatis.

2.5.2. Perkembangan Rezim Valas di Indonesia

Selama masa Orde Baru sebelum Agustus 1997 berlaku sistem kurs bukan pasar dan sistem devisa yang bersifat sangat bebas tanpa unsur kontrol apapun. Sistem kurs non-pasar itu terdiri dari Sistem Kurs Tetap yang berlaku hingga awal tahun 1980-an, kemudian hingga Agustus 1997 diterapkan Sistem Kurs Mengambang Terkendali (Tarmidi 1999).

Dalam kedua sistem kurs tersebut, kurs rupiah ditetapkan oleh Bank Indonesia selaku Bank Sentral dan bagian dari Otoritas Moneter yang pada masa itu disebut Dewan Moneter. Stabilisasi kurs rupiah dan resiko kurs dilakukan oleh Bank Indonesia melalui operasi atau intervensi pasar dalam bentuk jual beli valas ke dan dari pasar valas. Dalam rezim kurs dan devisa setelah Agustus 1997 hingga saat ini, resiko kurs berupa depresiasi rupiah ditanggung dan dinikmati oleh setiap peserta pasar valas termasuk Bank Indonesia.

2.6. Dampak Depresiasi terhadap Perusahaan

Timbul pertanyaan, apakah volatilitas nilai tukar berdampak positif atau negatif terhadap perusahaan. Pendapat yang umum adalah volatilitas nilai

tukar akan meningkatkan ketidakpastian yang kemudian akan mengurangi pendapatan perusahaan. Pendapat ini diperkuat oleh Clark (1997), Cushman (1986), dan Pree dan Steinherr (1999) yang telah membuktikan bahwa volatilitas nilai tukar memiliki dampak negatif terhadap perdagangan internasional yang dampaknya akan mengurangi pendapatan perusahaan. Kemudian, depresiasi yang besar dapat memperkecil kekayaan bersih perusahaan karena utang yang berdenominasi mata uang asing akan meningkat

Namun, riset lain membuktikan hal kebalikan, dimana volatilitas nilai tukar dapat menstimulasi perdagangan. Asseery dan Peel (1991) membuktikan level perdagangan naik secara signifikan pada negara yang menganut rezim nilai tukar mengambang.

Nucci dan Pozzolo (2001) menjelaskan bahwa depresiasi diharapkan memiliki efek ekspansi dengan meningkatkan laba operasi pada sektor ekspor, namun memiliki efek kontraksi pada impor karena alasan yang berkebalikan dengan sektor ekspor.

Menurut Forbes (2002), depresiasi dapat memengaruhi performa perusahaan melalui beberapa jalan, misalnya menaikkan harga biaya input yang diimpor, memberikan *cost advantage* bagi eksportir relatif terhadap kompetitor asing lainnya, atau meningkatkan biaya pinjaman (*cost of borrowing*).

Depresiasi akan mengurangi biaya ekspor (sehingga harga barang domestik relatif lebih murah dibanding harga barang luar negeri) yang akan meningkatkan ekspor. Namun, ada beberapa alasan mengapa depresiasi tak menghasilkan efek seperti di atas, misalnya jika bentuk permintaannya inelastis atau komponen input yang diimpor memegang porsi besar dalam produksi. Ghei dan Pritchett (1999) memberikan berbagai alasan mengapa depresiasi dapat atau tidak dapat meningkatkan ekspor. Mereka berkesimpulan bahwa ekspor umumnya akan naik setelah terjadi depresiasi. Dan dampak inilah yang paling cepat terlihat (dalam satu atau dua tahun).

Dalam studinya yang lain, Forbes (2002) meneliti dampak depresiasi terhadap level produksi perusahaan, profitabilitas, keputusan investasi dan pendapatan saham. Kesimpulan dari risetnya adalah bahwa perusahaan yang berada di negara yang mengalami depresiasi, mengalami peningkatan pertumbuhan *output* dan laba operasi dibanding perusahaan pesaing yang berada di negara lain.

