

ANALISIS PERBANDINGAN PENGGUNAAN *HEDGING* ANTARA *FORWARD CONTRACT* DENGAN *CURRENCY SWAP* UNTUK MEMINIMASI RISIKO *FOREIGN EXCHANGE*

Ni Wayan Eka Mitariani⁽¹⁾

I.B. Panji Sedana⁽²⁾

I.B. Badjra⁽³⁾

⁽¹⁾Program Pascasarjana Universitas Udayana, Bali - Indonesia

⁽²⁾⁽³⁾Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Bali - Indonesia

ABSTRAK

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui metode *hedging* yang menghasilkan nilai pendapatan yang lebih tinggi antara penggunaan *forward contract* dengan *currency swap* pada PT Nitia Kelana Indah di Denpasar serta mengetahui signifikansi perbedaan antara penggunaan *forward contract hedging* dan *currency swap hedging*. Pengujian menggunakan uji sampel berpasangan (*Paired Sample T-Test*) dan hasil penelitian menunjukkan bahwa tanpa memperhatikan nilai waktu uang, *currency swap* menghasilkan pendapatan lebih tinggi daripada *forward contract hedging* sedangkan dengan memperhatikan nilai waktu uang maka *forward contract hedging* menghasilkan nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *currency swap hedging*. Terdapat perbedaan signifikan antara metode *forward contract hedging* dan *currency swap hedging* baik dengan memperhatikan nilai waktu uang maupun tidak.

Kata Kunci : kontrak *forward*, *indung nilai*, *currency swap hedging*.

ABSTRACT

This study aims is to identifying the differences between using forward contract hedging or currency swap hedging. Paired Sample T-Test were used to answer the problems and to test the hypothesis. The findings show that without paying attention to the time value of money, currency swap hedging generated higher income value than forward contract hedging, whereas by paying attention to the time value of money, forward contract hedging generated higher income value than currency swap hedging. Significant differences were found as far as the use of forward contract hedging and currency swap hedging are concerned, both by paying or no attention to the time value of money.

Key words : *forward contract*, *hedging*, *currency swap hedging*.

PENDAHULUAN

Era globalisasi saat ini telah meningkatkan interaksi antar negara dalam berbagai bidang, termasuk di dalamnya perdagangan internasional. Menurut Madura (2000) perdagangan internasional adalah pendekatan yang konservatif yang bisa digunakan oleh perusahaan untuk mempenetrasi pasar luar negeri (dengan mengeksport) atau mendapatkan bahan baku berharga murah (dengan mengimpor). Adanya transaksi dengan mata uang yang berbeda dapat menimbulkan risiko keuangan bagi perusahaan akibat adanya perubahan nilai tukar mata uang. Menurut Levi (2001:6) bahwa risiko yang ditimbulkan dalam perdagangan internasional yaitu risiko tambahan yang paling nyata dari perdagangan internasional dibandingkan dengan perdagangan domestik ditimbulkan oleh adanya ketidakpastian kurs. Perubahan kurs yang tidak terduga memiliki dampak penting pada penjualan, harga, dan laba eksportir dan importir. Keadaan ini menyebabkan ketidakpastian bagi perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam perdagangan internasional. Secara umum risiko nilai tukar mata uang asing berhubungan dengan perubahan

nilai tukar yang tidak terduga. Lebih spesifik lagi risiko nilai tukar mata uang terjadi karena kondisi kesamaan (paritas) internasional (*international parity*) seperti paritas daya beli (*Purchasing Power Parity*) dan *International Fisher Effect*.

Konsep dari *foreign exchange exposure* menggambarkan bagaimana pengaruh nilai tukar mata uang asing berpengaruh pada perusahaan. Terdapat tiga jenis *foreign exchange exposure* yaitu, *transaction exposure*, *economic exposure*, dan *translation exposure*. *Transaction exposure*, yaitu risiko pengaruh fluktuasi kurs valas terhadap *future cash transaction*. *Economic exposure*, yaitu risiko pengaruh fluktuasi nilai mata uang asing terhadap nilai sekarang dari aliran kas di masa yang akan datang suatu perusahaan. Semua jenis transaksi yang menyebabkan terjadinya *transaction exposure* juga akan menyebabkan terjadinya *economic exposure* karena transaksi tersebut menggambarkan arus kas yang dapat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Sedangkan *translation exposure*, yaitu risiko pengaruh fluktuasi nilai mata uang asing terhadap laporan keuangan konsolidasi perusahaan.

Sistem devisa bebas (*free-floating*) yang diterapkan pemerintah Indonesia saat ini memungkinkan terjadinya fluktuasi kurs yang sangat besar. Fenomena seperti ini perlu dilakukan langkah antisipatif sehingga perusahaan dapat menghindari terjadinya risiko yang tidak menguntungkan atau sebaliknya bisa memanfaatkan peluang yang ada. Untuk itu banyak perusahaan yang bergerak pada bidang ekspor impor di suatu negara yang melakukan teknik hedging atau lindung nilai.

