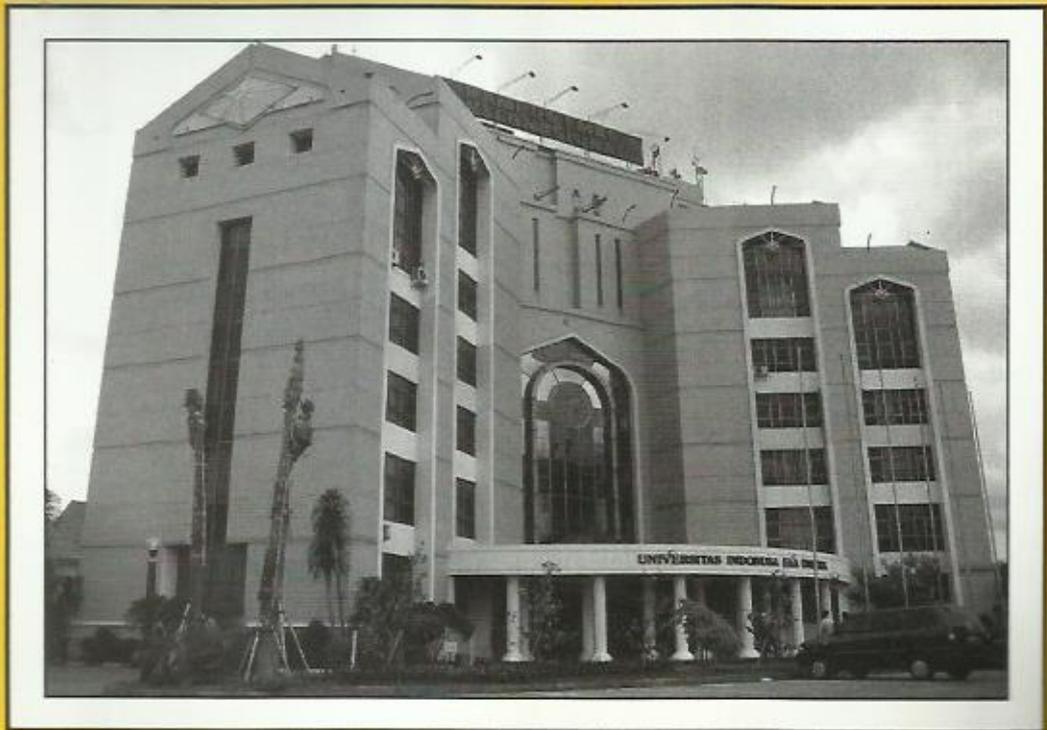




**MEDIA ILMIAH
INDONESIA
*Seri : EKONOMI***

Edisi IX No. 1, Mei 2004
Akreditasi No. 22 / DIKTI / Kep / 2002



Diterbitkan oleh LPPM - UIEU
ISSN - 0853 - 8522

DAFTAR ISI

Daftar Isi	i
Pengantar Redaksi	ii
Karakteristik Akuntansi Koperasi Dan Perlakuan Akuntansi Terhadap Ekuitas Koperasi	
<i>Rudianto</i>	1
Implikasi <i>Currency Board System (CBS)</i> Bagi Dunia Perbankan	
<i>Sapto Jumono</i>	19
Pengaruh Karakteristik Klien Terhadap Keputusan Risiko Litigasi Auditor, Dan Bukti Audit	
<i>Maslichah</i>	31
Strategi "<i>Benchmarking</i>" Pengukuran Kinerja Perusahaan Dibandingkan Perusahaan Lain	
<i>M.F. Arrozi Adhikara</i>	41
Instrumen Derivatif Sebagai Alternatif Investasi	
<i>Eka Bertuah</i>	55
Kepuasan Pelanggan Sebagai Indikator Kinerja Perusahaan	
<i>R.A. Nurlinda</i>	66
Peranan Tenaga Kerja Wanita Pada Usahatani Kentang Di Kecamatan Keliling Danau Kab. Kerinci Prop. Jambi	
<i>Denny Denmar</i>	83
Kinerja Dosen : Survei Dosen Univ. Indonusa Esa Unggul	
<i>Lia Amalia</i>	102
Penerapan Konsep <i>The Life Cycles Income Hypothesis</i> (<i>TLCH</i>) Dalam Mengukur Fungsi Konsumsi	
<i>Hasyim</i>	149
Penerapan CRM Di Perguruan Tinggi dan Pengukuran Ke Efektifannya dengan menggunakan Metode E-Serqual	
<i>Anef Kusuma</i>	160
Pedoman Penulisan	

