

**MODUL**  
**MANAJEMEN KEUANGAN INTERNASIONAL**



**PENYUSUN:**  
**BAMBANG SUTRISNO, S.E., M.S.M.**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN**  
**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH JAKARTA**  
**2020**

**MODUL**  
**MANAJEMEN KEUANGAN INTERNASIONAL**



**PENYUSUN:**  
**BAMBANG SUTRISNO, S.E., M.S.M.**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN**  
**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH JAKARTA**  
**2020**

## **KATA PENGANTAR**

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Puji syukur kehadiran Allah SWT, karena atas rahmat-Nya sehingga Modul Manajemen Keuangan Internasional ini dapat diselesaikan oleh penulis. Pembahasan dalam modul dirancang sesuai dengan RPS mata kuliah Manajemen Keuangan Internasional dan bertujuan untuk membantu mahasiswa dalam memahami kompetensi yang diharapkan tercapai dari mata kuliah Manajemen Keuangan Internasional.

Penulis menyadari banyak kekurangan yang terdapat dalam penyusunan modul ini, maka penulis mengharapkan koreksi dan saran untuk dilakukan perbaikan dalam revisi berikutnya.

Akhir kata, penulis berharap agar Modul Manajemen Keuangan Internasional ini bermanfaat bagi mahasiswa Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Jakarta.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Jakarta, April 2020

Bambang Sutrisno, S.E., M.S.M.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
KATA PENGANTAR .....	ii
DAFTAR ISI .....	iii
BAB I RUANG LINGKUP MANAJEMEN KEUANGAN	
INTERNASIONAL .....	1
BAB II ARUS DANA INTERNASIONAL .....	4
BAB III VALUTA ASING .....	7
BAB IV FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI TUKAR ....	14
BAB V ARBITRASI INTERNASIONAL DAN PARITAS SUKU BUNGA ....	16
BAB VI HUBUNGAN ANTARA INFLASI, SUKU BUNGA, DAN NILAI TUKAR .....	20
BAB VII <i>FOREX EXPOSURE</i> DAN MANAJEMEN RISIKO DENGAN REKAYASA FINANSIAL .....	26
BAB VIII MANAJEMEN KAS INTERNASIONAL .....	34
BAB IX INVESTASI ASING LANGSUNG .....	44
BAB X PENGANGGARAN MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL ...	53
BAB XI BIAYA MODAL DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL .....	67
BAB XII ANALISIS RISIKO NEGARA .....	79
BAB XIII PERBANKAN INTERNASIONAL .....	95
BAB XIV KRISIS HUTANG INTERNASIONAL DAN PENILAIAN RISIKO NEGARA OLEH BANK .....	105
DAFTAR PUSTAKA .....	115

# BAB I

## RUANG LINGKUP MANAJEMEN KEUANGAN INTERNASIONAL

### Overview

- Pada dasarnya, substansi Manajemen Keuangan Internasional (MKI) adalah sama dengan Manajemen Keuangan (MK).
- Artinya, MKI juga memfokuskan pada tiga keputusan penting dalam manajemen keuangan, yaitu keputusan pendanaan (*financing decision*), keputusan investasi (*investing decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*).
- Namun, perbedaan antara MKI dan MK terletak dari perspektif (sudut pandang) bagaimana ketiga keputusan diambil. Pada lingkup MKI, ketiga keputusan finansial tersebut dilakukan pada perspektif internasional atau ketiga keputusan finansial tersebut dilakukan pada perusahaan multinasional (*multinational corporation-MNC*).

### Tujuan MNC

- Tujuan utama dari suatu MNC adalah **memaksimalkan kekayaan pemegang saham**.

### Konflik-Konflik yang Menghalangi Pencapaian Tujuan MNC

- Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan antara pemegang saham perusahaan dengan manajer-manajernya.
- Biaya yang muncul akibat masalah keagenan disebut biaya keagenan (*agency cost*).
- Biaya keagenan biasanya lebih besar untuk MNC daripada perusahaan domestik murni.
  - Ukuran MNC yang lebih besar.
  - Sulitnya memonitor manajer-manajer dari anak perusahaan yang letaknya jauh dari negara asal.
  - Manajer-manajer anak perusahaan luar negeri tumbuh dalam budaya yang berbeda mungkin tidak mau mengejar tujuan yang seragam.

### Kendala-Kendala yang Dihadapi MNC

- Pada saat manajer-manajer keuangan MNC berupaya memaksimalkan nilai perusahaan mereka, mereka menghadapi berbagai kendala yaitu:
  - Kendala Lingkungan  
Tiap negara memiliki karakteristik-karakteristik lingkungannya sendiri yang unik.
  - Kendala Regulatori  
Tiap negara juga memiliki karakteristik-karakteristik regulatori yang unik menyangkut pajak, aturan-aturan konversi valuta, pengembalian laba, dan lain-lain.

➤ **Kendala Etika**

Tidak ada standar etika bisnis yang seragam dan berlaku bagi semua negara.

### **Teori-Teori Bisnis Internasional**

#### **1) Teori Keunggulan Komparatif Klasik**

Teori yang menyatakan bahwa masing-masing negara memiliki keunggulan untuk berspesialisasi pada produk-produk yang bisa diproduksi dengan biaya yang relatif efisien.

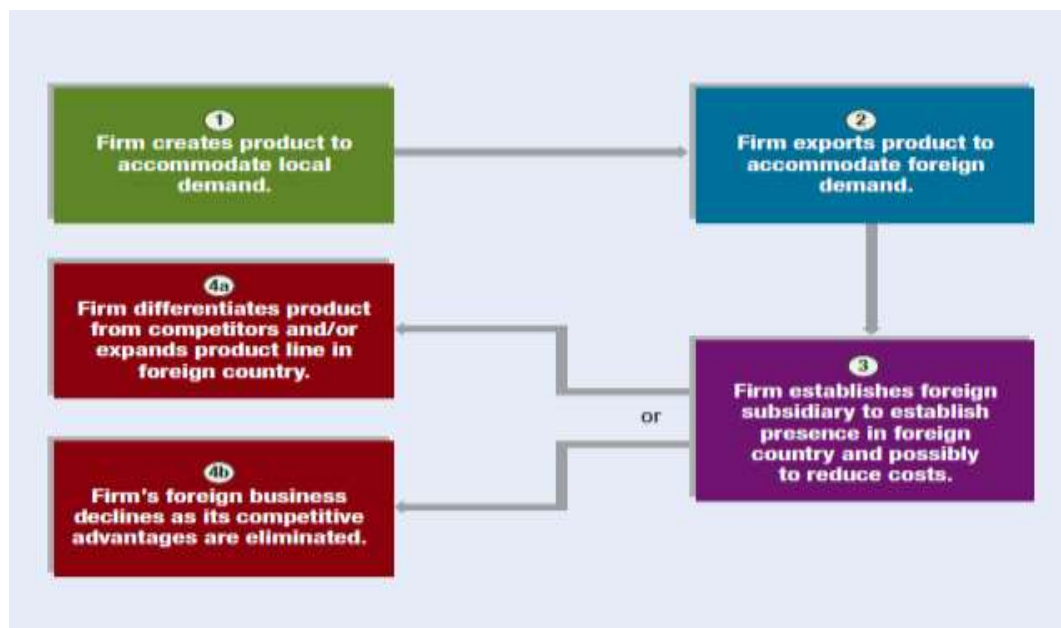
#### **2) Teori Pasar Tidak Sempurna**

Teori yang menyatakan bahwa karena adanya biaya dari transfer tenaga kerja dan sumber daya lain bagi tujuan produksi, perusahaan mungkin berupaya menggunakan faktor-faktor produksi luar negeri jika faktor-faktor ini lebih murah daripada faktor-faktor lokal.

#### **3) Teori Siklus Produk**

Teori yang menyatakan bahwa sebuah perusahaan awalnya berusaha memantapkan dirinya dalam pasar lokal dan kemudian berekspansi ke dalam pasar luar negeri sebagai reaksi terhadap permintaan asing atas produk-produknya.

### **Siklus Hidup Produk Internasional**



### **Metode-Metode Bisnis Internasional**

- **Perdagangan Internasional**

Pendekatan konservatif yang digunakan oleh perusahaan untuk mempenetrasi pasar luar negeri (dengan mengekspor) atau untuk mendapatkan bahan baku berharga murah (dengan mengimpor).

- **Perjanjian Lisensi (*Licensing*)**

Suatu kesepakatan di mana perusahaan lokal di sebuah negara tamu memproduksi barang sesuai dengan spesifikasi dari perusahaan pemberi lisensi; setelah barang terjual, perusahaan mengambil sebagian laba.

- **Perjanjian Waralaba (*Franchising*)**

Kesepakatan di mana sebuah perusahaan menyediakan strategi penjualan atau pelayanan tertentu, bantuan, dan mungkin investasi awal kepada *franchise* dengan imbalan *fee* secara periodik.

- **Usaha Patungan (*Joint Venture*)**

Usaha antara dua perusahaan atau lebih yang saling berbagi tanggung jawab dan laba.

- **Akuisisi Perusahaan Asing**

Salah satu cara untuk memasuki pasar asing yang memungkinkan sebuah perusahaan mengendalikan bisnis luar negerinya secara penuh, dan mendapatkan pangsa pasar dalam jumlah besar secara cepat.

- **Pembentukan Anak Perusahaan Baru di Luar Negeri**

Perusahaan dapat memasuki pasar luar negeri dengan mendirikan operasi-operasi baru di negara-negara asing untuk memproduksi dan menjual produk mereka.

- Metode apapun yang meminta investasi langsung dalam operasi-operasi di luar negeri disebut investasi luar negeri langsung (*direct foreign investment-DFI*).

- **Perdagangan internasional dan perjanjian lisensi tidak dianggap sebagai DFI** karena keduanya tidak melibatkan investasi langsung dalam operasi-operasi di luar negeri.

- **Perjanjian waralaba dan usaha patungan** cenderung meminta investasi langsung tetapi dalam jumlah yang kecil.

- **Akuisisi dan pendirian anak perusahaan baru di luar negeri** meminta jumlah investasi yang substansial dan merupakan elemen DFI yang paling besar.

## **Eksposur terhadap Risiko Internasional**

- Bisnis internasional dapat meningkatkan eksposur MNC terhadap:

1. Pergerakan Nilai Tukar

Fluktuasi nilai tukar mempengaruhi arus kas dan permintaan luar negeri.

2. Kondisi-kondisi Ekonomi Luar Negeri

Arus kas MNC dipengaruhi oleh kondisi-kondisi ekonomi luar negeri.

3. Risiko Politik

Tindakan-tindakan politik mempengaruhi arus kas MNC

## **BAB II**

## ARUS DANA INTERNASIONAL

### Overview

- Bisnis internasional dipermudah oleh pasar-pasar yang mengalirkan dana dari satu negara ke negara lain.
- Transaksi-transaksi yang muncul dari bisnis internasional menyebabkan uang mengalir dari satu negara ke negara lain.
- **Neraca pembayaran** merupakan ukuran arus dana internasional.

### Neraca Pembayaran

- Neraca pembayaran (*balance of payments*) adalah:
  - ukuran dari semua transaksi antara penduduk dalam negeri dengan penduduk luar negeri selama periode waktu tertentu; atau
  - laporan arus pembayaran (masuk dan keluar) untuk suatu negara.
- Sistem pencatatan pada neraca pembayaran, yaitu:
  1. Debit (-)
    - Bertambahnya kewajiban atau utang penduduk suatu negara untuk melakukan pembayaran terhadap penduduk negara lain.
    - Contoh: barang/jasa yang diterima dari luar negeri (impor), pembayaran bunga dan denda, pemberian hadiah dan uang kepada penduduk negara lain, penduduk yang menabung uang di luar negeri, pembelian valuta asing, investasi jangka panjang/pendek yang ditanamkan di negara lain.
  2. Kredit (+)
    - Bertambahnya hak penduduk suatu negara untuk menerima pembayaran dari penduduk negara lain.
    - Contoh: barang/jasa yang disalurkan ke luar negeri (ekspor), penerimaan jasa dari negara lain, penerimaan bunga dan dividen, penerimaan hadiah dan uang dari negara lain, penduduk negara lain yang menabung uang di dalam negeri, penjualan valuta asing, investasi jangka panjang/pendek yang ditanamkan penduduk dari negara lain.
- Jika sisi **kredit lebih besar** dari sisi debit maka neraca pembayaran mengalami **surplus**. Sebaliknya jika sisi **debit lebih besar** dari sisi kredit maka neraca pembayaran mengalami **defisit**.
- Laporan neraca pembayaran terdiri dari **neraca berjalan**, **neraca modal**, dan **neraca finansial**.



## Neraca Berjalan

- **Neraca Berjalan** (*current account*) mengukur aliran dana antara satu negara dengan negara-negara lain karena pembelian barang dan jasa atau pendapatan yang dihasilkan oleh aset.
- Neraca berjalan mencakup (1) transaksi barang, (2) transaksi jasa, (3) pendapatan primer, dan (4) pendapatan sekunder.

### 1) Transaksi Barang

Transaksi barang mencakup transaksi ekspor dan impor barang dagangan umum (*general merchandise*), emas nonmoneter (*nonmonetary gold*), dan net ekspor barang *merchanting* (*net export of goods under merchanting*).

### 2) Transaksi Jasa

- Transaksi jasa mencakup ekspor dan impor jasa manufaktur, jasa pemeliharaan dan perbaikan, jasa transportasi, jasa perjalanan (travel), jasa konstruksi, jasa asuransi dan dana pensiun, jasa keuangan, biaya penggunaan kekayaan intelektual, jasa telekomunikasi, komputer, dan informasi, jasa bisnis lainnya, jasa personal, kebudayaan, dan rekreasi, dan jasa pemerintah.
- Selisih antara total ekspor dan impor disebut **neraca perdagangan** (*balance of trade*).
- Jika impor lebih tinggi dari ekspor, maka yang terjadi adalah **defisit** neraca perdagangan. Sebaliknya jika ekspor lebih tinggi dari impor, yang terjadi adalah **surplus**.

### 3) Pendapatan Primer

meliputi transaksi penerimaan dan pembayaran kompensasi tenaga kerja dan pendapatan investasi dari investasi langsung, investasi portofolio, dan investasi lainnya.

### 4) Pendapatan Sekunder

mencakup penerimaan dan pembayaran transfer berjalan oleh sektor pemerintah dan sektor lainnya. Transaksi pendapatan sekunder sektor lainnya mencakup pula transfer dari tenaga kerja.

- Faktor-faktor yang mempengaruhi neraca berjalan:
  - Inflasi
  - Pendapatan nasional
  - Restriksi pemerintah
  - Nilai tukar

## Neraca Modal

- **Neraca modal** (*capital account*) mencakup transfer modal.
- Transfer modal meliputi transfer *in kind* berupa transfer kepemilikan aktiva tetap (misalnya hibah investasi) atau pengampunan (*forgiveness*) atas kewajiban yang diberikan kreditur tanpa kompensasi berdasarkan persetujuan kedua belah pihak, dan transfer tunai yang berkaitan dengan akuisisi/penjualan aktiva tetap oleh salah satu atau kedua pihak yang bertransaksi.

## **Neraca Finansial**

- **Neraca finansial** (*financial account*) terdiri dari transaksi dalam rangka investasi langsung (*direct investment*), investasi portofolio (*portfolio investment*), derivatif finansial (*financial derivatives*), dan investasi lainnya (*other investment*).

## **BAB III**

### **VALUTA ASING**

#### **Pengertian Valuta Asing**

- **Valuta asing (valas)** atau *foreign exchange (forex)* merupakan mata uang asing dan alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi keuangan internasional dan yang mempunyai catatan kurs resmi pada bank sentral.
- **Hard Currency** adalah mata uang yang sering digunakan sebagai alat pembayaran dan kesatuan hitung dalam transaksi ekonomi dan keuangan internasional serta mempunyai nilai yang relatif stabil dan kadang-kadang mengalami apresiasi.
- **Soft Currency** adalah mata uang lemah yang jarang digunakan sebagai alat pembayaran dan kesatuan hitung karena nilainya relatif tidak stabil dan sering mengalami depresiasi.

#### **Fungsi Valuta Asing**

- Alat tukar internasional
- Alat pembayaran internasional
- Alat pengendali kurs
- Memperlancar perdagangan internasional

#### **Cadangan Devisa**

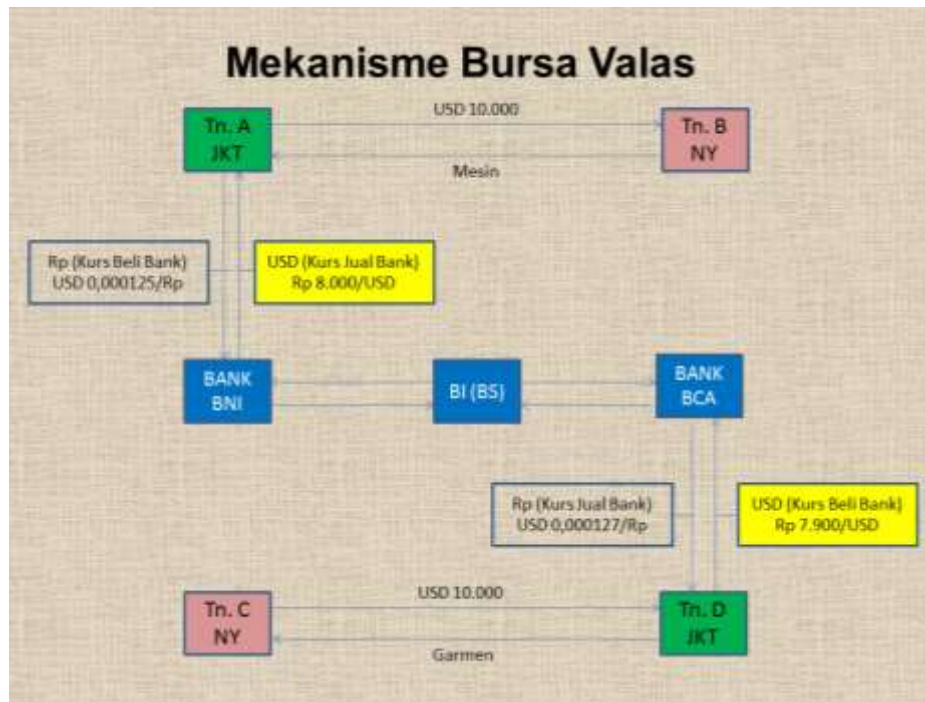
- Total valas yang dimiliki pemerintah dan swasta dari suatu negara pada umumnya disebut juga sebagai Cadangan Devisa Negara.
- Nilai valas dapat terlihat di Neraca Pembayaran Internasional (NPI) atau *Balance of Payment (BOP)*.
- Semakin banyak valas maka semakin besar kemampuan negara tersebut melakukan transaksi ekonomi dan keuangan internasional.
- **Cadangan Devisa Resmi** (*official forex reserve*) yaitu cadangan devisa milik negara yang dikelola, diurus dan ditata-usahakan oleh Bank Sentral.
- **Cadangan Devisa Nasional** (*country forex reserve*) yaitu seluruh devisa yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum atau lembaga, terutama perbankan yang secara moneter merupakan kekayaan nasional (termasuk milik bank umum nasional).

#### **Mekanisme Bursa Valas**

- **Bursa** atau **Pasar Valas** adalah suatu tempat/wadah atau sistem dimana perusahaan, perorangan dan bank dapat melakukan transaksi keuangan internasional dengan jalan

melakukan pembelian atau permintaan (*demand*) dan penjualan atau penawaran (*supply*) atas valuta asing.

- Prinsip pokok dalam Bursa Valas:
  - Pengertian kurs jual dan beli selalu dilihat dari kepentingan bank/*money changer* atau pedagang valuta asing.
  - Kurs jual selalu lebih tinggi dari kurs beli.
  - Kurs jual/beli suatu mata uang (valas) adalah sama dengan kurs beli/jual mata uang (valas) lawannya.



- ☐ Bank Devisa adalah bank umum pemerintah dan atau swasta nasional yang ditetapkan atau diizinkan oleh pemerintah untuk menjual, membeli dan menyimpan serta menyelenggarakan lalu lintas pembayaran internasional atau luar negeri.

(ilustrasi digambarkan)

- ☐ Fungsi Bursa Valas antara lain:
  - ☐ Menyelenggarakan transaksi internasional.
  - ☐ Menyediakan fasilitas kredit jangka pendek untuk pembayaran internasional.
  - ☐ Memberikan fasilitas *hedging* yaitu tindakan pengusaha atau pedagang valas untuk menghindari risiko kerugian atas fluktuasi kurs valas atau *forex rate* terhadap transaksi internasional.
- ☐ **Forex Quotation** adalah sistem penulisan yang menyatakan harga atau nilai suatu valas yang dinyatakan dalam valas lainnya (KURS).

- Direct Quotation** adalah sistem yang menyatakan nilai mata uang suatu negara (*domestic currency*) yang diperlukan atau diperoleh untuk satu nilai valas (*foreign currency*). Penulisannya dilakukan dengan menempatkan nilai *domestic currency* di depan dan unit *foreign currency* di belakang.
- Indirect Quotation** adalah sistem yang menyatakan nilai mata uang valas (*foreign currency*) yang diperlukan atau diperoleh untuk satu unit (*domestic currency*). Penulisannya dilakukan dengan menempatkan nilai *foreign currency* di depan dan unit *domestic currency* di belakang.

### Forex Quotation

Contoh Penulisan *Direct Quotation* dan *Indirect Quotation*

Jakarta	Direct Quotation	Indirect Quotation
Senin 31 Juli 2004	Rp 8.000/USD Rp 80/JPY Rp 10.000/EUR Rp 5.000/AUD Rp 5.100/SGD	USD 0,000125/Rp JPY 0,0125/Rp EUR 0,0001/Rp AUD 0,0002/Rp SGD 0,000196/Rp

### Spot Rate

- Spot rate** adalah pasar valas dimana dilakukan transaksi pembelian dan penjualan valas untuk penyerahan dalam jangka waktu dua hari.

### DAFTAR KURS VALAS TGL. 09,08,2004 BANK INDONESIA

Valas	Kurs Beli (Bank Notes)	Kurs Jual (Bank Notes)	Kurs Tengah (Bank Notes)
USD	9.108,00	9.200,00	9.154,00
EUR	11.178,00	11.297,00	11.237,50
JPY	82,59	83,45	83,02
SGD	5.307,00	5.363,00	5.335,00

- Kurs Beli** = *Buying Rate* atau *Bid Rate*
- Kurs Jual** = *Selling Rate* atau *Ask Rate*
- Kurs Tengah** =  $(\text{Kurs Jual} + \text{Kurs Beli}) / 2$
- Spot Cross Rate** atau **Kurs Silang** dihitung atas dasar Kurs Tengah yang berlaku.

**DAFTAR KURS VALAS TGL. 09,08,2004 BANK INDONESIA**

Valas	Kurs Beli (Bank Notes)	Kurs Jual (Bank Notes)	Kurs Tengah (Bank Notes)
USD	9.108,00	9.200,00	9.154,00
EUR	11.178,00	11.297,00	11.237,50
JPY	82,59	83,45	83,02
SGD	5.307,00	5.363,00	5.335,00

*Spot Cross Rate JPY/USD ?*

$$\begin{aligned}
 &= \text{JPY/Rp.} \times \text{Rp./USD} = \\
 &= \text{JPY } 1 / 83,02 \times \text{Rp.}9.154 / \text{USD } 1 \\
 &= \text{JPY } 110, 26 / \text{USD}
 \end{aligned}$$

**Forward Rate**

- ☐ **Forward Market** adalah bursa valas dimana dilakukan transaksi penjualan dan pembelian valas dengan kurs *forward*.
- ☐ **Kurs Forward** adalah Kurs yang ditetapkan sekarang atau pada saat ini tetapi diberlakukan untuk waktu yang akan datang (*future period*) antara lebih dari 2 x 24 jam sampai dengan 1 tahun atau 12 bulan.
- ☐ **Forward Market untuk Hedging**

PT ABC memerlukan dana untuk membayar kontrak pembelian bahan baku dari USA senilai USD 1.000.000,- jangka waktu = 120 hari, *Spot Rate* = Rp. 9.200/USD.

Karena fluktuasi Kurs USD tak menentu, maka PT ABC melakukan *forward contract* dengan bank untuk waktu 120 hari dengan harga Rp. 9.300/USD.

- ☐ Berapa pembayaran yang dilakukan pada saat jatuh tempo *forward contract* ?
- ☐ Berapa *forward premium*?

**JAWABAN**

- ☐ Pembayaran pada saat jatuh tempo  
USD 1.000.000 x Rp. 9.300,-/USD = **Rp. 9.300.000.000,-**

☐ **Forward Premium / Discount**

$$\begin{aligned}
 &\frac{\text{FR} - \text{SR}}{\text{SR}} \times \frac{360}{n} \times 100\% = \\
 &\frac{9.300 - 9.200}{9.200} \times \frac{360}{120} \times 100\% = 3,26\% \text{ untuk 120 hari}
 \end{aligned}$$

Bila  $FR > SR \rightarrow$  Valas yang di-forward contract-kan mengalami **APPRESIASI**  $\rightarrow$  *Forward Premium*.

Bila  $FR < SR \rightarrow$  Valas yang di-forward contract-kan mengalami **DEPRESIASI**  $\rightarrow$  *Forward Discount*.

**Formula menghitung forward point untuk menentukan forward pricing:**

☐ **Formula I**

☐ *Forward Point*

$$\frac{(B - A) \times (SR \times T)}{(A \times T) + (100 \times DB)}$$

- ☐ A = Base currency interest rate = USD
- ☐ B = Counter currency interest rate = SGD
- ☐ SR = Spot rate
- ☐ T = Time in days = 90 hari
- ☐ DB = Day basis for the year = 360 hari

Contoh:

Bunga Deposito 3 bulan: USD = 5,5% dan SGD = 3,5%, Kurs tengah SR = SGD 1,5350/USD

*Forward Point*

$$\frac{(3,5 - 5,5) \times (1,5350 \times 90)}{(5,5 \times 90) + (100 \times 360)}$$
$$\frac{-2 \times 1,5350 \times 90}{495 + 36000}$$
$$-0,0076 = -76 \text{ points}$$

FR USD = 1,5350 - 0,0076 = SGD 1,5274/USD

☐ **Formula II**

☐ *Forward Point*

$$\frac{SR \times (B - A) \times T}{100 \times DB}$$

Contoh:

Bunga Deposito 3 bulan = USD = 5,5% dan SGD = 3,5%,

Kurs tengah SR = 1,5350/USD

*Forward Point*

$$\frac{(1,5350 \times (3,5\% - 5,5\%)) \times 90}{36.000}$$

- 0,0077 = - 77 points

FR USD = 1,5350 - 0,0077 = SGD 1, 5273/USD

☐ **Forward Market untuk Spekulasi**

SR = Rp. 9.000,- / USD

FR 90 hari = Rp. 9.100,- / USD

*Future Spot Rate (FSR) dengan Expected Probability sbb:*

No.	F S R	Proba- bility	Expected Value FSR
1	9.050,00	10,00%	905,00
2	9.100,00	20,00%	1.820,00
3	9.150,00	60,00%	5.490,00
4	9.200,00	10,00%	920,00
<b>Harga FSR</b>			<b>9.135,00</b>

**Jawaban**

- ☐ Berdasarkan data tersebut di atas, maka spekulator akan mengambil *Forward Contract* Beli (*Take a Long Position*) yaitu Kontrak Beli dengan harga Rp.9.100 / USD
- ☐ Jika FSR > FR, misalnya sesuai perkiraan, maka akan ada laba sebesar Rp. 35 / USD (Beli Rp. 9.100/USD dan Jual Rp. 9.135/USD)
- ☐ Jika FSR < FR, misalnya sebesar Rp. 9.050 / USD, maka akan menderita rugi sebesar Rp. 50 / USD (Beli Rp. 9.100/USD dan Jual Rp. 9.050/USD)

☐ **Forward Market untuk Spekulasi.**

Apabila diperkirakan FSR < FR, maka sebaiknya diambil

*Short Position* (Kontrak Jual), contoh sbb.:

SR = Rp. 9.000,- /USD

FR 90 hari = Rp. 9.100,- / USD

*Future Spot Rate (FSR) dengan Expected Probability sbb:*



No.	F S R	Proba- bility	Expected Value FSR
1	8.900,00	20,00%	1.780,00
2	9.050,00	30,00%	2.715,00
3	9.100,00	30,00%	2.730,00
4	9.150,00	20,00%	1.830,00
<b>Harga FSR</b>			<b>9.055,00</b>

### Jawaban

- ☐ Berdasarkan data tersebut di atas, maka spekulator akan mengambil *Forward Contract* Jual (*Short Position*) yaitu Kontrak Jual dengan harga Rp.9.100 / USD
- ☐ Jika  $FR < FSR$ , misalnya sesuai perkiraan, maka akan ada laba sebesar Rp. 45 / USD (Jual Rp. 9.100/USD dan Beli Rp. 9.055/USD)
- ☐ Jika  $FR > FSR$ , misalnya sebesar Rp. 9.150 / USD, maka akan menderita rugi sebesar Rp. 50 / USD (Jual Rp. 9.100/USD dan Beli Rp. 9.150/USD)

## **BAB IV**

### **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI TUKAR**

- Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar diantaranya:
  1. Perbedaan *supply* dan *demand foreign currency*
  2. Posisi neraca pembayaran (*balance of payment/BOP*)
  3. Tingkat inflasi
  4. Tingkat bunga
  5. Tingkat pendapatan
  6. Pengawasan/kebijakan pemerintah
  7. Ekspektasi dan spekulasi/rumor

#### **Perbedaan *supply* dan *demand foreign currency***

- Penawaran (*supply*) valas terdiri dari: (1) Ekspor barang dan jasa yang menghasilkan valas; (2) Impor modal (*capital import*) dan transfer valas lainnya dari luar negeri ke dalam negeri.
- Permintaan (*demand*) valas terdiri dari: (1) Impor barang dan jasa yang menggunakan valas; (2) Ekspor modal (*capital export*) dan transfer valas lainnya dari dalam negeri ke luar negeri.
- Apabila permintaan suatu mata uang, misal permintaan terhadap Euro lebih tinggi dari penawarannya, maka nilai Euro akan naik, begitu pula sebaliknya.

#### **Posisi neraca pembayaran (*balance of payment/BOP*)**

- Neraca pembayaran memiliki pengaruh terhadap nilai tukar dari mata uang domestik.
- Jika neraca pembayaran defisit, maka permintaan terhadap valas akan meningkat sehingga menyebabkan nilai rupiah melemah.
- Sebaliknya, jika neraca pembayaran surplus, permintaan terhadap valas akan menurun, dan hal ini menyebabkan nilai rupiah menguat.

#### **Tingkat inflasi**

- Jika faktor-faktor ekonomi lainnya dianggap tetap (*ceteris paribus*), maka kenaikan tingkat harga atau inflasi akan mempengaruhi nilai tukar mata uang suatu negara.
- Penurunan daya beli mata uang yang ditunjukkan oleh kenaikan tingkat harga di negara yang bersangkutan akan diikuti dengan depresiasi atau pelemahan nilai tukar mata uang negara tersebut.
- Sebaliknya, kenaikan daya beli mata uang domestik akan mengakibatkan apresiasi atau penguatan nilai tukar mata uang negara tersebut.

### **Tingkat bunga**

- Dengan asumsi *ceteris paribus*, kenaikan tingkat suku bunga bank untuk mata uang domestik, akan menyebabkan mata uang domestik mengalami apresiasi (penguatan) terhadap nilai mata uang negara lain.

### **Tingkat pendapatan**

- Tingkat pendapatan nasional hanya akan mempengaruhi nilai tukar melalui tingkat permintaan valas.
- Kenaikan pendapatan nasional yang diiringi dengan meningkatnya kegiatan transaksi ekonomi melalui kenaikan impor akan meningkatkan permintaan terhadap valas, sehingga menyebabkan nilai mata uang domestik terdepresiasi.

### **Pengawasan/kebijakan pemerintah**

- Kebijakan pemerintah untuk mempengaruhi kegiatan ekonomi dapat mempengaruhi pergerakan kurs.
- Ketika kebijakan bank sentral bersifat ekspansif dengan menambah jumlah uang beredar, maka akan mendorong kenaikan harga-harga atau inflasi.
- Inflasi pada akhirnya menyebabkan nilai tukar rupiah mengalami depresiasi karena daya beli rupiah turun terhadap barang dan jasa dibandingkan valas.

### **Ekspektasi dan spekulasi/rumor**

- Adanya ekspektasi bahwa tingkat inflasi atau defisit USA akan menurun atau sebaliknya juga dapat mempengaruhi kurs valas USD.
- Adanya spekulasi atau rumor devaluasi Rupiah karena defisit neraca berjalan yang besar juga berpengaruh terhadap kurs valas dimana valas secara umum mengalami apresiasi.
- Rumor seperti sakitnya presiden atau menteri keuangan dapat mempengaruhi sentimen dan ekspektasi masyarakat sehingga mempengaruhi permintaan dan penawaran valas yang akan berakibat pada fluktuasi kurs valuta asing. Salah satu contoh yang pernah terjadi adalah naiknya kurs USD, hingga mencapai Rp 6.000/USD, karena adanya isu/rumor sekitar kesehatan presiden pada bulan November/Desember 1997.