Fluktuatifnya nilai rupiah menimbulkan pertanyaan tentang instrumen apa yang paling tepat digunakan dunia usaha dan unit pelaku ekonomi lain sebagai sarana lindung nilai terhadap fluktuasi. Ada banyak cara untuk mengantisipasi naik turunnya nilai tukar Rupiah terhadap *hard currencies* terutama US Dollar. Salah satunya dengan menggunakan instrumen keuangan derivatif. Instrumen keuangan derivatif dapat mengantisipasi kerugian akibat fluktuasi nilai tukar mata uang dan memudahkan perhitungan biaya produksi serta membuat proyeksi arus kas secara akurat. Geczy *et al.* dalam penelitiannya yang berjudul “*Why Firms Use Currency Derivatives*” menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih besar dan batasan keuangan yang lebih ketat lebih suka menggunakan *currency derivatives*. Selain itu perusahaan yang menghadapi eksposur nilai tukar yang besar dan menginginkan skala ekonomis dalam kegiatan *hedging* juga lebih suka menggunakan *currency derivatives*.

Instrumen keuangan derivatif antara lain *forwards contracts*, *futures contracts*, *options contracts*, dan *swaps contracts*. Menurut Siahaan (2008) terdapat beberapa karakteristik dari masing-masing instrumen keuangan derivatif. Karakteristik dari *forward contract* yaitu tidak perlu transfer tunai pada awal transaksi dimana transfer tunai hanya dilakukan saat jatuh tempo, mengandung risiko kredit, kontrak dibuat sesuai dengan kebutuhan dua pihak, digunakan khusus untuk lindung nilai dan kontrak pada umumnya untuk jangka pendek. Berbeda dengan *forward contract*, pada *futures contract* diperlukan transfer tunai pada awal transaksi karena akan digunakan sebagai *margin* (jaminan), transfer tunai juga dilakukan setiap hari. *Futures contract* tidak menyediakan kontrak yang disesuaikan dengan kebutuhan kedua belah pihak namun memiliki risiko kredit yang kecil dan untuk kontrak-kontrak tertentu memiliki pasar yang lebih aktif dibandingkan dengan *forward contract*. *Futures contract* yang tersedia terutama untuk jangka waktu pendek.

Pada *options contract* kerugian maksimum dapat dibatasi, tetapi selalu terbuka kesempatan menguntungkan dari pergerakan harga dan untuk

kebutuhan lindung nilai kontrak dapat dibuat *tailor made*. Namun pembeli kontrak harus membayar premi (harga/biaya) *options* di muka dan menghadapi risiko kredit dari penjual. Sama halnya seperti *forward contract* dan *future contract*, kontrak ini opsi juga tersedia terutama untuk jangka pendek. Instrumen keuangan derivatif terakhir yaitu *swaps contract* merupakan kesepakatan saling mempertukarkan arus kas selama jangka waktu tertentu. Kontrak ini juga tersedia dalam jangka waktu menengah dan jangka panjang. Pada *swaps contract* mengandung risiko kredit namun tidak diperlukan transfer uang tunai pada awal perjanjian. Untuk kebutuhan lindung nilai juga tersedia kontrak-kontrak yang *tailor made*.

Angelina (2008) menemukan bahwa penggunaan money market hedging tidak lebih efisien dibandingkan dengan forward contract hedging. Faktor yang mempengaruhi hal tersebut adalah besarnya swap rate dan fluktuasi nilai tukar rupiah yang stabil terhadap dollar Amerika pada tahun transaksi yang diteliti.

Penelitian yang dilakukan oleh Saleh pada tahun 2006 sebagai objek penelitian adalah PT “X” Surabaya yang bergerak di bidang industri keramik yang mana sebagian bahan bakunya masih diimpor dari luar negeri khususnya negara-negara Eropa Barat. Selama ini PT “X” hanya memanfaatkan Letter of Credit (L/C) dalam memfasilitasi transaksi pembelian bahan baku dari negara Eropa tersebut. Namun berdasarkan hasil penelitian jika perusahaan melakukan *hedging* dengan *forward contract* maka perusahaan akan lebih efisien.

Allayannis dan Ofek (1997) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan menggunakan *foreign currency derivatives* dengan tujuan untuk *hedging* dan ternyata penggunaannya secara signifikan meminimalkan risiko nilai tukar yang dihadapi oleh perusahaan. Mereka juga menemukan bahwa jika keputusan untuk menggunakan *currency derivatives* bergantung pada faktor-faktor eksposur (penjualan luar negeri dan perdagangan luar negeri) dan variabel-variabel yang sebagian besar berhubungan dengan teori optimal *hedging*, sedangkan tingkat penggunaan *currency derivatives* hanya bergantung pada eksposur perusahaan melalui penjualan dan perdagangan luar negeri. Di dalam penelitiannya juga disebutkan sebagian besar sampelnya menggunakan *foreign currency derivatives* namun tidak termasuk *currency swap* karena *currency swap* banyak dilakukan oleh perusahaan namun dalam melindungi nilai utangnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Muller dan Verschoor pada tahun 2005 tujuan dari penelitian ini tidak hanya untuk menentukan mengapa perusahaan perseorangan menggunakan *foreign currency derivatives* tetapi juga menyelidiki efek-efek dari