INSTRUMEN DERIVATIF SEBAGAI ALTERNATIF INVESTASI

Eka Bertuah*

Abstrak

Instrumen Instrumen derivatif bisa diternakikan sebagai pisau bermata dua. Mata pisau pertama adalah hedging sebagai sarana lindung nilai, mata pisau kedua adalah spekulasi sebagai sarana profit seeking dengan konsekuensi risiko. Transaksi derivatif, yang diharapkan dapat menggugah minat investor lokal ataupun asing untuk bertransaksi di pasar domestik, mengandung potensi resiko yang sangat tinggi. Diperlukan pemahaman, keahlian dan analisis yang cukup untuk ikut bertransaksi pada instrumen derivatif.

Keywords

instrumen derivatif, forward contract, future contract options, swap

Pendahuluan

Sekuritas *derivatif* merupakan sekuritas yang nilainya tergantung dari dasar lain yang lebih elementer. Contoh dari sekuritas *derivatif* adalah opsi (*options*), kontrak terjangka (*Forward/Future Contracts*) dan Swaps. Assets dasar yang berhubungan dengan *derivatif* bisa merupakan saham, obligasi, valas, komoditas, bahkan indeks harga pasar seperti indeks harga saham.

Apabila seseorang ditanya tentang sekuritas *derivatif*, kemungkinan besar banyak orang akan menjawab tidak tahu atau kalau tahu maka persepsi yang muncul adalah negatif. Persepsi negatif ini umumnya timbul karena pemberitahuan satu sisi tentang kerugian besar yang dialami banyak perusahaan akibat berkecimpung dalam dunia sekuritas *derivatif*. Tidak heran bila sekuritas *derivatif* mendapat reputasi buruk.

Ambil contoh *Barings*, *merchant* bank tertua asal Inggris, yang bangkrut oleh karena transaksi *derivatif* yang dilakukan oleh *General Manager Barings Futures Singapore* yaitu *Nick Leeson*, terlalu berani main sekuritas *derivatif options* dan *futures* terhadap indeks ekuiti *Nikkei 225*. Aktivitas agresif dari *Nick Leeson* membuat *Barings* bangkrut pada akhir bulan Februari 1995.

Perusahaan pembuat kartu ucapan *Gibson's Greetings* hampir saja harus mengucapkan selamat tinggal pada dunia bisnis akibat aktivitasnya mencoba kombinasi *Swaps* dan *Options*.

Perusahaan *consumers goods Procter & Gamble* juga sempat terpojok yang membuat *Orange County* di *California* terpaksa harus mengumumkan kebangkrutannya pada bulan Desember 1994. Bendaharanya – *Robert Citron* – terjatuh dalam transaksi *derivatif* yang cukup rumit. Billiunan dolar AS habis dari portofolio asset *Orange Country* akibat serangkaian transaksi yang mengandung *derivatif forward contract* dan instrumen *exotic* hasil rekayasa finansial (*financial engineering*).

Spekulasi vs Lindung Nilai (*Hedging*)

Sisi yang nampak mencuat dalam pemberitaan di media massa tentang sekuritas *derivatif* adalah sisi spekulasinya. Sementara itu, manfaat dari penggunaan sekuritas *derivatif* untuk program lindung nilai tidak terlalu disorot. Nampaknya sisi transaksi lindung nilai dari sekuritas *derivatif* bukanlah bahan berita yang sensasional, sehingga kurang laris untuk pemberitaan populer.

Yang dimaksud dengan lindung nilai adalah penggunaan transaksi di pasar *derivatif* sebagai proteksi terhadap posisi asset yang telah ada atau yang mungkin

terrealisasi di masa depan. Dalam lindung nilai, pengguna derivatif biasanya mengambil posisi yang berlawanan dengan posisi natural yang dihadapinya pada asset dasarnya. Dengan mengambil posisi yang berlawanan ini, kerugian yang terjadi pada satu posisi dapat ditutup dengan keuntungan yang diperoleh dari posisi sebaliknya. Lindung nilai biasanya dijalankan sebagai bagian dari program manajemen risiko finansial. Melalui lindung nilai, potensi variasi hasil atau nilai dari suatu asset bisa dikurangi dan kemungkinan untuk mengalami kerugian besar bisa dihindari atau paling sedikit bisa dikurangi secara drastis.