## BAB V

### ARBITRASI INTERNASIONAL DAN PARITAS SUKU BUNGA

#### **Pengertian Arbitrasi**

- Arbitrasi dapat diartikan sebagai upaya mengambil untung dari ketidaksesuaian dalam harga-harga aktual.
- Sebagai ilustrasi, anggaplah dua toko koin menjual dan membeli koin. Jika Toko A mau menjual suatu koin tertentu dengan harga \$120, sementara Toko B mau membeli koin yang sama dengan harga \$130, seseorang dapat melakukan arbitrasi dengan membeli koin tersebut dari Toko A seharga \$120 dan menjualnya ke Toko B seharga \$130. Harga koin di kedua toko tersebut berbeda mungkin karena adanya perbedaan dalam kondisi permintaan yang diakibatkan oleh perbedaan lokasi. Jika kedua toko koin tersebut tidak saling mengetahui harga koin pada toko saingannya, maka terdapat kesempatan untuk melakukan arbitrasi.

#### **Tipe Arbitrasi Internasional**

- Tipe arbitrasi yang berlaku bagi pasar valas dan pasar internasional memiliki 3 (tiga) bentuk umum:
  1. *Locational arbitrage*
  2. *Triangular arbitrage*
  3. *Covered interest arbitrage*

#### ***Locational Arbitrage***

- Arbitrasi yang terjadi bila ada perbedaan kurs jual dan beli antar bank atau antar *money changer*.
- Perbedaan itu akan memberi peluang kepada *arbitrageur* (pedagang valas) untuk mencari keuntungan dari selisih kurs jual dan kurs beli dari bank yang berbeda.
- Tindakan *locational arbitrage* akan mendorong kuotasi kurs valas antarbank mengalami pelurusan (penyesuaian), sampai *locational arbitrage* tidak lagi menguntungkan.

#### ***Triangular Arbitrage***

- *Triangular arbitrage* berhubungan dengan kurs silang.
- Kurs silang antara dua valuta ditentukan oleh nilai dari kedua valuta ini terhadap valuta ketiga.
- Jika kurs silang aktual dari dua valuta ini berbeda dengan kurs yang seharusnya, *triangular arbitrage* layak digunakan.

- Aktivitas *triangular arbitrage* akan mendorong kurs silang mengalami pelurusan (penyesuaian), sampai *triangular arbitrage* tidak lagi mungkin dilakukan.

### **Covered Interest Arbitrage**

- *Covered interest arbitrage* didasarkan pada hubungan antara premium (diskon) *forward* dengan selisih suku bunga.
- Besarnya premium atau diskon yang dikandung kurs *forward* kurang lebih harus sama dengan selisih suku bunga dari kedua negara yang terkait.
- Secara umum, kurs *forward* dari suatu valuta asing tertentu akan mengandung diskon (premium) jika suku bunganya lebih tinggi (lebih rendah) daripada suku bunga AS.
- Jika premium *forward* berbeda secara substansial dari selisih suku bunga, *covered interest arbitrage* layak dilakukan.
- Tipe arbitrase ini melibatkan investasi jangka pendek dalam valuta asing yang dilindungi (di-*cover*) oleh penjualan *forward* valuta asing tersebut.
- Dengan begitu, investor tidak terekspos terhadap fluktuasi nilai valuta asing.

### **Paritas Suku Bunga (Interest Rate Parity/IRP)**

- Teori IRP menyatakan bahwa perbedaan tingkat bunga pada pasar uang internasional akan cenderung sama dengan *forward rate premium* atau *discount*.
- Berdasarkan teori IRP akan dapat ditentukan/diperkirakan berapa perubahan kurs *forward rate* (FR) dibandingkan dengan *spot rate* (SR) bila terdapat perubahan tingkat bunga, misalnya antara *home country* dengan *foreign country*.
- Menurut IRP, besarnya perubahan FR terhadap SR ditentukan oleh besarnya *forward rate premium* atau *discount* yang timbul sebagai akibat dari perbedaan tingkat bunga antara *home* dan *foreign country*.
- Dengan demikian pemilik dana akan menentukan dalam mata uang atau valas mana dananya akan diinvestasikan.
- Hubungan antara *forward premium/discount* dari suatu valas dan tingkat bunga dari pasar uang dapat ditentukan dengan rumus:

$$A_n = \left[ \frac{A_h}{SR} \right] (1 + i_f) FR$$

$A_n$  = jumlah uang dalam negeri yang akan diterima dari suatu deposito/investasi atau yang akan dibayar dari pinjaman pada akhir suatu periode.

$A_h$  = jumlah uang dalam negeri yang diinvestasikan/didepositokan atau dipinjam

$i_f$  = tingkat bunga *foreign deposit*

SR = *spot rate*

FR = *forward rate*

- Karena besarnya  $FR = SR(1 + p)$ , dimana  $p = \text{forward rate premium}$  atau *discount*, maka dapat ditulis:

$$An = \left[ \frac{A_h}{SR} \right] (1 + i_f) \{SR(1 + p)\}$$

$$An = A_h(1 + i_f)(1 + p)$$

- *Rate of return* (ROR) yang akan diperoleh dari investasi atau deposito yang dilakukan di luar negeri ( $r_f$ ) adalah sebesar:

$$r_f = \frac{An - A_h}{A_h}$$

$$r_f = \frac{A_h(1 + i_f)(1 + p) - A_h}{A_h}$$

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

- Secara teoritis, seorang investor akan menginvestasikan atau mendepositokan dana dalam valas apabila *rate of return* dari luar ( $r_f$ ) minimal akan sama atau lebih tinggi daripada tingkat bunga dalam negeri ( $i_h$ ) atau dengan kata lain dapat dirumuskan menjadi  $r_f = i_h$ , maka:

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

$$(1 + i_f)(1 + p) = 1 + i_h$$

$$1 + p = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

$$p = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} - 1$$

- Bila  $i_h > i_f$  maka akan diperoleh  $p > 0$  atau positif, berarti *forward rate premium* dan  $FR > SR$
- Bila  $i_h < i_f$  maka akan diperoleh  $p < 0$  atau negatif, berarti *forward rate discount* dan  $FR < SR$
- Dengan demikian, dengan memperhatikan perbedaan tingkat bunga antara 2 negara, seorang investor akan dapat menentukan dalam mata uang apa sebaiknya dananya akan diinvestasikan.

Contoh Numerik dari IRP:

Tingkat bunga per tahun GBP = 3% dan USD = 2%. Jika USD sebagai *home currency*, maka:

$$p = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} - 1$$

$$p = \frac{1 + 0,02}{1 + 0,03} - 1$$

$$p = \frac{1,02}{1,03} - 1$$

$$p = -0,0097 = -0,97\%$$

Karena  $p$  bernilai **negatif**, maka *forward rate discount*.

Contoh Numerik dari IRP:

Bila  $SR = \text{USD}1,50/\text{GBP}$ , maka  $FR$  adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} FR &= SR (1 + p) \\ &= \text{USD}1,50 (1 - 0,0097) \\ &= \text{USD}1,49/\text{GBP} \end{aligned}$$

$FR < SR$  atau dengan kata lain  $\text{GBP}$  depresiasi terhadap  $\text{USD}$ .

- Jika IRP muncul, *covered interest arbitrage* tidak dimungkinkan, karena keunggulan suku bunga di negara lain akan ditutupi oleh diskon *forward*. Jadi, aktivitas *covered interest arbitrage* akan menghasilkan pengembalian yang tidak lebih baik daripada pengembalian domestik (suku bunga domestik).

## BAB VI

### HUBUNGAN ANTARA INFLASI, SUKU BUNGA, DAN NILAI TUKAR

Hubungan antara inflasi, suku bunga, dan nilai tukar dapat dijelaskan oleh 3 (tiga) teori yaitu:

1. Teori *Interest Rate Parity* (IRP)
2. Teori *Purchasing Power Parity* (PPP)
3. Teori *International Fisher Effect* (IFE)

#### ***Purchasing Power Parity Theory (PPP Theory)***

- Teori PPP atau teori paritas daya beli menganalisis pengaruh inflasi terhadap kurs valas.
- Diperkenalkan oleh **Gustav Cassel** setelah Perang Dunia I.
- Teori PPP didasarkan pada *law of one price* (LOP), yaitu hukum yang menyatakan bahwa harga produk sejenis di dua negara yang berbeda akan sama apabila dinilai dalam mata uang yang sama (Teori ini dikenal sebagai **Teori PPP Absolut**).
- Misal: Harga 1 Kg Apel USA di 2 tempat sebagai berikut:
- Jakarta Rp.5000,- = New York USD1
- Harga 1 Kg Apel = Rp.5000,- / USD = Kurs Valas
- Kurs valas berdasarkan teori PPP absolut tidak sesuai dengan kurs valas yang ditetapkan pemerintah karena terjadi *overvaluation* atau *undervaluation*.
- **Teori PPP Relatif** menyatakan bahwa harga suatu produk yang sama akan tetap berbeda karena ketidaksempurnaan pasar yang disebabkan oleh faktor biaya transportasi, tarif, dan kuota.
- Menurut teori PPP relatif, kurs valas akan berubah untuk mempertahankan kekuatan daya beli.
- Misalkan:

$P_h$  = *Price Index Home Country*

$I_h$  = *Inflation Rate Home Country*

$P_f$  = *Price Index Foreign Country*

$I_f$  = *Inflation Rate Foreign Country*

$e_f$  = Persentase (%) perubahan kurs valas

- Dengan demikian, jika ada **inflasi**, harga barang di masing-masing negara menjadi sebagai berikut:

*Price Home Country* =  $P_h(1 + I_h)$

*Price Foreign Country* =  $P_f(1 + I_f)(1 + e_f)$



- Berdasarkan *law of one price* (LOP) maka:

*New Price Index Foreign Country = New Price Index Home Country*

$$P_f(1 + I_f)(1 + e_f) = P_h(1 + I_h)$$

$$(1 + e_f) = \frac{P_h(1 + I_h)}{P_f(1 + I_f)}$$

$$e_f = \frac{P_h(1 + I_h)}{P_f(1 + I_f)} - 1$$

- Karena indeks harga domestik ( $P_h$ ) dan harga luar negeri ( $P_f$ ) yang sudah dikonversi ke Rp dengan dikalikan  $(1 + e_f)$  dan yang telah diasumsikan dari semula di kedua negara berdasarkan LOP adalah sama atau  $P_h = P_f$  sehingga keduanya dapat dieliminasi maka:

$$e_f = \frac{1 + I_h}{1 + I_f} - 1$$

- Karena  $e_f$  dinyatakan sebagai persentase perubahan kurs valas, maka rumus di atas menunjukkan bagaimana hubungan antara inflasi di kedua negara dengan kurs valas berdasarkan teori PPP.
- Dari rumus  $e_f$  di slide sebelumnya, ada catatan penting yang dapat dikemukakan yaitu:
- Jika  $I_h > I_f$ , maka  $e_f > 0$  (**positif**), sehingga kurs valas dari *foreign currency* akan **apresiasi** dan sebaliknya kurs *domestic currency* **depresiasi**.
- Sebaliknya, jika  $I_h < I_f$ , maka  $e_f < 0$  (**negatif**), sehingga kurs valas dari *foreign currency* akan **depresiasi** dan sebaliknya kurs *domestic currency* **apresiasi**.

Contoh 1:

Asumsikan bahwa nilai tukar awalnya berada dalam kondisi ekulibrium. Kemudian valuta domestik mengalami inflasi 5%, sementara sebuah negara asing mengalami inflasi 3%. Menurut PPP, nilai valuta asing tersebut akan mengalami penyesuaian sebagai berikut:

Penyelesaian:

$$e_f = \frac{1 + I_h}{1 + I_f} - 1$$

$$= \frac{1+0,05}{1+0,03} - 1$$

$$= 0,0194 \text{ atau } 1,94\%$$

Implikasinya adalah bahwa valuta asing harus mengalami **apresiasi** 1,94% sebagai reaksi terhadap tingginya inflasi di negara itu relatif terhadap inflasi di negara asing.

Contoh 2:

Asumsikan bahwa nilai tukar awalnya berada dalam kondisi ekulibrium. Kemudian valuta domestik mengalami inflasi 4%, sedangkan negara asing mengalami inflasi 7%. Menurut PPP, nilai valuta asing tersebut akan mengalami penyesuaian sebagai berikut:

Penyelesaian:

$$\begin{aligned} e_f &= \frac{1 + I_h}{1 + I_f} - 1 \\ &= \frac{1+0,04}{1+0,07} \\ &= -0,028 \text{ atau } -2,8\% \end{aligned}$$

Implikasinya adalah bahwa valuta asing harus mengalami **depresiasi** 2,8% sebagai reaksi terhadap tingginya inflasi di negara asing tersebut relatif terhadap inflasi domestik.

### ***International Fisher Effect Theory (IFE Theory)***

- Diciptakan oleh seorang ekonom yang bernama **Irving Fisher**.
- Menyatakan bahwa tingkat bunga nominal ( $i$ ) di setiap negara akan sama dengan *real rate return* ( $r$ ) ditambah dengan tingkat inflasi ( $I$ ) yang diharapkan atau dengan rumus sebagai berikut:

$$i = r + I$$

- Menurut teori ini, **tingkat bunga** di dua negara berbeda dapat terjadi karena adanya perbedaan **tingkat inflasi** yang diharapkan.
- Teori IFE hampir sama dengan teori IRP yang menggunakan **perbedaan tingkat bunga** dalam menjelaskan mengapa terjadi perubahan **kurs valas**.
- Teori IFE berkaitan erat dengan teori PPP karena **tingkat bunga** sangat erat kaitannya dengan **tingkat inflasi**.
- Dapat dikatakan bahwa perbedaan tingkat bunga yang terjadi antara beberapa negara dapat disebabkan oleh perbedaan tingkat inflasi.
- Teori IFE mempelajari tentang hubungan antara persentase (%) perubahan SR dengan perbedaan tingkat bunga ( $i$ ) pasar uang di berbagai negara.
- Teori IFE menyatakan: “SR akan berubah dengan persentase (%) yang sama, tetapi arah berlawanan dengan perbedaan atau selisih tingkat bunga antara 2 (dua) negara“ atau dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\frac{SR_2 - SR_1}{SR_1} \times 100 = i_{\$} - i_y$$

- *Actual* atau *effective return* ( $r$ ) dari investasi pada pasar surat berharga di pasar uang luar negeri tergantung pada *foreign interest* ( $i_f$ ) dan persentase perubahan nilai *forex* ( $e_f$ ).

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

- Menurut teori IFE, *effective return* pada *home investment/deposit* ( $i_h$ ) pada dasarnya secara rata-rata akan sama dengan *effective return* pada *foreign investment/deposit* ( $r_f$ ) maka  $r_f = i_h$  sehingga:

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

$$(1 + i_f)(1 + e_f) = (1 + i_h)$$

$$e_f = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1$$

- Bila  $i_h > i_f$ , maka  $e_f > 0$  (positif), sehingga *forex* akan **apresiasi**. Apresiasi *forex* ini akan menaikkan *foreign return* atau hasil penerimaan *investor home country* dari luar negeri.
- Sebaliknya, bila  $i_h < i_f$ , maka  $e_f < 0$  (negatif), sehingga *forex* akan **depresiasi**. Depresiasi *forex* ini akan menurunkan *foreign return* atau hasil penerimaan *investor home country* dari investasi luar negeri.

Contoh 3:

Asumsikan bahwa suku bunga deposito bank domestik berjangka waktu 1 tahun adalah 11% dan suku bunga deposito bank luar negeri untuk jangka waktu yang sama adalah 12%. Agar pengembalian aktual dari kedua investasi ini sama dengan perspektif investor domestik, nilai valuta asing sepanjang horizon investasi akan berubah sebesar:

Penyelesaian:

$$e_f = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1$$

$$= \frac{(1 + 0,11)}{(1 + 0,12)} - 1$$

$$= -0,0089 \text{ atau } -0,89\%$$

Implikasinya adalah bahwa, dalam perspektif investor domestik, valuta asing yang mendenominasi deposito luar negeri akan mengalami **depresiasi** 0,89%.

### Kondisi Keseimbangan Internasional (*International Parity Condition*)

- Sejak berlakunya sistem nilai tukar mengambang (*floating rate system*) tidak satupun dari 3 teori keuangan internasional (Teori PPP, IRP, IFE) yang digunakan untuk meramalkan kurs valas untuk setiap kondisi.
- Untuk meramalkan kurs valas tersebut tetap terdapat suatu dasar hubungan ekonomi tertentu.

- Dari analisis *parity condition* dapat dikemukakan beberapa catatan penting yang perlu diperhatikan oleh para investor ataupun pedagang valas yang ingin memperoleh keuntungan dari investasi jangka pendeknya, yaitu:
  1. Berusaha untuk melakukan investasi atau memiliki piutang dalam valas/*forex* yang tingkat bunganya relatif tinggi dan cenderung akan apresiasi.
  2. Sebaliknya, meminjam atau memiliki utang dalam valas/*forex* yang tingkat bunganya relatif rendah dan cenderung akan depresiasi.

### **Korelasi Pergerakan atau Fluktuasi Kurs Valas dengan Tingkat Inflasi dan Suku Bunga Riil serta Suku Bunga Nominal di Suatu Negara**

- Berdasarkan teori *International Fisher Effect* ( $i = r + I$ ), maka dapat diturunkan rumus untuk menghitung tingkat bunga riil sebagai berikut:

$$Rr(x) = Rn(x) - \{I(x) + Pr(x) + F(x)\}$$

Keterangan:

$Rr(x)$  = Tingkat bunga riil di negara x

$Rn(x)$  = Tingkat bunga nominal di x

$I(x)$  = Tingkat inflasi di x

$Pr(x)$  = Premium risiko di x

$F(x)$  = Premium faktor lain di x

- Berdasarkan rumus  $Rr(x)$ , maka dapat dijelaskan hal-hal berikut:
- Bila pada kondisi awal di Indonesia diperoleh data sebagai berikut:
- Suku bunga SBI = 70%, inflasi = 50%,  $Pr = 15\%$ , dan  $F = 0\%$ , maka  $Rr = 70\% - (50\% + 15\% + 0\%) = 5\%$
- Bila suku bunga SBI turun menjadi 40%, inflasi turun menjadi 15%, dan  $Pr = 15\%$ , maka  $Rr = 40\% - (15\% + 15\% + 0\%) = 10\%$ . Akibatnya, nilai rupiah akan naik atau **apresiasi**.
- Sebaliknya, bila suku bunga SBI = 50%, tingkat inflasi = 50% (tetap tinggi), dan  $Pr = 15\%$ , maka  $Rr = 50\% - (50\% + 15\% + 0\%) = -15\%$  (negatif). Akibatnya, nilai rupiah akan turun atau **depresiasi**.
- Pergerakan atau fluktuasi kurs mempunyai hubungan positif dengan suku bunga riil. Artinya, bila suku bunga riil di x naik, maka kurs mata uang x akan naik dan demikian pula sebaliknya.
- Perbedaan suku bunga nominal di antara dua negara atau mata uang belum tentu mencerminkan perbedaan suku bunga riil.

### **Perbandingan antara IRP, PPP, dan IFE**

- Teori **PPP** berfokus pada hubungan antara perbedaan laju inflasi dengan pergerakan nilai tukar di masa depan.
- Teori **IFE** berfokus pada hubungan antara selisih suku bunga dengan pergerakan nilai tukar di masa depan.
- Teori paritas suku bunga (**IRP**) berfokus pada hubungan antara perbedaan suku bunga dengan premium (diskon) kurs *forward* pada suatu titik waktu tertentu.

## BAB VII

### **FOREX EXPOSURE DAN MANAJEMEN RISIKO DENGAN REKAYASA FINANSIAL**

Dapat diartikan sebagai suatu risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan sebagai akibat perubahan atau fluktuasi kurs valas.

Secara umum, pengaruh fluktuasi kurs valas terhadap perusahaan dapat dibedakan atas 3 macam, yaitu:

#### 1. *Transaction Exposure* (TE)

- *Exposure* valas perusahaan dalam transaksi-transaksinya dengan negara lain dimana transaksi tersebut terjadi pada saat ini, namun pembayarannya dilakukan pada masa mendatang.
- Pada saat jatuh tempo/penyelesaian transaksi-transaksi tersebut menaikkan keuntungan-keuntungan/kerugian-kerugian mata uang. Dengan kata lain, selama periode komitmen-komitmen pembayaran atau penerimaan tersebut belum jatuh tempo, kurs nominal dapat berubah dengan membuat nilai transaksi ada dalam risiko.
- Eksposur transaksi terjadi ketika perusahaan terlibat dalam transaksi yang didenominasi mata uang asing/valas yang akan terjadi di masa yang akan datang.
- Diartikan sebagai pengaruh fluktuasi kurs valas terhadap *future cash transaction*. Pengukuran risiko ini dilakukan dengan 2 tahapan, yaitu sebagai berikut:
  - a. Menentukan perkiraan netto dari *inflow* dan *outflow* dalam setiap valas.
  - b. Menentukan tingkat risiko atau *exposure* dari seluruh valas.

#### 2. *Economic/Operating Exposure* (E/OE)

- Diartikan sebagai suatu pengaruh dari fluktuasi *forex rate* atau kurs valas terhadap *present value* dari *future cash flow* suatu perusahaan.
- adalah *exposure* valas *cash flows* perusahaan terhadap perubahan-perubahan nilai tukar riil. Dengan kata lain, *economic exposure* adalah mengukur perubahan-perubahan nilai

tukar yang mempengaruhi nilai perusahaan yang diukur dalam PV *cash flows* masa datang yang diharapkan/berfokus pada dampak perubahan-perubahan nilai tukar terhadap nilai perusahaan yang diukur dari *present value* dari seluruh *cash flows* masa datang yang diharapkan/*expected future cash flows*.

- Eksposur yang didasarkan pada nilai-nilai pasar mengasumsikan bahwa tujuan finansial perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

### 3. *Translation /Accounting Exposure (T/AE)*

- *Exposure* laporan laba rugi dan neraca MNC terhadap perubahan-perubahan nilai tukar nominal.
- Dihasilkan dari fakta bahwa MNC harus mengkonsolidasikan rekeningnya ke dalam mata uang lokal melalui *cash flow*-nya yang didenominasi dalam berbagai valas (mentranslasi laporan keuangan yang didenominasi mata uang asing ke dalam mata uang lokal, dimana aset dan liabilitas tersebut merefleksikan keputusan-keputusan masa lalu yang dibuat oleh perusahaan).
- *Translation (accounting) exposure* timbul dari kebutuhan untuk maksud-maksud pelaporan dan

konsolidasi, untuk mengkonversi laporan keuangan operasi asing/luar negeri dari mata uang lokal (perusahaan *subsidiary*) ke mata uang perusahaan induk (*parent company*). Jika kurs telah berubah sejak periode pelaporan sebelumnya, translasi (*restatement*) dari *assets* dan *liabilities, revenues, gains, dan losses* yang didenominasi dalam valas akan menghasilkan *gains/losses* dalam valas (*foreign exchange gains/losses*).

#### **Mengukur dan Mengelola *Exposure* Transaksi**

- Eksposur transaksi mengukur perubahan pada nilai transaksi karena terdapat perbedaan antara kurs valuta asing pada saat transaksi disepakati dan saat transaksi diselesaikan/dipenuhi. Eksposur transaksi akan mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan. Fluktuasi nilai transaksi kas di masa yang akan datang karena perubahan kurs valuta asing akan memberikan eksposur transaksi bagi perusahaan.
- Eksposur transaksi antara lain disebabkan oleh beberapa hal :

1. Pembelian atau penjualan barang atau jasa secara kredit, dimana harga dinyatakan dalam mata uang asing.
  2. Pinjam-meminjam dana yang pelunasannya dinyatakan dalam mata uang asing.
- Eksposur transaksi terdiri dari beberapa tahapan, yaitu *eksposur kuotasi*, *eksposur pra pemenuhan pesanan dan eksposur penagihan*. Eksposur transaksi pertama kali timbul saat penjual menyatakan harga dalam mata uang asing dan menyampaikannya kepada calon pembeli, baik secara verbal atau tertulis. Pada saat pembeli memesan barang atau jasa, eksposur potensial berubah menjadi eksposur transaksi aktual. Eksposur transaksi berakhir saat pembayaran diterima penjual.

### **Manajemen Eksposur Transaksi Melalui Kontrak Hedging Valuta Asing**

- Eksposur transaksi dapat dikelola dengan melakukan kontrak *hedging* valuta asing atau menempuh strategi operasi tertentu. Kontrak hedging valuta asing bisa dilakukan di *pasar forward*, *pasar future*, *pasar uang*, dan *pasar opsi*. Selain itu upaya *hedging* juga dapat ditempuh dengan mengadakan kesepakatan swap.
- Kesepakatan *swap* yang sering digunakan adalah *back-to-back loans*, *currency swap*, dan *credit swap*.

### **Melakukan Kesepakatan Swap**

*Swap valuta asing* adalah kesepakatan antara dua pihak untuk mempertukarkan sejumlah tertentu dana dalam mata uang yang berbeda, dan selang setelah periode tertentu, mengembalikan dana yang diterima dalam jumlah yang sama. Beberapa jenis *swap* yang umum dilakukan untuk mengelola eksposur transaksi dan eksposur operasi adalah *back-to-back loan* atau disebut juga *parallel loan*, *currency swap*, dan *credit swap*.

#### **Back-to-back atau parallel loans**

Jenis swap ini melibatkan dua pihak di negara yang berbeda, yang sepakat untuk saling meminjam sejumlah dana dalam mata uang kedua negara, selama periode waktu tertentu. Pada akhir periode waktu yang disepakati, masing – masing pihak mengembalikan dana yang dipinjam. Setiap pihak yang terlibat dalam *back-to-back loan* dapat menetapkan syarat tambahan untuk mengantisipasi perubahan kurs yang tidak sebanding.

#### **Currency swap**



✚  
*Currency swap* mirip dengan *back-to-back loan*, kecuali bahwa ia tidak nampak dalam neraca. Biasanya, dua perusahaan sepakat untuk mempertukarkan sejumlah dana dalam mata uang yang berbeda, yang ekuivalen nilainya, selama waktu tertentu. Jangka waktu berakhirnya *currency swap* dapat dinegosiasikan sampai minimal 10 tahun. Apabila dana di suatu negara lebih mahal dari negara yang lain, *currency swap* dapat mempertimbangkan perbedaan suku bunga.

### ✚ *Credit swap*

*Credit swap* adalah pertukaran mata uang antara perusahaan dan bank (seringkali bank sentral) asing, yang berlangsung selama kurun waktu tertentu. *Credit swap* sebenarnya telah dipraktikkan antara bank-bank umum, dan antara bank umum dan bank sentral, untuk memenuhi kebutuhan akan valuta asing. Daya tarik dari *credit swap* adalah kemampuannya untuk mengurangi kebutuhan guna membelanjai kegiatan dengan mata uang lemah dari sumber mata uang kuat.

## **Manajemen Eksposur Transaksi dengan Memodifikasi Strategi Operasi**

□ Strategi yang banyak ditempuh untuk mengelola eksposur transaksi adalah :

### a. ***Leads dan Lags* : Menentukan Ulang Saat Transfer Dana**

Istilah *leads* berarti mempercepat pembayaran dan *lags* memperlambat pembayaran. Jika sebuah perusahaan memiliki utang dalam mata uang kuat dunia, dimana kemungkinan mata uang tersebut untuk berapresiasi terhadap mata uang domestik cukup besar, maka akan lebih aman kalau perusahaan membayar lebih awal hutangnya. Kalau perusahaan berhutang dalam mata uang lemah dunia, yang cenderung terdepresiasi terhadap mata uang domestik, maka akan lebih menguntungkan kalau perusahaan memperlambat pembayaran utangnya.

### b. ***Leads dan Lags* Antar Perusahaan Independen**

*Leading* atau *lagging* antar perusahaan-perusahaan independen dapat dilakukan jika perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam transaksi bersedia mengikuti usulan mitranya. Untuk kesediaannya itu, biasanya ada semacam kontraprestasi yang diperoleh.

### c. ***Leads dan Lags* Antar Perusahaan-Perusahaan dalam Satu Induk**

Strategi *leads* dan *lags* lebih mudah diterapkan antar perusahaan dalam satu induk, karena memiliki tujuan yang sama. Transaksi antar perusahaan dalam satu induk dapat berupa transaksi operasi atau transaksi keuangan. Strategi *leads* dan *lags* terkadang juga sulit diterapkan dalam perusahaan multinasional. Beberapa penyebabnya antara lain karena setiap

anak perusahaan dianggap sebagai perusahaan independent dan karena porsi kepemilikan induk perusahaan terhadap perusahaan afiliasi tidak besar.

d. ***Reinvoicing Centers***

Sebuah *re invoicing centers* adalah anak perusahaan dari suatu perusahaan multinasional yang berada di suatu negara tertentu yang berfungsi mengelola eksposur transaksi perusahaan-perusahaan afiliasi. **Keuntungan** utama dari *re invoicing center* adalah manajemen eksposur transaksi antar perusahaan afiliasi dipusatkan pada satu lokasi. Karena semua transaksi dipusatkan di satu tempat, volume transaksi akan sangat besar sekali. Disini *re invoicing center* memiliki posisi tawar-menawar yang kuat dengan bank untuk mendapatkan hasil yang optimal.

Sedangkan **kerugian** utamanya adalah perusahaan harus mendirikan suatu anak perusahaan khusus untuk mengelola *re invoicing center*, dimana biaya yang dikeluarkan mungkin lebih besar dari manfaat yang diperoleh.

e. **Menetapkan Klausula Pembagian Risiko dengan Pelanggan**

Kesepakatan pembagian risiko (*risk sharing*) umumnya diberlakukan antara pemasok dan pelanggan yang memiliki hubungan bisnis jangka panjang. Kesepakatan ini akan ditambahkan dalam kontrak kerja sama. Tujuan utama dari *risk sharing* adalah untuk memelihara eksistensi masing-masing pihak, agar kerja sama tetap berlangsung.

### **Mengukur dan Mengelola *Exposure* Ekonomi**

- Exposure ekonomi mewakili setiap dampak dari fluktuasi nilai tukar atas arus kas di masa depan sebuah perusahaan. Arus kas korporasi dapat dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar dengan cara-cara yang tidak langsung berkaitan dengan transaksi – transaksi valuta asing. Jadi perusahaan tidak bisa hanya berfokus pada hedging hutang atau piutang valas mereka, tetapi juga harus berusaha menentukan bagaimana arus kas mereka secara keseluruhan akan dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar di masa depan.
- Untuk menilai *exposure* ekonomi dapat dilakukan dengan cara memisahkan beban operasi ke dalam beban operasi tetap dan beban operasi variabel. Nilai dari beban operasi tetap dapat ditentukan sesuai dengan sejarah laporan perusahaan, sedangkan beban operasi variabel di tentukan oleh tingkat penjualan perusahaan. Laba sebelum bunga dan pajak dihitung dengan mengurangi laba kotor dengan beban operasi total. Bunga yang terhutang pada bank-bank di negara yang tidak sensitif terhadap pergerakan nilai tukar. Namun, jumlah yang akan dibutuhkan untuk membayar bunga untuk kredit yang di ambil di Negara yang sensitif

terhadap pergerakan nilai tukar tergantung pada scenario nilai tukar yang terjadi. Laba sebelum pajak adalah laba sebelum bunga dan pajak dikurangi dengan total beban bunga.

- Kebijakan untuk menaikkan penjualan di negara yang sensitif terhadap nilai tukar atau mengurangi pemakaian bahan baku dari negara yang sensitif terhadap nilai tukar akan menghasilkan dampak yang lebih seimbang.