Bortov dan Bodnar (1992) mengatakan bahwa pendapatan perusahaan berorientasi ekspor lebih sensitif terhadap pergerakan nilai tukar. Kesimpulan serupa juga diperoleh Bartram (2007) bahwa perusahaan berorientasi ekspor lebih sensitif terhadap valas dibanding dengan non-eksportir. Bodnar (2000) menyatakan perusahaan berorientasi ekspor akan mengalami kenaikan profit saat terjadi depresiasi. Sedangkan Shapiro (1974) mengatakan bahwa perubahan nilai tukar berhubungan secara negatif dengan *cash flow*, profitabilitas dan harga pasar perusahaan multinasional.

Shapiro (1996) memberikan beberapa pendekatan untuk melihat hubungan antara nilai tukar dengan pendapatan perusahaan :

1. Pendekatan Neraca Pembayaran (*Balance sheet approach*)

Dalam neraca pembayaran, transaksi ada dua jenis, transaksi barang dan jasa serta transaksi modal. Transaksi ini akan memengaruhi permintaan dan penawaran valas. Ketika impor meningkat, maka permintaan mata uang asing akan meningkat sehingga akan menurunkan mata uang domestik dan sebaliknya. Pelemahan mata uang ini akan melemahkan daya beli masyarakat dalam negeri yang akan berakibat pada pengurangan konsumsi yang akan mengurangi pendapatan perusahaan.

2. Pendekatan Moneter (*Monetary approach*)

Faktor moneter seperti jumlah uang beredar, pendapatan riil, perbedaan tingkat suku bunga serta perbedaan inflasi antar negara turut memengaruhi permintaan dan penawaran valas. Kenaikan penawaran uang domestik akan menaikkan harga barang domestik melalui mekanisme paritas daya

beli (*purchasing power parity*) yang selanjutnya akan menyebabkan pelemahan mata uang domestik. Pelemahan ini akan menurunkan pendapatan perusahaan (dengan asumsi perusahaan tidak melakukan ekspor dan mengimpor bahan baku).

3. Pendekatan Keseimbangan Portofolio (*Portfolio balance approach*)

Dalam pendekatan ini diasumsikan investor dapat menentukan pilihan investasinya secara bebas serta aset dianggap saling menggantikan sempurna (*perfect substitute*). Investor akan senantiasa mencari portofolio yang paling menguntungkan. Kurs valas dan suku bunga harus bersesuaian agar tercapai keseimbangan portofolio.

Forbes (2002) membuktikan, bahwa perusahaan yang memiliki penjualan keluar negeri dalam jumlah yang lebih besar relatif terhadap perusahaan lainnya, memiliki performa yang lebih baik pasca-depresiasi. Terkait dengan hal ini, perusahaan yang lebih besar cenderung performanya lebih buruk dibanding perusahaan yang lebih kecil. Selain itu ia juga berkesimpulan, perusahaan yang memiliki rasio utang yang besar cenderung memiliki pertumbuhan *income* yang lebih rendah.

Ditambahkan lagi, studinya menghasilkan bahwa satu tahun pasca terjadinya depresiasi. Perusahaan mengalami peningkatan pertumbuhan yang signifikan dalam kapitalisasi pasar, namun mengalami penurunan yang signifikan juga dalam hal *net income*.

2.7. Investasi

Investasi adalah kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu dengan harapan memperoleh pendapatan atau peningkatan nilai atas investasi awal. Tujuan investasi adalah memaksimalkan imbal hasil (*return*) yang diharapkan dalam batas risiko yang ditoleransi.