penggunaan *foreign currency derivatives* terhadap risiko nilai tukar. Peneliti menemukan bukti kuat karena adanya skala ekonomis dalam *hedging* dan menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan Eropa menggunakan *hedging* sebagai reaksi dari *tax convexity*. Selain itu motif lainnya dari *hedging* adalah untuk menghindari *financial distress*, namun tidak ditemukan bukti motif *agency cost* dari *hedging*. Ditemukan bahwa penggunaan *foreign currency derivatives* adalah untuk *hedging* bukan untuk spekulasi. Secara statistik hanya muncul efek-efek yang lemah dari strategi *hedging* terhadap eksposur nilai tukar mata uang perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Fazillah, *et al.* yang berfokus pada hubungan secara simultan antara *hedging* melalui *forward*, *futures*, *swaps* dan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Malaysia. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan, ditemukan adanya hubungan secara simultan antara *hedging* dan struktur modal. *Hedging* mengurangi biaya *financial distress* dan meningkatkan kapasitas utang perusahaan. Perusahaan akan terbujuk untuk meminjam lebih banyak untuk mendapatkan keuntungan pajak. Namun peningkatan hutang kemudian akan meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress*, jadi perusahaan-perusahaan akan meningkatkan *hedging* untuk mengurangi peningkatan risiko.

Penelitian yang dilakukan oleh Goswami dan Shrikhande pada tahun 2007 mengemukakan bahwa eksposur ekonomi yang dihadapi perusahaan mempengaruhi strategi dan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Saat perusahaan menghadapi eksposur ekonomi yang positif, penggunaan utang dalam negeri melalui *currency swaps* lebih mendominasi dibandingkan dengan penggunaan utang luar negeri atau utang dalam negeri. Namun apabila perusahaan menghadapi eksposur ekonomi yang negatif maka penggunaan utang luar negeri lebih mendominasi. Penelitian yang mereka lakukan juga menyediakan kerangka yang tepat dalam menjelaskan penemuan-penemuan empiris yang signifikan pada penelitian sebelumnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Geczy, *et al.* pada tahun 1996 mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan menggunakan *currency derivatives* dalam rangka mendiferensiasikan antara teori-teori *hedging* yang ada dan tingkah laku *hedging*. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih besar dan batasan keuangan yang lebih ketat lebih suka menggunakan *currency derivatives*. Selain itu perusahaan yang menghadapi eksposur nilai tukar yang besar dan

menginginkan skala ekonomis dalam kegiatan *hedging* juga lebih suka menggunakan *currency derivatives*. Dan terakhir sumber eksposur nilai tukar merupakan faktor yang penting dalam memilih tipe *currency derivatives* yang akan digunakan.

Kerangka konseptual dari penelitian ini berawal dari adanya perdagangan internasional. Suatu perusahaan yang melakukan perdagangan internasional tidak dapat menghindari risiko *foreign exchange*. Bahkan perusahaan yang tidak melakukan perdagangan internasional pun secara tidak langsung akan terpengaruh dengan risiko *foreign exchange*. Hal ini dikarenakan adanya perubahan kurs valuta asing yang mempengaruhi permintaan dan penawaran di dalam negeri sehingga akan berpengaruh pula terhadap *cash flow* perusahaannya.

Dalam penelitian ini teknik *hedging* yang digunakan adalah *forward contract hedging* dan *currency swap*. *Forward contract hedging* telah diterapkan oleh PT. Nitia Kelana Indah untuk melindungi pendapatannya. Sedangkan *currency swap* merupakan teknik yang dapat digunakan oleh perusahaan sebagai pembanding untuk mengetahui teknik mana yang bisa memberikan nilai pendapatan yang lebih tinggi.

Alasan *currency swap* digunakan sebagai pembanding yaitu karena *currency swap* banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang berkepentingan melakukan *hedging*. Selain itu beberapa kelebihan dari *currency swap* antara lain, tidak perlu transfer tunai pada awal transaksi, tidak ada biaya premi yang dibayar di muka serta kontrak dapat dibuat berdasarkan kebutuhan pihak-pihak yang berkepentingan (*tailor made*).

Menurut Sembel dan Fardiansyah (2002) dengan sedikit kreativitas dan modifikasi kita bisa menemukan banyak situasi untuk menerapkan *swap* dengan pola *win-win* dalam mengendalikan risiko finansial. Selain itu di dunia perbankan *currency swap* merupakan produk yang banyak ditawarkan kepada nasabahnya, jadi tidak sulit untuk melakukan kontrak *currency swap*.

Siahaan (2008) juga menyebutkan karena ciri khusus jatuh temponya panjang, fleksibel dan likuiditasnya tinggi membuat *swap* menjadi pilihan yang menarik dibandingkan dengan teknik *hedging* lainnya seperti *forward*, *futures*, dan *options*. Penelitian yang dilakukan oleh Allayannis dan Ofek (1997) menyebutkan bahwa teknik *currency swap* banyak digunakan *hedging* namun sebagian besar untuk melindungi nilai hutangnya. Penelitian yang dilakukan Goswami dan Shrikhande menyatakan semakin besar eksposur ekonomi yang dihadapi perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan *currency swap*.