- Rumus Mengukur Eksposur Ekonomi:

$$P = a + b \times S + e$$

Ket : b disebut koefisien eksposur

Secara statistik,  $b = \text{Cov}(P,S)/\text{Var}(S)$

$\text{Var}(P) = b^2\text{Var}(S) + \text{Var}(e)$

$b^2\text{Var}(S)$ : menunjukkan bagian dari variabilitas nilai Rp atas aset yang berkaitan dengan perubahan-perubahan acak dalam kurs tuka

$\text{Var}(e)$ : bagian variabilitas nilai Rp yang adalah independen atas pergerakan kurs tukar

### **Mengukur dan Mengelola *Exposure* Akuntansi**

- Eksposur akuntansi disebut juga eksposur translasi yaitu tidak menimbulkan perubahan pada aliran kas riil perusahaan. Eksposur ini timbul pada saat sebuah MNC membuat laporan keuangan konsolidasi dari seluruh anak perusahaannya yang tersebar di berbagai negara. mengukur eksposur akuntansi.
- Perusahaan transnasional yang tidak peduli dengan eksposur akuntansi umumnya berpendapat bahwa pendapatan yang diperoleh oleh cabang-cabang perusahaan tidak perlu dikonversi dalam mata uang perusahaan induknya. Ini diakibatkan karena mereka tidak yakin eksposur akuntansi relevan. Kendati demikian, perlu dipahami apa yang mempengaruhi derajat eksposur perusahaan terhadap kemungkinan laba/rugi karena konversi laporan keuangan.
- Besar kecilnya eksposur akuntansi tergantung dari:
  - a. Seberapa jauh peranan cabang-cabang perusahaan di luar negeri. Semakin besar persentase bisnis perusahaan yang dilakukan oleh cabang di luar negeri, semakin besar persentase pos-pos laporan keuangan yang mudah terpengaruh eksposur akuntansi.
  - b. Lokasi cabang-cabang perusahaan di luar negeri. Ini diakibatkan karena pos-pos laporan keuangan di setiap cabang biasanya dinyatakan dalam mata uang lokal di negara tersebut.
  - c. Standar akuntansi yang dipergunakan. Setiap negara umumnya mempunyai standar akuntansi yang sudah baku , yang amat bervariasi antar negara.
  - d. Alasan-alasan untuk melakukan translasi

- Perusahaan dengan operasi luar negeri yang signifikan menyusun laporan keuangan konsolidasi yang memungkinkan para pembaca laporan untuk mendapatkan pemahaman yang holistic atas operasi perusahaan, baik domestic dan luar negeri. Untuk mencapai hal ini, laporan keuangan anak perusahaan luar negeri yang berdenominasi dalam mata uang asing disajikan ulang dengan mata uang pelaporan induk perusahaan. Proses penyajian ulang informasi keuangan dari satu mata uang ke mata uang lainnya disebut sebagai translasi.
- Kebanyakan masalah yang berkaitan dengan translasi mata uang berasal dari fakta bahwa nilai relatif mata uang asing jarang sekali ditetapkan. Kurs nilai tukar variabel, yang digabungkan dengan berbagai macam metode translasi yang dapat digunakan dan perbedaan perlakuan atas keuntungan dan kerugian translasi, membuat perbandingan hasil keuangan satu perusahaan dengan perusahaan lain, atau perbandingan hasil suatu perusahaan yang sama dari satu periode ke periode lain sulit dilakukan. Keadaan ini merupakan tantangan tersendiri bagi perusahaan multinasional untuk menyediakan pengungkapan informasi hasil operasi dan posisi keuangan.
- Alasan tambahan untuk translasi mata uang asing adalah untuk mencatat transaksi mata uang asing, mengukur risiko suatu perusahaan terhadap pengaruh perubahan mata uang dan berkomunikasi dengan para pihak berkepentingan dari luar negeri. Untuk keperluan akuntansi, suatu aktiva dan kewajiban mata uang asing dikatakan menghadapi risiko mata uang jika suatu perubahan kurs nilai tukar mata uang menyebabkan mata uang induk perusahaan (pelaporan) juga berubah. Pengukuran risiko ini akan berbeda-beda tergantung dari metode translasi yang dipilih untuk digunakan oleh perusahaan.

**Perbedaan Konseptual antara Eksposur Transaksi, Operasi, dan Akuntansi, yaitu:**

- Eksposur transaksi mengukur perubahan pada nilai transaksi karena terdapat perbedaan antara kurs valuta asing pada saat transaksi disepakati dan saat transaksi diselesaikan/dipenuhi. Jadi eksposur ini berhubungan dengan transaksi-transaksi yang sudah ada, tetapi belum jatuh tempo. Eksposur transaksi akan mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan.
- Eksposur operasi disebut juga eksposur ekonomis, eksposur kompetitif atau eksposur strategis yaitu mengukur perubahan nilai sekarang perusahaan yang disebabkan oleh adanya perubahan pada aliran kas operasi di masa yang akan datang, karena terjadi perubahan yang tak terantisipasi pada kurs valuta asing.
- Eksposur transaksi dan eksposur operasi berhubungan dengan perubahan pada aliran kas perusahaan. Perbedaannya adalah dampak eksposur transaksi memiliki jangkauan waktu yang lebih pendek, karena hanya melibatkan transaksi-transaksi yang belum jatuh tempo.

Sebaliknya, eksposur transaksi mengukur kemungkinan penyimpangan aliran kas dari yang diharapkan, baik aliran kas jangka pendek, jangka menengah maupun jangka panjang.

- Eksposur akuntansi disebut juga eksposur translasi yaitu tidak menimbulkan perubahan pada aliran kas riil perusahaan. Eksposur ini timbul pada saat sebuah MNC membuat laporan keuangan konsolidasi dari seluruh anak perusahaannya yang tersebar di berbagai negara.

## **BAB VIII**

### **MANAJEMEN KAS INTERNASIONAL**

#### **Overview**

Istilah manajemen kas secara luas dapat didefinisikan sebagai optimisasi arus kas dan penginvestasian kelebihan kas. Dari perspektif internasional, manajemen kas sangat kompleks karena berbedanya kebijakan pemerintah berkenaan dengan transfer kas antar negara. Selain itu, fluktuasi nilai tukar juga mempengaruhi nilai dari kas di transfer.

#### **Analisa Arus Kas: Perspektif perusahaan anak**

Siklus arus kas dimulai dengan pengeluaran kas oleh perusahaan anak untuk membeli bahan baku atau perlengkapan. Perusahaan anak biasanya akan lebih sulit meramalkan pengeluaran-pengeluaran kas masa depan jika pembelian bersifat internasional, bukan domestik, karena adanya fluktuasi nilai tukar. Selain itu, ada kemungkinan pembayaran jauh meningkat sebagai akibat apresiasi valuta asing. Konsekuensinya, perusahaan mungkin ingin menumpuk banyak persediaan bahan baku agar bisa menghentikan pembelian pada saat valuta yang mendominasi faktur mengalami apresiasi, dan mengambil bahan baku dari persediaan.

Perusahaan anak menggunakan bahan baku dan/atau perlengkapan dalam proses produksi mereka. Jika barang jadi diekspor ke luar negeri, volume penjualan bisa lebih bergejolak dibandingkan jika dijual di dalam negeri. Hal ini mungkin diakibatkan oleh fluktuasi nilai tukar. Permintaan atas barang jadi ini bakal menurun jika valuta yang mendominasi faktur mengalami apresiasi. Volume penjualan ekspor juga rentan terhadap siklus bisnis negara importir. Jika barang dijual di dalam negeri, fluktuasi nilai tukar tidak akan memiliki dampak langsung atas penjualan, walaupun masih memiliki dampak tidak langsung, karena akan mempengaruhi harga yang dibayar konsumen lokal atas produk impor dari para pesaing asing.

Perusahaan anak dianggap mengirim dividen dan *fee-fee* lain secara periodik kepada perusahaan induk. *Fee-fee* ini bisa berupa royalti atau tagihan biaya *overhead* yang dibebankan perusahaan induk kepada perusahaan anak. Apapun alasannya, pembayaran oleh perusahaan anak kepada perusahaan induk biasanya terjadi. Jika besarnya pembayaran dividen dan *fee-fee* diketahui di muka dan denominasi dalam valuta perusahaan anak, peramalan arus kas menjadi lebih mudah bagi perusahaan anak. Besarnya dividen yang dibayarkan kepada induk tergantung pada kebutuhan likuidasi perusahaan anak, kebutuhan kas pada berbagai lokasi perusahaan anak, perkiraan pergerakan nilai dari valuta lokal perusahaan anak, dan regulasi-regulasi pemerintah tamu tempat

perusahaan anak berdomisili.

Manajemen likuiditas merupakan komponen yang sangat penting dari manajemen modal kerja perusahaan anak. Perusahaan anak biasanya memiliki akses ke dalam berbagai lini kredit dan fasilitas-fasilitas overdraft dalam berbagai valuta. Dengan demikian, mereka bisa menciptakan likuiditas yang memadai tanpa harus menyisihkan saldo kas yang substansial. Walaupun likuiditas sangat penting bagi korporasi multinasional secara keseluruhan, rasio-rasio likuiditas tidak dapat sepenuhnya mengukur likuiditas sebuah MNC. Akses terhadap dana lebih relevan ketimbang kas ditangan.

### **Manajemen Arus Kas Terpusat**

Tiap perusahaan anak harus mengelola modal kerjanya dengan memper timbangkan semua aspek yang telah dijelaskan tadi secara simultan. Meski pun begitu, biasanya perusahaan anak lebih memikirkan operasi-operasinya sendiri daripada operasi-operasi MNC secara keseluruhan. Oleh karena itu, grup manajemen kas terpusat mungkin perlu dibentuk untuk memonitor, dan barangkali mengelola, arus kas-arus kas antara perusahaan induk dengan perusahaan-perusahaan anak dan arus kas-arus kas antar perusahaan anak. Peran ini sangat penting karena akan menguntungkan perusahaan anak individual yang membutuhkan dana atau yang sangat terekspos terhadap risiko nilai tukar. Departemen treasury Kraft, misalnya, menggunakan pendekatan terpusat untuk mengelola likuiditas, pendanaan, dan kebutuhan valuta asing yang berkaitan dengan operasi-operasi globalnya. Dan sistem terpusat Monsanto, yang mengumpulkan saldo-saldo valuta asing dari berbagai perusahaan anak di Asia, menghasilkan penghematan tahunan sekitar \$250.000.

### **Teknik-Teknik Optimisasi Arus Kas**

#### **1. Percepatan Arus Kas Masuk**

Tujuan pertama dalam manajemen kas internasional adalah mempercepat arus kas masuk, karena semakin cepat arus kas diterima, semakin cepat kas bisa diinvestasikan atau digunakan untuk tujuan-tujuan lain. Beberapa teknik manajerial dapat diterapkan untuk tujuan ini, yang sebagiannya dapat diimplementasikan oleh perusahaan anak individual. Pertama, korporasi bisa membuat lockbox diseluruh dunia, yaitu nomor kotak pos yang menjadi alamat bagi pelanggan untuk mengirimkan pembayaran. Jika dibuat pada lokasi yang tepat, lockbox bisa membantu mengurangi mailing time (mail float). Pemrosesan cek yang masuk pada lockbox biasanya ditangani oleh sebuah bank dengan basis harian. Metode kedua untuk mempercepat arus kas masuk adalah *preauthorized payment*, yang memungkinkan sebuah korporasi untuk membebaskan tagihan kepada rekening

bank pelanggan secara langsung hingga suatu jumlah tertentu. Baik *preauthorized payment* maupun *lockbox* juga digunakan dalam pengelolaan arus kas domestik. Karena transaksi-transaksi internasional memiliki *mailing time* yang relatif lebih lama, kedua metode ini sangat berguna bagi perusahaan multinasional dalam rangka mempercepat arus kas masuk.

## 2. Minimisasi Biaya Konversi Valuta

Teknik lain yang dapat digunakan untuk mengoptimalkan arus kas masuk, netting, dapat diimplementasikan secara bersama-sama oleh perusahaan anak, atau oleh grup manajemen kas terpusat. Teknik ini dapat mengoptimalkan arus kas dengan mengurangi biaya-biaya transaksi dan administratif yang ditimbulkan oleh konversi valuta.

Manfaat utamanya adalah sebagai berikut. Pertama, netting mengurangi jumlah transaksi antar negara yang terjadi antar perusahaan anak, sehingga mengurangi biaya administratif total dari transfer-transfer kas semacam itu. *tran netting* mengurangi kebutuhan akan konversi valuta asing, karena transaksi terjadi lebih jarang, dan selanjutnya, sehingga mengurangi biaya transaksi yang berkaitan dengan konversi valuta asing. Ketiga, proses net ting meminta kontrol yang ketat atas informasi-informasi mengenai transaksi antar perusahaan anak. Jadi, akan muncul upaya yang lebih terkoordinasi antar semua perusahaan anak untuk meningkatkan keakuratan pelaporan serta dalam mengkliring transaksi-transaksi antar mereka. Terakhir, peramalan arus kas menjadi lebih mudah, karena hanya transfer kas neto yang dilakukan pada akhir tiap periode, bukan transfer-transfer kas individual sepanjang periode. Meningkatkan keakuratan peramalan arus kas dapat memperbaiki keputusan pembiayaan dan investasi.

Gambar 15.3 adalah sebuah contoh matriks pembayaran antar perusahaan anak yang menjumlahkan pembayaran-pembayaran individual tiap perusahaan anak kepada satu sama lain.

**GAMBAR 15.3 Matriks Pembayaran Antar Perusahaan Anak**

Pembayaran Terhutang oleh Perusahaan Anak dari:	Pembayaran Terhutang kepada Perusahaan Anak di (Dalam Ribuan US\$):						
	Kanada	Perancis	Inggris	Jepang	Swiss	AS	Jerman
Kanada	—	40	80	90	20	40	60
Perancis	60	—	40	30	60	50	30
Inggris	90	20	—	20	10	0	40
Jepang	100	30	50	—	20	30	10
Swiss	10	50	30	10	—	50	70
AS	10	60	20	20	20	—	40
Jerman	40	30	0	60	40	70	—

**GAMBAR 15.4 Netting Schedule**

Pembayaran Terhutang oleh Perusahaan Anak dari:	Pembayaran Terhutang kepada Perusahaan Anak di (Dalam Ribuan US\$):						
	Kanada	Perancis	Inggris	Jepang	Swiss	AS	Jerman
Kanada	—	0	0	0	10	30	20
Perancis	20	—	20	0	10	0	0
Inggris	10	0	—	0	0	0	40
Jepang	10	0	30	—	10	10	0
Swiss	0	0	20	0	—	30	30
AS	0	10	20	0	0	—	0
Jerman	0	0	0	50	0	30	—



Sebagai contoh, baris pertama mengimplikasikan bahwa perusahaan anak Kanada berhutang kepada perusahaan anak Perancis sebesar \$40.000, perusahaan anak Kanada berhutang kepada perusahaan anak Inggris \$80.000, dan begitu seterusnya. Selama periode yang sama, perusahaan anak ini juga menerima barang dari perusahaan anak Kanada, yang belum dilakukan pembayaran. Dalam kolom kedua (di bawah judul Kanada), diperlihatkan bahwa perusahaan anak Perancis berhutang kepada perusahaan anak Kanada sebesar \$60.000, perusahaan anak Inggris juga berhutang kepada perusahaan anak Kanada \$90.000, dan begitu seterusnya.

Karena perusahaan anak berhutang kepada satu sama lain, biaya konversi valuta dapat dikurangi dengan meminta hanya pembayaran neto yang dilakukan. Dengan menggunakan matriks tadi, dapat dibuat netting schedule seperti yang terdapat pada Gambar 15.4. Karena perusahaan anak Kanada berhutang kepada perusahaan anak Perancis \$40.000 sementara perusahaan anak Kanada memiliki piutang \$60.000 pada perusahaan anak yang sama maka perusahaan anak Perancis harus melakukan pembayaran neto sebesar \$20.000 kepada perusahaan anak Kanada. Gambar 15.3 dan 15.4 telah mengubah semua angka ke dalam nilai dolar yang ekuivalen agar pembayaran-pembayaran bisa dikonsolidasi dan besarnya pembayaran neto bisa ditentukan.

*Multilateral netting system* akan memiliki keterbatasan bila pemerintah melakukan kontrol devisa. Walaupun negara-negara industri utama biasanya tidak melakukan hal ini, sejumlah negara lain melakukannya. Bahkan, di beberapa negara, netting dilarang. Jadi, sebuah perusahaan multinasional yang memiliki perusahaan anak di seluruh dunia mungkin akan harus mengimplementasikan multilateral netting system yang hanya melibatkan sebagian perusahaan anaknya. Jelas, hal ini akan membatasi besarnya biaya administratif dan biaya transaksi yang dapat dikurangi oleh sistem tersebut.

### **3. Minimisasi Pajak atas Arus Kas**

Untuk lebih mengoptimalkan arus kas, MNC harus memperhitungkan konsekuensi-konsekuensi pajak dari perubahan jumlah arus kas. Jika, misalnya, pemerintah tamu tempat perusahaan anak dari sebuah MNC berdomisili mengenakan *withholding tax* yang tinggi atas laba perusahaan anak yang dikembalikan ke perusahaan induk, perusahaan induk bisa memerintahkan perusahaan anaknya untuk menunda pemulangan laba secara temporer dan menginvestasikannya kembali di negara yang dimaksud.

Arus kas juga dapat dipengaruhi oleh blokade dana yang dilakukan oleh pemerintah tamu, yang bisa terjadi jika pemerintah tamu meminta semua dana tetap berada dalam negaranya dalam rangka menciptakan lapangan kerja dan mengurangi pengangguran. Untuk menangani blokade dana

ini, MNC dapat mengimplementasikan strategi yang sama seperti strategi yang dipakai dalam negara tamu yang memiliki tarif pajak tinggi. Untuk mengefisienkan pemakaian dana ini, perusahaan anak bisa diperintahkan oleh induk untuk membentuk divisi riset dan pengembangan, yang menyerap biaya dan akan memberikan manfaat bagi perusahaan anak lain.

#### **4. Transfer Kas Antar Perusahaan Anak**

Pengelolaan arus kas yang tepat bisa menguntungkan perusahaan anak membutuhkan dana. Asumsikan bahwa Short Sub membutuhkan dana, sementara Long Sub mengalami kelebihan dana. Jika Long Sub membeli bahan baku dari Short Sub, Long Sub bisa membantu Short Sub dengan melakukan pembayaran lebih cepat dari semestinya. Teknik ini umumnya dinamakan *leading*. Atau, jika Long Sub menjual bahan baku ke Short Sub, Long Sub bisa menyediakan bantuan pembiayaan kepada Short Sub dengan membolehkan Short Sub untuk menunda pembayaran. Teknik ini dinamakan *lagging*. Strategi *leading* atau *lagging* akan membuat pemanfaatan kas menjadi efisien dan mengurangi hutang. Sejumlah pemerintah melarang praktek ini dengan meminta pembayaran antar perusahaan anak dilakukan pada saat barang di transfer. Perusahaan multinasional harus mengetahui dan pertimbangkan setiap peraturan yang membatasi pemakaian strategi ini.

#### **Kerumitan-kerumitan dalam optimisasi arus kas**

##### **1. Karakteristik-karakteristik yang Berhubungan dengan Perusahaan**

Dalam sejumlah kasus, optimisasi arus kas bisa sangat rumit, akibat karakteristik-karakteristik tertentu dari perusahaan multinasional. Sebagai contoh, jika salah satu perusahaan anak menunda pembayaran ke perusahaan anak lain untuk pembelian bahan baku, perusahaan anak lain yang dimaksud mungkin terpaksa harus meminjam sampai pembayaran dilakukan. Pendekatan terpusat yang memonitor semua pembayaran antar perusahaan anak harus mampu meminimasi masalah-masalah semacam ini.

##### **2. Karakteristik-karakteristik Pemerintah**

Keberadaan restriksi-restriksi pemerintah dapat mengganggu upaya optimisasi arus kas. Sebagai contoh, sejumlah pemerintah melarang pemakaian sistem *netting*, seperti yang telah disampaikan sebelumnya. Selain itu, sejumlah negara secara periodik melarang pelarian kas ke luar negeri, sehingga mencegah dilakukannya pembayaran-pembayaran neto. Masalah masalah ini bisa timbul bahkan bagi perusahaan-perusahaan multinasional yang tidak memiliki masalah-masalah yang berhubungan dengan perusahaan.

### **3. Karakteristik-karakteristik Sistem Perbankan**

Kemampuan dari bank-bank untuk memfasilitasi transfer kas bagi perusahaan multinasional berbeda-beda antar negara. Bank-bank di AS telah cukup maju dalam bidang ini, tetapi bank-bank di sejumlah negara lain tidak menyediakan jasa-jasa yang dibutuhkan oleh perusahaan-perusahaan multinasional. Selain itu, sejumlah MNC menyukai pemakaian lockbox. Jasa-jasa semacam itu tidak tersedia di sejumlah negara. Tanpa sumber daya dan informasi perbankan yang memadai, manajemen kas internasional akan kurang efektif.

### **4. Distorsi Kinerja Perusahaan Anak**

Berbagai jenis teknik yang dapat digunakan oleh sebuah perusahaan multi nasional untuk mengoptimalkan arus kas biasanya akan mendistorsi laba dari tiap perusahaan anak individual. Tujuan pemegang saham adalah memaksimalkan nilai dari MNC. Jika para eksekutif membuat keputusan yang hanya akan memaksimalkan laba perusahaan anak mereka sendiri, bukan kekayaan pemegang saham, maka filosofi mereka itu akan menghambat MNC dalam memenuhi keinginan dari para pemegang sahamnya.

Namun, divisi ini harus siap sedia bereaksi terhadap setiap kejadian dengan mem pertimbangkan setiap dampak negatif potensial atas arus kas, dan bagaimana menghindari dampak negatif semacam itu. Jika situasi arus kas antara induk dengan perusahaan anak menyebabkan kas induk terkuras, induk harus memiliki sumber dana yang bisa digunakan.

#### **Investasi Kelebihan Kas**

Bersama-sama dengan optimisasi arus kas, fungsi utama lain dari manajemen kas internasional adalah penginvestasian kelebihan kas. Pasar-pasar uang internasional terus tumbuh untuk mengakomodir investasi kelebihan kas oleh korporasi, salah satunya adalah pasar Eurocurrency.

Ada beberapa aspek investasi jangka pendek yang perlu diperhatikan oleh perusahaan multinasional.

#### **a. Manajemen Kas Terpusat**

Kebijakan investasi jangka pendek sebuah perusahaan multinasional bisa memanfaatkan strategi investasi yang terpisah untuk setiap perusahaan anak atau bisa juga mempergunakan pendekatan terpusat. Ingat bahwa fungsi optimisasi arus kas dapat diperbaiki memakai pendekatan

kas terpusat, karena semua posisi kas perusahaan anak dapat di monitor secara simultan. Berkaitan dengan fungsi investasi, sentralisasi memungkinkan pemakaian dana menjadi lebih efisien, dan bisa jadi, tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Istilah terpusat menyiratkan bahwa dana lebih dari tiap perusahaan anak digabungkan sampai dibutuhkan oleh suatu perusahaan anak tertentu.

Pembahasan kita mengenai pemanfaatan kas berfokus pada dua usulan (1) satukan dana-dana jangka pendek yang didenominasi dalam valuta tertentu sebisa mungkin dan kemudian depositokan untuk jangka waktu tertentu dalam rangka meraih pengembalian setinggi mungkin, dan (2) upayakan untuk mengakomodir kebutuhan pembiayaan jangka pendek dari perusahaan anak memakai dana lebih dari perusahaan anak yang lain.

#### **b. Penentuan Tingkat Pengembalian Efektif**

Pertimbangkan sebuah perusahaan AS yang berinvestasi dalam deposito yang didenominasi dalam valuta yang memiliki suku bunga sangat tinggi, dan kemudian mengkonversikan dana tersebut kembali ke dalam dolar pada saat deposito jatuh tempo. Strategi ini tidak selalu menguntungkan karena valuta yang mendominasi deposito mungkin mengalami depresiasi sepanjang usia deposito. Jika mengalami depresiasi, keunggulan dari suku bunga yang tinggi mungkin dihilangkan oleh depresiasi. Jadi, yang paling penting bagi manajer kas adalah tingkat pengembalian efektif (effective yield), bukan suku bunga deposito. Penentuan tingkat pengembalian efektif dari deposito harus memperhitungkan baik suku bunga maupun tingkat apresiasi atau depresiasi dari valuta yang mendominasi deposito, dan dengan demikian akan sangat berbeda dari suku bunga deposito yang menjadi wahana investasi. Cara yang lebih cepat untuk menghitung tingkat pengembalian efektif adalah:

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

Di mana  $r$  adalah tingkat pengembalian efektif dari deposito luar negeri, adalah suku bunga deposito, dan  $e$ , adalah persentase perubahan (dari tanggal deposito dibuka hingga tanggal deposito ditarik) nilai dari valuta yang mendominasi deposito.

Dalam contoh, *Franc* Perancis mengalami depresiasi dari \$0,20 menjadi \$0,19, atau 5%, sepanjang usia deposito. Dengan menggunakan informasi ini bersama-sama dengan suku bunga sebesar 6%, maka tingkat pengembalian efektif dari deposito *Franc* Perancis bagi perusahaan AS adalah :

$$\begin{aligned}
 r &= (1 + if)(1 + ef) - 1 \\
 &= (1 + 0,06)[1 + (0,05)] - 1 \\
 &= 0,007, \text{ atau } 0,7\%
 \end{aligned}$$

Terbukti bahwa persamaan tadi menghasilkan nilai yang sama dengan pendekatan sebelumnya.

### c. Implikasi-implikasi dari Paritas Suku Bunga

Para investor tidak bisa mengunci pengembalian yang lebih tinggi dari pengembalian domestik dari pelaksanaan covered interest arbitrage, jika paritas suku bunga eksis. Tetapi walaupun terdapat paritas suku bunga eksis, investasi jangka pendek di luar negeri bisa tetap memberikan keuntungan, jika dilakukan tanpa terlindungi (tanpa pemakaian kontrak *forward*). Yaitu, investasi jangka pendek dalam valuta asing bisa menghasilkan tingkat pengembalian efektif yang lebih tinggi dari tingkat pengembalian domestik, tetapi tidak bisa dipastikan.

### d. Pemanfaatan Kurs Forward sebagai Peramal

Jika paritas suku bunga eksis, kurs forward bisa menjadi indikator yang bermanfaat bagi perusahaan multinasional dalam membuat keputusan. Hubungan dengan Efek Fisher Internasional. Jika paritas suku bunga eksis, perusahaan-perusahaan multinasional yang menggunakan kurs forward sebagai peramal kurs spot masa depan akan mengharapkan tingkat pengembalian efektif dari investasi luar negeri sama dengan deposito domestik. Walaupun bukan merupakan peramal yang selalu akurat, kurs forward bisa menjadi perangkat peramalan yang berguna jika menyediakan ramalan yang tidak bias mengenai kurs spot masa depan. Tidak bias artinya bahwa kurs forward mengestimasi kurs spot masa depan terlalu rendah atau terlalu tinggi dengan frekuensi yang sama. Jadi, tingkat pengembalian efektif dari deposito luar negeri, secara rata-rata, akan sama dengan tingkat pengembalian domestik. Perusahaan-perusahaan multinasional yang terus-menerus berinvestasi dalam sekuritas jangka pendek luar negeri secara rata-rata akan menghasilkan pengembalian yang sama dengan pengembalian yang sebetulnya bisa mereka dapatkan di dalam negeri.

Pembahasan kami di sini berhubungan erat dengan Efek Fisher Internasional (IFE). Ingat bahwa efek Fisher Internasional menyiratkan bahwa nilai tukar dari valuta asing

diperkirakan akan berubah dengan persentase yang sama dengan selisih antara suku bunganya dengan suku bunga domestik. Latar pemikiran di belakang teori ini adalah bahwa suku bunga nominal yang tinggi mencerminkan ekspektasi inflasi yang tinggi yang bisa memperlemah nilai valuta (sesuai dengan paritas daya beli). Jika paritas suku bunga eksis, premium atau diskon forward mencerminkan selisih suku bunga dan mewakili ekspektasi persentase perubahan nilai valuta pada saat kurs forward digunakan sebagai peramal kurs spot masa depan. Teori IFE menyatakan bahwa perusahaan tidak bisa terus menerus menghasilkan excess return dari sekuritas-sekuritas luar negeri, karena nilai tukar secara rata-rata akan menyesuaikan diri terhadap selisih suku bunga. Jika paritas suku bunga eksis dan kurs forward merupakan peramal kurs spot masa depan yang tidak bias, maka IFE juga akan eksis.

#### **e. Diversifikasi Ke dalam Berbagai Valuta**

Karena tidak bisa memastikan bagaimana nilai tukar akan berubah dari waktu ke waktu, sebuah perusahaan multinasional mungkin memilih untuk mendiversifikasi kasnya ke dalam banyak sekuritas yang didenominasi dalam berbagai valuta. Dengan cara ini, perusahaan multinasional terhindar dari kerugian yang substansial yang bisa ditimbulkan jika satu valuta tertentu mengalami depresiasi. Diversifikasi investasi ke dalam banyak valuta akan mengurangi *exposure* MNC terhadap risiko nilai tukar. Tetapi, seberapa jauh risiko akan berkurang tergantung pada korelasi pergerakan valuta

#### **f. Menggunakan Dynamic Hedging untuk Meng-hedge Investasi**

*Dynamic hedging* tidak menjamin perusahaan akan menerima arus kas valuta asal pada suatu waktu dimasa depan. *Dynamic hedging* mencerminkan hedging periodik oleh bank, di mana *hedging* diterapkan pada saat valuta diperkirakan akan mengalami depresiasi dan dihentikan saat valuta diperkirakan akan mengalami apresiasi. Sebetulnya, tujuannya adalah untuk melindungi perusahaan dari risiko penurunan nilai investasi dan berusaha mengambil keuntungan dari kemungkinan kenaikan nilai valuta.

Pertimbangkan seorang manajer yang ditugaskan untuk melakukan *dynamic hedging* bagi sebuah perusahaan AS yang telah berinvestasi dalam pound Inggris. Jika pound mulai

menurun dan diperkirakan akan mengalami depresiasi lebih lanjut, manajer tersebut akan menjual kontrak *pound forward* untuk suatu tanggal dimasa depan saat nilai pound diperkirakan akan kembali naik. Jika sang manajer sangat yakin bahwa pound akan mengalami depresiasi dalam jangka pendek, sebagianatau semua posisi akan di-hedge.

Sang manajer mungkin memutuskan untuk menghapus sebagian dari hedging, yang hanya menghilangkan sejumlah kontrak penjualan forward yang ada dengan kontrak-kontrak pembelian forward yang baru. Dengan pendekatan ini, hanya sebagian posisi yang terlindungi jika pound mengalami depresiasi lebih lanjut. Secara keseluruhan, kinerja dari *dynamic hedging* tergantung pada kemampuan sang manajer untuk meramalkan arah pergerakan nilai tukar.

## **BAB IX**

### **INVESTASI ASING LANGSUNG**

#### **Overview**

Ekspansi global perusahaan multinasional(MNC) telah semakin meluas menyusul tindakan tindakan dari banyak pemerintah menghapus berbagai hambatan perdagangan. Perusahaan perusahaan multinasional biasanya mengambil manfaat dari kesempatan kesempatan bisnis internasional dengan melakukan investasi langsung luar negeri (Direct foreign investment-DFI), yang mencerminkan investasi dalam aset aset riil (tanah, bangunan, atau pabrik pabrik yang ada) dinegara negara asing.

Perusahaan perusahaan multinasional melakukan DFI melalui usaha usaha patungan dengan perusahaan asing, akuisisi perusahaan asing,dan pembentukan anak anak perusahaan baru diluar negeri. Semua jenis DFI ini dapat menghasilkan pengembalian yang tinggi jika dikelola dengan benar.Namun DFI meminta investasi yang substansial, dan dengan demikian,mengandung risiko yang signifikan.Sekain itu, Jika investasi tidak menghasilkan kinerja seperti yang diharapkan,MNC mungkin tidak akan mampu menjual proyek luar negeri yang telah diciptakan. Mengingat karakteristik risiko dan pengembalian semacam ini, perusahaan multinasional harus menganalisa secara cermat manfaat potensial dan biaya biaya yang terkait sebelum mengimplementasikan suatu tipe DFI.

#### **Manfaat-Manfaat dari Investasi Asing Langsung**

Investasi asing langsung Diluar negeri merupakan salah satu cara yang dipakai perusahaan multinasional untuk meningkatkan profitabilitas dan meningkatkan kekayaan pemegang saham. DFI bisa menaikkan pendapatan atau mengurangi biaya dengan beberapa cara:

- 1) Menghadirkan sumber sumber permintaan baru.
- 2) Memungkinkan MNC mengeksploitasi pasar pasar dimana laba superior dimungkinkan.
- 3) Memungkinkan MNC untuk memanfaatkan faktor faktor produksi diluar negeri.
- 4) Memungkinkan MNC mengambil manfaat penuh dari skala ekonomis.
- 5) Memudahkan MNC untuk menggunakan bahan baku luar negeri.
- 6) Memungkinkan MNC untuk mengeksploitasi keunggulan keunggulan monopolistik.
- 7) Memungkinkan untuk memanfaatkan teknologi luar negeri.



- 8) Menjadi cara bagi MNC untuk bereaksi terhadap fluktuasi nilai tukar.
- 9) Menjadi cara bagi MNC untuk bereaksi terhadap restriksi perdagangan.
- 10) Menjadi cara bagi MNC untuk melakukan diversifikasi internasional.

### **Manfaat-Manfaat DFI**

Sebagian besar upaya untuk meningkatkan bisnis internasional dimotivasi oleh manfaat yang disebutkan di atas, MNC juga perlu memperhitungkan resikonya. Sebagai contoh, MNC berpotensi menghemat biaya jika mendirikan anak perusahaan di negara berkembang. Tetapi, besar dana investasi awal harus dikeluarkan untuk mendirikan anak perusahaan, ketidakpastian menyangkut inflasi dan pergerakan nilai tukar, dan risiko politik tidak boleh diabaikan. Keputusan untuk melakukan investasi di luar negeri harus memperhitungkan baik manfaat potensial maupun biaya atau risiko lainnya.

