



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teoritis

2.1.1 *Market Risk*

Market risk didefinisikan sebagai risiko terjadinya kerugian pada sebuah perusahaan akibat terjadinya fluktuasi pada nilai instrumen yang berlaku di pasar seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, harga komoditas, dan harga saham atau ekuitas (Ameer, 2009). Fluktuasi pada nilai masing-masing instrumen pasar tidak bersifat independen melainkan saling memberi pengaruh satu sama lain (Ali, 2006).

2.1.2 *Foreign Exchange Risk*

Menurut Eiteman *et al.* (2001), *foreign exchange risk* didefinisikan sebagai risiko berubahnya nilai tukar mata uang asing secara tidak terduga yang dapat mempengaruhi profitabilitas, aliran kas, dan *market value* sebuah perusahaan. Perubahan nilai tukar mata uang asing, baik menguat ataupun melemah, dapat berpengaruh pada perusahaan khususnya perusahaan yang terlibat dalam kegiatan ekspor-impor sebab dapat mempengaruhi biaya operasional perusahaan yang didenominasi dalam mata uang asing sehingga penetapan harga jual dan persaingan dagang perusahaan tersebut ikut terpengaruhi (Eun & Resnick, 2001). *Foreign exchange risk* dibagi menjadi tiga yaitu:

1. *Transaction exposure* yang didefinisikan sebagai risiko terpengaruhnya nilai dari komponen aliran kas sebuah perusahaan (baik *cash outflow* ataupun *cash inflow*) yang didenominasi dalam mata uang asing (Eun & Resnick, 2001). Salah satu contohnya adalah utang perusahaan yang didenominasi dalam mata uang asing (Eiteman *et al.*, 2001). Pada saat sebuah perusahaan menerima pinjaman dalam mata uang asing, perusahaan tersebut akan memperkirakan jumlah mata uang domestik yang dibutuhkan untuk membayar bunga dan pokok utang menggunakan *spot rate* yang berlaku pada saat perusahaan meminjam dana. Fluktuasi nilai tukar di masa yang akan datang akan mempengaruhi jumlah mata uang domestik yang dibutuhkan untuk pelunasan utang tersebut sehingga akan terjadi penyimpangan terhadap jumlah yang diperkirakan (Eiteman *et al.*, 2001).

2. *Translation exposure* atau *accounting exposure* yang didefinisikan sebagai risiko terpengaruhnya proses konsolidasi laporan keuangan perusahaan dikarenakan perubahan nilai tukar mata uang asing (Eun & Resnick, 2001). *Translation exposure* umumnya muncul pada perusahaan multinasional saat ingin menyusun laporan keuangan konsolidasi dimana laporan keuangan dari masing-masing *subsidiary* yang didenominasi dalam mata uang asing ditranslasi menjadi *home currency* (Eiteman *et al.*, 2001).

3. *Economic exposure* atau *operational exposure* didefinisikan sebagai terpengaruhnya *value* dari sebuah perusahaan oleh perubahan nilai tukar mata uang asing (Eun & Resnick, 2001). Secara teoritis, *value* perusahaan diukur dari *present value* dari perkiraan aliran kas perusahaan di masa yang akan datang (Eiteman *et al.*, 2001). Perubahan nilai tukar mata uang asing di masa yang akan datang dapat mempengaruhi aliran kas dari sisi biaya operasional kedepannya, dan penetapan harga jual kedepannya yang dapat mempengaruhi persaingan perusahaan dan volume penjualan kedepannya (Eiteman *et al.*, 2001).

2.1.3 Market Value

Secara umum, *market value* sebuah perusahaan merupakan nilai pasar dari perusahaan berdasarkan harga saham perusahaan tersebut di bursa efek (Brigham & Ehrhardt, 2011). Seringkali terdapat perbedaan antara *market value* sebuah saham perusahaan dengan jumlah *equity* yang diinvestasikan oleh *shareholders*. Perbedaan ini muncul dikarenakan *market value* sebuah saham perusahaan ditentukan berdasarkan bagaimana investor menginterpretasi informasi-informasi terkait sebuah perusahaan yang dapat mempengaruhi *supply* dan *demand* saham tersebut di pasar (Brigham & Ehrhardt, 2011). *Market value* perusahaan yang melebihi nilai dari total *equity* yang diinvestasikan oleh *shareholders* dapat mencerminkan kinerja perusahaan yang dinilai baik (Brigham & Ehrhardt, 2011).