Setelah didapatkan perhitungan dengan teknik *forward contract hedging* dan *currency swap* maka akan dilakukan uji beda dua rata-rata untuk mengetahui signifikansi perbedaannya. Pembahasan hasil uji tersebut akan menjawab rumusan masalah dan melengkapi hasil penelitian ini.

Hipotesis pertama dalam penelitian ini, *Currency swap hedging* menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *forward contract hedging*.

Hipotesis kedua terdapat perbedaan signifikan rata-rata nilai pendapatan dengan menggunakan *currency swap hedging* dengan *forward contract hedging*.

METODE

Objek penelitian ini adalah nilai pendapatan yang dihasilkan antara penggunaan *forward contract hedging* dan *currency swap* untuk meminimasi risiko *foreign exchange* pada PT. Nitia Kelana Indah. Lokasi penelitian ini yaitu PT. Nitia Kelana Indah di Denpasar.

Variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini antara lain nilai pendapatan, tingkat bunga, jangka waktu kontrak dan *rate/tingkat harga*.

Definisi Operasional Variabel meliputi: pertama, Nilai pendapatan. Nilai Pendapatan adalah besarnya pendapatan yang diterima oleh PT. Nitia Kelana Indah dengan menggunakan teknik *Forward Contract Hedging* dan *Currency Swap* selama periode Juli 2008-Juni 2009 dalam rupiah. Nilai pendapatan perusahaan menggunakan teknik *forward contract hedging* diperoleh dengan mengalikan *forward rate* dengan nilai penjualan. Nilai pendapatan dengan menggunakan teknik *currency swap* diperoleh dengan mengalikan kurs *spot* dengan nilai penjualan ditambah dengan bunga sesuai dengan jangka waktu kontrak.

Kedua, tingkat bunga. Tingkat bunga adalah besarnya bunga yang diperoleh dengan menggunakan teknik *Forward Contract Hedging* dan *Currency Swap*. Tingkat bunga yang menjadi acuan dalam penelitian ini yaitu SBI (bulanan) dan bunga *The Fed* (bulanan) selama periode penelitian berlangsung (Juli 2008- Juni 2009) dalam persen.

Ketiga, jangka waktu. Jangka waktu adalah lamanya (periode) waktu dalam kontrak yang dilakukan oleh PT. Nitia Kelana Indah dengan customernya. Jangka waktu kontrak yang dilakukan yaitu selama 3 bulan.

Keempat, *rate/tingkat harga*. *Rate/tingkat harga* adalah tingkat harga yang ditetapkan/disepakati dalam kontrak oleh kedua belah pihak dalam rupiah selama periode penelitian (Juli 2008-Juni 2009).

Analisis data dilakukan dengan menggunakan uji beda dua rata-rata. Uji beda dua rata-rata digunakan untuk mengetahui signifikansi perbedaan antara rata-

rata nilai pendapatan menggunakan *forward contract hedging* dengan *currency swap*. Dalam penelitian proses pengolahan data akan dilakukan menggunakan SPSS dengan melakukan uji sampel berpasangan (*Paired Sample T-Test*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penentuan teknik *hedging* yang lebih menguntungkan untuk digunakan maka terlebih dahulu dilakukan perhitungan nilai pendapatan yang akan diperoleh dengan menggunakan teknik *currency swap*.

Untuk menghitung nilai pendapatan berdasarkan teknik *currency swap* terdapat beberapa indikator yang mempengaruhi yaitu jangka waktu kontrak, kurs *spot* (*spot exchange rate*), tingkat bunga dalam negeri (*home interest rate*), dan tingkat bunga luar negeri (*foreign interest rate*).

Dalam *currency swap* terjadi pertukaran dua arus kas yang berbeda menggunakan dua mata uang yang berbeda atau terjadi dua pokok pinjaman secara konkret. Selain itu pihak-pihak yang terlibat juga harus membayar bunga berdasarkan bunga pada masing-masing mata uang selama swap berlangsung. Jadi dalam *currency swap* terdapat tiga tahapan yaitu pertukaran awal dari jumlah pokok, pembayaran bunga, dan pembayaran kembali jumlah pokoknya.

Tahapan-tahapan dalam *currency swap* tersebut tidak bersifat baku karena Sembel dan Fardiansyah (2002) mengemukakan bahwa pertukaran awal dari jumlah pokok bukanlah merupakan suatu kewajiban atau tidak selalu dilakukan, yang selalu dilakukan hanya pertukaran jumlah pokok saat *currency swap* jatuh tempo. Hal senada juga dikemukakan oleh Siahaan (2008) yang mengatakan bahwa tidak perlu ada transfer tunai pada awal perjanjian.