### **Manfaat Dari Diversifikasi Internasional**

Dengan melakukan diversifikasi internasional, investor akan memperoleh manfaat pengurangan risiko pada tingkat return tertentu. Besarnya manfaat yang akan diperoleh investor akan sangat bergantung dari koefisien korelasi, risiko dan tingkat return di masing-masing pasar modal tersebut. Negara diversifikasi internasional memberikan manfaat lebih besar bagi investor dibanding hanya berinvestasi pada pasar lokal. Dalam jangka panjang, kontribusi return melalui diversifikasi internasional yang diperoleh investor akan lebih tinggi dibanding investasi-investasi yang hanya dilakukan pada pasar modal lokal. Demikian pula dengan risiko portofolio akan bisa dikurangi karena adanya manfaat diversifikasi yang lebih baik melalui diversifikasi internasional.

Dengan melakukan diversifikasi internasional, investor akan memperoleh manfaat pengurangan risiko pada tingkat keuntungan tertentu. Besarnya manfaat yang akan diperoleh investor akan sangat tergantung dari koefisien korelasi, risiko dan tingkat return di masing-masing pasar modal tersebut. pertumbuhan pasar-pasar modal di negara-negara berkembang (emerging market) juga membuka peluang bagi investor untuk melakukan diversifikasi internasional. Dengan bermunculannya emerging market, berarti alternatif diversifikasi internasional yang tersedia bagi investor akan semakin terbuka. Emerging market mempunyai karakteristik pertumbuhan ekonomi yang berbeda dengan pasar yang

sudah maju, sehingga hal itu dapat dimanfaatkan investor untuk membentuk portofolio yang lebih menguntungkan.

Untuk mengoptimalkan manfaat yang akan diperoleh oleh investor dari kebijakan diversifikasi internasional, maka tidak terlepas dari masalah korelasi antar pasar modal, karena korelasi berhubungan dengan pergerakan antar pasar modal, ketika korelasi antar pasar modal semakin tinggi maka manfaat diversifikasi internasional akan semakin kecil, demikian juga ketika korelasi antar pasar modal semakin rendah maka manfaat diversifikasi internasional akan semakin besar.

Pasar modal internasional terdiri dari sekian banyak pasar modal di berbagai negara, baik negara yang sudah maju maupun negara berkembang. Pasar-pasar modal di negara-negara berkembang mempunyai karakteristik resiko dan return yang berbeda dengan pasar-pasar modal yang sudah maju. Beberapa karakteristik resiko dan return yang ada di emerging market antara lain sebagai berikut:

- Volatilitas yang tinggi. Dalam ukuran Dollar Amerika, hampir keseluruhan emerging market mempunyai volatilitas antara 30% sampai dengan 70%. Angka tersebut relatif lebih besar dibandingkan dengan volatilitas pasar Amerika sebesar 15%. Bahkan angka tersebut akan lebih besar lagi jika dihitung dengan menggunakan mata uang lokal, sehingga emerging market mempunyai resiko yang tinggi tetapi juga menjanjikan return yang tinggi pula.
- Emerging market menawarkan return yang tinggi, karena emerging market banyak yang mengalami pertumbuhan yang cukup menakjubkan.
- Korelasi yang rendah antara emerging market dengan pasar modal yang maju. Hubungan yang rendah tersebut akan memberikan manfaat yang lebih besar bagi investor yang melakukan diversifikasi internasional. Artinya, jika pasar modal suatu negara berkembang mempunyai korelasi yang rendah, maka perubahan siklus ekonomi yang terjadi di negara tersebut tidak akan terlalu berpengaruh pada pasar modal negara maju.

### **Tujuan dari Diversifikasi Internasional**

Diversifikasi bertujuan untuk mengurangi tingkat risiko dan tetap memberikan potensi tingkat keuntungan yang cukup. Tujuan dari diversifikasi internasional adalah untuk meningkatkan tradeoff risiko dan return bagi investor. Risiko dan return suatu aset juga

dipengaruhi oleh suku bunga dan country risk premium yang berlaku di suatu negara. Bagi investor, country risk dapat diatasi dengan melakukan diversifikasi, karena diversifikasi akan mengurangi exposure dari country risk. Mansourfar et al. (2010) menjelaskan ada beberapa manfaat dari portofolio internasional yaitu: 1) Besarnya persentase dari modal. 2) Investasi dalam saham asing, dimana investor akan memperoleh keuntungan akibat meningkatnya expected return. 3) Menurunnya variasi return. 4) Rendahnya korelasi return saham asing dengan saham domestik. Penelitian Grubel (1968) menyatakan bahwa pada tahun 1956 dan 1966, investor Amerika Serikat menanggung risiko superior dan memiliki peluang return yang tinggi jika melakukan portofolio di pasar modal asing. Levy dan Sarnat (1970) menganalisis korelasi internasional untuk periode 1951-1967. Hasil penelitian mereka ini menyatakan terdapat manfaat diversifikasi investasi yang dilakukan developed dan developing equity market. Studi empiris yang dilakukan Tai (2004) mengatakan bahwa keuntungan diversifikasi portofolio di negara-negara Asian meningkat dan risiko portofolio menurun setelah liberalisasi. Investor menyadari bahwa saham yang diperjual belikan pada pasar internasional memiliki karakteristik yang berbeda baik dari negara atau industri, sehingga dengan melakukan diversifikasi investor akan dapat meningkatkan performance portofolio. Investasi di pasar internasional akan berbeda dengan pasar domestik.

**Lessard** (1976) menyatakan bahwa ada 3 (tiga) hal penting yang membedakan pasar internasional dengan pasar domestik yaitu:

- Covariance antar aset pasar domestik lebih tinggi dibandingkan covariance antar aset pada pasar internasional.
- Adanya berbagai macam biaya yang harus dikeluarkan seperti pajak yang tinggi, hal ini merupakan hambatan investasi di pasar internasional. Selain itu, adanya kontrol mata uang domestik dan tradisi investor pasar nasional yang tersegmentasi sehingga dapat menyebabkan harga aset domestik lebih tinggi dari harga internasional.
- Nilai tukar mata uang antar negara berbeda sehingga dapat menimbulkan risiko mata uang pada portofolio internasional.

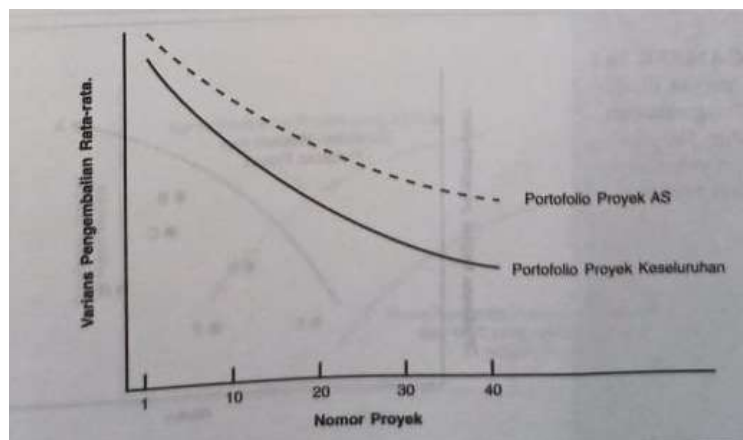
**Batram dan Dufey** (2001) menjelaskan ada beberapa faktor yang menjadi daya tarik bagi investor untuk melakukan investasi portofolio internasional yaitu:

1. Partisipasi dalam pertumbuhan pasar asing.
2. Investor dapat melakukan hedging.

3. Kemungkinan adanya efek diversifikasi.
4. Pasar yang tersegmentasi biasanya tingkat return tidak normal atau berfluktuasi.

### Manfaat diversifikasi dari multi proyek

Pertimbangkan 40 proyek semuanya berlokasi di AS,. Tiap proyek telah menentukan perkiraan pengembalian masing-masing selama periode 5 tahun kedepan. Asumsikan varians pengembalian proyek telah diestimasi, dan varian pengembalian rata-rata dari 40 proyek telah ditentukan. Lalu pertimbangkan semua portofolio dari dua proyek yang mungkin (dan ditimbang dengan timbangan yang sama). Jika pengembalian masing-masing proyek satu sama lain tidak berkorelasi positif sempurna, maka varians rata-rata dari dua proyek akan lebih rendah daripada varians proyek-proyek individual. Seiring dengan makin banyaknya proyek dalam portofolio, varians rata-rata dari portofolio juga akan terus menurun. Awalnya penurunan rata-rata dalam varians pengembalian (sebagai pengukur risiko) seiring bertambahnya proyek sangatlah stabil. Namun, pada suatu titik tertentu, penurunan rata-rata ini sangat kecil (sehingga bisa diabaikan), yang berarti risiko yang tersisa tidak dapat lagi didiversifikasi (diturunkan) dengan menambah lebih banyak proyek kedalam portofolio.

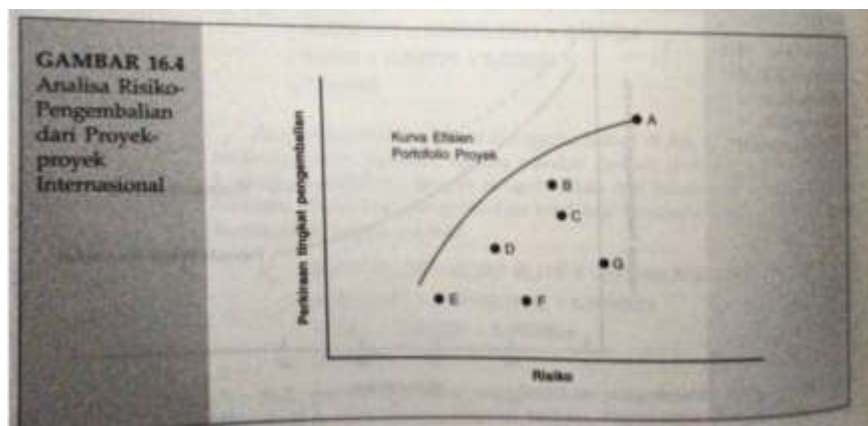


Besarnya penurunan risiko seiring dengan makin banyaknya proyek dalam portofolio lebih besar dari pada kurva sebelumnya. Untuk setiap jumlah proyek dalam portofolio, portofolio global memiliki risiko yang lebih rendah. Sebab rendahnya korelasi antar pengembalian dari proyek-proyek yang berlokasi dalam perekonomian yang berbeda.

## Analisa Risiko-Pengembalian dari Proyek-proyek Internasional

Sebuah MNC yang memiliki proyek diberbagai tempat didunia berkepentingan dengan karakteristik risiko-pengembalian dari proyek yang dimaksud. Seperti pada proyek A yang memiliki perkiraan pengembalian yang paling tinggi diantara semua proyek. Walaupun MNC bisa mencurahkan semua sumber dayanya pada proyek ini agar meraih tingkat pengembalian tinggi. Namun, jika potensinya kecil proyek semacam itu tidak mampu menyerap semua dana yang tersedia. MNC harus memanfaatkan lebih dari satu proyek. Dengan mengkombinasikan proyek A dengan proyek lain, perkiraan pembagian rata-rata MNC bisa menurun. Disisi lain, risiko juga dapat menurun substansial. Jika MNC memilih kombinasi proyek yang tepat, portofolio proyeknya mungkin mencapai trade-off risiko-pengembalian yang efisien. Portofolio proyek efisien yaitu, portofolio yang memiliki karakteristik risiko-pengembalian optimal, dimana tidak ada satu proyek tunggal manapun yang mampu mengungguli salah satu portofolio ini. Istilah “efisien” mengacu pada risiko minimum yang harus ditanggung untuk perkiraan pengembalian tertentu. Sebuah MNC akan lebih baik jika tapal-batas ini bergerak semakin ke kiri, karena hal ini mencerminkan penurunan risiko.

Sepanjang kurva portofolio efisien, tidak ada portofolio tunggal manapun yang bisa dikatakan “optimal” bagi semua MNC. Disebabkan beragamnya kemauan MNC untuk menerima risiko. Jika perusahaan multinasional sangat konservatif dan boleh menerima portofolio manapun yang terdapat di sepanjang kurva yang dimaksud, MNC mungkin akan memilih portofolio yang memiliki risiko rendah. Sebaliknya, perusahaan multinasional yang agresif mungkin akan memiliki portofolio yang terletak pada bagian atas dari kurva (portofolio yang mengandung pengembalian tinggi serta risiko yang juga tinggi).



## Keputusan-Keputusan Pasca Implementasi DFI

Setelah DFI diimplementasikan, diperlukan keputusan periodic untuk menentukan apakah perusahaan multinasional perlu melakukan ekspansi lanjutan dalam suatu lokasi tertentu. Di samping itu sejalan dengan diterimanya laba dari proyek-proyek baru, MNC harus memutuskan apakah da tersebut akan dipulangkan ke induknya, sebaiknya dana diberikan kepada anak perusahaan. Jika anak perusahaan dapat memanfaatkan dana tersebut dengan lebih baik daripada induknya sebaiknya dana akan diperlukan untuk menjaga kelangsungan opeasi anak perusahaan, tetapi sisanya dapat dikirimkan ke induk, ke anak perusahaan lain, atau diinvestasikan kembali untuk tujuan ekspansi.

**GAMBAR 16.6**  
Laba dari DFI oleh MNC-AS Tahun 1992 (US\$ Juta)  
SUMBER: *Survey of Current Business*, Departemen Perdagangan AS.

Lokasi	Laba			Rasio Reinvestasi
	Total	Didistribusikan	Diinvestasikan Kembali	
Semua Area	50.914	33.294	17.620	0,35
Kanada	2.463	1.958	504	0,20
Eropa	21.017	16.479	4.538	0,22
Amerika Latin (& negara-negara di Belahan Bumi Bagian Barat lainnya)	13.656	6.075	7.582	0,56
Asia dan Pasifik	11.337	6.465	4.873	0,43

Pada gambar di atas menampilkan laba yang dihasilkan oleh nvestasi langsung perusahaan multinasional AS menurut wilayah selama tahun 1992. Laba total bagi tiap wilayah dibagi ke dalam laba yang “Didistribusikan” (yaitu, dikirim ke induk aau ke tempat-tempat lain) dan laba yang “Diinvestasikan Kembali”. Perhatikan bahwa rasio reinvestasi (dihitung sebagai laba yang diinvestasikan kembali dibagi laba total) berbeda antara satu wilayah dengan wilayah lain. Rasio reinvestasi secara umum tinggi di negara-negara berkembang, yang mencerminkan banyak nya kesempatan ekspansi dalam negara-negara ini.

## **Pandangan Pemerintah Tamu Terhadap DFI**

DFI mungkin menyediakan lapangan kerja dan teknologi. Tetapi, perusahaan local bisa kehilangan bisnis menyusul masuknya perusahaan asing. Hal ini mungkin mendorong pemerintah tamu untuk meningkatkan protektionisme.

Negara-negara seperti Singapore dan Hong Kong mampu menarik DFI dengan jumlah substansial karena mereka tidak memiliki banyak restriksi perdagangan. Sebaliknya, jumlah DFI di Jepang tidak banyak karena ketatnya hambatan-hambatan masuk ke pasar Jepang.

Meksiko baru-baru ini mengurangi restriksi menyangkut produksi mobil di sana. Tadinya pemerintah Meksiko meminta mobil yang diproduksi disana untuk dipasarkan dalam domestic mengandung komponen local Meksiko 65% dan 30% untuk mobil yang diproduksi untuk pasar ekspor. Kebijakan ini kemudian diubah untuk memikat produsen-produsen mobil dari negara-negara lain untuk membangun pabrik di Meksiko. Meksiko juga baru-baru ini mengeluarkan regulasi yang memungkinkan perusahaan asing untuk mendapatkan kepemilikan 100% dalam anak perusahaan yang didirikan Meksiko.

DFI yang ideal adalah DFI yang bisa menanggulangi masalah seperti pengangguran dan teknologi yang tertinggal tanpa merampas pangsa pasar dari perusahaan local. Contohnya adalah fasilitas produksi yang menggunakan tenaga kerja lokal dan memproduksi barang yang bukan merupakan barang substitusi langsung dari barang yang diproduksi oleh perusahaan lokal. Dalam hal ini, DFI tidak akan mengurangi penjualan perusahaan lokal. Situasi lokal yang kedua adalah fasilitas produksi yang menggunakan tenaga kerja lokal dan kemudian mengekspor hasil produksi-produksinya ke luar negeri (dengan mengasumsikan bahwa tidak ada perusahaan lokal yang mengekspor produk yang sama ke area yang sama)

Sebagian kasus DFI memberikan keuntungan sekaligus kerugian kepada suatu negara. Jika keuntungan yang disediakan melebihi kerugiannya, pemerintah tamu akan menyediakan insentif untuk menarik perusahaan multinasional melakukan DFI di dalam negaranya. Insentif yang dimaksud bisa berupa potongan pajak atas laba yang dihasilkan dalam negara yang dimaksud, tanah dan bangunan bebas-sewa, kredit berbunga rendah, subsidi energi, dan pelonggaran restriksi lingkungan (polusi dan sebagainya). Sejauh mana sebuah pemerintah mau menawarkan insentif semacam itu tergantung pada sejauh mana DFI akan menguntungkan negaranya.

## **Kesimpulan**

Perusahaan multinasional mungkin tertarik untuk melakukan investasi langsung di luar negeri karena mereka dapat menarik sumber permintaan baru, atau memasuki pasar yang memungkinkan mereka untuk mendapatkan laba superior. Kedua motif ini biasanya didasarkan pada kesempatan untuk menciptakan lebih banyak pendapatan dalam pasar asing.

Ada berbagai motif lain yang mendorong perusahaan multinasional melakukan DFI, yang biasanya berhubungan dengan efisiensi biaya, seperti faktor-faktor produksi dan bahan baku yang lebih murah, dan keinginan untuk mengadopsi teknologi baru di luar negeri.

Selain itu, ada motif lain lagi yang mendorong MNC melakukan DFI dalam rangka melindungi pangsa pasar di luar negeri, misalnya untuk mengantisipasi pergerakan nilai valuta asing, atau sebagai reaksi terhadap restriksi dagang.

Diversifikasi internasional merupakan motif umum bagi DFI. Diversifikasi internasional memungkinkan MNC untuk mengurangi exposure terhadap kondisi ekonomi dalam negeri dalam rangka menstabilkan arus kas dan mengurangi risiko. MNC mungkin meraih tujuan ini agar dapat mengurangi biaya pembiayaan.

Proyek-proyek internasional memungkinkan perusahaan multinasional menciptakan risiko yang lebih rendah dari apa yang dimungkinkan oleh proyek-proyek domestic, tanpa mengurangi tingkat pengembalian. Diversifikasi internasional biasanya lebih mampu menurunkan risiko jika investasi langsung di luar negeri ditargetkan dalam Negara-negara yang ekonominya tidak begitu berhubungan dengan negara asal MNC.



## **BAB X**

### **PENGANGGARAN MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL**

Perusahaan-perusahaan multinasional (MNC) mengevaluasi proyek-proyek internasional dengan menggunakan penganggaran modal multinasional (*multinational capital budgeting*), yang membandingkan manfaat dari suatu proyek dengan biaya-biayanya. *Capital budgeting* ditujukan untuk memisahkan proyek internasional yang pantas diimplementasikan dan proyek yang tidak patut dilaksanakan. Bentuk paling populer dari penggaran modal adalah menentukan *net present value* dari proyek dengan mengestimasi *present value* dari arus kas masa depan, dan kemudian dikurangi dengan investasi awal.

Sejumlah pihak berpendapat bahwa perspektif anak perusahaan harus digunakan, karena anak perusahaanlah yang bertanggung jawab mengelola proyek. Namun, sejumlah pihak berpendapat bahwa jika anak perusahaan induk yang membiayai proyek, maka evaluasi juga harus dilakukan dari perspektif perusahaan induk. Perbedaan tersebut diakibatkan oleh beberapa faktor, di antaranya :

#### **Perbedaan Tarif Pajak**

Asumsikan bahwa perusahaan induk ingin memperluas departemen pemasaran dari sebuah anak perusahaan. Juga asumsikan bahwa pemerintah negara tamu mengenakan tarif pajak yang sangat rendah atas laba yang dihasilkan oleh anak perusahaan. Jika laba yang dihasilkan proyek suatu saat akan dipulangkan ke perusahaan induk, MNC perlu memperhitungkan bagaimana pemerintah negara induk akan memajaki laba tersebut. Jika pemerintah negara induk mengenakan tarif pajak yang tinggi atas laba yang dipulangkan, proyek tersebut layak diimplementasikan dari perspektif anak perusahaan, tetapi tidak dari titik pandang perusahaan induk.

#### **Pembatasan Pemulangan Laba**

Pertimbangkan sebuah proyek yang akan diimplementasikan dalam negara yang pemerintahnya melarang sebagian laba anak perusahaan dibawa keluar negara tersebut. Salah satu solusi yang mungkin untuk masalah semacam ini adalah meminta anak perusahaan untuk mendapatkan sebagian kebutuhan dana bagi proyek di dalam negara tamu.

### **Pemulangan Berlebihan**

Pertimbangkan sebuah perusahaan induk yang mengenakan *fee* administratif terlalu tinggi atas anak perusahaannya, karena sistem manajemen terpusat yang digunakan. Bagi anak perusahaan, *fee* tersebut merupakan beban. Bagi induk, *fee* mewakili pendapatan yang kadang-kadang melebihi biaya actual pengelolaan anak perusahaan. Dalam hal ini, laba dari proyek bisa jadi rendah dari perspektif anak perusahaan dan tinggi dari perspektif perusahaan induk.

### **Pergerakan Nilai Tukar**

Saat laba dipulangkan ke induk, biasanya harus dikonversikan dari valuta lokal anak perusahaan ke dalam valuta perusahaan induk. Jumlah yang diterima oleh induk dengan demikian dipengaruhi oleh nilai tukar.

### **Perspektif Induk VS Perspektif Anak : Contoh**

Buckeye Corporation, sebuah MNC yang berbasis di AS, memiliki anak perusahaan di Meksiko yang memproduksi dan menjual alat-alat pertanian. Proyeksi-proyeksi dan data-data relevan berikut telah diperoleh bagi tujuan analisis:

- Investasi awal diperkirakan akan berjumlah 9,6 milyar peso, atau \$9,6 juta berdasarkan kurs berjalan sebesar \$0,001 per peso.
- Bisnis baru ini diestimasikan akan menghasilkan 5 juta peso per tahun selama 4 tahun.
- Bisnis ini akan menjual setelah 4 tahun; pemerintah tamu akan mengakuisisinya tanpa kompensasi kepada Buckeye; tetapi, pemerintah tamu tidak mengenakan pajak atas laba yang dihasilkan oleh proyek baru ini, walaupun tetap mengenakan *withholding tax* sebesar 20% atas setiap dana yang dipulangkan ke induk di AS.
- Nilai tukar peso Meksiko telah diestimasikan sebagai berikut:

Akhir Tahun	Nilai Peso
1	\$0,0008
2	\$0,0006
3	\$0,0004
4	\$0,0003

- Pemerintah AS akan memajaki setiap laba dolar yang diterima induk dari anak perusahaannya dengan tarif 20%.

- *Required rate of return* dari proyek baru adalah 18%. Tingkat pengembalian yang diinginkan ini didasarkan pada kondisi ekonomi berjalan, struktur modal perusahaan, dan risiko dari proyek.

Berdasarkan informasi-informasi di atas, telah dilakukan analisa penganggaran modal seperti yang diperlihatkan dalam Gambar 17.1.

GAMBAR 17.1 Analisa Penganggaran Modal: Buckeye Corporation (dalam ribuan)

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3	Tahun 4
<b>Perspektif Anak</b>					
Investasi awal	\$9.600.000				
Arus kas periodik		\$5.000.000	\$5.000.000	\$5.000.000	\$5.000.000
PV dari arus kas (dengan suku bunga diskonto 18%)		\$4.237.288	\$3.990.922	\$3.043.154	\$2.578.944
NPV kumulatif		-\$5.362.712	-\$1.771.790	\$1.271.364	\$3.690.308
<b>Perspektif Induk</b>					
Investasi awal	-\$9.600				
Arus kas total dari anak		\$5.000.000	\$5.000.000	\$5.000.000	\$5.000.000
Withholding tax (20%)		\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000
Dana yang tersedia bagi induk setelah withholding tax		\$4.000.000	\$4.000.000	\$4.000.000	\$4.000.000
Nilai tukar peso Meksiko		\$0,0008	\$0,0006	\$0,0004	\$0,0003
Dana yang diterima induk		\$3.200	\$2.400	\$1.600	\$1.200
Pajak pemerintah (AS (20%))		\$640	\$480	\$320	\$240
Dana yang diterima induk setelah pajak		\$2.560	\$1.920	\$1.280	\$960
PV dari arus kas (dengan suku bunga diskonto 18%)		\$2.169	\$1.379	\$779	\$495
NPV kumulatif		-\$7.431	-\$6.052	-\$5.273	-\$4.778

Panel bagian atas memperlihatkan analisa yang dilakukan dari perspektif anak perusahaan dan mengasumsikan bahwa anak perusahaanlah yang mengeluarkan dana investasi awal. *Present value* dari arus kas- arus kas yang bakal diterima juga disajikan bersama-sama *net present value* (NPV) kumulatif.

### INPUT BAGI PENGANGGARAN MODAL MNC

Sebuah MNC biasanya membutuhkan proyeksi data ekonomi dan keuangan berikut:

1. Investasi awal
2. Permintaan konsumen
3. Harga Jual
4. Biaya Variabel
5. Biaya tetap
6. Usia proyek
7. Nilai sisa
8. Restriksi-restriksi transfer dana
9. Undang-undang perpajakan

10. Nilai tukar

11. *Required rate of return*

Masing-masing karakteristik di atas akan dibahas satu per satu berikut ini:

1. Investasi awal

Investasi awal perusahaan induk bisa merupakan sumber dana utama untuk mendukung suatu proyek tertentu.

2. Permintaan konsumen

Keakuratan peramalan besarnya permintaan konsumen bagi sebuah produk sangat penting pada saat mengestimasi skedul arus kas. Peramalan permintaan kadang-kadang dapat dibantu oleh data-data historis mengenai berapa besar pangsa pasar yang telah dirampas oleh MNC lain pada saat mereka memasuki pasar yang sama.

3. Harga jual

Harga jual dari produk dapat diramalkan dengan menggunakan harga dari produk-produk saingan yang telah ada dalam pasar.

4. Biaya variabel

Sama seperti proyeksi harga jual, peramalan biaya variabel dapat dilakukan dengan menilai kandungan biaya variabel dari produk-produk saingan.

5. Biaya tetap

Secara periodik, biaya tetap mungkin lebih mudah diramalkan daripada biaya variabel, karena biasanya tidak sensitif terhadap perubahan permintaan.

6. Usia proyek

Walaupun sulit untuk menilai usia dari sejumlah proyek, proyek-proyek tertentu memiliki usia yang pasti karena akan dilikuidasi pada akhir usia tersebut.

7. Nilai sisa

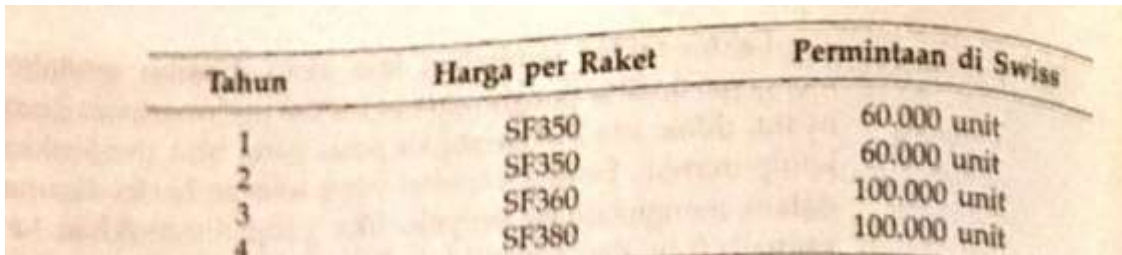
Nilai sisa setelah pajak dari kebanyakan proyek sulit diramalkan, dan nilai ini tergantung pada beberapa faktor.

8. Restriksi-restriksi transfer dana

Dalam sejumlah kasus, pemerintah tamu akan mencegah anak perusahaan mengirimkan labanya ke induk. Restriksi mencerminkan upaya pemerintah tamu untuk mendorong peningkatan investasi disalam negaranya, atau untuk mencegah penukaran valuta lokal secara berlebihan dengan valuta-valuta asing lain.

## 9. Undang-undang perpajakan

Undang-undang pajak dari tiap negara individual berbeda satu sama lain. Dalam sejumlah



Tahun	Harga per Raket	Permintaan di Swiss
1	SF350	60.000 unit
2	SF350	60.000 unit
3	SF360	100.000 unit
4	SF380	100.000 unit

situ  
asi,  
seb  
uah  
neg  
ara

menyediakan deduksi pajak atau kredit pajak bagi perusahaan multinasional untuk pembayaran pajak oleh anak perusahaannya kepada pemerintah tamunya.

## 10. Nilai tukar

Setiap proyek internasional pasti akan dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar selama sisa proyek, tetapi fluktuasi ini biasanya sangat sulit diramalkan.

## 11. *Required rate of return*

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

## **Penganggaran Modal Multinasional: Contoh**

Penganggaran modal wajib dilakukan perusahaan multinasional untuk setiap proyek jangka panjang yang ingin dijalankan. Proyek panjang ini bisa berupa ekspansi kecil-kecilan pada sebuah divisi dari anak perusahaan hingga pendirian anak perusahaan baru.

Berikut adalah ilustrasi salah satu dari banyak metode analisa yang tersedia

### **Contoh: Latar Belakang**

Spartan Inc., produsen raket tenis berkualitas tinggi dari AS, tengah mempertimbangkan untuk mengekspor raket ke swiss. Tetapi, perusahaan memperkirakan bahwa pemerintah swiss akan melarang ekspor spartan sebagai balas dendam atas restriksi dagang yang baru-baru ini dikenakan oleh pemerintah AS kepada sejumlah barang ekspor dari swiss. Konsekuensinya, spartan berencana untuk mendirikan anak perusahaan di swiss yang bisa memproduksi dan menjual raket tenis dalam pasar lokal. Berikut adalah informasi-informasi yang diperoleh:

1. Investasi Awal, Investasi awal diestimasikan 20 juta franc swiss (SF), yang meliputi dana untuk mendukung modal kerja.
2. Usia proyek, Proyek diperkirakan akan berakhir setelah 4 tahun.
3. Harga jual dan permintaan, Estimasi harga jual dan volume permintaan selama 4 tahun yang akan datang.
4. Biaya

Biaya variabel (Bagi bahan baku, tenaga kerja, dan sebagainya) per unit telah diestimasikan dan dikonsolidasikan sebagai berikut :

Tahun	Biaya Variabel (VC) per Raket
1	SF200
2	SF200
3	SF250
4	SF260

5. Nilai tukar  
Kurs spot franc swiss adalah \$0,50 saat ini. Kurs spot digunakan oleh spartan Inc. Sebagai peramal nilai tukar yang akan muncul di periode-periode mendatang.
6. Pajak pemerintah tamu atas laba untuk perusahaan  
Pemerintah Swiss akan membolehkan Spartan Inc. untuk mendirikan anak perusahaan di sana dan akan mengenakan pajak 20% atas laba.
7. Pajak pemerintah AS atas laba yang dipulangkan  
Pemerintah AS menyediakan kredit pajak untuk pajak yang dibayarkan di Swiss, sehingga laba yang dipulangkan ke induk tidak akan dipajaki lagi oleh pemerintah AS
8. Arus kas dari anak perusahaan ke induk  
Anak perusahaan Spartan Inc. berencana mengirimkan semua arus kas neto yang diterima kembali ke perusahaan induk pada akhir tahun
9. Penyusutan  
Pemerintah Swiss membolehkan anak perusahaan Spartan Inc. Untuk menyusutkan biaya dari pabrik dan peralatan dengan laju maksimum SF2 juta per tahun.
10. Nilai sisa  
Pemerintah Swiss akan membayar SF12 juta kepada perusahaan induk Spartan Inc.
11. *Required rate of return*

Spartan Inc. menginginkan tingkat pengembalian sebesar 15% dari proyek ini.

Analisa penganggaran modal akan dilakukan dari perspektif perusahaan induk, atas dasar asumsi bahwa anak perusahaan berencana menghasilkan arus kas yang pada akhirnya akan dikirimkan ke induk. Jadi, net present value dari perspektif perusahaan induk didasarkan pada perbandingan antara present value dari arus kas yang akan diterima induk dengan jumlah investasi awal. NPV dari proyek internasional tergantung pada perspektif apakah perspektif anak perusahaan atau perspektif perusahaan induk. Analisa penganggaran modal untuk menentukan apakah Spartan Inc. layak mendirikan anak perusahaan di Swiss ditunjukkan dalam Gambar 17.3. Langkah pertama dalam analisa penganggaran modal adalah menggunakan proyeksi permintaan dan harga jual untuk menghitung pendapatan total. Kemudian, semua beban dijumlahkan untuk menghitung beban total. Berikutnya, laba sebelum-pajak dihitung dengan mengurangi beban total dari pendapatan total. Anak perusahaan dapat mengirimkan semua arus kas neto ke induk karena kredit yang diperolehnya dari bank lokal akan digunakan sebagai modal kerja dan cukup untuk mendukung operasi perusahaan. Dana yang dipulangkan ke induk terkena withholding tax sebesar 10% , sehingga nilai aktual dari dana yang dikirimkan ke induk ditunjukkan pada Baris 16. Nilai sisa dari provek ditunjukkan pada Baris 17.