Lindung Nilai dengan *Options*

Options adalah suatu kontrak yang memberikan hak (bukan kewajiban) kepada pemegangnya untuk membeli (*call options*) atau menjual (*put options*) sejumlah tertentu dengan harga tertentu. Pada saat penandatanganan *options*, pembeli *options* membayar premium sebagai ganti hak yang diberikan oleh penjual *options* kepadanya. Satu karakteristik penting dari *options* memiliki hak, bukan kewajiban. Artinya, pemegang *options* tidak harus menggunakan haknya. Ia boleh membiarkan haknya kadaluwarsa (*expired*) tanpa digunakan. Fleksibilitas ini membuat *options* menjadi alat lindung nilai yang menarik bila belum ada kepastian tentang perlu atau tidaknya diadakan lindung nilai terhadap suatu asset. Ketidak pastian ini bisa disebabkan karena asset yang perlu dilindunginya belum tentu jadi dikuasai perusahaan.

Contoh Kasus *Options*

Sebagai contoh, misalkan sebuah perusahaan ikut tender di luar negeri, misalnya Thailand, untuk memasok suatu komoditi pertanian, misalnya 1000 ton kopi. Pengumuman tender baru dilaksanakan tiga bulan dari sekarang. Dalam proposal tender, perusahaan harus menspesifikasi harga penawarannya dalam mata uang Baht. Bila perusahaan itu menang tender, maka ia akan mendapat bayaran pada saat itu juga (saat pengumuman pemenang) sesuai dengan jumlah yang ditawarkan dalam proposal tendernya. Pembayaran menggunakan mata uang

asing, misalnya Baht Thailand. Pada hal komoditi pertanian yang harus dipasok harus dibayar oleh perusahaan pada saat yang sama (tiga bulan dari sekarang) dalam mata uang rupiah. Dalam kasus ini, bila perusahaan menang tender, maka perusahaan menghadapi risiko fluktuasi kurs Baht-Rupiah, dan risiko kenaikan harga komoditi pertanian yang akan dipasok. Namun demikian, masih belum ada kepastian apakah perusahaan itu akan menang tender atau tidak. Jadi belum ada kepastian bahwa perusahaan akan menerima Baht atau akan perlu membeli 1000 ton kopi.

Dalam kasus ini, manajemen risiko dengan options sangat cocok untuk diterapkan. Untuk lindung nilai terhadap kemungkinan mengalami risiko fluktuasi Baht, perusahaan bisa membeli *put options* terhadap Baht dengan masa jatuh tempo tiga bulan dari sekarang. Artinya perusahaan membeli hak untuk menjual Baht tiga bulan dari sekarang dengan kurs yang ditentukan pada saat ini. Selanjutnya, perusahaan juga perlu membeli *call options* untuk membeli komoditi kopi dengan harga tertentu dan masa jatuh tempo tiga bulan dari sekarang.

Bila ternyata tidak jadi menang tender, perusahaan tidak perlu menggunakan haknya untuk menjual Baht dan membeli kopi. Hak dari *put options* (untuk menjual Baht dengan harga tertentu) ini baru akan digunakan bila ternyata perusahaan menang tender dan kurs Baht melemah dibawah harga jual yang dispesifikasi pada *put options*. Hak dari *call options* (untuk membeli kopi dengan harga tertentu) baru akan digunakan bila perusahaan menang tender dan harga kopi naik melebihi harga perkiraan semula seperti terpatok dalam *call options*.

Jadi, dengan membeli *options*, perusahaan dapat melindungi margin labanya dari risiko pergerakan kurs dan mempunyai fleksibilitas untuk tidak menggunakan hak jual Baht atau beli kopinya bila ternyata perusahaan tidak jadi menang tender. Pada prinsipnya, bila ada kemungkinan usaha seseorang terkena risiko fluktuasi harga asset dasar, namun belum pasti bahwa orang tersebut akan memiliki asset dasar itu, strategi pembelian *options* merupakan alternatif yang perlu dipikirkan secara serius untuk program lindung nilai.

Lindung Nilai dengan *Forward contract*

Forward contract adalah kontrak antara dua pihak untuk menjual/membeli sejumlah tertentu dari suatu asset dasar dengan harga tertentu dan penyerahan dilakukan dikemudian hari. Dalam *forward contract*, kedua belah pihak sama-sama wajib untuk menjual atau membeli pada saat jatuh tempo dengan harga tertentu yang telah ditetapkan dalam kontrak.