Menurut model yang diciptakan Ohlson (1995), perbedaan antara *market value* dengan nilai *equity* yang diinvestasikan oleh *shareholders*

sebuah perusahaan dikarenakan adanya informasi mengenai kinerja perusahaan (Ohlson, 1995). *Market value* yang melebihi nilai *equity* yang diinvestasikan *shareholders* mencerminkan kinerja yang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan di masa depan (Ohlson, 1995).

Market risk yang disebabkan oleh fluktuasi nilai instrumen yang berlaku di pasar seperti tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, dan harga aset lainnya merupakan fenomena yang dapat mempengaruhi kinerja dan profitabilitas perusahaan di masa depan sehingga *market value* perusahaan ikut terpengaruh (Guay & Kothari, 2003). Pengaruh tersebut dapat dikendalikan melalui strategi *hedging* seperti menggunakan instrumen derivatif (Zhou & wang, 2012; Ameer, 2009; Allayanis & Ofek, 2001).

2.1.4 Hedging

Disaat munculnya *market risk* seperti terpengaruhnya *market value* sebuah perusahaan akibat fluktuasi nilai tukar mata uang asing, maka dibutuhkan sebuah strategi dalam upaya meminimalisir risiko tersebut. Salah satu cara perusahaan dapat mengelola risiko yang muncul adalah dengan aktifitas *hedging*. Menurut Eiteman *et al.* (2001), *hedging* adalah kegiatan yang ditujukan untuk mengurangi risiko terjadinya fluktuasi nilai sebuah aset, aliran kas, dan kontrak. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa *hedging* memberikan perlindungan dari risiko yang muncul akibat fluktuasi nilai atau harga sebuah aset. Strategi *hedging* perusahaan untuk meminimalisir *market risk* dibagi menjadi tiga yaitu:

1. *Operating hedges* dimana pihak manajemen sebuah perusahaan meminimalisir *market risk* dengan menyesuaikan kebijakan operasional perusahaan (Eiteman *et al.*, 2001). Strategi *operating hedges* dalam meminimalisir risiko yang muncul dari fluktuasi nilai tukar mata uang asing dapat dilakukan dengan berbagai cara seperti merubah aliran sumber daya, mempercepat atau memperlambat waktu pembayaran menggunakan mata uang asing, merubah fokus dalam strategi pemasaran, atau maksimalkan proses produksi di sebuah negara dibandingkan negara lain agar dapat menghindari kerugian yang mungkin muncul (Eiteman *et al.*, 2001)

2. *Financial hedges* menggunakan kebijakan finansial untuk meminimalisir *market risk* yang muncul (Eiteman *et al.*, 2001). Strategi *financial hedges* dalam meminimalisir risiko yang muncul dari fluktuasi nilai tukar mata uang asing dapat dilakukan dengan menyesuaikan agar mata uang yang dipinjam sama dengan mata uang yang digunakan untuk pembayaran dalam bertransaksi secara internasional (Eiteman *et al.*, 2001).

3. *Contractual hedges* merupakan strategi *hedging* menggunakan berbagai macam kontrak perjanjian seperti instrumen derivatif (Eiteman *et al.*, 2001). Instrumen derivatif yang dapat digunakan untuk lindung nilai atau harga sebuah aset dibagi menjadi kontrak *forward*, *futures*, *options*, dan *swaps* (Hull, 2012).