**GAMBAR 17.3 Analisa Penganggaran Modal: Spartan Inc.**

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3	Tahun 4
1. Permintaan	60.000	60.000	100.000	100.000	100.000
2. Harga per unit	SF350	SF350	SF360	SF360	SF360
3. Pendapatan total = (1) × (2)	SF21.000.000	SF21.000.000	SF36.000.000	SF36.000.000	SF36.000.000
4. Biaya variabel per unit	SF200	SF200	SF250	SF250	SF250
5. Biaya variabel total = (1) × (4)	SF12.000.000	SF12.000.000	SF25.000.000	SF25.000.000	SF25.000.000
6. Biaya sewa tahunan	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000
7. Biaya tetap tahunan lain	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000
8. Beban non-kas (penyusutan)	SF2.000.000	SF2.000.000	SF2.000.000	SF2.000.000	SF2.000.000
9. Beban total = (5) + (6) + (7) + (8)	SF16.000.000	SF16.000.000	SF29.000.000	SF29.000.000	SF30.000.000
10. Laba sebelum-pajak anak perusahaan = (3) - (9)	SF5.000.000	SF5.000.000	SF7.000.000	SF7.000.000	SF6.000.000
11. Pajak pemerintah tamu (20%)	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.400.000	SF1.400.000	SF1.200.000
12. Laba setelah-pajak anak perusahaan	SF4.000.000	SF4.000.000	SF5.600.000	SF5.600.000	SF4.800.000
13. Arus kas neto bagi anak perusahaan = (12) + (8)	SF6.000.000	SF6.000.000	SF7.600.000	SF7.600.000	SF6.800.000
14. SF yang dipulangkan oleh anak perusahaan (100% dari arus kas)	SF6.000.000	SF6.000.000	SF7.600.000	SF7.600.000	SF6.800.000
15. Withholding tax atas dana yang dipulangkan (10%)	SF600.000	SF600.000	SF760.000	SF760.000	SF680.000
16. SF yang dipulangkan setelah withholding tax	SF5.400.000	SF5.400.000	SF6.840.000	SF6.840.000	SF6.120.000
17. Nilai sisa					SF12.000.000
18. Nilai tukar SF		\$0.50	\$0.50	\$0.50	\$0.50
19. Arus kas kepada induk		\$2.700.000	\$2.700.000	\$3.420.000	\$9.780.000
20. PV dari arus kas ke induk (dengan suku bunga diskonto 15%)		\$2.347.826	\$2.041.588	\$2.248.706	\$5.591.747
21. Investasi awal oleh induk	\$10.000.000				
22. NPV kumulatif		-\$7.652.174	-\$5.610.586	-\$3.361.880	\$2.229.867

## Faktor-Faktor yang Harus Dipertimbangkan dalam Penganggaran Modal Multinasional

Contoh Spartan Inc. mengabaikan berbagai faktor yang bisa mempengaruhi analisa penganggaran modal, yaitu:

1. Fluktuasi nilai tukar.
2. Inflasi.
3. Kesepakatan pembiayaan.
4. Blokade dana.
5. Nilai sisa yang tidak pasti.
6. Dampak dari proyek baru atas arus kas berjalan.
7. Insentif-insentif pemerintah tamu.

Masing-masing faktor ini akan dibahas satu per satu berikut ini.

### 1. Fluktuasi Nilai Tukar

Spartan Inc. menggunakan kurs spot franc Swiss sebagai peramal semua kurs spot masa depan. Walaupun perusahaan menyadari bahwa nilai tukar biasanya akan berubah dari waktu ke waktu, perusahaan tidak tahu apakah franc Swiss akan menguat atau melemah di masa depan. Dari perspektif perusahaan induk, apresiasi franc akan menguntungkan, karena arus kas masuk franc suatu hari akan dikonversikan ke dalam dolar yang lebih banyak. Pada bagian atas dari tabel tersebut, ditunjukkan perkiraan arus kas SF setelah-pajak yang akan diterima anak perusahaan, yang diambil dari Baris 16 dan 17 dari Gambar 17.3.

**GAMBAR 17.4 Analisa Menggunakan Skenario Nilai Tukar Berbeda: Spartan Inc.**

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3	Tahun 4
SF yang dipulangkan setelah withholding tax (termasuk nilai sisa)		SF5.400.000	SF5.400.000	SF6.840.000	SF19.560.000
<b>Skenario Franc-Kuat</b>					
Nilai tukar SF		\$0,54	\$0,57	\$0,61	\$0,65
Arus kas ke induk		\$2.916.000	\$3.078.000	\$4.172.400	\$12.714.000
PV dari arus kas (suku bunga diskonto = 15%)		\$2.535.652	\$2.327.410	\$2.743.421	\$7.269.271
Investasi awal oleh induk	\$10.000.000				
NPV kumulatif		-\$7.464.348	-\$5.136.938	-\$2.393.517	\$4.875.754
<b>Skenario Franc-Lemah</b>					
Nilai tukar SF		\$0,47	\$0,45	\$0,40	\$0,37
Arus kas ke induk		\$2.538.000	\$2.430.000	\$2.736.000	\$7.237.200
PV dari arus kas (suku bunga diskonto = 15%)		\$2.206.957	\$1.837.429	\$1.798.964	\$4.137.893
Investasi awal oleh induk	\$10.000.000				
NPV kumulatif		-\$7.793.043	-\$5.955.614	-\$4.156.650	-\$18.757



Dalam Gambar 17.4, perhatikan perbedaan dalam arus kas yang diterima oleh induk dari skenario franc-kuat dengan arus kas dari skenario franc-lemah. Franc yang kuat jelas menguntungkan, seperti yang dibuktikan oleh naiknya arus kas dolar yang diterima induk. Peramalan NPV berbasis nilai tukar hasil proyeksi diilustrasikan secara grafis dalam Gambar 17.5. NPV menjadi sangat tinggi ketika franc diperkirakan akan mengalami apresiasi dan menjadi rendah saat franc Swiss diperkirakan akan melemah.

## 2. Inflasi

Contoh kita secara eksplisit telah memperhitungkan inflasi, karena biaya variabel per unit dan harga produk secara umum naik dari waktu ke waktu. Tetapi, inflasi bisa sangat bergejolak dari tahun ke tahun di sejumlah negara dan dengan demikian bisa sangat mempengaruhi arus kas dari proyek. Peramalan inflasi yang tidak akurat bisa mengarah pada estimasi arus kas yang juga tidak akurat. Hal ini sangat mungkin terjadi jika proyek mengimpor komponen-komponen setengah jadi dari luar negeri dan menjual produk hasil pemrosesannya dalam pasar lokal. Inflasi lokal akan memiliki dampak yang lebih tinggi atas pendapatan daripada biaya dalam kasus semacam ini.

### **Kesepakatan Pembiayaan**

Banyak proyek luar negeri sebagian dibiayai oleh anak perusahaan, masalah masalah penganggaran modal domestik tidak perlu memasukkan pembayaran bunga dan prinsipal dalam pengukuran arus kas, karena semua biaya pembiayaan telah dimasukkan dalam suku bunga diskonto. Tetapi, proyek proyek luar negeri lebih rumit, terutama jika sebagian dana investasi awal proyek disediakan oleh anak perusahaan. Meskipun investasi awal dari induk dan anak perusahaan bisa dikonsolidasikan untuk menyederhanakan proses penganggaran modal, cara ini bisa menciptakan kesalahan estimasi yang signifikan, arus kas yang pada akhirnya dipulangkan ke induk (dan terkena risiko nilai tukar) akan disajikan terlalu tinggi jika beban bunga luar negeri tidak diperhitungkan secara eksplisit sebagai arus kas keluar dari anak perusahaan luar negeri.

### **Blokade Dana**

Dalam sejumlah kasus, Sparta Inc dengan mengansumsikan bahwa semua dana diblokir sampai anak perusahaan dijual. Hal ini memaksa anak perusahaan menginvestasikan semua dana tersebut sampai anak perusahaan dijual. Blokade dana akan merugikan proyek jika tingkat

pengembalian dari reinvestasi semacam itu lebih rendah dari pada required rate of return dari proyek.

### Nilai Sisa Yang Tidak Pasti

Nilai sisa dari proyek biasanya memiliki dampak yang signifikan atas NPV proyek yang bersangkutan. Jika nilai sisa tidak pasti, MNC mungkin membuat beberapa kemungkinan nilai sisa yang mungkin. MNX barangkali juga ingin mengestimasi nilai-sisa-impas (break-even salvage value, juga dinamakan break-even terminal value), yaitu nilai sisa yang dibutuhkan untuk meraih NPV sebesar nol. Jika nilai sisa aktual diperkirakan akan sama atau lebih tinggi dari nilai sisa impas, proyek boleh diimplementasikan.

### Dampak Dari Proyek Baru Atas Arus Kas Berjalan

**GAMBAR 17.3 Analisa Penganggaran Modal: Spartan Inc.**

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3	Tahun 4
1. Permintaan		60.000	60.000	100.000	100.000
2. Harga per unit		SF350	SF350	SF360	SF360
3. Pendapatan total = (1) x (2)		SF21.000.000	SF21.000.000	SF36.000.000	SF36.000.000
4. Biaya variabel per unit		SF200	SF200	SF250	SF260
5. Biaya variabel total = (1) x (4)		SF12.000.000	SF12.000.000	SF25.000.000	SF26.000.000
6. Biaya sewa tahunan		SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000
7. Biaya tetap tahunan lain		SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.000.000
8. Beban non-kas (perusahaan)		SF2.000.000	SF2.000.000	SF2.000.000	SF2.000.000
9. Beban total = (5) + (6) + (7) + (8)		SF16.000.000	SF16.000.000	SF29.000.000	SF30.000.000
10. Laba sebelum-pajak anak perusahaan = (3) - (9)		SF5.000.000	SF5.000.000	SF7.000.000	SF6.000.000
11. Pajak pemerintah tamu (20%)		SF1.000.000	SF1.000.000	SF1.400.000	SF1.200.000
12. Laba setelah-pajak anak perusahaan		SF4.000.000	SF4.000.000	SF5.600.000	SF4.800.000
13. Arus kas neto bagi anak perusahaan = (12) + (8)		SF6.000.000	SF6.000.000	SF7.600.000	SF6.800.000
14. SF yang dipulangkan oleh anak perusahaan (100% dari arus kas)		SF6.000.000	SF6.000.000	SF7.600.000	SF6.800.000
15. Withholding tax atas arus yang dipulangkan (10%)		SF600.000	SF600.000	SF760.000	SF680.000
16. SF yang dipulangkan setelah withholding tax		SF5.400.000	SF5.400.000	SF6.840.000	SF6.120.000
17. Nilai sisa					SF12.000.000
18. Nilai tukar SF		\$0.50	\$0.50	\$0.50	\$0.50
19. Arus kas kepada induk		\$2.700.000	\$2.700.000	\$3.420.000	\$3.060.000
20. PV dari arus kas ke induk (dengan suku bunga diskonto 15%)		\$2.347.826	\$2.041.588	\$2.248.706	\$2.591.717
21. Investasi awal oleh induk	\$10.000.000				
22. NPV kumulatif		-\$7.652.174	-\$5.610.586	-\$3.361.880	\$2.229.867

Gambar disini menunjukkan NPV kumulatif akhirnya positive, maka proyek baru ini layak di implementasikan.

Jadi dengan  $i = 15\%$ . Dengan menggunakan informasi sebelumnya yang terdapat dalam Gambar 17.3, present value dari arus kas adalah:

$$PV \text{ arus kas induk} = \frac{\$2.700.000}{(1,15)^1} + \frac{\$2.700.000}{(1,15)^2} + \frac{\$3.420.000}{(1,15)^3} + \frac{\$3.060.000}{(1,15)^4}$$

$$= \$2.347.826 + \$2.041.588 + \$2.248.706 + \$2.161.227$$

$$= \$8.799.347$$

Karena investasi awal berjumlah \$10.000.000, maka nilai sisa impas dari proyek luar negeri Spartan Inc. adalah:

$$SV_0 = \left[ 10 + \sum_{t=1}^4 \frac{CF_t}{(1+i)^t} \right] (1+i)^4$$

$$= \left[ \$10.000.000 - \$8.799.347 \right] (1,15)^4$$

$$= \$2.099.950$$

Gambar di atas memberitahu jika nilai sisa dari proyek minimal \$ 2.099.950 (dengan mengasumsikan bahwa *required rate of return* dari proyek adalah 15 % / 0.15) Spartan Inc akan mengimplementasikan proyek ini. Dalam kasus di atas di asumsikan bahwa tidak ada dampak dari proyek baru atas arus kas yang berjalan. Tetapi realita nya sebuah proyek baru biasanya memiliki dampak atas arus kas berjalan :

1. Perusahaan tidak mengkhawatirkan kemungkinan pemerintah Swiss mengenakan restriksi dagang atas ekspor raket tenis ke Swiss.
2. Spartan Inc. tetap ingin mendirikan anak perusahaan di Swiss karna biaya produksi di Swiss di perkirakan akan lebih rendah dari pada biaya produksi di AS
3. Tanpa anak perusahaan ,bisnis ekspor Spartan Inc. ke Swiss di perkirakaan akan menghasilkan arus kas neto \$1 juta selama 4 tahun ke depan.

Dengan adanya anak perusahaan arus kas tersebut menjadi hilang (tidak di terima ), ini adalah contoh perhitungan jika arus kas berjalan terkena dampak proyek baru

**GAMBAR 17.9** Analisa Penganggaran Modal Jika Arus Kas Berjalan Dipengaruhi oleh Proyek Baru: Spartan Inc.

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3	Tahun 4
Arus kas ke induk, dengan mengabaikan dampak atas arus kas berjalan		\$2.700.000	\$2.700.000	\$3.420.000	\$9.793.000
Dampak dari proyek atas arus kas berjalan		-\$1.000.000	-\$1.000.000	-\$1.000.000	-\$1.000.000
Arus kas ke induk, setelah memperhitungkan dampak atas arus kas berjalan		\$1.700.000	\$1.700.000	\$2.420.000	\$8.793.000
PV dari arus kas (suku bunga diskonto = 15%)		\$1.478.261	\$1.285.844	\$1.591.189	\$5.019.994
Investasi awal oleh induk	\$10.000.000				
NPV kumulatif		-\$8.521.739	-\$7.236.295	-\$5.645.106	-\$625.112

Jika di lihat NPV akhir dari proyek ini menjadi negative, maka proyek tersebut tidak layak untuk di implementasikan.

### **Intensif –intensif pemerintah tamu**

Intensif pemerintah tamu adalah dimana perusahaan multinasional (MNC) membuat sebuah proyek luar negri dan memiliki dampak yang positif atas kondisi ekonomi Negara tamu ,maka perusahaan multinasional itu akan mendapatkan intensif dari pemerintah. ada 3 metode yang sering di gunakan untuk mengevaluasi resiko :

1. Menyesuaikan suku bunga diskonto dengan resiko

Metode ini sering di gunakan karna mudah penerepanya dan tidak ada teknik lain yang mampu menyesuaikan risiko denga sempurna walaupun ada beberapa metode yang dalam beberapa kasus mampu memperhitungkan resiko dari proyek dengan baik.

## 2. Analisa Sensitivitas

Analisis sensitivitas itu menggunakan scenario *what-if* ,tujuan dari analisis sensitivitas adalah untuk menentukan seberapa sensitif NPV terhadap nilai-nilai input yang berbeda. Nilai input menentukan layak atau tidaknya proyek dari MNC. Keunggulan dari analisis sensitivitas ini adalah kemampuan untuk menilai proyek berbasis berbagai kondisi yang mungkin muncul

## 3. Simulasi

Metode ini dapat digunakan untuk beragam kegunaan, termasuk pembuatan distribusi probabilitas bagi NPV berbasis sekelompok nilai input yang mungkin ,metode ini dilakukan dengan bantuan program computer. Simulasi sulit di lakukan dengan manual karna banyaknya iterasi yang di perlukan untuk membuat distribusi NPV akan tetapi program computer dapat menjalankan 100 iterasi dan mengeluarkan outputnya dalam hitungan detik makanya mengapa metode ini perlu bantuan program computer.

## **Penganggaran Modal untuk Akusisi dan Divestasi Internasional**

Perusahaan multinasional secara terus menerus mengevaluasi apakah mereka perlu menyesuaikan volume bisnis internasional mereka melalui akusisi dan divestasi internasional.

### **Akusisi Internasional**

Perusahaan multinasional dapat memandang akusisi internasional sebagai bentuk investasi asing langsung (DFI) yang lebih baik daripada mendirikan anak perusahaan. Tetapi, kedua bentuk DFI ini memiliki perbedaan. Melalui akusisi internasional, perusahaan dapat segera memperluas bisnis internasionalnya karena perusahaan target terlebih dahulu berdiri. Sebaliknya, pendirian bisnis baru meminta waktu. Kedua, perusahaan yang melakukan akusisi internasional dapat mengambil manfaat langsung oleh tingginya biaya dari akusisi.

### **Faktor Faktor yang Perlu Dipertimbangkan dalam Akusisi**

Beberapa faktor harus dipertimbangkan pada saat menilai akusisi internasional, yaitu:

- pergerakan nilai tukar

- tingkat pengembalian yang diinginkan calon pembeli
- kemampuan untuk menggunakan ungkitan keuangan
- Akuntansi dan hukum pajak
- Restriksi restriksi pemerintah tamu
- Regulasi regulasi menyangkut akuisisi internasional

### **Akuisisi Perusahaan Terbatas**

Pertama, arus kas masa depan yang akan dihasilkan oleh bisnis bekas BUMN tidak pasti karena perusahaan milik pemerintah sebelumnya beroperasi dalam lingkungan persaingan yang rendah atau bahkan tanpa persaingan sama sekali.

Kedua, nilai tukar dari valuta-valuta dari negara-negara berkembang sangat fluktuatif sehingga nilai dari laba anak perusahaan luar negeri yang dikonversikan ke dalam valuta negara induk juga menjadi tidak pasti.

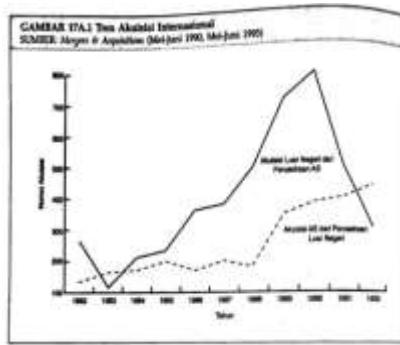
Ketiga, sulit untuk mencari suku bunga diskonto yang tepat untuk mengukur *present value* dari arus kas, karena biaya pembiayaan proyek di negara-negara ini sangat tidak pasti.

Terakhir, ketiadaan pasar saham yang bisa diandalkan dalam negara-negara berkembang membuat perusahaan multinasional tidak mampu menentukan nilai perusahaan terbatas (non-publik) berbasis perusahaan publik yang sebanding.

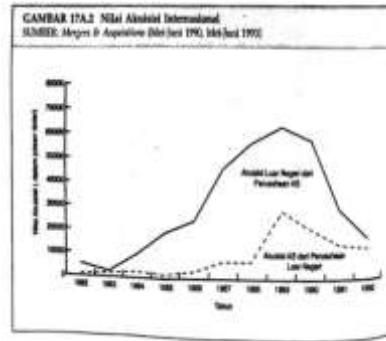
### **Tren Akuisisi Internasional**

Gambar 17A.1 dan 17A.2 membandingkan volume dan nilai dari akuisisi-akuisisi internasional yang melibatkan perusahaan AS. Sepanjang akhir dekade 1980-an, lebih banyak perusahaan AS yang menjadi target akuisis dibandingkan dengan jumlah perusahaan AS yang melakukan akuisisi internasional. Perusahaan-perusahaan AS yang berupaya mengakuisi perusahaan non-AS biasanya tidak memiliki fleksibilitas untuk menjamin, serta menghadapi peraturan-peraturan pajak dan restriksi investasi yang tidak menguntungkan. Tetapi, tren ini berubah pada tahun 1990-an karena menurunnya aktivitas akuisisi (internasional dan domestik).

Gambar 17A.2 membandingkan nilai dari akuisisi oleh perusahaan AS atas perusahaan asing dengan jumlah akuisisi yang dilakukan perusahaan asing atas perusahaan AS. Nilai dari akuisisi perusahaan AS oleh perusahaan asing selalu tinggi sepanjang dekade 80-an, terutama selama



periode  
nilai  
lemah  
80-an.



1987-1989, ketika dolar tengah sangat relatif terhadap pertengahan tahun

### Akuisisi Parsial di Luar Negeri

Tipe investasi ini biasanya memungkinkan perusahaan target untuk terus beroperasi, dan tidak selalu menimbulkan pergantian karyawan yang biasanya terjadi setelah kepemilikan perusahaan target berubah. Tetapi, dengan mengakuisisi sebagian besar saham, MNC bisa mempengaruhi manajemen perusahaan target, dengan mengambilalih seluruh kepemilikan di masa depan. Sebagai contoh, Coca Cola telah mengakuisisi saham dari banyak perusahaan pembotolan asing yang berfungsi sebagai pemasok kebutuhan botolnya.

### Analisis Divestasi

Setelah perusahaan multinasional membuat keputusan terima/tolak, mereka harus terus menerus menilai keputusan tersebut dari waktu ke waktu. Sejumlah usulan proyek luar negeri yang sebelumnya ditolak mungkin menjadi layak diterima menyusul berkurangnya biaya modal MNC, meningkatkan insentif-insentif pemerintah tamu, membaiknya kondisi-kondisi ekonomi di negara tamu, atau proyeksi nilai tukar yang lebih menguntungkan. Proyek-proyek luar negeri yang diimplementasikan juga harus dinilai kembali untuk menentukan apakah proyek-proyek tersebut perlu diteruskan atau dijual saja.

Sejumlah proyek berjalan yang tampaknya melaba jika dianalisa secara terpisah kadang-kadang bisa mengurangi nilai MNC secara menyeluruh. Sebagai contoh, beberapa perusahaan AS terpaksa menjual anak perusahaan mereka yang berlokasi di Afrika Selatan pada akhir tahun 1980-an.

Banyak divestasi terjadi sebagai akibat berubahnya penilaian atas industri atau kondisi-kondisi ekonomi. Sebagai contoh, sejumlah bank komersial AS menjual anak perusahaan luar negeri mereka ketika menyadari bahwa pasar-pasar luar negeri tidak lagi menyediakan banyak peluang bisnis yang akan membuat investasi mereka berharga.

## BAB XI

### BIAYA MODAL DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MULTINASIONAL

#### Overview

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 suatu biaya oportunitas: apa yang seharusnya bisa dihasilkan oleh pemegang-pemegang saham seandainya mereka memperoleh laba tersebut dalam bentuk dividen dan kemudian menginvestasikan sendiri dana tersebut. Biaya dari saham biasa baru (dari penerbitan saham baru) juga menggambarkan suatu biaya oportunitas: apa yang mungkin diperoleh pemegang saham baru seandainya mereka menginvestasikan dana mereka ditempat lain selain disaham. Biaya ini melebihi biaya dari laba ditahan karena mengandung beban-beban yang berhubungan dengan penerbitan saham baru (yang dinamakan dengan *flotation cost*). Biaya dari hutang perusahaan lebih mudah diukur, karena adanya bunga yang harus ditanggung perusahaan. Semakin rendah biaya modal perusahaan, semakin rendah tingkat pengembalian yang diinginkan (*required rate of return*) dari suatu usulan proyek. Perusahaan harus telah terlebih dahulu mengestimasi biaya modal mereka sebelum melakukan **penganggaran modal** (*capital budgeting*); karena *net present value* dari suatu proyek sebagian tergantung pada biaya modal. Biaya modal rata-rata tertimbang (yang disimbolkan dengan  $K_c$ ) dapat diukur memakai persamaan :

$$K_c = (D/D+E)k_d(1+t) + (E/D+E)K_e$$

Dimana D adalah jumlah hutang perusahaan,  $K_d$  adalah biaya hutang sebelum pajak,  $t$  adalah tarif pajak korporasi, E adalah jumlah ekuitas perusahaan, dan  $K_e$  adalah biaya dari ekuitas. Rasio-rasio ini masing-masing mencerminkan presentase dari modal yang diwakili dari hutang dan presentase modal yang diwakili oleh ekuitas.

Ada keuntungan menggunakan hutang daripada ekuitas sebagai modal, karena pembayaran bunga bersifat *tax-deductible*. Akan tetapi semakin besar penggunaan hutang, semakin besar pula pembayaran bunganya, dan semakin tinggi kemungkinan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban-kewajibannya. Konsekuensinya, tingkat pengembalian yang diinginkan oleh calon

pemegang saham baru atau kreditor baru akan meningkat untuk mencerminkan tingginya kemungkinan kebangkrutan.

*Trade off* antara keunggulan dari hutang (dedukasi pajak dari pembayaran-pembayaran bunga) dan kelemahannya (meningkatnya kemungkinan kebangkrutan). Biaya modal perusahaan pada awalnya menurun sejalan dengan meningkatnya rasio hutang terhadap modal total. Akan tetapi, setelah titik tertentu, biaya modal kembali meningkat sejalan dengan meningkatnya rasio hutang terhadap modal total. *Trade off* adalah menguntungkan untuk meningkatkan pemakaian hutang sampai pada titik dimana kemungkinan kebangkrutan menjadi cukup besar sehingga menghilangkan keuntungan pajak dari penggunaan hutang.

### **Biaya Modal Perusahaan Multinasional**

Biaya modal bagi perusahaan multinasional bisa berbeda dari biaya modal perusahaan domestik karena adanya karakteristik khusus dari perusahaan multinasional yang membedakannya dengan perusahaan domestik murni, yaitu:

1. *Ukuran perusahaan*, MNC yang seringkali meminjam dalam jumlah yang substansial mungkin memperoleh perlakuan istimewa dari para kreditor sehingga mengurangi biaya modal mereka.
2. *Akses kedalam pasar modal internasional*, perusahaan multinasional bisa mendapatkan dana dari pasar-pasar modal internasional. Karena biaya pendanaan bervariasi antar pasar, akses MNC kedalam pasar-pasar modal internasional menunginkannya untuk mendapatkan dana dengan biaya yang lebih murah dibandingkan perusahaan domestik murni.
3. *Diversifikasi internasional*, biaya modal perusahaan berhubungan erat dengan probabilitas kebangkrutannya. Jika arus kas masuk sebuah perusahaan berasal dari berbagai sumber di seluruh dunia, arus kas masuk tersebut mungkin lebih stabil. Penalaran ini didasarkan pada anggapan bahwa penjualan total tidak akan dipengaruhi secara signifikan oleh satu perekonomian tunggal.
4. *Eksposur terhadap risiko nilai tukar*, arus kas sebuah perusahaan multinasional mungkin lebih bergejolak daripada arus kas perusahaan domestik yang ada dalam industri yang sama, jika arus kas tersebut sangat terekspos terhadap resiko nilai tukar. Secara keseluruhan, perusahaan yang lebih terekspos terhadap fluktuasi nilai tukar biasanya akan



memiliki distribusi arus kas yang lebih bergejolak di periode periode yang akan datang. Karena yang biaya modal harus mencerminkan memungkinkan semacam ini, dan karena kemungkinan kebangkrutan akan lebih tinggi jika arus kas masa depan lebih tidak pasti, exposure terhadap fluktuasi nilai tukar bisa mengarah pada biaya modal yang lebih tinggi.

5. *Eksposure terhadap 'country risk'*, sebuah perusahaan multinasional yang mendirikan anak perusahaan diluar negeri menghadapi kemungkinan disitanya aset-aset anak perusahaan oleh pemerintah tamu tempat anak perusahaan dialokasikan. Ada bentuk-bentuk *contry risk* yang tidak sama bahayanya dengan penyitaan aset walaupun tetap mempengaruhi arus kas perusahaan multinasional.

### **Perbandingan Biaya Modal Menggunakan CAPM**

Untuk menilai bagaimana tingkat pengembalian yang di inginkan perusahaan multinasional berbeda dari tingkat pengembalian yang di inginkan oleh perusahaan domestik murni, capital asset pricing model (CAPM) dapat diterapkan. CAPM mendefinisikan tingkat pengembalian yang di inginkan ( $k_e$ ) dari saham sebagai :

$$K_e = R_f + B(k_m - R_f)$$

Dimana :

$R_f$  = Tingkat Pengembalian Bebas Resiko

$K_m$  = Tingkat Pengembalian Pasar

B = Beta dari Saham

CAPM menyiratkan bahwa tingkat pengendalian yang diinginkan dari saham sebuah perusahaan merupakan fungsi positif dari (1) Suku bunga bebas resiko, (2) Tingkat pengembalian pasar, (3) Beta dari saham. Beta 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 risiko atau tingkat pengembalian pasar, tetapi mampu mempengaruhi beta-nya. perusahaan multinasional yang mampu menaikkan volume penjualan di luar negeri akan mampu menurunkan beta dari sahamnya, dengan demikian, mengurangi tingkat pengembalian

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

Pendukung-pendukung CAPM mengemukakan bahwa biaya dari proyek dapat digunakan untuk *required rate of return* dari proyek. Beta dari proyek mewakili sensitivitas dari aliran kas (yang dihasilkan proyek) terhadap kondisi pasar. Sebuah proyek yang aliran kasnya terisolasi dari kondisi pasar akan memiliki beta yang rendah.

Bagi sebuah perusahaan multinasional yang sangat terdiversifikasi, yang menerima arus kas yang dihasilkan oleh beberapa proyek, tiap proyek mengandung dua tipe risiko : (1) Gejolak arukan non-sistematis yang unik bagi perusahaan, (2) Risiko sistematis. Teori CAPM menyatakan bahwa risiko non-sistematis dari proyek dapat diabaikan, karena dapat diferifikasikan. Tetapi risiko sistematis dari proyek tidak dapat diferifikasikan, karena mempengaruhi semua proyek dengan cara yang sama. Semakin rendah beta dari proyek, semakin rendah risiko sistematis dari proyek, dan semakin rendah tingkat pengembalian yang diinginkan dari proyek semacam itu. Jika proyek perusahaan multinasional memperlihatkan beta yang lebih rendah dari pada proyek perusahaan domestik murni, maka tingkat pengembalian yang diinginkan dari proyek MNC seharusnya lebih rendah. Jika tingkat pengembalian yang diinginkan rendah, berarti biaya modal juga rendah.

Kesimpulannya, kita tidak dapat menyatakan secara pasti bahwa perusahaan multinasional akan memiliki biaya modal yang lebih rendah dari pada perusahaan domestik murni yang beroperasi dalam industri yang sama. Tetapi, kita dapat menggunakan pembahasan ini untuk memahami mengapa sebuah perusahaan multinasional berusaha mengambil keuntungan penuh dari aspek-aspek tertentu yang akan menurunkan biaya modalnya, dan sebaliknya, meminimisasi exposure aspek-aspek yang akan menaikkan biaya modalnya.

Pemahaman biaya modal bervariasi antar negara penting untuk tiga alasan. Pertama, hal ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan multinasional yang berbasis di sejumlah negara memiliki keunggulan kompetitif atas MNC yang lain. Kedua, perbedaan biaya modal antar negara memungkinkan perusahaan multinasional untuk menyesuaikan operasi internasional dan sumber dana mereka dalam rangka mengambil keuntungan dari perbedaan tersebut. Ketiga, pemahaman mengenai perbedaan-perbedaan dalam biaya dari masing-masing komponen modal 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 di negara-negara yang lain, perbedaan-perbedaan dalam biaya hutang antar negara akan dijelaskan terlebih dahulu, yang diikuti dengan penjelasan tentang perbedaan-perbedaan dalam biaya ekuitas.

### **Perbedaan dalam Biaya Hutang**

Biaya dari hutang (cost of debt) bagi sebuah perusahaan sangat ditentukan oleh suku bunga bebas risiko dari valuta yang dipinjam dan premium risiko yang diminta oleh kreditor. Biaya hutang mungkin lebih tinggi di sejumlah negara dibanding negara-negara lain karena tingginya suku bunga bebas risiko, atau karena premium risiko yang diminta lebih tinggi. Berikut adalah penjelasan mengenai perbedaan dalam suku bunga bebas risiko dan premium risiko.

### **Perbedaan dalam Suku Bunga Bebas Risiko**

Suku bunga bebas risiko ditentukan oleh interaksi antara permintaan dan penawaran akan mempengaruhi suku bunga bebas risiko. Sejumlah faktor yang memiliki pengaruh semacam itu (meskipun bervariasi antar negara) adalah ketentuan-ketentuan perpajakan, aspek-aspek demografis, kebijakan-kebijakan moneter dan kondisi ekonomi.

Ketentuan-ketentuan perpajakan di sejumlah negara dirancang untuk mendorong orang agar lebih banyak menabung, yang bisa mempengaruhi penawaran tabungan, dan dengan demikian, suku bunga, peraturan-peraturan pajak sebuah negara yang berhubungan dengan penyusutan dan kredit pajak investasi (investment tax credit) dapat juga mempengaruhi suku bunga melalui pengaruhnya atas permintaan dana oleh korporasi.