Menurut Fisher (1995), definisi investasi adalah komitmen untuk menempatkan dana dengan harapan akan memperoleh imbal hasil yang positif. Sedangkan menurut Bruce (2003) definisi investasi adalah *“Investment is an initial forfeit of something we value in exchange for the anticipated benefit of getting back more than we put in”*

Investasi dalam level perusahaan dibagi menjadi dua komponen, yakni investasi dalam bentuk barang modal (pabrik, gedung, atau peralatan) dan investasi persediaan barang (inventori). Investasi merupakan konsep aliran (*flow concept*) karena besarnya dihitung selama interval periode tertentu. Berikut penjelasan mengenai kedua komponen investasi (Manurung, M., Raharja P., 2004):

1. Investasi Barang Modal

Investasi ini sering juga disebut investasi dalam bentuk aset tetap (*fixed aset*) karena umumnya daya tahan barang modal investasi ini lebih dari satu tahun, seperti gedung, pabrik, mesin, dan lain-lain. Yang perlu diperhatikan adalah adanya komponen depresiasi (penyusutan nilai barang). Penyusutan harus dilakukan agar efisiensi ekonomis dari kegiatan produksi tetap terpelihara, atau bahkan ditingkatkan. Karena semakin tua umurnya, maka produktivitas barangnya akan semakin menurun.

2. Investasi Persediaan

Karena ada kemungkinan bahwa permintaan barang yang diproduksi melebihi dari perkiraan semula, perusahaan mencadangkan sejumlah unit barang sebagai persediaan. Selain dalam bentuk barang jadi, persediaan dapat juga berupa bahan mentah dan bahan setengah jadi. Namun, dengan menyimpan persediaan, akan timbul pula biaya penyimpanan (*holding cost*) dan risiko barang menjadi usang.

Dalam memutuskan untuk berinvestasi, keputusan didasarkan atas pertimbangan rasional. Dalam praktek, ada beberapa alat bantu yang dapat

digunakan untuk menentukan apakah suatu investasi layak diterima atau ditolak. Dibawah ini dijelaskan empat kriteria yang umum digunakan:

1. Metode periode pengembalian (*payback period*)

Metode ini menilai proyek investasi dengan dasar lamanya investasi tersebut dapat tertutup dengan aliran-aliran kas masuk. Metode ini tidak memasukkan faktor bunga kedalam perhitungannya. Misalnya jika ada investasi yang memerlukan modal awal sebesar sepuluh juta dengan pemasukan sebesar dua juta/tahun, maka *payback period* dari investasi ini adalah lima tahun.

2. Metode pengembalian investasi (*return on investment/ROI*)

Metode ini digunakan untuk mengukur presentase manfaat yang dihasilkan oleh proyek dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkannya. ROI dari suatu proyek inventasi dapat dihitung dengan rumus:

$$ROI = \frac{\text{Total Manfaat} - \text{Total Biaya}}{\text{Total Biaya}} \quad (2.5)$$

3. Metode nilai sekarang bersih (*net present value/NPV*)

Metode *payback period* dan ROI tidak memperhatikan nilai waktu dari uang (*time value of money*). Satu rupiah nilai uang sekarang lebih berharga dari satu rupiah nilai uang dikemudian hari. NPV merupakan metode yang memperhatikan nilai waktu dari uang. Metode ini menggunakan suku bunga diskonto yang akan mempengaruhi aliran atau arus dari uang. NPV dapat dihitung dari selisih nilai proyek pada awal tahun dikurangi dengan total perolehan tiap-tiap tahun yang dinilai dengan uang ke tahun awal dengan tingkat bunga diskonto. Besarnya NPV bila dinyatakan dalam rumus adalah sebagai berikut (Keown, 2005):

$$NPV = \text{Nilai Proyek} + \frac{CF_1}{(1+i)^1} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \frac{CF_t}{(1+i)^t} \quad (2.6)$$

Dimana :

i = tingkat bunga diskonto diperhitungkan

t = umur proyek investasi

Bila NPV bernilai lebih besar dari 0, berarti investasi menguntungkan dan dapat diterima.