Contoh Kasus *Forward*

Sebuah perusahaan mendapat order untuk memasok 1000 ton kopi ke Thailand. Kopi harus diterima oleh pembeli tiga bulan dari sekarang. Harga yang akan dibayar pembeli dalam Baht sudah ditentukan sejak sekarang. Perusahaan akan mencari pemasok kopi dari salah satu perkebunan di Sumatera Utara. Asumsikan lama perjalanan dari Sumatera Utara ke Thailand bisa diabaikan.

Perhatikan bahwa dalam contoh kasus ini, perusahaan sudah pasti akan menjual kopi ke Thailand tiga bulan dari sekarang, jadi sudah pasti akan menerima pembayarannya dalam Baht, dan sudah pasti akan membeli kopi dari perkebunan pemasoknya. Jadi, dalam istilah derivatif, perusahaan akan memiliki posisi *long Baht* dan *short kopi*. Risiko yang dihadapi perusahaan adalah bila tiga bulan dari sekarang kurs Baht terhadap Rupiah melemah dan/atau harga pasokan kopi dari perkebunan meningkat.

Dalam kasus ini, untuk memastikan marjin laba yang akan diterimanya, perusahaan bisa melaksanakan transaksi *forward contract* untuk menjual Baht (*short Baht*) dengan penyerahan tiga bulan dari sekarang, dan membeli kopi (*long kopi*) dengan penyerahan juga tiga bulan dari sekarang. Posisi natural pada asset dasar (*long Baht, long kopi*) pada transaksi derivatif. Dengan demikian, marjin labanya sudah bisa dipastikan sejak sekarang.

Forward contract vs Future contract

Pada prinsipnya *future contract* mirip dengan *forward contract*. Bedanya adalah *futures contract* diperdagangkan secara standar di bursa resmi, sedangkan *forward contract* adalah transaksi langsung antara dua pihak tanpa melalui bursa. Namun demikian, dalam *forward contract* kedua pihak yang terlibat akan langsung menanggung risiko kebangkrutan pihak lawannya. Sebaliknya, dalam *future contract*, *default risk* bisa dihilangkan dengan penggunaan berbagai batasan harga, perhitungan untung-rugi yang dilakukan setiap hari, mekanisme margin dan jaminan lembaga kliring..

Para pengguna *forward contract* biasanya menggunakannya dalam hal perdagangan sesuai dengan tujuan-tujuan bisnis mereka. Tingkat penyerahan asset secara fisik pada *forward* adalah lebih besar jika dibandingkan dengan *futures contract*. Berbeda dengan *forwards*, pada *futures contract* kebanyakan penggunaannya mempunyai tujuan-tujuan spekulatif. Tetapi pada kenyataannya, spekulasi memang sangat diperlukan untuk menciptakan pasar yang likuid.

Swap dan Manajemen Risiko

Secara singkat, *swap* bisa didefinisikan sebagai sebuah kontrak transaksi finansial dimana dua pihak setuju untuk bertukar alur kas secara periodik dalam periode tertentu sesuai aturan yang disepakati bersama. Pada awal perkembangannya, *swap* hanyalah kombinasi transaksi tunai (*spot*) dan transaksi *forward* di pasar valas dengan jangka waktu relatif pendek. Dengan semakin berkembangnya pasar finansial dunia, berkembang pula *swap* yang berjangka lebih panjang dan kompleks. Tiga jenis *swap* jangka panjang yang populer adalah *currency swap* (*swap* mata uang), *interest rate* atau *coupon swap* (*swap* suku bunga), dan kombinasinya, yaitu *swap* mata uang dan suku bunga (*currency-coupon swap*).

Dalam *swap* suku bunga, dua pihak setuju saling membayar bunga berdasarkan jumlah pokok tertentu. Biasanya pihak yang satu membayar bunga secara *fixed rate* (besar persentasenya tetap), dan pihak lain membayar

bunga secara floating rate (mengambang dikaitkan dengan indeks tertentu, misalnya SIBOR – yaitu rata-rata suku bunga yang ditawarkan oleh satu bank terhadap bank lain di Singapura).