2.1.5 Foreign Currency Derivatives

Menurut Hull (2012), instrumen derivatif didefinisikan sebagai kontrak atau instrumen yang harga atau nilainya dipengaruhi oleh nilai atau harga dari aset yang dapat diperdagangkan yang mendasari kontrak tersebut (*underlying asset*). *Foreign currency derivatives* didefinisikan sebagai kontrak derivatif dengan *underlying asset* berupa mata uang asing adalah *foreign currency derivatives* (Madura, 2010). Tujuan utama dari penggunaan instrumen derivatif adalah *hedging* namun terdapat juga tujuan lain yaitu *speculation*, dan *arbitrage* (Hull, 2012). *Speculation* menggunakan derivatif ditujukan untuk mencari keuntungan apabila ada dugaan terjadinya perubahan harga (Hull, 2012) sedangkan *arbitrage* adalah mencari keuntungan dari perbedaan harga antara dua pasar yang berbeda (Hull, 2012). Tujuan utama dari instrumen derivatif adalah *hedging* yaitu melindungi dari risiko terjadinya fluktuasi harga aset di masa yang akan datang (Hull, 2012). Kontrak *foreign currency derivatives* dibagi menjadi empat jenis kontrak yaitu kontrak *currency forwards*, *currency futures*, *currency options*, dan *currency swaps* (Hull, 2012).

2.1.5.1 Currency Forward

Forward Contracts didefinisikan sebagai kontrak perjanjian untuk membeli sebuah aset dengan jumlah yang sudah ditentukan, pada waktu yang sudah ditentukan (Hull, 2012). *Forward contracts* bersifat “*over the counter*” maka jumlah dan harga yang tertera dalam kontrak dapat dinegosiasikan antara pihak yang terlibat dalam perjanjian tanpa diatur oleh sebuah bursa (Hull, 2012). Oleh karena

itu, sebuah kontrak dimana sebuah perusahaan membuat perjanjian dengan lembaga keuangan untuk membeli mata uang asing dengan jumlah yang sudah ditentukan, pada waktu yang sudah ditentukan, dengan nilai tukar (*exchange rate*) yang sudah ditetapkan adalah *currency forward contract* (Madura, 2010).

Kontrak *currency forward* dapat digunakan untuk *hedging* risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Apabila sebuah perusahaan akan membayar sejumlah mata uang asing di masa yang akan datang, perusahaan dapat membeli kontrak *currency forward* untuk membeli mata uang asing dengan jumlah yang diperlukan pada waktu yang sudah ditetapkan dengan nilai tukar yang sudah ditetapkan pada saat perjanjian (*forward rate*). Apabila *spot rate* di waktu yang akan datang lebih tinggi daripada *forward rate*, maka perusahaan berhasil mengurangi kerugian yang muncul akibat fluktuasi nilai tukar mata uang (Hull, 2012).

2.1.5.2 Currency Swaps

Kontrak *swap* adalah adalah kontrak perjanjian antara dua pihak perusahaan untuk saling bertukar aliran kas baik itu dalam bentuk beban suku bunga, denominasi mata uang sebuah kewajiban, atau bentuk lainnya pada masa yang akan datang (Hull, 2012). Kontrak *currency swaps* merupakan perjanjian antara dua pihak untuk saling bertukar pokok utang, serta pembayaran bunga yang didenominasi dalam mata uang yang berbeda satu dengan yang lain (Hull, 2012). Terdapat beberapa variasi dalam *currency swap* antara

lain *cross currency swap*, dan *cross currency interest rate swap* (Hull, 2012).

Dalam perjanjian *cross currency swap*, masing-masing pihak akan meminjam dana yang didenominasi dalam mata uang yang berbeda. Pinjaman tersebut akan ditukarkan dengan pinjaman dana pihak lawannya yang didenominasi dalam mata uang lain namun dengan jumlah yang sesuai berdasarkan *spot rate* pada saat perjanjian dibuat. Selain pokok utang, tanggung jawab pembayaran bunga juga ikut ditukar sehingga salah satu pihak akan membayar suku bunga yang berlaku pada pinjaman pihak lawannya. Pembayaran suku bunga menggunakan *rate* yang sudah ditentukan pada saat perjanjian dibuat (Boenkost & Schmidt, 2005). Pertukaran pembayaran suku bunga juga diikuti dengan pertukaran *cross currency basis spread* yang merupakan biaya dari menjalankan perjanjian (Arsov *et al.*, 2013). Pada akhir perjanjian, kedua belah pihak akan mengembalikan pokok utang dengan jumlah dan *rate* yang sudah ditentukan pada saat perjanjian dibuat (Chibane *et al.*, 2009).