Dalam penelitian ini akan dilakukan dua perhitungan terhadap nilai pendapatan dengan menggunakan teknik *currency swap hedging*. Perhitungan pertama dilakukan dengan mempertimbangkan tidak adanya pertukaran sejumlah pokok (arus kas) pada awal perjanjian atau seandainya pun ada perusahaan diasumsikan memiliki cadangan dana untuk melakukan pertukaran jumlah pokok pada awal perjanjian dan tidak memperhitungkan nilai waktu dari uang. Sedangkan perhitungan kedua dilakukan dengan mempertimbangkan adanya pertukaran sejumlah pokok (arus kas) pada awal perjanjian dan memperhitungkan nilai waktu dari uang.

Pada perhitungan pertama nilai pendapatan diperoleh dengan mengalikan *spot exchange rate* dengan sejumlah pokok kemudian ditambah dengan bunga. Besarnya jumlah pokok disesuaikan dengan nilai penjualan pada tanggal yang sama saat perjanjian

currency swap dilakukan. *Spot exchange rate* dan tingkat bunga yang diberikan juga disesuaikan dengan *rate* dan bunga yang berlaku pada saat itu. Karena nilai pendapatan PT. Nitia Kelana Indah dalam mata uang rupiah maka tingkat bunga yang dijadikan sebagai acuan adalah SBI. Dalam perhitungan ini bunga diterima pada saat jatuh tempo.

Data yang dihimpun perusahaan memperlihatkan bahwa nilai pendapatan rata-rata tertinggi dari *currency swap hedging* yang dilakukan PT. Nitia Kelana Indah periode Juli 2008 – Juli 2009 terjadi pada bulan Pebruari 2009 yaitu sebesar Rp. 154.372.177 sedangkan nilai pendapatan rata-rata terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 sebesar Rp. 91.985.832. Nilai pendapatan maksimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Maret 2009 sebesar Rp. 263.503.352. Nilai pendapatan minimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Oktober 2008 yaitu sebesar Rp. 42.153.149. Standar deviasi terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 yaitu sebesar Rp. 29.017.933, sedangkan tertinggi terjadi pada bulan Juli 2009 yaitu Rp. 79.012.709.

Nilai pendapatan rata-rata tertinggi selama periode penelitian terjadi pada bulan Pebruari 2009 yaitu sebesar Rp. 154.372.177. Data yang dihimpun juga menunjukkan rata-rata tingkat bunga yang diperoleh tergolong rendah dibandingkan bulan-bulan sebelumnya yaitu hanya 8,4%. Namun penyebab utama tingginya pendapatan rata-rata pada bulan Pebruari 2009 karena rata-rata nilai penjualan pada bulan ini paling tinggi yaitu sebesar US\$ 12,772, dan rata-rata *spot exchange rate* juga tinggi yaitu Rp. 11.823 per US\$. Sedangkan nilai pendapatan rata-rata terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 yaitu sebesar Rp. 91.985.832. Meskipun rata-rata tingkat bunga pada bulan tersebut tinggi yaitu 9%, namun rata-rata penjualannya paling rendah yaitu US\$ 9,808 dan rata-rata *spot exchange rate* juga rendah yaitu Rp. 9.174 per US\$.

Nilai pendapatan maksimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Maret 2009 sebesar Rp. 263.503.352. Meskipun rata-rata tingkat bunga yang diberikan hanya 7,8% namun nilai penjualannya yang cukup tinggi yaitu sebesar US\$ 22,383 dan rata-rata *spot exchange rate* tertinggi juga terjadi pada bulan tersebut yaitu sebesar Rp. 11.897 per US\$. Jadi dapat dilihat bahwa tingginya nilai penjualan serta rata-rata *spot exchange rate* pada bulan Maret 2009 merupakan faktor yang sangat berpengaruh terhadap tingginya nilai pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan.

Nilai pendapatan minimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Oktober 2008

yaitu sebesar Rp. 42.153.149. Rata-rata tingkat bunga tertinggi terjadi pada bulan ini yaitu sebesar 9,5%, namun hal ini tidak cukup berpengaruh terhadap nilai pendapatan karena nilai penjualan terendah terjadi pada bulan ini yaitu sebesar US\$ 4,350 dengan rata-rata *spot exchange rate* juga cukup rendah yaitu Rp. 9.879 per US\$. Jadi berdasarkan data-data tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai penjualan dan *spot exchange rate* sangat berpengaruh terhadap nilai pendapatan.

Pada perhitungan kedua dipertimbangkan terjadinya pertukaran sejumlah pokok (arus kas) pada awal perjanjian. Sebagai ilustrasi PT. Nitia Kelana Indah mengadakan pertukaran arus kas dengan pihak bank sebagai perantara dimana PT. Nitia Kelana Indah menyetorkan sejumlah pokok dalam mata uang rupiah kepada pihak bank dan pihak bank akan memberikan sejumlah pokok dalam mata uang US dollar. Besarnya jumlah pokok yang disetorkan oleh PT. Nitia Kelana Indah disesuaikan dengan nilai penjualan yang terjadi dengan pelanggannya pada tanggal tersebut dan nilai tukarnya ditentukan berdasarkan kurs *spot* saat itu.