Dalam currency swap (swap mata uang), masing-masing pihak sama-sama membayar dalam suku bunga tetap namun dengan mata uang yang berbeda. Berbeda dengan swap suku bunga dimana tidak terjadi pertukaran jumlah pokoknya, swap mata uang mewajibkan kedua pihak yang bertransaksi untuk saling membayar pokok (dalam mata uang yang berbeda) pada awal transaksi dan membalikinya pada akhir transaksi.

Currency-coupon swap (swap mata uang dan suku bunga) mirip dengan currency swap, namun pihak yang satu membayar dalam mata uang tertentu dengan suku bunga tetap, sementara pihak yang lain membayar dalam mata uang lain dengan suku bunga mengambang.

Swap sangat cocok untuk digunakan pemadanan (matching) antara alur kas masuk dari asset dan alur kas keluar dari hutang. Misalkan perusahaan importir X punya sumber pemasukan dalam Rupiah sementara pinjaman yang didapat adalah dalam Baht berbunga tetap, dilain pihak perusahaan eksportir Y punya sumber pemasukan dalam Baht tapi memperoleh pinjaman dalam Rupiah berbunga mengambang. Untuk memadankan sumber pemasukan dan pengeluaran (pembayaran bunga dan pokok pinjaman), perusahaan X dan Y bisa mengadakan kontrak swap. Dalam swap ini Y membayar kepada X bunga mengambang dalam Rupiah sementara X membayar kepada Y bunga tetap dalam Baht. Tentu saja pembayaran bunga ini harus berdasarkan jumlah pinjaman pokok (notional amount of principal) yang setara (yang satu dalam Rupiah dan yang lain dalam Baht). Dengan melaksanakan swap ini, hasil netto bagi kedua pihak adalah kesepadanan antara sumber pemasukan dan pengeluaran.

Dalam dunia perbankan, swap sangat berguna sebagai instrumen manajemen kesenjangan antara asset dan hutang untuk mengurangi risiko suku bunga dan valas. Karena potensi manfaat yang besar ini, tidak heran bila pasar dari swap berkembang sangat pesat. Banyak bank

internasional yang punya divisi khusus untuk menangani permintaan swap dari para pelanggan mereka.

Swap dan Forward Contract

Dalam kasus diatas, perusahaan X bisa juga melaksanakan serangkaian *forward contract* di pasar valas dengan jangka waktu bervariasi, misalnya 6 bulan, 12 bulan, 18 bulan, dst. Dibandingkan dengan alternatif *forward contract*, *swap* mempunyai beberapa keunggulan. Pertama pasar bagi transaksi *forward valas* untuk jangka waktu menengah relatif tipis. Untuk menggunakan alternatif transaksi *forward valas*, perusahaan mungkin sekali terpaksa hanya bisa melakukan *forward valas* jangka pendek (misalnya 6 bulan atau 1 tahun) dan memperbaharui *forward contract* setiap 6 bulan atau 1 tahun. Pembaharuan *forward contract* setiap 6 bulan ini menimbulkan alur kas yang berbeda dengan yang diinginkan seperti dalam periode sebelumnya. Tambahan pula, setiap kali memperbaharui kontrak, perusahaan harus membayar biaya transaksi. Sebaliknya, *currency-coupon swap* bisa dilaksanakan satu kali saja, sekaligus untuk jangka menengah sampai jangka panjang (2 sampai 10 tahun).

Swap dan Options

Perusahaan X bisa juga melaksanakan serangkaian transaksi *options* untuk program lindung nilainya. Namun demikian, *swap* memiliki satu keunggulan, yaitu perusahaan X tidak perlu membayar premium di muka (*up-front*). Keunggulan ini bisa sangat bermanfaat bagi perusahaan yang menghadapi keterbatasan likuiditas. Di sisi lain, *options* mempunyai keunggulan karena fleksibilitas (hak, bukan kewajiban).

Spekulasi dengan Forward Contract dan Options

Selain digunakan untuk program lindung nilai, *options* dan *forward/futures contract* juga sering digunakan sebagai instrumen spekulasi. Posisi *long* dari *forward/futures contract* diambil bila spekulasi berharap harga asset dasar akan meningkat di masa depan. Bila pada saat jatuh tempo harga di pasar spot lebih tinggi dari

harga yang ditetapkan dalam *forward contract*, maka pembeli dalam *forward contract* (*posisi long*) akan untung. Pembeli bisa mendapatkan harga yang lebih murah dari harga yang berlaku di pasar *spot*. Sebaliknya, bila seorang spekulan memperkirakan harga akan turun, ia akan mengambil posisi *short* (menjadi penjual (dalam *forward contract*)).