Perjanjian *cross currency interest rate swap* merupakan perpaduan antara *currency swap* dengan *interest rate swap*. Dalam perjanjian ini, sebuah pinjaman dana dengan bunga *fixed* yang didenominasi dalam sebuah mata uang akan ditukarkan dengan pinjaman dana dengan bunga *floating* yang didenominasi dalam mata uang lain. Begitu juga sebaliknya, perjanjian *cross currency*

interest rate swap menukar pinjaman dana dengan bunga *floating* dengan pinjaman dana dengan suku bunga *fixed* yang didenominasi dalam mata uang asing (Hull, 2012). Pembayaran bunga selama perjanjian ini akan menggunakan nilai tukar dan tingkat suku bunga yang sudah ditetapkan pada awal perjanjian (Hull, 2012).

2.2 Pengaruh Antara *Foreign Currency Derivatives* Terhadap *Market Value*

Fluktuasi nilai tukar mata uang asing dapat secara statistik mempengaruhi aliran kas dan profitabilitas perusahaan yang terlibat dalam kegiatan ekspor dan impor (Dominguez & Tesar, 2005). Pengaruh tersebut muncul dari perubahan nilai biaya atau pemasukan sebuah perusahaan dalam mata uang asing saat dikonversikan kembali dalam *home currency* (Allayanis & Ofek, 2001). Perubahan pada nilai aliran kas dan profitabilitas dapat mempengaruhi kinerja dan *market value* saham perusahaan (Zhou & Wang, 2012).

Menurut Allayanis & Ofek (2001), penggunaan instrumen *foreign currency derivatives* dapat melindungi nilai dari aliran kas perusahaan dari fluktuasi nilai tukar mata uang asing. Zhou & Wang (2012) menyimpulkan bahwa penggunaan *foreign currency derivatives* merupakan strategi *hedging* yang dapat secara statistik mengurangi pengaruh fluktuasi nilai tukar mata uang asing pada kinerja dan *market value* saham perusahaan. Informasi mengenai strategi *hedging* tersebut dapat mencerminkan kinerja perusahaan yang baik sehingga dapat meningkatkan *market value* dari saham perusahaan (Ameer, 2009).

2.3 Penelitian Terdahulu

Berikut adalah beberapa penelitian terdahulu yang meneliti penggunaan instrumen derivatif:

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

| No | Judul Penelitian | Objek yang Diteliti | Metode | Hasil | Referensi |
|----|---|---|--------------------------|---|--|
| 1 | <i>“Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure: The case of Malaysian firms.”</i> | Perusahaan pengguna instrumen derivatif yang tercatat dalam bursa efek Malaysia sejumlah 40 perusahaan. | <i>Linear Regression</i> | Secara statistik terdapat korelasi positif antara penggunaan instrumen derivatif dengan <i>market value</i> dari perusahaan di Malaysia | Ameer, Rashid. (2009). Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure, <i>The Journal of Risk Finance</i> , 78 – 90. |
| 2 | <i>“Managing foreign exchange risk with derivatives in UK non-financial firms.”</i> | Perusahaan non-keuangan pengguna | <i>Linear Regression</i> | Penggunaan instrumen derivatif oleh perusahaan non-keuangan di Inggris | Zhou, VY & Wang, P. (2012). Managing foreign exchange risk with |

| | | | | | |
|---|--|---|--------------------------|---|--|
| | | instrumen derivatif di Inggris sejumlah 148 perusahaan. | | terbukti mengurangi pengaruh yang muncul dari fluktuasi nilai tukar mata uang asing. | derivatives in UK non-financial firms. <i>International Review of Financial Analysis</i> . |
| 3 | <i>“The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value.”</i> | Perusahaan non-keuangan di Amerika Serikat sejumlah 720 perusahaan. | <i>Linear Regression</i> | Penggunaan instrumen derivatif dalam upaya hedging fluktuasi nilai tukar mata uang asing berpengaruh positif terhadap <i>firm market value</i> . | Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. <i>Review of Financial Studies</i> , 243–276. |
| 4 | <i>“Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives.”</i> | Perusahaan non-keuangan di Amerika Serikat sejumlah 378 perusahaan. | <i>Linear Regression</i> | Penggunaan instrumen derivatif oleh perusahaan non-keuangan yang termasuk dalam indeks S&P 500 terbukti secara statistik dapat mengurangi <i>exchange</i> | Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. <i>Journal of</i> |