4. Metode tingkat pengembalian internal (*internal rate of return/IRR*).

Merupakan metode yang juga memperhatikan nilai waktu dari uang. Pada metode NPV, tingkat bunga yang diinginkan telah ditetapkan sebelumnya, sedang pada metode IRR justru tingkat bunga tersebut yang akan dihitung. Tingkat bunga yang akan dihitung ini merupakan tingkat bunga yang akan menjadikan jumlah nilai sekarang dari tiap-tiap aliran uang yang didiskontokan dengan tingkat bunga tersebut, sama besarnya dengan nilai sekarang dari initial *cash outflow* (nilai proyek). Rumus IRR adalah sebagai berikut:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{C_t}{(1+r)^t} = 0 \quad (2.7)$$

Dimana :

c = *Cash flow* yang diperoleh tiap tahun

r = tingkat bunga diskonto diperhitungkan

t = umur proyek investasi

Atau dengan kata lain tingkat bunga dalam IRR merupakan tingkat bunga saat investasi bernilai impas, yaitu tidak menguntungkan dan juga tidak merugikan.

Investasi sangat ditentukan oleh dua faktor utama, yakni tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*) dan Biaya investasi (*cost of investment*). Penjelasananya adalah sebagai berikut:

1. Tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*)

Kemampuan perusahaan menetapkan tingkat pengembalian yang diharapkan sangat ditentukan oleh kondisi internal dan eksternal perusahaan.

- Kondisi Internal

Kondisi ini berada di bawah kendali perusahaan, seperti efisiensi, kualitas SDM, dan teknologi yang digunakan. Jika ketiga komponen ini bernilai tinggi, maka tingkat pengembalian yang diharapkan juga tinggi.

Selain dipengaruhi faktor teknis diatas, tingkat pengembalian terkadang juga dipengaruhi oleh faktor non-teknis, seperti apakah perusahaan memiliki *monopoly power*, menguasai jalur informasi, atau dekat dengan pusat kekuasaan pemerintahan.

- Kondisi Eksternal

Kondisi ini berada di luar kendali perusahaan, misalnya tingkat pertumbuhan ekonomi domestik maupun internasional, kebijakan pemerintah seperti pajak atau restriksi perdagangan, maupun faktor lain seperti kondisi sosial dan politik di negara bersangkutan.

2. Biaya Investasi (*Cost of Investment*)

Faktor yang paling menentukan adalah tingkat suku bunga pinjaman. Semakin tinggi tingkat suku bunga, maka biaya investasi akan semakin mahal yang berakibat investasi akan menurun. Selain faktor suku bunga, faktor lain juga turut memengaruhi, seperti biaya perizinan, kepastian hukum, maupun stabilitas politik.

2.8. Penelitian Sebelumnya

2.8.1. Penelitian Mengenai *Balance Sheet Effect* di Beberapa Negara

Penelitian-penelitian empiris telah banyak dilakukan untuk melihat dampak depresiasi terhadap investasi perusahaan melalui mekanisme *balance sheet effect*.

Penelitian Blackley dan Cowan (2002) yang meneliti 500 perusahaan non-finansial di Amerika Latin menunjukkan bahwa saat depresiasi terjadi, perusahaan yang memegang utang dalam mata uang asing berinvestasi lebih tinggi. Hasil yang berkebalikan dari prediksi sebelumnya.

Sedangkan penelitian Aguiar (2002) justru memberikan hasil yang berkebalikan, dimana investasi turun saat terjadi depresiasi di negara Meksiko. Hasil serupa juga diperoleh dari penelitian Allayanis et al (2003) yang meneliti *balance sheet effect* di Negara Asia. Bonomo et al (2004) juga memberikan hasil serupa pada kasus Brazil, Benavente dan Johnson (2003) di Cile, De Brun, Gandelman dan Barbieri (2002) di Uruguay, serta Gilchrist dan Sim (2006) di Korea, semua menemukan bahwa *balance sheet effect* terjadi di negara yang mereka teliti.