Proses untuk mendapatkan nilai pendapatan pada perhitungan kedua hampir sama dengan perhitungan pertama yaitu dengan mengalikan *spot exchange rate* dengan sejumlah pokok kemudian ditambah dengan bunga. Namun pada proses ini akan dilakukan perhitungan terhadap nilai waktu dari uang. Oleh karena itu nilai pendapatan yang diperoleh pada saat jatuh tempo harus di-*present value*. Atau dengan kata lain nilai pendapatan pada perhitungan kedua ini merupakan *present value* dari perhitungan pertama. Nilai pendapatan rata-rata tertinggi dari *currency swap hedging* yang dilakukan PT. Nitia Kelana Indah periode Juli 2008 – Juli 2009 terjadi pada bulan Pebruari 2009 yaitu sebesar Rp. 151.194.5297 sedangkan nilai pendapatan rata-rata terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 sebesar Rp. 89.956.559. Nilai pendapatan maksimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Maret 2009 sebesar Rp. 258.463.216. Nilai pendapatan minimum perusahaan selama periode penelitian terjadi pada bulan Oktober 2008 yaitu sebesar Rp. 41.193.195. Standar deviasi terendah terjadi pada bulan Agustus 2008 yaitu sebesar Rp. 28.370.621, sedangkan tertinggi terjadi pada bulan Juli 2009 yaitu Rp. 77.645.963.

Pengujian hipotesis 1 bertujuan untuk mengetahui metode *hedging* yang menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi antara penggunaan *forward contract* dan *currency swap* pada PT Nitia Kelana Indah. Pada pengujian hipotesis ini akan dilakukan dua kali perhitungan dengan asumsi pada pengujian pertama tidak diperhatikan nilai waktu dari uang (*time value of money*) dalam penggunaan

metode *currency swap*. Jadi diasumsikan bahwa tidak terjadi pertukaran sejumlah pokok (arus kas) pada awal perjanjian *currency swap*. Sehingga pengujian dilakukan dengan membandingkan antara rata-rata nilai pendapatan per bulan dengan menggunakan metode *forward contract* dengan rata-rata nilai pendapatan per bulan menggunakan *currency swap*.

Pada pengujian kedua diasumsikan adanya kewajiban untuk melakukan pertukaran sejumlah pokok (arus kas) pada awal perjanjian *currency swap*

sehingga perlu diperhatikan nilai waktu dari uang (*time value of money*). Jadi pengujian dilakukan dengan membandingkan antara rata-rata nilai pendapatan per bulan dengan menggunakan metode *forward contract* dengan rata-rata nilai pendapatan per bulan menggunakan *currency swap* yang sudah di-*present value*.

Kedua pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji beda dua rata-rata. Teknik uji beda dua rata-rata yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Paired Sample T-test*.

Tabel 1 . Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata Antara *Forward Contract Hedging* dengan *Currency Swap Hedging* Pada PT. Nitia Kelana Indah

| | | Paired Samples Statistics | | | | |
|--------|---------|---------------------------|----|----------------|-----------------|--|
| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean | |
| Pair 1 | Forward | 121212837 | 12 | 17292915.9 | 4992035 | |
| | Swap | 121757323 | 12 | 17168192.4 | 4956030 | |

| | | Paired Samples Test | | | | | | | |
|--------|----------------|---------------------|----------------|-----------------|--|---------|--------|----|-----------------|
| | | Paired Differences | | | 95 % Confidence Interval of the Difference | | t | df | Sig. (2-tailed) |
| | | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 | Forward - Swap | -544486 | 191733.73422 | 55348.76 | -666308 | -422665 | -9.837 | 11 | .000 |

Sumber : Hasil pengolahan data penelitian

Tabel 2 . Hasil Uji Beda Dua Rata-Rata antara *Forward Contract Hedging* dengan *Currency Swap Hedging* (dengan Memperhatikan Nilai Waktu Uang) Pada PT. Nitia Kelana Indah

| | | Paired Samples Statistics | | | |
|--------|---------|---------------------------|----|----------------|-----------------|
| | | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
| Pair 1 | Forward | 121212837 | 12 | 17292915.9 | 4992035 |
| | Swap PV | 119224247 | 12 | 16940803.33 | 4890389 |

Sumber : Hasil pengolahan data penelitian

Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum pada Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai *mean forward contract hedging* lebih kecil daripada nilai *mean currency swap hedging* dan t hitung bernilai negative. Artinya bahwa rata-rata nilai pendapatan yang dihasilkan melalui *currency swap hedging* lebih tinggi daripada rata-rata nilai pendapatan melalui *forward contract hedging*.

Hasil pengujian kedua disajikan pada Tabel 2 Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum pada

Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai *mean forward contract hedging* lebih tinggi daripada nilai *mean currency swap hedging* dan t hitung bernilai positif. Artinya bahwa rata-rata nilai pendapatan yang dihasilkan melalui *forward contract hedging* lebih tinggi daripada rata-rata nilai pendapatan melalui *currency swap hedging*.