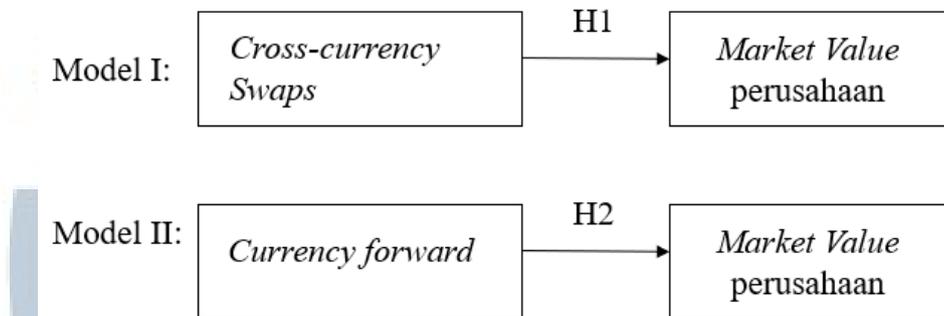
| | | | | | |
|---|--|---|-----------------------------|---|---|
| | | | | <i>rate exposure</i> yang dialami perusahaan tersebut. | <i>International Money and Finance.</i> |
| 5 | “ <i>Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?</i> ” | Perusahaan di Amerika Serikat sejumlah 425 perusahaan. | <i>Linear Regression</i> | Hanya terdapat sedikit perbedaan dalam volitalitas terhadap risiko. antara perusahaan yang menggunakan instrumen derivatif dengan perusahaan yang tidak menggunakan instrumen derivatif di Amerika Serikat. | Hentschel, L., & Kothari, S. P. (2001). Are corporations reducing or taking risks with derivatives? <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , 93–118. |
| 6 | “ <i>How much do firms hedge with derivatives?</i> ” | Perusahaan non-keuangan di Amerika Serikat sejumlah 234 perusahaan. | <i>Descriptive Research</i> | Penggunaan instrumen derivatif berperan dalam mengurangi risiko dan meningkatkan <i>firm value</i> . Namun disaat perusahaan sedang dalam keadaan fluktuasi nilai tukar mata uang, suku bunga, dan harga | Guay, W., & Kothari, S. P. (2003). How much do firms hedge with derivatives? <i>Journal of Financial Economics</i> , 423–461. |

| | | | | | |
|---|--|--|--------------------------|--|--|
| | | | | komoditas, <i>value</i> yang diberikan instrumen derivatif secara statistik tidak memberikan dampak. | |
| 7 | <i>“The Value Relevance of Derivative Disclosures by Commercial Banks: a comprehensive study of information content under SFAS Nos. 119 and 133”</i> | Bank di Amerika Serikat sejumlah 161 bank. | <i>Linear Regression</i> | Terdapat korelasi positif secara statistik antara penggunaan instrumen derivatif dengan <i>Value</i> dari perusahaan | Wang, L., Alam, P. and Makar, S. (2005), “The value-relevance of derivative disclosures by commercial banks: a comprehensive study of information content under SFAS Nos. 119 and 133”, <i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i> , 413-27. |

2.4 Model Penelitian

Berikut adalah model dari penelitian ini:

Gambar 2.1. Model Penelitian



Variabel dalam model pertama (Model I) adalah:

- Variabel independen: Penggunaan instrumen jenis *cross currency swap*
- Variabel dependen: *Market value* perusahaan

Variabel dalam model kedua (Model II) adalah:

- Variabel independen: Penggunaan instrumen jenis *currency forward contract*
- Variabel dependen: *Market value* perusahaan

2.5 Hipotesis Penelitian

Berikut adalah hipotesis dari penelitian ini:

H01: Penggunaan *cross currency swaps* tidak mempengaruhi *market value* perusahaan.

Ha1: Penggunaan *cross currency swaps* mempengaruhi *market value* perusahaan.

H02: Penggunaan *currency forward contracts* tidak mempengaruhi *market value* perusahaan.

Ha2: Penggunaan *currency forward contracts* mempengaruhi *market value* perusahaan.