Kondisi Demografis dari sebuah negara mempengaruhi penawaran tabungan dan permintaan terhadap dana pinjaman. Karena kondisi-kondisi demografis berbeda antar negara, begitu juga kondisi permintaan dan penawaran, dan dengan demikian, suku bunga nominal. Negara-negara sebagian besar cenderung memiliki suku bunga yang tinggi karena rumah tangga berumur muda biasanya menabung sedikit banyak pinjaman.

Kebijakan moneter yang diimplementasikan tiap bank sentral mempengaruhi penawaran dana, dan tentu saja, suku bunga. Negara-negara yang menerapkan kebijakan moneter yang longgar bisa meraih suku bunga nominal yang rendah jika mereka dapat mengendalikan laju inflasi. Namun, sejumlah pakar menyatakan bahwa kebijakan moneter yang longgar akan menimbulkan peningkatan suku bunga dengan menaikkan ekspektasi inflasi dan permintaan dana.

Karena kondisi ekonomi mempengaruhi suku bunga, suku bunga juga akan berbeda antar negara. Biaya dari hutang di banyak negara berkembang jauh lebih tinggi dari pada biaya hutang di negara industri, terutama disebabkan oleh kondisi ekonomi. Ekspektasi inflasi yang tinggi di negara-negara berkembang menyebabkan para kreditormeminta suku bunga bebas risiko yang tinggi pula.

### **Perbedaan Premium Risiko**

Premium risiko dari hutang harus cukup besar demi menyediakan kompensasi kepada kreditor terhadap resiko ketidakmampuan peminjam melunasi kewajiban-kewajibannya. Risiko ini bisa bervariasi antar negara karena perbedaan kondisi ekonomi, hubungan antara korporasi dengan kreditor, intervensi pemerintah, dan tingkat ungkitan keuangan.

Jika kondisi ekonomi dalam suatu negara lebih stabil, resiko munculnya reses relatif rendah. Jadi, probabilitas sebuah perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban-kewajibannya menjadi lebih rendah pula, dan premium risiko yang diminta kreditor juga akan rendah.

Hubungan antara korporasi dengan kreditor di sejumlah negara lebih erat dari pada di negara-negara yang lain. Di Jepang, para kreditor selalu siap mengucurkan kredit jika sebuah korporasi mengalami masalah keuangan, sehingga menurunkan risiko *illiquidity*. Biaya dari masalah-masalah keuangan pada sebuah perusahaan Jepang ditanggung dengan beragam cara oleh manajemen perusahaan, kreditor dan pelanggan.

Pemerintah di sejumlah negara sering melakukan intervensi untuk menyelamatkan perusahaan yang mau bangkrut. Sebagai contoh, di Inggris, banyak perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki pemerintah. Pemerintah tentu akan menyelamatkan perusahaan miliknya. Bahkan, sekalipun tidak memiliki saham selembarpun, pemerintah mungkin menyediakan subsidi langsung atau kredit kepada perusahaan yang pailit.

Perusahaan di sejumlah negara memiliki kapasitas peminjaman yang lebih besar karena kreditor-kreditor mereka mau mentolelir tingkat ungkitan keuangan yang lebih tinggi. Sebagai contoh, perusahaan di Jepang dan Jerman memiliki tingkat ungkitan keuangan yang lebih tinggi daripada perusahaan perusahaan AS. Jika semua faktor di asumsikan sama, perusahaan yang memiliki ungkitan keuangan tinggi harus membayar premium risiko yang lebih tinggi. Tetapi, faktor-faktor lain yang dimaksud tentu saja tidak sama. Bahkan, perusahaan ini dibolehkan untuk

menggunakan tingkat ungkitan keuangan yang lebih tinggi karena memiliki hubungan unik kreditor dan pemerintah.

**Perbandingan Biaya Hutang di Berbagai Negara.** Biaya hutang di berbagai negara secara umum memiliki korelasi positif dari waktu ke waktu. Biaya hutang nominal bagi perusahaan dalam masing-masing negara mencapai puncaknya pada tahun 1980, menurun tajam selama awal tahun 1980-an, mendatar selama akhir tahun 1988, dan kembali menurun sama awal tahun 1990-an. Perbedaan biaya hutang antar negara terutama disebabkan oleh perbedaan dalam suku bunga bebas risiko.

Sebagai contoh, Lloyd Bank dari Inggris memutuskan untuk menjual operasi-operasi perbankan mereka yang ada di AS pada tahun 1989. Alasan Llyod adalah rendahnya tingkat pengembalian, dan perusahaan dapat mendapatkan pengembalian yang setara jika mengalihkan investasi ke dalam pasar uang Inggris. Seandainya biaya modal nominal bagi perusahaan Inggris lebih rendah, Llyod Bank mungkin tidak akan menjual operasi mereka yang ada di AS.

### **Perbedaan dalam Biaya Ekuitas**

Biaya ekuitas dalam sebuah negara merefleksikan biaya oportunitas. Apa yang bisa dihasilkan pemegang pemegangan saham dari investasi yang memiliki risiko yang setara seandainya ekuitas didistribusikan kepada mereka. Pengembalian dari ekuitas ini dapat disetarakan dengan suku bunga bebas risiko yang seharusnya bisa dihasilkan oleh pemegang saham, ditambah premium yang mencerminkan risiko dari perusahaan. Karena suku bunga bebas risiko bervariasi antar negara, biaya dari ekuitas dengan demikian juga bervariasi dari satu negara ke negara lain.

Biaya dari ekuitas juga didasarkan pada peluang investasi di negara yang bersangkutan. Menurut McCauley dan Zimmer, biaya ekuitas dalam sebuah negara dapat diestimasi memakai rasio harga/laba yang tinggi menyiratkan bahwa perusahaan menerima harga yang tinggi dari penjualan saham baru untuk tingkat laba tertentu.

### **Menggabungkan Biaya hutang dan Biaya Ekuitas**

Proporsi hutang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan dalam setiap negara menentukan besarnya biaya modal ini. Karena biaya hutang dan biaya ekuitas berbeda antar negara, dapat dimengerti mengapa pihak modal bagi perusahaan yang berbasis di negara-negara

tertentu lebih rendah. Jepang sering disebutkan sebagai negara yang memiliki biaya modal rendah. Jepang biasanya memiliki suku bunga bebas risiko yang rendah, yang tidak hanya mempengaruhi biaya dari hutang, tetapi secara tidak langsung juga mempengaruhi biaya dari ekuitas. Disamping itu, rasio harga/laba dari perusahaan Jepang umumnya tinggi, yang memungkinkan mereka untuk mendapatkan pembiayaan ekuitas dengan biaya yang relatif murah.

### **Menggunakan Biaya Modal Untuk Menilai Proyek-Proyek Luar Negeri**

Ketika perusahaan multinasional induk mengusulkan suatu investasi dalam proyek luar negeri yang memiliki risiko yang setara dengan risiko MNC itu sendiri, induk dapat menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang nya sendiri untuk menentukan *required rate of return* dari proyek. Ada berbagai cara yang bisa digunakan MNC untuk memperhitungkan perbedaan risiko ini ke dalam proses penganggaran modal. Pertama, perusahaan multinasional dapat memperhitungkan resiko dalam estimasi arus kasnya. Berbagai nilai yang mungkin untuk variabel-variabel input 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. Jika proyek mengandung resiko tinggi, area dari NPV negatif akan kelihatan lebih luas, yang mengimplikasikan bahwa proyek kemungkinan besar akan merugikan. Cara ini merupakan cara yang berguna karena memperhitungkan berbagai skenario NPV yang dapat mengukur besarnya probabilitas proyek akan merugikan.

Metode lain yang dapat digunakan adalah memperhitungkan risiko dari proyek dengan menyesuaikan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan dengan premium risiko. Sebagai contoh, jika proyek luar negeri dipandang mengandung risiko yang lebih tinggi daripada risiko dari MNC sendiri, ke atas biaya modal rata-rata tertimbang dapat ditambahkan premium saat menentukan *required rate of return* dari proyek luar negeri. Kemudian, proses penganggaran modal akan menggunakan *required rate of return* sebagai suku bunga diskonto. Jika proyek luar negeri mengandung risiko yang lebih rendah daripada risiko MNC, *required rate of return* yang digunakan juga harus lebih rendah daripada biaya modal rata-rata tertimbang.

## **Keputusan Menyangkut Struktur Modal**

### **Karakteristik-Karakteristik Korporasi**

Karakteristik yang unik dari setiap MNC mempengaruhi struktur modal nya di antaranya adalah:

**Stabilitas Arus Kas.** Perusahaan multinasional yang harus kasih lebih stabil mampu menyerap lebih banyak hutang, karena terdapat aliran kas masuk konstan yang bisa dipakai untuk menutupi pembayaran pembayaran bunga periodik dan sebaliknya. MNC yang terdiversifikasi kedalam banyak negara kemungkinan memiliki arus kas yang lebih stabil, karena kondisi yang ada dalam suatu negara tunggal tidak akan memiliki dampak yang besar atas arus kas mereka secara keseluruhan.

**Risiko Kredit.** Perusahaan multinasional memiliki risiko kredit lebih rendah mempunyai akses yang lebih banyak terhadap pinjaman. Setiap faktor mempengaruhi risiko kredit dapat mempengaruhi pilihan MNC untuk menggunakan hutang vs ekuitas.

**Akses Terhadap Laba.** Perusahaan multinasional yang menghasilkan laba lebih tinggi mampu mendanai investasi mereka dengan laba ditahan, dan dengan demikian, cenderung menggunakan struktur modal yang padat ekuitas. Sebaliknya, perusahaan multinasional yang laba ditahan kecil harus bergantung pada pembiayaan hutang. Perusahaan multinasional yang berorientasi pertumbuhan biasanya membutuhkan hutang untuk membiayai ekspansi mereka dan dengan demikian struktur modal mereka akan padat hutang dan sebaliknya

### **Karakteristik-karakteristik Negara**

Karakteristik khusus negara juga mempengaruhi keputusan untuk menggunakan pembiayaan hutang vs ekuitas, dan dengan demikian, mempengaruhi struktur modal MNC. Karakteristik-karakteristik khusus negara yang bisa mempengaruhi keputusan pembiayaan MNC diantaranya adalah:

**Restriksi Investasi di Negara Tamu.** Investor-investor di sejumlah negara dibatasi oleh pemerintah mereka untuk berinvestasi dalam saham-saham negara lain. Bahkan, sekalipun mereka diperbolehkan untuk berinvestasi di negara-negara lain, mereka mungkin tidak memiliki informasi yang memadai mengenai perusahaan di luar negara mereka. Kendala-kendala investasi internasional menyebabkan sejumlah investor memiliki lebih sedikit peluang investasi daripada investor-investor lain.

**Suku Bunga di Negara Tamu.** Perusahaan multinasional mungkin bisa mendapatkan kredit (hutang) dengan biaya yang relatif murah di negara-negara tertentu, sementara biaya dari hutang

di negara-negara lain mungkin jauh lebih tinggi. Konsekuensinya, preferensi MNC terhadap hutang tergantung pada suku bunga di negara tempat MNC beroperasi.

**Kuat Lemahnya Valuta di Negara Tamu.** Jika mengkhawatirkan kemungkinan depresiasi valuta dari negara-negara tamu, sebuah perusahaan multinasional dapat membiayai sebagian besar operasi-operasi luar negerinya dengan valuta-valuta dari negara tempat dimana anak perusahaan berlokasi (bukan menggunakan dana perusahaan induk). Dengan cara begini, jumlah laba yang akan dipulangkan ke induk oleh perusahaan anak akan berkurang karena harus disisihkan untuk melakukan pembayaran bunga periodik. Strategi ini mengurangi *exposure* MNC terhadap risiko nilai tukar. Jadi, bentuk pembiayaan utang ini bisa menjadi pilihan yang menguntungkan jika anak perusahaan sangat terekspos terhadap risiko nilai tukar.

**Country Risk di Negara Tamu.** Jika sebuah perusahaan multinasional terekspos terhadap *country risk* yang tinggi, perusahaan dapat menggunakan pembiayaan hutang di negara tamu. Dalam hal ini, kreditor lokal yang telah meminjamkan uang mereka kepada MNC akan berkepentingan untuk menjamin bahwa MNC di diperlakukan secara adil oleh pemerintah mereka. Dalam situasi semacam ini, kreditor lokal harus melakukan negoisasi dengan pemerintah mereka untuk mendapatkan kembali seluruh atau sebagian dana yang telah mereka pinjamkan setelah pemerintah mereka melikuidasi aset-aset yang disita dari MNC. Jadi bentuk pembiayaan hutang ini cocok jika MNC mengkhawatirkan risiko negara.

**Undang-Undang Pajak di Negara Tamu.** Perusahaan anak luar negeri dari sebuah perusahaan multinasional biasanya terkena *withholding tax* saat mereka memulangkan laba ke induk. Dengan menggunakan pembiayaan dari sumber lokal (bukan pembiayaan dari induk), jumlah yang akan dipulangkan secara periodik akan dikurangi oleh pembayaran- pembayaran bunga. Perusahaan anak luar negeri juga dapat memanfaatkan hutang lokal jika Pemerintah tamu mengenakan pajak korporasi yang tinggi atas laba, agar bisa mengambil keuntungan.

**Ikhtisar Karakteristik Negara.** Secara keseluruhan, perusahaan multinasional lebih cenderung menggunakan hutang ketika perusahaan anak luar negeri mereka berhadapan dengan (1) suku bunga lokal yang rendah, (2) valuta lokal yang (diperkirakan) akan melemah, (3) *country risk* yang tinggi, dan (4) tarif pajak yang tinggi. Karena karakteristik ini bervariasi antar negara, perusahaan anak dari sejumlah MNC akan diuntungkan dengan ungkitan keuangan yang tinggi, sementara perusahaan anak lain akan dirugikan.



## **Menciptakan Target Struktur Modal**

Sebuah perusahaan multinasional mungkin menyimpang dari struktur modal target di setiap negara tempat pembiayaan diperoleh tetapi tetap bisa meraih target struktur modal global. Contoh mengenai kondisi negara asing tertentu mengilustrasikan sebab-sebab munculnya penyimpangan dari target struktur modal dengan tetap berupaya meraih target struktur modal global. Komposisi dana dari semua negara belum tentu cocok dengan target struktur modal global. Strategi mengabaikan target struktur modal “lokal” demi meraih target struktur modal “global” adalah rasional sepanjang dapat diterima oleh kreditor dan investor luar negeri. Akan tetapi, jika kreditor-kreditor dan investor luar negeri memonitor struktur modal lokal, mereka mungkin meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari dana yang mereka sediakan kepada MNC. Di sini, para kreditor mungkin khawatir bahwa perusahaan anak di negara mereka masing-masing tidak mampu memenuhi kewajiban-kewajiban hutang mereka yang tinggi. Jika perusahaan induk berencana membantu perusahaan anak saat mengalami masalah keuangan, induk dapat menjamin pelunasan hutang kepada para kreditor di negara-negara asing, yang bisa mengurangi persepsi risiko dan menurunkan biaya dari hutang.

## **Kepemilikan Lokal dalam Perusahaan Anak**

Sejumlah perusahaan multinasional membolehkan perusahaan anak tertentu untuk menerbitkan saham kepada karyawan-karyawan mereka investor-investor lokal sebagai suatu cara untuk mendapatkan lebih banyak ekuitas. Jadi, anak perusahaan luar negeri dapat dikatakan “dimiliki secara parsial”, bukan “dimiliki secara penuh” oleh perusahaan induk multinasional. Strategi ini dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan multinasional. Di sisi lain, strategi ini mungkin dapat meningkatkan citra anak perusahaan di negara tamu, atau, jika manajemen-manajer lokal anak perusahaan dibolehkan untuk membeli saham anak perusahaan, motivasi mereka akan meningkat. Anak perusahaan yang dimiliki secara parsial oleh perusahaan induk dikawatirkan akan menciptakan konflik kepentingan, terutama jika para manajer merupakan wakil dari pemilik minoritas. Sejumlah Negara hanya memperbolehkan MNC untuk mendirikan perusahaan anak di sana. Jika MNC tersebut mau menjual saham-saham perusahaan anak kepada investor-investor atau manajer-manajer lokal. Dalam sejumlah kasus pemegang saham minoritas harus mendapatkan kepemilikan dalam jumlah tertentu. Jadi jika anak perusahaan ingin melakukan ekspansi, analisa penganggaran modal tertentu akan menjadi lebih rumit karena

setiap investasi ekuitas dari induk tidak akan sepenuhnya diterima jika investasi tersebut akan menyebabkan persentase kepemilikan minoritas menurun di bawah level minimum.

## **BAB XII**

### **ANALISIS RISIKO NEGARA**

#### **Overview**

Risiko negara merefleksikan dampak negatif dari lingkungan suatu negara atas arus kas perusahaan multinasional yang dimana harus mempertimbangkan pada saat akan melakukan perencanaan bisnis dalam suatu negara. Adapun tujuan dari bab ini sebagai berikut:

- a. Mengidentifikasi faktor-faktor umum yang digunakan oleh perusahaan multinasional untuk mengukur risiko politik.
- b. Mengidentifikasi faktor-faktor umum yang digunakan oleh perusahaan multinasional untuk mengukur risiko keuangan.
- c. Menjelaskan taktik yang digunakan oleh perusahaan multinasional untuk mengukur risiko negara.
- d. Menjelaskan bagaimana penilaian risiko negara digunakan oleh perusahaan multinasional pada saat membuat keputusan keuangan.

#### **I. PENTINGNYA RISIKO NEGARA**

##### **Alasan perusahaan multinasional menganalisis risiko negara :**

Pertama, risiko negara dapat digunakan perusahaan multinasional sebagai cara untuk menyaring dan menghindari negara-negara yang memiliki risiko berlebihan. Menurut Nigh bahwa kejadian yang mempertinggi risiko negara cenderung mengurangi minat investor AS melakukan investasi asing langsung dalam negara yang bersangkutan. Kedua, risiko negara dapat digunakan sebagai monitor bagi negara-negara yang menjadi tempat MNC melakukan bisnis disana dimana apabila risiko di negara tersebut meningkat maka MNC melakukan penjualan anak perusahaannya yang ada di negara tersebut. Ketiga, dapat menilai risiko-risiko yang akan terjadi apabila akan melakukan kolaborasi dengan negara asing.

Perusahaan multinasional yang berbasis AS dapat menghindari risiko dengan menghindari bisnis internasional. Namun jika sebuah perusahaan multinasional tidak mengejar peluang yang ada maka pesaing yang akan mendapatkannya, dan negara berkembang yang memiliki banyak potensi untuk pengembalian yang tinggi dan juga

memiliki risiko negara yang tinggi pula. Sehingga perusahaan multinasional dapat berupaya dengan mengelola trade-off risiko pengembalian dengan menilai dari risiko negara pada proyek-proyek yang dihadapi oleh negara tersebut.

## **II. MENINGKATKAN KESADARAN AKAN RISIKO NEGARA**

Pada tahun 1976, sebuah divisi dari Consolidated food inc. mencari negara untuk dijadikan tempat bagi fasilitas produk barunya dan tercetuslah negara El Salvador. Yang kemudian setelah dua tahun mengalami krisis dan menghadapi sekelompok pembangkang yang meminta untuk dinaikan gaji, setelah permintaan tersebut dijalankna tidak lama kemudian divisi dari perusahaan tersebut tutup. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa permasalahan internal dapat mempengaruhi sebuah perusahaan multinasional

Pada tahun 1980-an, krisis di iran, Afganistan, dan sejumlah negara amerika latin membuat perusahaan multinasional denhan mengevaluasi risiko negara secara seksama dengan tujuan untuk mengurangi *exposure* terhadap masalah yang ada dalam suatu negara dan MNC dapat menurunkan risiko negara yang akan terjadi dan dapat mengidentifikasi dinegara mana saja krisis akan terjadi. Dan dapat menghindari investasi langsung terhadap negara yang akan mengalami krisis.

## **III. ELEMEN-ELEMEN RISIKO POLITIK**

### **a. Sikap Konsumen di Negara Tamu**

Bentuk risiko politik yang ringan (eksportir) adalah kecenderungan penduduk suatu negara untuk mengkonsumsi produk dalam negeri yang sekalipun eksportir akan mendirikan anak perusahaan di negara asing ,filosofi ini akan menghambat keberhasilannya.

### **b. Sikap Pemerintah Tamu**

Berbagai tindakan dari pemerintah tamu dapat mempengaruhi arus kas sebuah perusahaan multinasional. Pemerintah tamu mengenakan standar-standar kontrol polusi dan pajak korporasi tambahan serta *withholding tax* dan restriksi-restriksi arus dana. Bahkan tidak biasa bagi pemerintah tamu membentuk restriksi perizinan, mengenakan pajak ekstra, atau menyediaka subsidi kepada perusahaan lain. Dan

semua itu sebagai bentuk karakteristik risiko politik yang dapat mempengaruhi perusahaan multinasional.

**c. Blokade Transfer Dana**

Anak-anak perusahaan MNC biasanya mengirim kas kepada perusahaan induk dalam rangka melunasi pinjaman, pembelian perlengkapan dan sebagai fee administrasi serta transaksi lainnya yang dimana pemerintah tamu memblokir transfer dana yang bisa memaksa anak-anak perusahaan untuk mengimplementasikan proyek-proyek yang tidak optimal. sebagai alternatif perusahaan multinasional mengalokasikan dananya pada investasi ke sekuritas-sekuritas yang ada pada negara tersebut selama pemblokiran berlangsung.

**d. Valuta yang Tidak Konvertibel**

Sejumlah pemerintah tidak memperbolehkan valuta lokal mereka dipertukarkan dengan valuta-valuta lainnya. Dan mengakibatkan anak perusahaan tidak bisa memulangkan ke perusahaan induk, serta apabila dikonversikan sebuah perusahaan multinasional harus menukar laba dengan produk agar dapat diambil manfaat dari laba tersebut.

**e. Perang**

Cenderung sejumlah negara berperang terus menerus atau perang dengan internal negara dapat mempengaruhi keselamatann dari karyawan yang disewakan oleh anak perusahaan atau oleh tenaga penjual yang sedang membangun pasar ekspor perusahaan multinasional.

**f. Birokrasi**

Birokrasi merupakan penghambat utamabagi perusahaan-perusahaan yang berencana mendirikan proyek di Eropa Timur pada awal 1990-an. Banyak pemerintah yang tidak berpengalaman dalam memfasilitasi investasi-investasi dari perusahaan-perusahaan multinasional dalam pasat mereka.

**IV. ELEMEN-ELEMEN RISIKO KEUANGAN**

Salah satu faktor keuangan yang paling penting adalah kondisi ekonomi berjalan dan kondisi ekonomi masa depan suatu negara. Perusahaan multinasional yang melakukan ekspor disuatu negara sangat berkepentingan dengan besarnya

permintaan untuk produk-produknya yang sangat dipengaruhi oleh kondisi suatu negara dan resesi dapat secara signifikan mengurangi permintaan produk atas ekspor MNC.

Kesulitan keuangan dalam suatu negara mungkin mendorong pemerintahnya untuk mengimplementasikan kebijakan-kebijakan yang akan membatasi penetrasi pasar MNC. Contohnya, Ford Motor Company dibolehkan pemerintah Spanyol untuk membangun fasilitas-fasilitas produksi disana hanya jika mau mematuhi provinsi-provinsi tertentu. Pembatasan dalam penjualan ford di passr lokal hanya sebesar 10% dari volume penjualan mobil tahun lalu. Caranya dengan memperbolehkan anak-anak perusahaan MNC untuk melakukan produksi disana tapi sebagian besar produksinya harus diekspor.

Aturan-aturan baru berubah setelah permainan dimulai dengan cara pemerintah tamu mengeluarkan restriksi tambahan setelah MNC mendirikan ank perusahaan. Karena kondisi perekonomian suatu negara tergantung pada beberapa faktor keuangan, sebuah perusahaan multinasional harus mempertimbangkan semua faktor. Yang paling penting adalah suku bunga, nilai tukar, dan inflasi. Suku bunga tinggi mengakibatkan memperlambat permintaan produk sedangkan suku bunga rendah meningkatkan permintaan produk MNC. Nilai tukar sangat berpengaruh terhadap volume ekspor sebuah negara. Inflasi dapat mempengaruhi daya beli konsumen.

Asumsi untuk setiap 1% penurunan negara X, akan terjadi peningkatan sebesar 2%. Tetapi MNC tidak tau berapa persen suku bunga akan berubah dimasa depan. Jika suku bunga diramalkan akan turun 3% maka produksi dengan demikian diperkirakan akan meningkat 6%. Namun, jika suku bungan meningkat secara aktual mungkin menurun. Faktor-faktor keuangan yang memberikan indikasi mengenai daya beli pemerintah juga penting diperhatikan apabila pelanggan utama dari MNC adalah pemerintah.

Pembahasan sejauh ini menekankan bahwa analisis risiko negara tidak hanya melibatkan estimasi mengenai seberapa besar probabilitas yang akan disita oleh pemerintah lokal serta penilaian atas semua faktor dan harus memutuskan cara menghadapinya.

## **V. TIPE-TIPE PENILAIAN RISIKO NEGARA**

Karena tidak ada consensus umum mengenai cara paling tepat untuk menilai resiko negara maka Langkah yang perlu kita sadari adalah perbedaan antara (1) penilaian risiko negara secara keseluruhan tanpa mempertimbangkan bisnis perusahaan multinasional atau disebut tipe penilaian makro, dan (2) penilaian risiko negara dalam hubungannya dengan bisnis perusahaan multinasional atau disebut tipe penilaian mikro.

### **A. Penilaian Risiko Negara Secara Makro**

Penilaian makro melibatkan penilaian atas semua variabel yang mempengaruhi risiko negara kecuali variabel-variabel yang unik bagi perusahaan atau industri tertentu.

Setiap model penilaian makro melihat karakteristik politik maupun keuangan dari negara yang dinilai. Factor politik meliputi hubungan antara pemerintah tamu dengan negara asal MNC, sikap penduduk, stabilitas, kerentanan terjadinya pergantian penguasa, dan probabilitas terjadinya perang.

Factor keuangan dalam penilaian makro adalah pertumbuhan GNP, tren inflasi, anggaran belanja pemerintah, suku bunga, pengangguran, ketergantungan negara tamu pada pendapatan dari ekspor, neraca perdagangan, dan control devisa.

Akan ada subyektivitas dalam penilaian makro dalam mengidentifikasi tiap faktor yang relevan bagi penilaian makro. Subyektivitas juga akan terlibat dalam menentukan hirarki pengaruh dari factor yang dilibatkan dalam penilaian makro.

### **B. Penilaian Risiko Negara secara Mikro**

Jika penilaian makro memberikan indikasi atas status negara secara menyeluruh, namun penilaian mikro diperlukan untuk menentukan bagaimana risiko negara terkait dengan MNC tertentu.

## **VI. TEKNIK-TEKNIK PENILAIAN RISIKO NEGARA**

Setelah perusahaan mengidentifikasi seluruh factor mikro dan factor makro yang perlu dipertimbangkan dalam penilaian risiko suatu negara, perusahaan

tersebut mungkin ingin mengimplementasikan system untuk mengevaluasi factor tersebut dan menentukan peringkat risiko suatu negara.

Berikut ini merupakan beberapa tehnik yang umum digunakan:

### ***1. Checklist Approach***

Meliputi penilaian dan penelaahan atas semua factor politik dan keuangan yang terlibat dalam penilaian risiko negara. Sejumlah factor dapat diukur dari data-data yang tersedia, sedangkan factor lainnya harus diukur secara subyektif.

### ***2. Teknik Delphi***

Melibatkan pengumpulan pendapatan-pendapatan independen mengenai risiko negara tanpa diskusi kelompok oleh penilai-penilai yang menyediakan pendapat tersebut.

### **3. Analisis Kuantitatif**

Setelah variabel keuangan dan politik diukur untuk suatu periode waktu, model analisis kuantitatif dapat digunakan untuk mengidentifikasi karakteristik yang mempengaruhi tingkat risiko negara. Misalnya; analisis regresi dapat digunakan untuk menilai risiko karena analisis ini dapat mengukur sensitivitas satu variabel terhadap variabel lain. Meskipun mode kuantitatif dapat mengukur dampak variabel lain terhadap variabel lain secara kuantitatif, namun model inistidak selalu dapat memberikan indikasi adanya masalah pada suatu Negara sebelum masalah tersebut terjadi (terutama sebelum keputusan perusahaan untuk melaksanakan proyek di Negara tersebut). Model ini juga tidak dapat mengevaluasi data subjektif yang tidak selalu dapat dinyatakan secara kuantitatif. Selain itu tren historis dari berbagai karakteristik Negar tidak selalu bermanfaat untuk mengantisipasi krisis yang akan datang.

### **4. Kunjungan Inspeksi**

Melibatkan perjalanan ke sebuah negara dan bertemu dengan pejabat pemerintah, eksekutif perusahaan, dan wakil konsumen dari negara tersebut. Kunjungan seperti ini membantu mengklarifikasi pandangan-pandangan MNC terhadap negara tersebut yang tadinya kurang jelas.



## 5. Teknik Gabungan

Dengan mengimplementasikan lebih dari satu teknik yang telah disampaikan adalah cara yang paling tepat dilakukan. Karena tiap teknik memiliki keunggulan dan kelemahan masing-masing. Sebagai contoh, kunjungan inspeksi mungkin menyediakan informasi yang berguna, tetapi informasi tersebut dengan sendirinya belum mencerminkan analisis risiko negara secara komprehensif. Evaluasi individual atas risiko negara dapat dihasilkan oleh tiap Teknik, dan jika muncul perbedaan yang signifikan, analisis lanjutan dapat dilakukan.

## VII. MEMBANDINGKAN RATING RISIKO ANTAR NEGARA

Sebuah perusahaan multinasional dapat mengevaluasi risiko Negara untuk beberapa negara, barangkali untuk menentukan lokasi pendirian anak perusahaan salah satu pendekatan yang bisa digunakan untuk membandingkan rating-rating politik dan keuangan antar Negara, yang direkomendasikan oleh sejumlah manajer risiko luar negeri (*foreign Investmen Risk Matriks FIRM*). Matriks ini menampilkan risiko keuangan (atau ekonomi ) kedalam interval “yang dapat diterima” hingga interval “yang tidak dapat diterima “. Matriks tersebut juga menampilkan risiko politik dari interval “stabil” hingga “tidak stabil”. Salah satu contoh matriks ini ditunjukkan dalam Gambar 19.1. Tiap negara dapat diletakan kedalam Firm menurut *rating politik* dan keuangannya .

Sejumlah negara, seperti negara A pada gambar 19.1, dimasukan kedalam zona “dapat diterima” karena memiliki risiko politik dan keuangan yang rendah. Negara – negara lain seperti Negara B memiliki risiko keuangan yang rendah. Tetapi memiliki risiko politik yang tinggi. Bagi Negara C, yang terjadi adalah sebaliknya. Negara D memiliki rating risiko politik dan risiko keuangan yang keduanya tinggi. Sebuah perusahaan yang menggunakan matriks ini harus menentukan zona “zona dapat diterima” dan zona tidak ‘dapat diterima”. Berbasis zona-zona yang ditampilkan dalam Gambar 19.1, Negara A dapat diterima sebagi lokasi proyek, sementara Negara B dan negara D tidak dapat diterima. Negara C berada dalam apa yang disebut sebagi “zona tidak jelas”, yang menyisaratkan bahwa MNC perlu melakukan evaluasi lanjutan antas negara-negara tersebut.



Mengkuantifir Risiko Negara : Contoh

Untuk menghitung rating risiko negara secara menyeluruh, kita harus terlebih dahulu menghitung rating terpisah untuk risiko politik dan risiko keuangan seperti yang dibahas sebelumnya dalam bab ini, baik risiko politik maupun risiko keuangan tergantung pada berbagai faktor. Pertama, faktor – faktor publik dapat diberikan nilai yang ditentukan berbasis kisaran tertentu (seperti nilai dari 1 hingga 5, dimana 5 merupakan nilai terbaik / risiko terendah. Berikutnya, faktor-faktor politik ini diberikan timbangan yang mencerminkan *degree of importance* ) yang secara total harus berjumlah 100%

### VIII. Penerapan Analisis Risiko Negara

Ada sejumlah kasus di mana penilaian risiko negara memungkinkan perusahaan-perusahaan multinasional untuk menghindari perluasan bisnis atau bahkan mengurangi tingkat keterlibatan dalam negara-negara yang berpotensi mengalami krisis politik. Sebagai contoh, 4 bulan sebelum jatuhnya dinasti Shah di Iran, seorang analis risiko negara pada Gulf Oil telah mendeteksi meningkatnya tekanan politik di dalam Iran. Konsekuensinya, Gulf Oil kemudian membuat rencana untuk mengatasi kemungkinan hilangnya bisnis minyak di Iran, yang pada Saat itu berjumlah 10% dari pasokan minyak mentahnya. Walaupun mencurahkan sumber daya untuk menilai risiko negara bisa bermanfaat, seni peramalan krisis politik dan keuangan (risiko negara) masih jauh dari sempurna.