Pengujian hipotesis 2 bertujuan untuk mengetahui signifikansi perbedaan antara metode *hedging* yang digunakan yaitu *forward contract* dan *currency swap*. Pengujian hipotesis 2 ini juga

menggunakan uji beda dua rata-rata yaitu *Paired Sample T-test*.

Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada Tabel 1 dan Tabel 2. Pada kedua tabel tersebut terlihat bahwa tingkat signifikansi (*level of significance*) yang dihasilkan bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang disyaratkan yaitu 0,05, dengan demikian H_0 ditolak. Artinya dengan memperhatikan nilai waktu dari uang maupun tidak, terdapat perbedaan yang signifikan antara nilai pendapatan yang diperoleh melalui *forward contract hedging* dengan *currency swap hedging*.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan *paired sample t-test* menunjukkan bahwa tanpa memperhatikan nilai waktu dari uang (*time value of money*) penggunaan *currency swap hedging* menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *forward contract hedging*. Hal ini dapat dilihat dari nilai *mean currency swap hedging* yaitu 121.757.323 lebih tinggi dari nilai *mean forward contract hedging* yaitu 121.212.837. Selain itu t yang dihasilkan juga bernilai negatif yaitu sebesar -9.837. Ini artinya jika pada awal perjanjian *currency swap* tidak terjadi pertukaran jumlah pokok (arus kas) atau jika perusahaan melakukan pertukaran jumlah pokok (arus kas) namun tidak melakukan perhitungan terhadap nilai waktu dari uang maka akan didapatkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan *currency swap hedging*.

Dengan memperhatikan nilai waktu dari uang (*time value of money*) penggunaan *forward contract hedging* menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *currency swap hedging*. Hasil ini dapat dilihat dari nilai *mean forward contract hedging* yaitu 121.212.837 lebih tinggi dari nilai *mean currency swap hedging* yaitu 119.224.247. Selain itu t yang dihasilkan bernilai positif yaitu sebesar 17,158. Artinya jika pada awal perjanjian *currency swap* dipertimbangkan / adanya kewajiban untuk melakukan pertukaran sejumlah pokok (arus kas) maka perusahaan akan memperoleh rata-rata nilai pendapatan yang lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata nilai pendapatan dengan menggunakan *forward contract hedging*.

Goswami dan Shrikhande menyatakan semakin besar eksposur ekonomi yang dihadapi perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan *currency swap*. Dengan demikian hasil pengujian pertama (tanpa memperhatikan nilai waktu dari uang) mendukung pendapat Goswami dan Shrikhande karena memang terbukti bahwa *currency swap hedging* memberikan hasil yang baik. Hal berbeda diungkapkan oleh Siahaan (2008) yang menyatakan bahwa *currency swap hedging* kurang baik

dilakukan untuk jangka pendek namun baik dilakukan untuk jangka panjang serta Madura (2000) yang mengklasifikasikan *currency swap hedging* sebagai teknik yang digunakan untuk meng--*hedge exposure* jangka panjang. Hasil yang ditunjukkan pada pengujian pertama (tanpa memperhatikan nilai waktu dari uang) bertentangan dengan apa yang diungkapkan oleh Siahaan dan Madura karena ternyata *currency swap hedging* mampu menghasilkan nilai yang lebih baik dalam jangka pendek. Namun hasil yang ditunjukkan pada pengujian kedua (dengan memperhatikan nilai waktu dari uang) mendukung pernyataan Siahaan dan Madura bahwa *currency swap hedging* lebih baik digunakan untuk jangka pendek.

Allayannis dan Ofek (1997) mengemukakan bahwa tingkat penggunaan *currency derivatives* hanya bergantung pada eksposur perusahaan melalui penjualan dan perdagangan luar negeri. Di dalam penelitiannya juga disebutkan sebagian besar sampelnya menggunakan *foreign currency derivatives* namun tidak termasuk *currency swap* karena *currency swap* banyak dilakukan oleh perusahaan namun hanya dalam melindungi nilai utangnya. Hal tersebut mengindikasikan perusahaan-perusahaan tersebut mungkin menganggap *currency swap* kurang efisien atau tidak sesuai jika digunakan untuk meng*hedge* piutangnya. Namun hasil pengujian pertama (tanpa memperhatikan nilai waktu uang) dalam penelitian ini menunjukkan perbedaan karena terbukti *currency swap* mampu digunakan untuk meng*hedge* piutangnya dan memberikan hasil yang baik.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan *paired sample t-test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata nilai pendapatan yang diperoleh melalui *forward contract hedging* dan *currency swap hedging*. Hal ini ditunjukkan pada kolom *sig. (2 tailed)/level of significance* pada Tabel 1 dan Tabel 2 yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang disyaratkan yaitu 0,05.