Perdebatan tentang *balance sheet effect* terus berlangsung karena bukti-bukti yang ada saling bertabrakan antar riset berbeda.

2.8.2. *Competitiveness Effect vs Net-Worth Effect*

Ketika suatu negara dilanda depresiasi, ada dua dampak yang mungkin terjadi pada kondisi perusahaan. Yang pertama adalah *Competitiveness Effect*. Bagi perusahaan yang penjualannya dilakukan keluar negeri, dampak depresiasi akan positif. Karena mata uang domestik bernilai lebih mahal relatif terhadap mata uang lain, pendapatan perusahaan dari luar negeri akan meningkat. Dampak ini disebut *competitiveness effect*.

Namun, karena perusahaan-perusahaan ini menggunakan utang dalam denominasi mata uang asing, depresiasi menyebabkan biaya pinjaman yang harus dibayar menjadi naik. Kenaikan biaya pinjaman ini dapat mengurangi kekayaan (*worth*) perusahaan. Inilah dampak kedua yang disebut *net-worth effect*.

Ketika krisis tahun 1997, neraca perusahaan-perusahaan di Indonesia menjadi negatif (Tarmidi, 1999). Biaya utang dalam mata uang asing yang

dibiarkan mengambang mengikuti kurs di pasar menjadi sangat tinggi yang menyebabkan banyak perusahaan mengalami gagal bayar (*default*). Harvey dan Roper (1999), membuktikan bahwa *net-worth effect* menyebabkan krisis 1997 menjadi kian buruk. *Competitiveness effect* tidak terjadi karena penurunan permintaan ditambah kondisi makroekonomi, politik, dan hukum yang kacau menyebabkan Indonesia menjadi negara yang paling menderita ketika krisis terjadi.

Untuk mengetahui mana dampak yang lebih mendominasi antara *competitiveness effect* dengan *net-worth effect*, telah menjadi pertanyaan dan bahan riset dari banyak negara. Untuk melihat dampak mana yang lebih kuat, digunakanlah investasi sebagai *proxy*. Jika *competitiveness effect* yang lebih mendominasi, diperkirakan investasi perusahaan akan naik setelah depresiasi, artinya *balance sheet effect* tidak terjadi di atau sebaliknya.

2.8.3. Balance Sheet Effect

Dalam meminjam dana, perusahaan memiliki keterbatasan dalam kekayaannya atau disebut *net worth*. Jika kekayaan ini turun akibat kegagalan investasi misalnya, perusahaan akan kian kesulitan untuk meminjam dana untuk periode berikutnya dan perusahaan akan dihadapkan pada suku bunga yang lebih tinggi untuk level investasi yang sama (karena debitur akan men-charge risiko *default* yang lebih tinggi) atau bahkan perusahaan tidak melakukan investasi sama sekali. Berkurangnya investasi berarti berkurangnya *output* yang berakibat kekayaan perusahaan kian menurun yang mengakibatkan krisis.

Jika perusahaan memegang utang dalam mata uang asing, besarnya biaya pinjaman perusahaan bergantung pada nilai tukar. Hal ini menjelaskan mengapa setelah depresiasi yang besar, banyak negara yang mengalami resesi dan membutuhkan waktu lama untuk pulih kembali, sebagaimana penelitian Krugmann (2000) yang melihat dampak ini saat krisis tahun 1997.

Eichengreen (2002) mengatakan bahwa *balance sheet effect* umumnya teridentifikasi di negara berkembang, yang artinya ada karakteristik khusus yang menyebabkan suatu negara lebih rentan terhadap *balance sheet effect* dibanding negara lain. Salah satu yang paling utama adalah kepemilikan utang berdenominasi mata uang asing. Perusahaan di negara tersebut memiliki porsi utang asing dalam jumlah besar karena mereka tidak mampu menerbitkan utang dalam mata uang domestik. Selain itu turunnya *output* secara agregat juga turut memengaruhi terjadinya *balance sheet effect*.