Untuk melakukan analisis risiko negara, sebagai contoh, krisis Iran, krisis keuangan di Polandia, dan memburuknya perekonomian sejumlah negara Amerika latin tidak terdeteksi dengan baik jauh-jauh hari. Dapat dimengerti bahwa sistem-

sistem peramalan risiko negara rentan terhadap kesalahan. Pertimbangkan prosedur yang telah dielaskan sebelumnya dalam bab ini, di mana tiap karakteristik negara individual diberikan *rating* oleh penilai. Nilai yang diberikan tersebut bersifat arbitrer. Selain itu, pemberian timbangan untuk mencerminkan *degree Of importance* dari tiap karakteristik juga bersifat agak arbitrer. Jadi, walaupun *rating* risiko negara yang dihasilkan bisa Bermanfaat, *rating* tersebut tidak selalu mendeteksi krisis-krisis yang bakal terjadi dengan baik.

Ketidakmampuan perusahaan multinasional untuk meramalkan munculnya krisis mungkin juga disebabkan oleh ketergantungan yang terlalu tinggi pada statistik, selain itu tren-tren historis dari berbagai karakteristik negara tidak selalu dapat dimanfaatkan untuk meramalkan krisis di masa depan, dan peringatan-peringatan yang dikeluarkan oleh analisis-analisis risiko negara kadang-kadang diabaikan begitu saja oleh manajemen puncak perusahaan multinasional.

#### **IX. Analisis Risiko Negara bagi Negara-negara Blok Timur**

Dalam beberapa tahun terakhir. Hongaria secara umum mendapat *rating* risiko negara yang relatif tinggi karena angkatan kerjanya lebih terdidik, kemudahan dalam memulangkan laba, dan upaya pemerintahnya untuk mendorong investasi asing langsung. Polandia, Rumania, dan negara-negara bekas Cekoslovakia dan Yugoslavia mendapat *rating* yang rendah karena krisis politik internal, defisit anggaran yang besar, kondisi ekonomi yang buruk, birokrasi pemerintah yang parah, dan kurangnya usaha untuk menarik investasi asing langsung. Hal tersebut mempengaruhi *rating* risiko negara-negara Blok Timur. Beberapa di antaranya adalah ketersediaan hotel, ruang kantor, jalur telepon, dan transportasi publik.

#### **X. Risiko Negara Pasca Krisis Teluk Persia**

Banyak perusahaan multinasional terpaksa memperbaharui *rating-rating* risiko negara mereka. Terorisme menjadi fokus utama. Berbagai metode digunakan oleh perusahaan-perusahaan multinasional untuk berlindung dari terorisme. Perjalanan antar-negara oleh para eksekutif dikurangi, digantikan dengan percakapan telepon jarak jauh. Sejumlah perusahaan multinasional yang memiliki anak perusahaan di

Arab Saudi menutup operasi untuk sementara, dan memulangkan karyawan-karyawan mereka ke negara asal. Sejumlah proyek yang rencananya akan diimplementasikan di negara-negara yang rentan terhadap serangan teroris ditunda. Bahkan proyek-proyek yang tampak layak dari perspektif keuangan ditunda menyusul tidak adanya jaminan keselamatan bagi karyawan-karyawan mereka.

Di samping ancaman terorisme, krisis Teluk juga mempengaruhi arus kas perusahaan multinasional. Dampak dari krisis tersebut adalah berkurangnya perjalanan dan naiknya harga minyak. Penurunan tingkat perjalanan merugikan maskapai penerbangan, hotel, restoran, tas/bagasi, perusahaan-perusahaan yang berhubungan dengan fotografi (seperti Eastman Kodak Company) dan maskapai-maskapai pelayaran.

## **XI. KEMUNGKINAN PENYITAAN OLEH PEMERINTAH TAMU**

Disamping manfaat-manfaatnya, investasi asing langsung (DFI) dihadapkan pada risiko negara yang bisa menghilangkan manfaat-manfaat tersebut. Risiko negara yang paling berbahaya adalah penyitaan aset oleh pemerintah tamu. Tipe pengambilalihan ini bisa sangat merugikan, terutama jika perusahaan multinasional tidak memiliki kekuatan untuk bernegosiasi dengan pemerintah tamu.

### **a. Mengurangi Exposure terhadap Penyitaan**

Strategi untuk mengurangi exposure terhadap pengambilalihan oleh pemerintah tamu adalah:

- Pemakaian Horizon Jangka Pendek

Teknik ini berfokus pada upaya untuk mendapatkan kembali investasi awal secepatnya, sehingga jika terjadi pengambilalihan, kerugian bisa diminimisir. Sebuah perusahaan multinasional juga dapat menghindari pergantian peralatan dan mesin pada anak perusahaan. Dan MNC bisa mengurangi investasinya di luar negeri dengan menjual aset kepada investor lokal atau pemerintah setahap demi setahap dari waktu ke waktu.

- Mengandalkan Bahan Baku dan Teknologi yang Unik

Jika anak perusahaan dapat mendatangkan bahan baku dari kantor pusatnya (atau dari anak perusahaan lain) yang tidak bisa diduplikasi oleh pihak lokal, pemerintah

tamu tidak akan mampu mengambil alih dan mengoperasikan anak perusahaan tanpa bahan baku yang diperlukan. Begitu juga, pasokan bahan baku bisa dihentikan oleh perusahaan induk jika anak perusahaan diperlakukan tidak adil. Anak perusahaan dapat menyembunyikan teknologi dalam proses produksinya, kemungkinan penyitaan oleh pemerintah tamu akan berkurang. Pengambilalihan hanya akan terjadi jika perusahaan multinasional mau menyediakan teknologi, dan hal tersebut hanya akan dilakukan jika pengambilalihan terjadi secara normal. Yaitu, pemerintah tamu menyediakan kompensasi yang memadai kepada perusahaan multinasional

- Pemakaian Pekerja Lokal

Jika pekerja-pekerja lokal dari anak perusahaan dipengaruhi oleh tindakan pengambilalihan pemerintah tamu, mereka bisa menekan pemerintah mereka untuk membatalkan tindakan tersebut. Akan tetapi, pemerintah tamu mungkin berjanji mempertahankan pekerjaan mereka setelah menyita anak perusahaan. Jadi strategi ini memiliki efektivitas yang terbatas dalam mengurangi atau mencegah pengambilalihan Oleh pemerintah tamu.

- Meminjam Dana Lokal

Jika anak perusahaan meminjam dana lokal, bank-bank lokal tentu mengkhawatirkan kinerja anak perusahaan di masa depan. Jika untuk alasan apapun pengambilalihan akan mengurangi kemampuan anak perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban hutangnya, bank-bank lokal bisa menekan pemerintah mereka untuk tidak melakukan pengambilalihan. Tetapi, pemerintah tamu mungkin saja menjamin pembayaran kepada bank-bank tersebut setelah melakukan penyitaan, sehingga strategi ini memiliki efektivitas yang terbatas. Meskipun begitu, situasi semacam itu dapat menguntungkan perusahaan multinasional. Yaitu, walaupun perusahaan multinasional kehilangan anak perusahaan, hutang-hutangnya kepada bank-bank lokal tidak harus dibayarkan

- Membeli Asuransi

Asuransi dapat dibeli untuk berlindung dari risiko pengambilalihan. Sebagai contoh, pemerintah AS menyediakan asuransi melalui Overseas Private Investment Corporation (OPIC). Premium asuransi yang dibayar oleh sebuah perusahaan

tergantung pada besarnya perlindungan asuransi dan risiko yang terkait. Tetapi, polis asuransi biasanya hanya melindungi sebagian perusahaan terhadap risiko negara.

Banyak negara perusahaan multinasional menyediakan program penjaminan (garansi) investasi yang menawarkan asuransi terhadap risiko pengambilalihan, perang, atau blockade devisa. Sejumlah program garansi memiliki periode penungguan 1 tahun atau lebih. sebelum kompensasi dibayarkan atas kerugian yang ntuncul akibat pengambilalihan. Di samping itu, sejumlah polis asuransi tidak melindungi perusahaan dari semua bentuk pengambilalihan. Selain itu, agar berhak mendapatkan asuransi semacam itu, anak perusahaan mungkin diminta oleh negara asal untuk berkonsentrasi pada ekspor pada peniualan lokal, Sekalipun anak perusahaan berhak mendapatkan perlindungan asuransi, biaya yang harus dibayarkan mungkin tidak sepadan dengan manfaatnya. Setiap asuransi biasanya hanya melindungi sebagian aset yang dimiliki perusahaan dan mungkin menentukan lama waktu perlindungan maksimum, seperti 15 atau 20 tahun. Sebuah anak perusahaan harus menimbang manfaat dari asuransi ini dengan biaya yang harus dibayarkan (premium asuransi) dan potensi kerugian di luar kerugian yang dilindungi oleh asuransi. Asuransi bisa berguna, tetapi dengan sendirinya mencegah kerugian yang bisa muncul akibat pengambilalihan.

Pada tahun 1993, Rusia membentuk sebuah badan asuransi untuk melindungi perusahaan-perusahaan multinasional dari berbagai bentuk risiko negara. Tindakan ini diambil untuk mendorong lebih banyak investasi asing langsung Rusia.

Bank Dunia baru-baru ini mendirikan sebuah badan afiliasi yang dinamakan Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) untuk menyediakan asuransi politik kepada perusahaan-perusahaan multinasional yang terlibat dalam investasi asing langsung di negara-negara berkembang. MIGA menawarkan asuransi terhadap penyitaan aset, pelanggaran kontrak, daya konversi valuta yang lemah, perang, dan kerusuhan sipil.

Sebuah survei dilakukan oleh Mascaranhas dan Atherton baru-baru ini menyediakan penemuan yang menarik tentang bagaimana para eksekutif memandang teknik-teknik penilaian risiko politik yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan multinasional mereka. Secara umum para eksekutif percaya bahwa sistem sistem

penilaian risiko politik perusahaan mereka tidak dimanfaatkan sepenuhnya. Beberapa kritik penting dari mereka ditampilkan di bawah ini.

1. *Keterlambatan dalam penyiapan laporan.*

Manajer-manajer perusahaan multinasional kadang-kadang harus membuat keputusan cepat menyangkut proyek-proyek luar negeri, tetapi penilaian telah kadaluarsa pada saat penilaian secara menyeluruh

2. *Penilaian bersifat reaktif tidak proaktif.*

Banyak penilaian risiko politik dilakukan sebagai reaksi terhadap suatu usulan terhadap suatu usulan proyek di luar negeri. Hal ini menyebabkan bertambahnya keterlambatan dalam penyiapan laporan

3. *Keterbatasan data.*

Sejumlah data yang berhubungan dengan variable-variabel politik sulit di kuantifisir. Selain itu, penilaian risiko politik meminta informasi-informasi dari orang-orang yang bertempat tinggal di negara yang ingin dinilai. Seringkali, informasi-informasi yang relevan sulit diperoleh dari orang-orang ini

4. *Distorsi informasi*

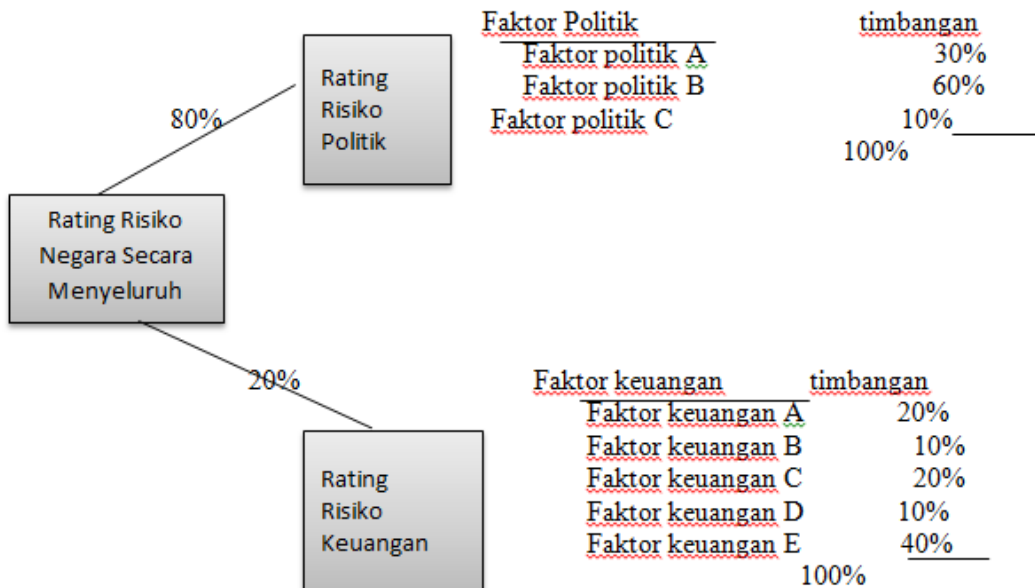
Dari pemrosesan data kasar menyangkut variable-variabel politik hingga rating risiko politik dihasilkan, data-data bisa mengalami distorsi. Hal ini mungkin terjadi karena sejumlah variabel mendapat perhatian yang lebih (atau kurang ) dan seharusnya, atau karena manajer mungkin ingin mengolah data sedemikian rupa sehingga mendukung pendapat yang telah mereka bentuk sebelumnya

Nilai dari semua faktor dikalikan timbangannya masing-masing kemudian dapat dijumlahkan untuk mendapatkan rating risiko politik. Proses yang baru dijelaskan untuk menghitung risiko politik kemudian dapat di aplikasikan untuk menghitung rating risiko keuangan yaitu untuk setiap faktor keuangan dapat diberikan nilai yaitu, untuk setiap faktor keuangan dapat diberikan nilai tertentu (dari 1 hingga 5), di mana 5 merupakan nilai terbaik /risiko terendah). Nilai dari semua faktor dikalikan dengan timbangannya rating risiko keuangan.

Setelah rating risiko politik dan keuangan diperoleh, risiko negara secara menyeluruh untuk sebuah negara, dalam hubungannya dengan proyek yang ingin di implementasikan, dapat ditentukan dengan memberikan timbangan atas rating risiko

politik dan risiko keuangan menurut *degree of importance* dari kedua risiko. Sebagai contoh, jika risiko politik dipandang lebih berpengaruh pada suatu proyek tertentu daripada risiko keuangan, maka risiko politik harus mendapat timbangan yang lebih tinggi daripada risiko keuangan (tetapi kedua timbangan harus berjumlah 100%.) jumlah dari rating risiko keuangan dan risiko politik dikalikan timbangannya masing-masing inilah yang merupakan rating risiko negara bagi sebuah negara yang berhubungan dengan proyek yang ingin diimplementasikan

Sebagai contoh, gambar 19.2 mengilustrasikan penilaian risiko negara oleh Cougar Company menyangkut sebuah negara hipotesis, Sundland Perusahaan berencana mendirikan fasilitas produksi baja disana. Dari gambar 19.2 ada 3 faktor politik dan 5 faktor keuangan yang mempengaruhi rating risiko negara secara total dalam contoh ini. Dalam situasi nyata, masih banyak faktor lain yang harus dimasukkan. Faktor risiko politik A anggaplah mencerminkan tingkat ketegangan politik di Sundland, faktor politik B mencerminkan tingkat ketegangan politik antara Sundland dengan negara-negara tetangganya, dan begitu seterusnya. Faktor risiko keuangan A katakanlah mencerminkan potensi pertumbuhan ekonomi Sundland dan begitu seterusnya.





Jumlah faktor relevan yang mempengaruhi risiko politik dan risiko keuangan akan bervariasi menurut negara yang dinilai tipe bisnis korporasi yang ingin dijalankan di suatu negara. Pemberian nilai untuk semua faktor beserta timbagannya masing-masing juga akan bervariasi menurut negara yang dinilai tipe bisnis yang diinginkan.

Untuk menyelesaikan perhitungan risiko negara bagi Sundland dalam hubungannya dengan fasilitas produksi baja yang ingin didirikan Cougar di sana, asumsikan bahwa Cougar telah menentukan nilai dan nilai timbangan bagi faktor-faktor yang terdapat dalam Gambar 19.3. Dalam contoh ini, Cougar secara umum memberikan nilai yang lebih tinggi bagi faktor-faktor keuangan dibandingkan faktor-faktor politik. Kondisi keuangan Sundland dengan demikian dinilai lebih baik daripada kondisi politik. Faktor risiko politik B dipandang sangat penting, dan diberikan timbangan 60%, sementara faktor risiko politik A dan B mendapat timbangan masing-masing 30% dan 10% faktor risiko keuangan E dipandang sangat penting, dan mendapat 40% sementara faktor A dan faktor C mendapat timbangan 20% dan faktor b dan d mendapat timbangan 10%

Rating risiko politik ditentukan dengan menambahkan hasil-hasil perkalian dari nilai yang diberikan untuk tiap faktor risiko politik (kolom 2) dengan timbangannya masing-masing (kolom 3) totalnya adalah 2,7

(1)	(2)	(3)	(4)=(2)x(3)
<u>Faktor risiko</u>	rating yang Diberikan perusahaan 1 hingga 5	timbangan yang diberikan perusahaan (menurut kadar kepentingannya)	nilai tertimbang faktor
Factor politik A	4	30%	1.2
Factor Politik B	2	60%	1.2
Factor politik C risiko	3	10%	0.3
		100%	2.7 = Politik
Faktor risiko A	5	20%	1.0
Faktor risiko B	4	10%	0.4
Faktor risiko C	4	20%	0.8
Faktor risiko D	5	10%	0.5
Faktor risiko E	3	40%	1.2
		100%	3.9 = keuangan
(1)	(2)	(3)	(4)
(2) x (3)			
		Timbangan yang diberikan Perusahaan Untuk tiap kategori risiko	risiko
Kategori	Rating		
rating rata-rata			
Risiko politik	2.7	80 %	2.16 rating
Risiko keuangan	3.9	20%	0.78 risiko scr
		100%	2.94 menyeluruh

Kelihatannya rendah berbasis nilai-nilai yang diberikan untuk tiap faktor individual. Faktor politik B diberikan nilai rendah, tetapi mendapat timbangan 60% yang menjelaskan mengapa rating risiko politik relatif rendah.

Hasil perhitungan risiko keuangan adalah 3.9 yang sekali lagi menjelaskan bahwa kondisi-kondisi ekonomi di Sundland lebih baik dari kondisi kondisi politiknya. Setelah rating risiko keuangan ditentukan, risiko negara secara keseluruhan dapat dihitung (seperti yang ditunjukkan pada Gambar 19.3) dengan memberikan timbangan bagi risiko politik maupun risiko keuangan. Kolom 3 pada bagian bawah Gambar 19.3 menyiratkan bahwa Cougar Company memandang risiko politik (dengan timbangan 80%) jauh lebih penting daripada risiko keuangan (dengan timbangan 20%) di Sauland dalam hubungannya dengan proyek yang ingin di implementasikan Cougar. Risiko Negara secara keseluruhan 2.94, tampak rendah. Hal ini diakibatkan tingginya timbangan yang diberikan untuk risiko politik, yang dalam contoh ini dianggap sangat penting, dari perspektif Cougar. Layaknya Cougar Company mendirikan Fasilitas produksi baja di negara yang memiliki rating risiko Negara 2.94 (berbasis skala 1 hingga 50)? Jawabannya tergantung pada tingkat toleransi perusahaan terhadap risiko seperti yang akan dibahas dalam seksi selanjutnya.

Sebelum melangkah lebih jauh, perlu kami tekankan bahwa penilai penilai risiko Negara memiliki prosedur-prosedur individual mereka sendiri dalam mengkuantifisir risiko Negara. Prosedur yang baru dijelaskan disini hanya salah satunya. Meskipun begitu, sebagian besar prosedur tidak jauh berbeda, karena semuanya memberikan nilai timbangan kepada semua karakteristik individual yang relevan bagi risiko negara.

## **BAB XIII**

### **PERBANKAN INTERNASIONAL**

#### **Overview**

Bank-bank komersial memainkan peran vital dalam memfasilitasi transaksi-transaksi internasional. Mereka membantu membiayai perdagangan internasional dan operasi-operasi lain. Mereka memiliki persediaan beragam valuta sehingga korporasi-korporasi bisa mendapatkan valuta yang diperlukan untuk membeli barang-barang luar negeri atau berinvestasi dalam sekuritas-sekuritas luar negeri. Selain itu, bank-bank komersial juga menawarkan kontrak-kontrak forward bagi korporasi-korporasi yang ingin mengunci nilai pembelian atau penjualan valuta di masa depan.

#### **Latar Belakang**

Fungsi utama Perbankan internasional adalah memfasilitasi bisnis internasional dari perusahaan-perusahaan multinasional (MNC). Banyak bank komersial terlibat dalam perbankan internasional dengan mendirikan:

##### **1. Cabang**

Sebuah cabang dapat menyediakan hampir semua jasa yang bisa disediakan oleh kantor pusat (perusahaan induk), sepanjang tidak dilarang oleh regulasi-regulasi negara tamu. Karena hubungannya dengan perusahaan induk, bank cabang juga harus mematuhi peraturan (regulasi) dari negara asal perusahaan induk. Cabang-cabang disukai oleh perusahaan anak MNC yang mungkin membutuhkan bank koresponden lokal. Karena keberadaan cabang, semua perusahaan anak dari sebuah MNC yang tersebar di seluruh dunia dapat berurusan dengan satu atau beberapa bank saja.

##### **2. Korporasi Edge Act**

Edge dimanfaatkan untuk mendirikan kantor bank internasional di 12 luar negara asal. Korporasi yang menangani transaksi internasional, dapat mendirikan kantor bank internasional di luar negara asal dan membantu korporasi lainnya yang terlibat dalam perdagangan internasional. Edge diawasi oleh Federal Reserve System AS.

### 3. Fasilitas Perbankan Indonesia

International Banking Facility (IBF) merupakan salah satu inovasi yang populer dalam industri perbankan internasional dewasa ini.

IBF dibolehkan untuk menerima deposito atau menyediakan kredit kepada warga non-AS. Karena tidak terkena regulasi-regulasi normal pemerintah AS, IBF bebas dari regulasi-regulasi yang berkenaan dengan cadangan wajib dan plafon suku bunga. IBF terkena sejumlah restriksi. Pertama, dana yang dipinjam oleh IBF dari bank induknya, sama seperti dana yang dipinjam dari cabang luar negeri, terkena regulasi cadangan wajib. Kedua, transaksi-transaksi antara IBF dengan nasabah normalnya harus bernilai \$100.000 atau lebih. Terakhir, IBF tidak dibolehkan untuk mengasuransikan sertifikat deposito (CD). Dana yang diperoleh IBF sebagian besar berasal dari bank-bank luar negeri, badan-badan pemerintahan asing, dan IBF yang lain.

#### **Pendorong Keterlibatan dalam Perbankan Internasional**

Bank-bank besar umumnya mendapat tingkat pengembalian yang lebih tinggi di luar negeri, karena peminjam-peminjam luar negeri mau membayar bunga lebih tinggi untuk memperoleh dana. Selain itu, pemberian kredit kepada berbagai nasabah luar negeri merupakan metode yang efektif bagi bank bank untuk mendiversifikasi kredit mereka. Tetapi, jika semua perusahaan yang meminjam dari sebuah bank berasal dari negara yang sama, mereka semua bisa dipengaruhi secara sistematis oleh kejadian-kejadian yang terjadi di dalam negara tersebut (seperti resesi dan sebagainya). Di luar argument diversifikasi, ada banyak motif lain yang mendorong bank-bank terjun ke dalam pasar global. Pasar-pasar perbankan luar negeri mungkin gampang dimasuki, regulasi-regulasinya mungkin lebih longgar. Skala ekonomis (penurunan biaya rata-rata per unit seiring dengan meningkatnya volume output) juga bisa muncul dari ekspansi internasional. Terakhir, perusahaan anak dari MNC yang berlokasi di negara-negara asing mungkin lebih suka meminta pelayanan dari bank yang sama dengan bank yang digunakan perusahaan induk di negara asal. Jadi, pendirian cabang di luar negeri bisa memperkuat hubungan yang sebelumnya terjalin dengan MNC induk.

## **Dampak Reformasi Eropa Timur**

Tumbangnya Tembok Berlin pada bulan November 1989, menyebabkan swastanisasi yang terjadi disana meminta pembiayaan. Sejumlah cara yang dipakai bank-bank untuk memfasilitasi swastanisasi adalah:

1. menyediakan kredit langsung kepada perusahaan-perusahaan.
2. bertindak sebagai underwriter bagi obligasi dan saham yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan.
3. menyediakan letter of credit.
4. menyediakan jasa konsultasi menyangkut perdagangan internasional, merger, dan aktivitas-aktivitas yang korporasi yang lain. Sejumlah bank AS telah melakukan bisnis di negara-negara bekas Blok Timur. Sebagai contoh, Chase Manhattan Bank dan Bank America melakukan bisnis di Moskow.

## **Dampak Dari NAFTA**

Banyak anak AS akhir-akhir ini melakukan ekspansi ke Meksiko sebagai reaksi terhadap ditandatanganinya North American Free Trade Agreement (NAFTA). Bank-bank AS ini bisa menyediakan berbagai jasa korporasi kepada perusahaan-perusahaan multinasional yang beroperasi di Meksiko, seperti kredit, jasa konversi valuta, dan banker's acceptance. Mereka juga dapat memfasilitasi swastanisasi perusahaan-perusahaan Meksiko yang sebelumnya dimiliki pemerintah. Bank-bank ini juga siap melakukan ekspansi ke seluruh Amerika Latin jika NAFTA nantinya diperluas sehingga mencakup Chile dan negara-negara Amerika Latin yang lain.

## **Migrasi Bank-Bank Non-AS ke AS**

Menyusul ekspansi perusahaan-perusahaan non-AS ke AS, bank-bank non-AS juga ikut melakukan migrasi. Jasa-jasa yang disediakan oleh bank-bank non-AS di AS lebih berorientasi non-ritel. Yaitu, mereka berfokus pada deposito dan kredit-kredit berdenominasi besar, bukan transaksi-transaksi ritel yang bernilai kecil. Bank-bank non-AS ini kebanyakan berlokasi di area-area yang sama dengan lokasi perusahaan-perusahaan multinasional, seperti New York, Los Angeles, San Fransisco, dan Chicago. Peranan utama mereka adalah melayani perusahaan anak multinasional yang induknya berlokasi di negara asal mereka, walaupun mereka juga berupaya melayani perusahaan-perusahaan multinasional AS.

## **Pasar Euro Currency**

Pasar euro currency berfungsi sebagai pusat perbankan internasional, tempat dimana pihak-pihak penyedia pinjaman dan pihak-pihak pencari dana bertemu. Perantara-perantara keuangan dalam pasar ini, yang biasa disebut dengan euro bank, kebanyakan berlokasi di Eropa, dan banyak bank AS memiliki cabang di Eropa yang berfungsi sebagai euro bank. Kewajiban-kewajiban euro bank umumnya berbentuk deposito berjangka berdenominasi tinggi dan dalam berbagai valuta. Aset mereka terdiri dari kredit jangka pendek dan jangka menengah yang jatuh tempo pada korporasi-korporasi dan badan-badan pemerintah.

## **Perkembangan Pasar Eurocurrency**

Pertumbuhan bisnis multinasional mendorong bank-bank untuk mendirikan cabang-cabang di lokasi yang sama dengan lokasi perusahaan anak multinasional. Bank-bank yang sebelumnya telah memiliki hubungan dengan perusahaan induk multinasional juga ingin membangun hubungan dengan perusahaan anak mereka.

Karena dollar AS merupakan valuta utama yang digunakan untuk mendenominasi transaksi-transaksi internasional, dollar AS diminta di seluruh dunia, terutama di Eropa, tempat dimana perdagangan internasional sangat populer. Bank-bank di Eropa menerima deposito dollar dari korporasi-korporasi yang mengalami kelebihan kas, karena kemudian bisa mereka pinjamkan kepada korporasi-korporasi yang membutuhkan dollar untuk membayar impor. Tingginya pemakaian apa yang dinamakan dengan Euro-dollar telah membantu meningkatkan pertumbuhan pasar Eurocurrency.

Pada tahun 1960-an dana-dana yang ditransfer dari suatu negara ke negara lain tidak hanya ditunjukkan untuk membayar impor, tetapi juga untuk membeli sekuritas-sekuritas di luar negeri. Tetapi Interest Equalization Tax (IET) yang dikenakan kepada investor-investor AS sejak tahun 1963 telah menurunkan investasi di luar negeri. Disamping itu, perusahaan-perusahaan multinasional AS diminta oleh pemerintahan AS untuk mencari dana pembiayaan proyek-proyek luar negeri dari sumber-sumber luar negeri. Volume kredit internasional oleh bank-bank AS juga dibatasi.

Selama awal 1970-an, pemerintahan global akan minyak meningkat dalam rangka memenuhi meningkatnya produksi barang dan jasa global. Untuk membeli minyak dari Organization Of Petroleum Exporting Countries (OPEC), negara-negara pengimpor minyak

harus meminjam lebih banyak dana. Di sisi lain, negara-negara anggota OPEC memiliki banyak dana untuk diinvestasikan. Kedua faktor ini yang mendorong pertumbuhan pasar Eurocurrency.

### **Suku Bunga kredit dan Suku Bunga Deposito yang Atraktif**

Di luar semua perkembangan yang telah dijelaskan, popularitas pasar Eurocurrency juga terkait dengan suku bunga deposito dan suku bunga kredit yang menarik yang ditawarkan oleh Eurobank-Eurobank. Suku bunga yang menarik ini terkait erat dengan 4 karakteristik yang membedakan Euro bank dengan bank-bank komersial yang lain:

1. Deposito valuta asing yang didepositokan pada Euro bank tidak terkena restriksi-restriksi casangan, yang memungkinkan Euro bank untuk menurunkan spread antara suku bunga deposito rata-rata dengan suku bunga kredit rata-rata.
2. Suku bunga deposito tidak terkena restriksi plafon suku bunga seperti yang terjadi di AS.
3. Transaksi-transaksi biasanya bersifat wholesale, bukan ritel sehingga tiap transaksi mewakili jumlah dana besar.
4. Deposito Euro bank tidak diasuransikan oleh badan-badan pemerintah dan dengan ini sekali lagi memungkinkan Euro bank untuk menawarkan suku bunga deposito dan kredit yang lebih kompetitif.

### **Risiko-risiko yang Dihadapi Depositor**

Walaupun biasanya menawarkan suku bunga yang menarik, deposito Eurocurrency juga mengandung sejumlah risiko. Yaitu:

1. Ada kemungkinan bahwa karena krisis politik, deposito Eurocurrency dalam bank disita oleh pemerintah asing. Kejadian semacam ini tidak mungkin dialami investor-investor yang menanamkan uang mereka dalam bank-bank dalam negeri .
2. Deposito Eurocurrency biasanya tidak diasuransikan. Jadi, jika sebuah Euro bank bangkrut, maka depositor mungkin tidak bisa mendapatkan kembali uang nya.
3. Seorang depositor AS akan lebih sulit menilai kesehatan keuangan dari sebuah Euro bank dari pada kesehatan keuangan bank dalam negeri karena ketatnya kewajiban-kewajiban pengungkapan di AS. Risiko-risiko ini lah yang mengurangi minat investor untuk menanamkan uang dalam deposito Eurocurrency.

## **Kredit Sindikasi Eurocurrency**

Walaupun pasar Eurocurrency berfokus pada transaksi-transaksi bernilai besar, kadangkala kadang sebuah Euro bank tidak mau menyediakan semua dana yang dibutuhkan oleh sebuah korporasi atau badan pemerintah. Dalam kasus ini mereka membentuk suatu sindikasi. Tiap Euro bank dalam sindikasi berpartisipasi dalam penyediaan kredit. Lead bank bertanggung jawab menegosiasikan ketentuan-ketentuan kredit dengan debitur. Kemudian lead bank mengkoordinasikan sekelompok bank untuk mengeluarkan kredit. Sindikasi semacam ini biasanya dibentuk sekitar 6 minggu, atau kurang jika calon debitur cukup dikenal, karena evaluasi kredit dapat dilakukan lebih mudah.

Debitur yang menerima kredit sindikasi menanggung berbagai macam fee selain bunga kredit. Front-end management fee yang dibayarkan mencerminkan biaya pengkoordinasian sindikat perbankan dan penerbitan kredit. Selain itu, commitment fee sekitar 0.25% atau 0.50% dikenakan setiap tahun atas porsi kredit yang belum digunakan.

Kredit sindikasi dapat didenominasi dalam berbagai valuta. Suku bunganya tergantung pada valuta yang mendominasi kredit, jangka waktu jatuh tempo dari kredit, dan rating keuangan debitur. Suku bunga dari kredit sindikasi biasanya mengikuti LIBOR ( London Interbank Offer Rate ), dan penyesuaian bisa terjadi setiap 6 bulan atau 2 tahun.

Kredit sindikasi Eurocurrency tidak hanya menyebarkan risiko wanprestasi dari suatu kredit bernilai besar kepada bank-bank yang ikut berpartisipasi, tetapi juga menciptakan insentif ekstra bagi debitur yang melunasi kewajibannya. Jika suatu pemerintah tidak mampu memenuhi kewajibannya kepada sindikasi, berita akan tersebar secara cepat ke banyak bank, dan pemerintahan tersebut akan memiliki kesulitan untuk mendapatkan kredit dimasa depan.