Dengan memperhatikan nilai waktu dari uang maupun tidak, terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata nilai pendapatan yang diperoleh melalui *forward contract hedging* dengan *currency swap hedging*. Melalui penggunaan *currency swap hedging* perusahaan mempunyai keuntungan dengan memperoleh pendapatan berupa bunga (majemuk) pada saat jatuh tempo. Hal tersebut yang menyebabkan rata-rata nilai pendapatan melalui *currency swap hedging* secara signifikan lebih tinggi dari nilai pendapatan melalui *forward contract hedging*. Sedangkan tanpa memperhatikan nilai waktu dari uang nilai pendapatan yang diperoleh dengan menggunakan metode *currency swap dipresent value*. Hal ini

menyebabkan rata-rata nilai pendapatan melalui *currency swap hedging* secara signifikan lebih rendah dari nilai pendapatan melalui *forward contract hedging*. Artinya dengan memperhatikan nilai waktu dari uang maupun tidak, terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata nilai pendapatan yang diperoleh melalui *forward contract hedging* dengan *currency swap hedging*. Perbedaan ini disebabkan oleh adanya penerimaan bunga dan perhitungan *present value*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan penelitian dapat diuraikan sebagai berikut, Pada perhitungan pertama (tanpa memperhatikan nilai waktu dari uang) penggunaan *currency swap hedging* menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *forward contract hedging*. Hal ini ditunjukkan oleh t yang dihasilkan bernilai negatif (-16,833) nilai *mean currency swap hedging* yaitu 121.757.323 lebih tinggi dari nilai *mean forward contract hedging* yaitu 121.212.837. Selain itu t yang dihasilkan juga bernilai negatif yaitu sebesar -9.837. Pada perhitungan kedua (memperhatikan nilai waktu dari uang) penggunaan *forward contract hedging* menghasilkan rata-rata nilai pendapatan yang lebih tinggi daripada *currency swap hedging*. Hasil ini dapat dilihat dari nilai *mean forward contract hedging* yaitu 121.212.837 lebih tinggi dari nilai *mean currency swap hedging* yaitu 119.224.247. Dan t yang dihasilkan bernilai positif yaitu sebesar 17,158. Terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata nilai pendapatan dengan menggunakan metode *forward contract hedging* dan *currency swap hedging*. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikansi yang dihasilkan yaitu 0,00 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang disyaratkan yaitu 0,05.

Berdasarkan uraian kesimpulan di atas, maka saran dalam penelitian ini adalah penelitian berikutnya, pada periode penelitian ini (Juli 2008 - Juni 2009) fluktuasi nilai tukar rupiah relatif stabil. Pada penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga diharapkan bisa memberikan gambaran yang lebih jelas dan kuat mengenai *currency swap hedging*. Penelitian berikutnya dapat menggunakan teknik *hedging* yang berbeda dari penelitian ini atau dapat menggunakan lebih dari dua teknik. Teknik *hedging* yang belum digunakan dalam

penelitian ini yaitu *future contract hedging*, *money market hedging*, dan *options*.

PT. Nitia Kelana Indah dapat menggunakan teknik *currency swap hedging* apabila pada awal perjanjian tidak ada kewajiban bagi perusahaan untuk melakukan penukaran sejumlah pokok (arus kas). Namun apabila pada awal perjanjian perusahaan diwajibkan melakukan pertukaran arus kas sebaiknya perusahaan memperhitungkan nilai waktu uang dan hanya melakukan *currency swap hedging* jika memiliki likuiditas yang tinggi atau cadangan dana untuk *currency swap hedging*.

REFERENSI

- Allayannis, George., Eli Ofek. 1997. Exchange Rate Exposure, Hedging and The Use of Foreign Currency Derivatives, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, Iss.2, 273-296.
- Angelina, Feti Sisca. 2008. "Analisis Perbandingan Penggunaan *Forward Contract Hedging* dengan *Money Market Hedging* Dalam Pembayaran Hutang Impor PT. PINDAD (Persero)".
- Geczy, Christopher. *Et al.* 1996. Why Firms Use currency Derivatives. *The Journal of Finance* 52, pp. 1323-1354.
- Goswami, Gautam. *et al.* 2007. Economic Exposure and Currency Swaps, *Journal of Applied Finance*, Vol 17, Iss.2, pg. 62.
- Levi, Maurice D., 2001, *Keuangan Internasional*, Edisi Pertama (Diterjemahkan oleh Handoyo Prasetyo), Yogyakarta : Andi Yogyakarta.
- Madura, Jeff, 2000, *Manajemen Keuangan Internasional*, Edisi Keempat (Diterjemahkan oleh Emil Salim), Jakarta : Erlangga.
- Madura, Jeff, 2003, *International Financial Management*, USA : South Western, Thomson Learning.
- Muller, Aline, Willem F.C. Verschoor. 2005. The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure.
- Sembel, Roy, Tedy Fardiansyah, 2002, *Sekuritas Derivatif: Madu atau Racun?*, Edisi Pertama, Jakarta : Salemba Empat
- Siahaan, Hinsa, 2008, *Seluk-Beluk Perdagangan Instrumen Derivatif*, Cetakan Pertama, Jakarta : PT. Elex Media Komputindo.