Pada prinsipnya, *options* juga bisa digunakan untuk spekulasi mempertaruhkan arah perubahan harga di masa depan. Misalnya saja, pembeli (*posisi long*) *call options* akan untung bila harga asset dasar di masa depan melonjak cukup besar; sementara pembeli (*posisi long*) *put options* akan untung bila harga merosot tajam. Namun demikian, alasan utama untuk spekulasi menggunakan *options* bukanlah untuk pertaruhan terhadap arah perubahan harga di masa depan, melainkan pertaruhan volatilitas harga asset dasar di masa depan. Pemegang posisi *long* pada *options* (baik *put* maupun *call*) memperkirakan bahwa volatilitas harga asset dasar akan lebih besar daripada yang diperkirakan pasar. Volatilitas yang diperkirakan pasar secara implisit telah terkandung dalam *premium options*. *Premium options* dibayar di muka oleh pemegang posisi *long*. Sebaliknya, pemegang posisi *short* pada *options* memperkirakan volatilitas harga asset dasar akan lebih kecil daripada yang diperkirakan pasar. Bila harga tidak bergerak banyak, *options* akan berakhir tanpa digunakan. Jadi, pemegang posisi *short* pada *options* akan beruntung karena sudah menerima premium di muka.

Options dan *forward/futures* disukai spekulan karena mengandung elemen *leverage*. Artinya dengan uang yang relatif kecil, spekulan bisa menguasai asset yang relatif besar jumlahnya. Pada *Options* dengan membayar premi yang relatif lebih kecil, si pembeli secara praktis menguasai asset dasar yang jumlahnya relatif besar. Pada *futures contract*, dengan menaruh *deposit margin* yang relatif kecil, spekulan bisa menguasai assets dasar dengan jumlah berlipat ganda. Jadi bila harga asset dasar bergerak sedikit saja, efeknya terhadap 'investasi awal' dari spekulan bisa berlipat ganda. Dalam *forward contract*, malah spekulan malah perlu menyediakan uang di muka.

Dalam *forward/futures contract*, potensi kerugian spekulasi bisa sangat besar. Dalam *options*, potensi kerugian dari pemegang posisi *long* terbatas hanya pada premium yang dibayar di muka (namun jumlah ini adalah 100% dari 'investasi awalnya'). Untuk posisi *short*, potensi kerugian *options* sangat besar sementara potensi untungnya cuma sebatas premium yang diterima di muka.

Kesimpulan

Sekuritas derivatif mempunyai sisi spekulatif dan sisi nilai lindung untuk manajemen resiko. *Options* digunakan untuk nilai lindung jika asset dasar yang mempunyai potensi resiko belum tentu jadi dimiliki suatu perusahaan. Bila asset dasarnya sudah pasti, *forward/futures contract* menjadi instrumen yang lebih tepat untuk program lindung nilai. *Swap* digunakan untuk memadamkan alur kas masuk dan keluar di masa depan. Sebagai instrumen spekulasi, *options* digunakan sebagai taruhan terhadap perubahan volatilitas dari harga asset dasar, sementara *forward/futures contract* digunakan sebagai taruhan terhadap arah pergerakan harga asset dasar di masa depan.

Daftar Pustaka

- Hull, John. *Options, Futures and Other Derivatives. Fourth Edition*. Prentice Hall, 2001.
- Hull, John. *Fundamentals of Futures and Options Markets. Fourth Edition*. Prentice Hall, 2001.
- Sembel, Roy. *Rahasia Pohon Duit dan Mesin Uang*. Elex Media Komputindo, Jakarta, 2001.
- Sembel, Roy & Fardiansyah, Tedy dan Lambey, David. *Reformasi Pembelajaran Ilmu Duit. Kiat Meningkatkan Kecerdasan Secara Mudah dan Murah*. Grahanusa Mediatama, Jakarta, 2002.

Sembel, Roy & Fardiansyah, Tedy. Sekuritas' Derivatif: Madu Atau Racun?. Penerbit Salemba Empat, Jakarta, 2002.

Sharpe, W.F., and Alexander, G.I., and Bailey, Jeffrey. Investments, Prentice Hall, New Jersey, 1999.

Sharpe, W.F., and Alexander, G.I., and Bailey, Jeffrey. Fundamental Of Investemnts, Prentice Hall, New Jersey, 2001.