## **Risiko-Risiko Yang Dihadapi Eurobank**

Risiko-risiko yang dihadapi Euro bank hampir sama dengan risiko yang dihadapi bank-bank komersial umum. Yaitu:

1. kreditnya mengalami risiko wanprestasi.
2. Euro bank terkepos terhadap risiko nilai tukar, karena aset-asetnya mungkin didenominasi dalam berbagai valuta yang tidak cocok sepenuhnya dengan valuta-valuta dari kewajiban-kewajiban.



3. Euro bank diharapkan pada risiko suku bunga, karena waktu jatuh tempo dari kewajibannya yang mungkin tidak sepenuhnya cocok dengan waktu jatuh tempo dari aset-asetnya.

### **Risiko Wanprestasi dari Kredit**

Portofolio kredit internasional dari Euro bank terekspos terhadap risiko wanprestasi yaitu kredit macet yang tinggi, karena sebuah Euro bank mungkin tidak mampu memonitor secara seksama perusahaan asing yang menjadai debitemnya. Sebagai perbandingan, kredit-kredit internasional Euro bank biasanya hanya diberikan kepada korporasi-korporasi terkenal seluruh dunia serta kepada pemerintah. Hal ini dianggap sebagai nilai plus karena korporasi-korporasi besar dan pemerintah secara historis mampu melunasi hutang mereka. Tetapi, krisis hutang internasional baru-baru ini telah membuat bank-bank merenungkan kembali persepsi tersebut. Euro bank berupaya menurunkan risiko dari portofolio kredit mereka dengan melakukan evaluasi kredit seefektif mungkin atas calon-calon debitur dan dengan menciptakan diversifikasi yang memadai ke dalam banyak industri dan negara.

### **Risiko Nilai Tukar**

Euro bank juga terekspos terhadap valuta asing. Yaitu, komposisi valuta dari aset-aset mereka mungkin berbeda dengan komposisi valuta dari kewajiban-kewajiban mereka. Walaupun juga dihadapi oleh bank-bank komersial yang lain, risiko ini sangat signifikan bagi Euro bank, karena mereka selalu menerima deposito dan memberikan kredit-kredit valuta asing.

Karena sebuah bank tidak selalu dapat mencocokkan valuta-valuta yang mendominasi deposito dengan valuta-valuta yang mendominasi kredit, kinerjanya tentu akan terekspos terhadap fluktuasi nilai tukar.

### **Risiko Suku Bunga**

Eurobank biasanya mengalami risiko suku bunga akibat adanya ketidakcocokan waktu jatuh tempo dari kewajiban-kewajiban mereka dengan aktiva-aktiva mereka. Sebagai contoh apabila jangka waktu jatuh tempo dari sumber dana lebih pendek daripada jangka waktu jatuh tempo dari kredit (pemakaian dana), bank menghadapi risiko suku bunga. Spread antara suku bunga rata-rata yang dihasilkan dari aktiva-aktiva dengan suku bunga rata-rata yang dibayarkan kepada kewajiban-kewajibannya bisa berkurang selama periode kenaikan suku

bunga. Untuk berlindung dari risiko suku bunga ini, Eurobank bisa melakukan transaksi interest rate swap dengan bank lain yang menghadapi ketidakcocokan jangka waktu jatuh tempo yang berlawanan.

### **Regulasi-Regulasi Perbankan di Berbagai Negara**

Amerika Serikat memiliki system regulatori yang kompleks dan memiliki restriksi-restriksi yang paling ketat di dunia. Dan proses ini dimonitori oleh 4 badan (Federal Reserve Board, Federal Deposit Insurance Corporation, Comptroller of the Currency, dan badan-badan negara bagian). Bank- bank AS tidak diperbolehkan untuk membeli saham sebagai wahana investasi mereka. Dan Jumlah kredit yang bisa diberikan pada peminjam individu bersifat terbatas.

Bank Kanada diregulasikan oleh Office of the Inspector General, Mereka bisa membeli saham dalam jumlah yang terbatas. Jumlah kredit yang bisa mereka berikan kepada peminjam tidaklah dibatasi.

Bank Prancis agak dibatasi dalam menjalankan aktivitas-aktivitas non-bank. Tetapi mereka bisa memiliki saham dalam perusahaan-perusahaan non-bank.

Bank-bank Jepang di supervisi oleh Kementerian Keuangan dan Bank of Japan. Mereka tidak diperbolehkan menjalankan Sebagian, tidak semua, aktivitas *underwriting*. Besarnya kredit yang diberikan kepada peminjam individual dibatasi, sedangkan ada pengecualian untuk kredit-kredit public dan bergaransi.

Bank-bank Inggris dimonitori oleh Bank of England. Mereka memiliki fleksibilitas yang tinggi untuk memasuki berbagai jenis bisnis termasuk jasa-jasa *investment banking*.

Bank-bank Jerman diawasi oleh Federal Banking Supervisory Office dan Bundesbank (bank sentral Jerman). Bank-bank Jerman bebas memasuki berbagai aktivitas bisnis, termasuk jasa-jasa *investment banking*. Tetapi besarnya kredit peminjam-peminjam individual tetaplah dibatasi.

Karena perbedaan dalam regulasi antar negara, sejumlah bank memiliki kelemahan yang melekat pada saat berkompetensi dalam lingkungan perbankan Internasional. Sebagian perbedaan dalam regulasi kemungkinan akan tetap ada, karena tiap pemerintah ingin tetap mempertahankan filosofi menyangkut perannya dalam meregulasi industry perbankan.

## Penyeragaman Regulasi Antar Negara

Tren kearah globalisasi dalam industry perbankan Sebagian muncul karena upaya-upaya untuk menyeragamkan regulasi-regulasi perbankan di seluruh dunia. 3 peristiwa penting yang telah menciptakan arena permainan global yang kompetitif adalah:

- **International Banking Act (IBA)**, yang menempatkan bank-bank AS dan bank-bank asing yang beroperasi di AS di bawah aturan-aturan yang sama. IBA dikeluarkan pada tahun 1978 yang melarang bank-bank asing menerima deposito di luar negara bagian yang menjadi basis pendiriannya. Mereka hanya dibolehkan menerima deposito di negara bagian yang lain hanya dengan mendirikan korporasi Edge Act. IBA juga mewajibkan bank-bank asing di AS untuk masuk ke dalam program asuransi deposito dan patuh terhadap restriksi -restriksi produk dan jasa yang ditetapkan oleh Bank Holding Company Act. Secara umum, IBA menghilangkan sejumlah keunggulan komparatif dari bank-bank milik asing di AS. Jadi, IBA of 1978 memiliki dampak yang menguntungkan bagi Money Center Bank AS yang tadinya berkompetensi secara tidak adil dengan bank-bank asing.
- **Single European Act**, salah satu peristiwa paling signifikan yang mempengaruhi perbankan internasional, yang dikeluarkan pada tahun 1992 dan berlaku bagi semua negara anggota Masyarakat Ekonomi Eropa(MEE). Berikut provisi penting dari UU tersebut dalam hubungannya dengan industry perbankan:
  - Modal bisa bergerak bebas di seluruh Eropa.
  - Bank-bank dapat menawarkan berbagai macam aktivitas peminjaman, sewa guna usaha dan sekuritas dalam MEE.
  - Regulasi-regulasi menyangkut persaingan, merger, dan pajak akan sama di seluruh MEE.
  - Sebuah bank yang didirikan dalam salah satu negara MEE memiliki hak untuk melakukan ekspansi ke semua negara MEE yang lain.

Sebagai akibat dari UU ini, banyak bank telah berekspansi ke berbagai negara Eropa. Efisiensi dalam pasar-pasar perbankan Eropa akan meningkat karena bank-bank bisa dengan mudah masuk ke berbagai negara tanpa perlu mengkhawatirkan regulasi-regulasi negara individual seperti sebelumnya.

Bank-bank yang masuk ke Eropa menerima kekuatan perbankan yang sama dengan bank-bank lain disana. Insitusi-institusi tabungan di seluruh Eropa sekarang

tengah menjadi institusi penyedia jasa lengkap, dengan masuk ke dalam jasa-jasa seperti asuransi, brokerage, dan pengelolaan reksadana.

- **Uniform Capital Adequacy Guidelines**, sebelum 1987 standar-standar permodalan yang dikenakan atas bank-bank bervariasi menurut negara, sehingga memungkinkan sejumlah bank memiliki keunggulan komparatif global atas bank-bank yang lain. Sejumlah analisis mungkin membantah pandangan tentang hal-hal yang membuat bank asing memiliki posisi persaingan yang lebih kuat, juga mengenai pertumbuhan yang dapat diraih lebih mudah, karena dibutuhkannya lebih sedikit modal untuk mendukung peningkatan asset. Para analisis tersebut akan membantah pandangan ini dengan mengatakan bahwa keunggulan-keunggulan tadi akan ditutupi oleh persepsi resiko yang lebih tinggi terhadap bank-bank yang memiliki rasio modal yang lebih rendah.

Tetapi jika pemerintah-pemerintah luar negeri sering terlibat dalam membantu bank-bank yang mengalami masalah keuangan, bank-bank berasio modal rendah tidak selalu lebih beresiko. Dengan demikian, sejumlah bank non-AS akan memiliki keunggulan kompetitif global atas bank-bank AS, tanpa terekpos terhadap resiko yang lebih tinggi.

Pada bulan Desember 1987, 12 negara industri maju mengusulkan penciptaan standar-standar perbankan yang lebih seragam dalam rangka menghilangkan ketidakadilan tersebut. Pada bulan Juli 1988, gubernur-gubernur bank sentral dari ke-12 negara tersebut setuju untuk membentuk standar-standar permodalan yang seragam, dalam apa yang dinamakan dengan "Basel Accord".

Sekalipun provisi-provisi kewajiban modal antar negara telah seragam, sejumlah analisis mungkin tetap berpendapat bahwa bank-bank AS berada dalam provisi yang lebih lemah dalam persaingan karena mereka terkena provisi-provisi akuntansi dan pajak yang berbeda. Terlepas dari pendapat tersebut, standarisasi rasio modal mewakili Langkah maju yang signifikan ke arah arena permainan global yang lebih adil.

## **BAB XIV**

### **KRISIS HUTANG INTERNASIONAL DAN PENILAIAN RISIKO NEGARA**

#### **OLEH BANK**

##### **Overview**

Selama awal tahun 1980-an, banyak negara miskin dan berkembang (Less Developed Countries, LDCs) mulai menghadapi defisit neraca perdagangan berskala besar, umumnya karena resesi global yang mengurangi permintaan negara-negara maju terhadap ekspor mereka. Besarnya defisit neraca perdagangan menyebabkan kondisi-kondisi perekonomian LDCs memburuk. Memburuknya kondisi perekonomian membuat jumlah hutang meningkat. Kredit-kredit yang diberikan kepada negara-negara Amerika Latin sebagian besar didenominasi dalam dollar. Konsekuensinya, pelunasan kredit menjadi lebih sulit ketika dolar menguat relatif terhadap valuta dari negara-negara peminjam pada awal tahun 1980-an.

Banyak kredit yang diberikan kepada negara berkembang memiliki bunga mengambang (yang disesuaikan secara periodik mengikuti suku bunga acuan). Sebagai contoh, persentase dari kredit berbunga mengambang terhadap kredit total untuk 5 negara berkembang seperti Argentina (66%), Brazil (62%), Chile (74%), Meksiko (78%), Korea Selatan (55%). Karena secara umum memiliki bunga mengambang, jumlah pelunasan hutang dipengaruhi oleh perubahan suku bunga dari waktu ke waktu. Saat suku bunga naik, kredit-kredit berbunga mengambang menjadi lebih susah dilunasi.

Permintaan-permintaan penjadwalan-kembali hutang muncul secara tiba-tiba sejak tahun 1980. Per tahun 1983, lebih dari 25 negara telah menjadi korban dari IDC. Banyak kritikus berpendapat bahwa peminjaman internasional hanya meningkatkan, bukan menurunkan, risiko dari portofolio kredit sebuah bank. Karena penjadwalan kembali hutang selama IDC melibatkan beberapa negara berkembang, gagasan diversifikasi untuk menurunkan risiko telah kehilangan sebagian daya tariknya. Selama IDC, sebagian besar LDC berkorelasi erat satu sama lain. Konsekuensinya, dari perspektif bankir, diversifikasi kredit ke banyak negara berkembang tidak mengurangi risiko dari portofolio kredit luar negeri secara signifikan.

## **Krisis Hutang dari Perspektif Bankir**

Memahami dilema yang di hadapi bankir selama krisis hutang Internasional, kita memberi perumpamaan, jika anda adalah seorang kepala departemen kredit Internasional dari sebuah bank yang meminjamkan berjuta dollar kepada beberapa negara berkembang. Lalu anda ditelepon oleh pemerintah dari masing masing Negara debitur dengan ucapan “kami tidak mampu melunasi sisa hutang, dan barangkali tidak akan mampu kecuali anda membantu kami dengan memebrikan kredit tambahan”. Disini anda sebagai kepala departemen kredit Internasional harus memutuskan, apakah perlu kredit tambahan, jika jawabannya tidak, ada kemungkinan anda tidak menerima pelunasan piutang dari Negara yang telah diberikan kredit sebelumnya, jika jawabannya iya, anda belum mampu memastikan apakah Negara tersebut benar mampu melunasi kredit yang diberikan. Dan kemungkinan kredit macet lebih besar dari sebelumnya jika tidak berhenti menyediakan kredit kepada Negara debitur saat ini juga.

Tidak ada solusi untuk masalah seperti ini, tetapi ada 2 aspek yang harus dicermati. **Pertama**, bagaimana sikap bank lain dengan posisi yang sama? jika anda menyediakan dana tambahan, sedang bank bank lain tidak, Negara debitur sulit untuk memperbaiki kondisi mereka (karena dukungan beberapa bank dinilai belum memadai). Namun jika bank lain menyediakan kredit tambahan dan anda tidak, kemungkinan Negara debitur mampu memperbaiki diri dan melunasi hutang. Tetapi bank anda bukanlah prioritas utama dalam hal pelunasan utang, dan Negara debitur enggan meminta kredit kepada anda dimasa depan. Dengan ini, bertemu para bankir menjadi salah satu solusi penyelesaian masalah. Karena anda dapat mengetahui bagaimana sikap mereka dalam menangani masalah ini. Dan kemampuan bernegosiasi akan sekamin kuat karena bertindak sebagai kelompok. **Kedua**, tingkat keterlibatan anda sebagai kepala departemen kredit. Jika kredit yang diberikan kepada Negara berkembang relatif minim dari total kredit yang ada maka anda akan memilih untuk memutuskan keterlibatan lebih dalam dan menghapus kredit macet menjadi piutang tak tertagi. Tetapi, jika exposure terhadap Negara berkembang cukup tinggi, maka penghapusan kredit akan sangat merugikan.

## **Intervensi Pemerintah dalam Krisis**

Mayoritas bank besar AS menginginkan pemerintah menambah dana kepada IMF, karena mereka percaya hal itu akan mengurangi masalah-masalah LDCs. Bank-bank lain yang memiliki exposure yang rendah saecara umum tidak menyukai keputusan kongres untuk

menambah dana kepada IMF. Bahkan, sikap mereka mencerminkan pandangan-pandangan bahwa bank-bank yang memberikan kredit kepada negara-negara bermasalah tersebut seharusnya menyelesaikan masalah mereka sendiri tanpa bantuan dari pemerintah. Yaitu, pembayar pajak jangan dipaksa untuk menyediakan dana kepada pemerintah AS untuk diberikan kepada IMF yang kemudian akan terdaur ulang dan dinikmati oleh bank-bank besar.

Sejumlah bankir merasa bahwa jika pemerintah AS mau menalangi bank-bank besar, maka pemerintah juga harus menalangi bank-bank kecil yang bisa bangkrut karena banyak kredit domestik mereka tidak pernah dilunasi. Disisi lain bisa diargumentasikan bahwa kegagalan bank-bank kecil biasanya tidak menciptakan ketakutan besar-besaran dalam industri perbankan. Kegagalan bank-bank besar, di pihaklain, bisa menyebabkan para depositor menarik dana mereka dari bank, sehingga mempercepat jatuhnya industri perbankan. Walaupun para depositor mendapatkan asuransi sampai jumlah maksimum tertentu, akan ada begitu banyak tanggungan yang harus dibayar jika sejumlah bank besar tumbang. Kredit IMF merupakan kunci bagi LDCs untuk mendapatkan kredit tambahan dari bank-bank komersial.

### **Dampak dari Krisis Hutang atas MNC Non-Bank**

Tidak hanya bank-bank besar yang memiliki piutang pada LDCs yang dirugikan, tetapi semua perusahaan multinasional yang mengespor ke atau memiliki anak perusahaan dalam negara-negara tersebut juga dirugikan. Pada tahun 1983, sejumlah perusahaan multinasional AS terpaksa menjual anak-anak perusahaan mereka. perusahaan-perusahaan multinasional yang lain harus berjuang mencari bahan baku lokal bagi operasi-operasi mereka sebagai pengganti bahan baku yang biasanya mereka impor. Langkah-langkah yang diambil oleh IMF dan LDCs mempengaruhi operasi dan keuangan dari banyak perusahaan multinasional. Karena nilai tukar peso sangat lemah selama krisis, anak-anak perusahaan dari MNC yang berbasis di Meksiko tidak ingin melakukan pembiayaan memakai valuta-valuta lain.

Pendapatan mereka berbentuk peso dan mereka akan harus melunasi hutang mereka dengan menukarkan peso dengan valuta yang dipinjam. Bayangkan biaya peminjaman dolar yang harus ditanggung sebuah anak perusahaan yang beroperasi selama periode tersebut. Untuk menghindari biaya pembiayaan yang sangat tinggi seperti itu, banyak anak perusahaan yang berlokasi di Amerika Latin beralih ke pembiayaan memakai valuta lokal. Dengan pendekatan ini,

pembayaran pinjaman akan memakai valuta yang sama dengan valuta dari pendapatan yang diterima.

### **Manajemen Kredit Semenjak Krisis**

Manajemen kredit adalah upaya dari para bankir untuk mengelola, mengatur, dan memange kredit dari Negara-negara debitur di masa krisis, sebagai upaya meminimalisir hal hal yang tidak diinginkan, seperti : kredit macet yang berlanjut menjadi piutang tak tertagih.

Beberapa upaya yang dilakukan, yaitu :

#### **1. Penjualan Kredit LDC**

Selama krisis hutang Internasional, sejumlah bank mengurangi kredit mereka pada Negara berkembang untuk memuaskan pemegang saham berjalan dan pemegang saham potensial. Sejumlah bank menstop kredit LDCs mereka untuk menciptakan portofolio yang lebih terdiversifikasi (mengurangi exposure terhadap negara LDC individual). Kredit valuta asing dijual dengan diskon yang sangat tinggi. Bank yang menjual piutang pada dasarnya tidak mau merestrukturisasi provisi dari kredit dan tidak mau memberikan waktu LDCs lebih lama untuk keluar dari krisis. Dengan ini mereka menjual piutang mereka dengan murah dan mencatat kerugian secara langsung.

#### **2. Menaikan Cadangan Piutang Tak Tertagih**

Mei 1987, Citibank menaikan cadangan piutang tak tertagih sekitar \$3 milyar. Mereka memperkirakan akan terjadi kerugian besar di masa depan akibat kredit macet. Lalu strtaegi ini diikuti bank bank AS lainnya karena Pasar modal tampak menerima berita tersebut tanpa bereaksi negatif secara berlebihan, meskipun strategi ini dinilai dapat menurunkan laba.

September 1989, peningkatan cadangan piutang tak tertagih diumumkan oleh money center bank. Pengumuman yang paling diberitakan adalah keputusan J.P Morgan untuk menaikan cadangan piutang tak tertagih sebesar \$2 milyar, yang membuat jumlah cadangan piutang tak tertagih sama dengan total exposure piutang pada LDCs. Dengan ini, menaikan cadangan piutang tak tertagih menjadi opsi bankir (kreditur) ketika kondisi negara debitur sudah dalam kondisi parah.

#### **3. Pemakaian Debt-Equity Swap**

Pemakaian debt-quity swap banyak menarik simpati bank dan MNC non-bank untuk terlibat dalam debt-equity swap dengan alasan kesempatan untuk investasi ekuitas LDCs.



MNC dapat membeli sejumlah hutang LDCs (dengan harga diskon) dipasar sekunder. Lalu MNC dapat men-swap hutang tersebut dengan aset-aset yang di liquidasi oleh pemerintah LDCs, seperti: pesawat, mesin, bangunan, dll. Hal ini telah dilakukan oleh Perusahaan MNC AS seperti Allied Signal Inc, Chrys Corporation, dan General Electric yang men-swap hutang dengan perusahaan-perusahaan di Meksiko. Citicorp yang telah men-swap hutang dengan investasi ekuitas dalam perusahaan pertambangan emas di Chile.

Meskipun pemakaian debt-equity swap meningkatkan keberhasilan sebuah bank dalam menjual hutang LDCs-nya, tetapi hal ini tidak selalu mengurangi resiko dari bank dan MNC yang men-swap hutang LDCs dengan ekuitas LDCs. Sebagian investasi ekuitas LDCs mungkin memiliki resiko yang setara dengan resiko dari hutang yang di swap. Selain itu, bank dan MNC yang mengakuisisi kepemilikan ekuitas dalam aset LDCs mungkin tidak memiliki keahlian mengelola aset-aset tersebut.

#### 4. Implementasi Brady Plan

Periode 1985-1988, muncul suatu program yang diupayakan untuk meredakan krisis hutang LDCs. Program ini didasarkan pada tindakan sukarela kreditur untuk mengurangi exposure mereka. Desember 1988, bank dunia mengusulkan agar program ini dilakukan tahap demi tahap, bersama komitmen untuk menyediakan kredit kepada negara bermasalah sebagai pengganti kredit bank komersial dan meminta agar Negara tersebut melakukan reformasi ekonomi. Tahun 1989, program ini mendapat momentum apik ketika IMF (International Monetary Fund) menyampaikan keinginan untuk mengganti hutang bank komersial pada negara berkembang, dan dikenal dengan BRADY PLAN. Bank dianjurkan negosiasi dengan Negara-negara agar memiliki opsi untuk menjual kredit macet mereka kepada IMF.

Tahun 1989, bank meraih kesepakatan dengan negara pemerintah seperti Meksiko dimana mereka di berikan opsi, yaitu : (1) setuju untuk memotong 35% pokok hutang atau bunga dari hutang, (2) memberikan kredit baru 25% dari kredit yang telah diberikan kepada Meksiko. Kedua opsi ini melibatkan pengakuan kerugian secara langsung dan pada saat yang sama mengurangi exposure atau menambah investasi di Negara berkembang tanpa harus mengakui kerugian secara langsung. Kesepakatan ini bisa memperbaiki posisi Meksiko, karena mengurangi jumlah hutang berjalan Meksiko dan kemungkinan mendapatkan

pinjaman (kredit) tambahan dari bank-bank. Kesepakatan ini (bankir – Meksiko) membuka jalan bagi munculnya kesepakatan antara bankir dengan Negara LDCs lainnya.

### **Penilaian Risiko Negara oleh Bank**

Penilaian risiko negara oleh bank dapat mempengaruhi keputusan pemberian pinjaman yang berhubungan tidak hanya dengan pemerintah yang meminta kredit, tetapi juga dengan korporasi luar negeri yang melakukan hal yang sama.

Dalam Praktek : Dampak dari Brady Plan Atas Nilai Bank

Pengukuran risiko negara oleh bank melibatkan penilaian apakah dana akan tersedia kepada peminjam potensial di periode-periode mendatang, sehingga setiap kondisi yang mencegah pelunasan kewajiban tepat pada waktunya dapat digolongkan sebagai masalah keuangan atau masalah politik. Jadi, pendekatan logis terhadap Analisa risiko negara melibatkan penilaian semua karakteristik politik dan keuangan dari calon debitur.

### **Faktor-Faktor Risiko Politik**

Dari perspektif bank pemberi pinjaman, bentuk risiko politik yang paling penting adalah penolakan untuk melunasi pinjaman karena hubungan politik negara peminjam dengan bank atau negara asal dari bank. Risiko negara lain yang juga perlu dinilai. Sebagai contoh, perubahan kebijakan pajak pemerintah luar negeri bisa memiliki dampak yang signifikan atas kemampuan perusahaan luar negeri untuk melunasi hutangnya. Selain itu, pemerintah luar negeri mungkin memutuskan untuk menjadi “pemilik” dari perusahaan. Bentuk risiko politik yang tidak langsung adalah blockade valuta, yaitu, perusahaan mungkin tidak bisa membeli valuta tertentu untuk melunasi pinjaman yang didenominasi dalam valuta tersebut.

Jika bank menyediakan dana kepada pemerintah luar negeri, bank harus menilai komitmen pemerintah tersebut untuk melunasi pinjaman. Karena filosofi pemerintah berubah dari waktu ke waktu, bank harus menilai probabilitas perubahan ideologi pemerintah yang bisa mempengaruhi komitmen untuk melunasi pinjaman.

### **Faktor-Faktor Risiko Keuangan**

Kondisi keuangan mempengaruhi probabilitas pelunasan hutang baik oleh pemerintah dari negara yang bersangkutan maupun oleh korporasi-korporasinya . pemerintah dari sebuah

negara yang kuat secara keuangan biasanya menghasilkan pendapatan pajak yang memadai untuk membayar kewajiban-kewajiban hutangnya tepat pada waktunya. Tetapi, negara yang lemah secara keuangan tentu akan menghabiskan lebih banyak dana bagi rakyatnya sendiri dari pada dana pajak yang diterima dari mereka, sehingga menimbulkan defisit anggaran belanja yang besar. Untuk melunasi pinjaman dalam kondisi semacam ini, diperlukan pinjaman baru yang akan digunakan untuk melunasi pinjaman-pinjaman yang telah jatuh tempo.

Dalam praktek : Menggunakan Analisa Diskriminan Untuk Mengidentifikasi Karakteristik-karakteristik Yang Mempengaruhi Risiko Negara

IDC merupakan bukti nyata bahwa banyak pemerintah kadang-kadang tidak mampu (atau tidak mau) memenuhi kewajiban-kewajiban pelunasan hutangnya.

Perekonomian yang kuat dalam suatu negara asing dapat meningkatkan kinerja (dan dengan demikian, kemampuan untuk melunasi pinjaman) dari perusahaan-perusahaan dalam negara tersebut secara substansial. Untuk alasan ini, penilai-penilai risiko negara harus menilai kondisi ekonomi berjalan dan prospek ekonomi masa depan dari semua negara debitur.

### **Prosedur Penilaian Risiko Negara**

Penilaian risiko Negara biasanya meminta:

1. Penyiapan riset-riset dan laporan-laporan mengenai Negara yang mau dinilai
  2. Pemakaian system skor (rating) dimana semua karakteristik dari sebuah Negara dinilai dalam hal pengaruhnya terhadap risiko
  3. Pemakaian model-model rating untuk menghitung rating risiko individual dari sebuah Negara
- Jika salah satu dari 3 prosedur di atas tidak dilaksanakan dengan benar, penilaian risiko Negara secara keseluruhan akan rentan terhadap kesalahan yang signifikan.

Berkenaan dengan akumulasi informasi mengenai calon debitur, sulit untuk memisahkan data-data yang relevan dengan data yang tidak relevan. Setelah bank menentukan informasi-informasi apa yang akan dilibatkan dalam penilaian risiko Negara dan bagaimana memperingkat tiap karakteristik keuangan dan politik dari sebuah Negara, bank harus menentukan bagaimana menimbang kontribusi dari masing-masing karakteristik. Karena tidak ada solusi yang sempurna bagi keputusan-keputusan ini, dapat dimengerti jika masing-masing bank memiliki pendekatan unik tersendiri dalam menilai risiko Negara.

Sekalipun dua bank mengikuti prosedur yang indentik dalam menilai suatu Negara, keputusan final mereka menyangkut jadi tidaknya kredit diberikan mungkin berbeda. Hal ini disebabkan oleh perbedaan dalam kemauan menanggung risiko. Bank yang agresif mungkin akan setuju untuk memberikan pinjaman kepada calon debitur yang “moderat”, sementara bank yang lebih konvensional mungkin tidak.

### **Keterbatasan-keterbatasan dari Analisis Risiko Negara dan Solusi-Solusinya**

Ada 2 kesalahan umum yang bisa muncul dari penilaian risiko Negara:

1. Bank menyediakan kredit yang semestinya tidak dilakukan dan konsekuensi yang diterima adalah kredit macet
2. Bank tidak menyediakan kredit yang semestinya diberikan dan konsekuensi yang diterima kemungkinan kehilangan nasabah

Untuk mengurangi kerugian yang diakibatkan kesalahan pertama, bank-bank dapat menetapkan batas maksimum bagi volume kredit yang diberikan kepada suatu Negara. Jika sebuah bank membatasi jumlah kredit yang diberikan kepada suatu Negara tetapi ingin menyediakan banyak kredit kepada pihak-pihak luar negeri, bank tersebut harus mendiversifikasikan kreditnya kepada banyak Negara. Diversifikasi membantu melindungi portofolio kredit secara keseluruhan dari penurunan nilai yang substansial, karena masalah-masalah keuangan dan politik sebuah Negara tertentu hanya akan mempengaruhi sebagian kecil portofolio. Tetapi ada beberapa Negara yang rating risiko mereka bergerak beriringan, Negara-negara semacam itu biasayanya memiliki karakteristik-karakteristik yang sama. Portofolio kredit yang berhubungan dengan Negara-negara semacam itu tentu mengandung banyak risiko, karena kondisi-kondisi keuangan dan politik mereka cenderung bergerak bersama. Bank-bank Internasiona dapat meraih diversifikasi yang lebih efektif dengan member pinjaman kepada Negara-negara yang kondisi keuangan dan politiknya tidak berhubungan.

Konsep diversifikasi menyiratkan bahwa bank-bank harus memperhitungkan tidak hanya karakteristik-karakteristik individual dari sebuah Negara, tetapi juga harus menilai kontribusi risiko Negara dari Negara yang dimaksud terhadap risiko dari portofolio secara keseluruhan.

## Contoh Penilaian Risiko Negara

metode penilaian berikut, dijelaskan oleh Morgan, telah digunakan oleh sebuah bank untuk mengukur risiko Negara. System ini didasarkan pada 4 aspek penting dari sebuah Negara:

### 1. Indikator-indikator ekonomi

Untuk mengevaluasi kondisi keuangan sebuah Negara

### 2. Manajemen Hutang

Untuk mengukur kemampuan sebuah Negara untuk membayar hutang

### 3. Faktor-faktor politik

Untuk menilai karakteristik politik dan stabilitas politik

### 4. Faktor-faktor structural

Untuk mengukur kondisi social-ekonomi, seperti basis sumber daya manusia

## Ikhtisar

- Krisis hutang Internasional dipicu oleh resesi pada awal tahun 1980-an yang mempengaruhi banyak Negara seperti:
  - Permintaan atas ekspor Negara-negara berkembang menurun
  - Hutang-hutang yang di dominasi dalam dolar membuat Negara-negara berkembang kesulitan melunasi hutang mereka pada awal tahun 1980-an, saat dolar menguat
  - Sebagian hutang memiliki bunga mengambang, yang semakin menaikkan beban pelunasan hutang pada awal tahun 1980-an saat suku bunga Amerika Serikat naik
  - Banyak bank besar yang sangat terbuka/terekspos terhadap hutang LDCs terpaksa menjual sebagian piutang mereka dengan diskon yang tinggi dalam pasar hutang sekunder.
  - Banyak juga bank yang menaikkan cadangan piutang tak tertagih, karena meramalkan bahwa suatu saat nanti akan harus menghapus sebagian piutang mereka
  - Bank juga menggunakan debt-equityswap, dimana mereka men-swap hutang dengan investasi ekuitas dalam asset-aset LCDs
- Ketika mengevaluasi calon debitur, bank-bank menilai risiko Negara dengan mengenakan rating bagi berbagai karakteristik keangan dan politik dari Negara yang bersangkutan, karakteristik-karakteristik ini mencerminkan kemampuan dan kemauan Negara tersebut untuk melakukan pembayaran-pembayaran hutang di masa depan. Prosedur penilaian risiko Negara meminta penimbangan terhadap berbagai faktor yang dianggap mempengaruhi risiko Negara.

Jadi, rating risiko Negara pada dasarnya merupakan rata-rata tertimbang dari rating yang dikenakan atas faktor-faktor yang mempengaruhi risiko Negara. Walaupun sebagian besar bank mungkin memilih faktor yang sama, tetapi bisa berbeda dalam mengenakan bobot untuk tiap faktor, dan menggunakan sistem penimbang yang berbeda pula.

## DAFTAR PUSTAKA

- Alan C Shapiro. (2013). *Multinational Financial Management*, 10<sup>th</sup> Edition. Wiley.
- Hamdy Hady. (2020). *Manajemen Keuangan Internasional*, Edisi 5. Mitra Wacana Media.
- Jeff Madura. (2018). *International Financial Management*, 13<sup>th</sup> Edition. Cengage Learning.
- Maurice D Levi. (2005). *International Finance*, 4<sup>th</sup> Edition. Routledge.
- Jurnal internasional bereputasi terkait Manajemen Keuangan Internasional.