
Hedging: Kajian Teori Perlindungan Resiko Bisnis

Oleh: Harman Malau

Abstract

Hedging is the term used by companies to reduce a firm's exposure to price or rate fluctuation. Hedging also gives a firm time to react and adapt to changing market condition. Hedging cannot change the fundamental economic reality of business, but it could be managed by allowing a firm to avoid expensive and troublesome disruption that might otherwise result from short-run, temporary price fluctuations. This study is about how a company could choose to protect the risks from price or rate fluctuation through hedging that focus on altering the firm's risk profile through buying and selling derivative assets such as future contracts, forward contracts, Swap contracts, and options contracts. These are modern financial management risks that essential to anticipate the rapid changes of volatile price of goods and services in business particularly in facing the international business environment.

Keywords: *Hedging, Forward contract, Future contract, Swap, Option, Derivative.*

Pendahuluan

Resiko yang ditimbulkan oleh fluktuasi harga merupakan bagian bisnis yang sangat penting diperhatikan dalam menjalankan usaha barang dan jasa. Tidak sedikit perusahaan yang bangkrut atau terpaksa gulung tikar disebabkan gagalnya perusahaan tersebut mengantisipasi kenaikan harga bahan baku yang cepat berubah dari waktu ke waktu. Perubahan harga sangat mempengaruhi gagal tidaknya suatu bisnis. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan harus menaruh perhatian yang besar terhadap langkah-langkah perlindungan antisipasi pengelolaan keuangan terhadap kerawanan perubahan harga.

Brealey (2006) menyatakan bahwa mengelola resiko melalui *hedging* bukan berarti menambah nilai perusahaan dengan memberikan dua alasan: 1) *Hedging is a zero sum game*. *Hedging* adalah penjumlahan permainan nol. Suatu perusahaan yang melakukan *hedging* bukan menghilangkan resiko sama sekali. Sebenarnya resiko itu dialihkan kepada pihak lain. 2) Investor yang melakukan alternatif. Investor berpendapat bahwa perusahaan tidak menambah nilai sahamnya apabila lewat transaksi *hedging*. Investor dapat melindungi investasinya dengan melakukan sendiri dengan cara mereka sendiri. Beberapa pemegang saham pertambangan emas ingin bertaruh dengan membiarkan harga emas tanpa perlindungan.

Walaupun *hedging* tidak memberikan nilai tambah tetapi membuat batas kerugian yang mungkin terjadi. Itu sebabnya Ross *et al* (2010:732) menyatakan bahwa *hedging* adalah *financial engineering* yang tangguh untuk memerangi resiko keuangan yang telah sukses digunakan oleh banyak perusahaan. Ross memberikan satu contoh perusahaan besar US Airways dimana harga bahan bakar meroket dari 78 cents per gallon menjadi \$ 3,97 per gallon pada pertengahan tahun 2008. Tidak heran sepuluh tahun sebelumnya Brealey *et al* (2001:682) menyatakan bahwa Porsche dan mobil mewah Jerman lainnya sulit bersaing di Amerika Serikat karena apresiasi nilai mata uang *deutschermark* terhadap mata uang Negara lain. Dengan kata lain, ketidakmampuan untuk mengantisipasi fluktuasi harga sangat beresiko menghadapi persaingan bisnis secara internasional.

Selanjutnya Eiteman *et al* (2008) mendefinisikan bahwa *Hedging* adalah mengambil posisi akuisi apakah dalam bentuk aliran kas, harta, atau suatu perjanjian (termasuk *forward contract*) untuk

menutup kenaikan (penurunan) harga. *Hedging* merupakan proteksi kepemilikan atas harta dari kerugian. Namun, *hedging* juga tidak mendatangkan keuntungan dari pertambahan nilai asset yang dilindunginya.

Menurut Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi Indonesia (BAPPEBTI), *hedging* adalah lindung nilai. *Hedging* adalah tindakan mengambil posisi di pasar berjangka yang berlawanan dengan posisi yang dimilikinya di pasar fisik, dengan tujuan untuk mengurangi resiko kerugian yang mungkin dihadapinya karena perubahan harga di pasar fisik (Departemen Perdagangan RI, 2010).

Tulisan ini memaparkan tiga teknik kajian teori yakni *future contract*, *Swap* dan *option* yang sangat berguna untuk mengantisipasi fluktuasi harga demi kesuksesan suatu bisnis dalam persaingan global. Teknik ini sangat diperlukan mengingat pengaruh persaingan bisnis pada abad ke duapuluh satu dimana persaingan tanpa batas negara dalam penghapusan kuota dan tariff. Teknik *hedging* dapat digunakan sebagai alat pelindung dari fluktuasi harga yang tidak menentu. Teknik ini merupakan alat yang sekarang ini digunakan oleh banyak perusahaan perusahaan untuk mengelola resiko perubahan harga.

Perlindungan Nilai Forward dan *Future contract*.

Hedging melibatkan pengambilan satu resiko untuk ditutup seimbang terhadap pihak lain. Beberapa alat *hedging* adalah forwards, futures, dan *Swaps*. Bersama-sama dengan *options*, semuanya dikenal dengan sebutan *derivatives instruments* atau *derivatives* karena nilai-nilai mereka tergantung atas nilai harga yang lain (Fabozzi dan Peterson, 2003; Eun and Resnick, 2004; Madura, 2008; Ross *et al.* 2010).

Perlindungan nilai *Forward contracts*

Kontrak adalah ikatan persetujuan antara dua pihak untuk masa depan. Dalam dunia bisnis kontrak masa depan lebih dikenal dengan sebutan *Forward contract* yaitu ikatan persetujuan harga yang dilakukan hari ini untuk transaksi bisnis masa depan (Eun and Resnick, 2004; Madura, 2008; Ross *et al.* 2010). Kontrak bisnis ini terikat dengan penentuan harga, jumlah barang dan batasan waktu berdasarkan persetujuan kedua belah pihak.

Dalam *forward contract* pihak penjual atau pembeli menetapkan harga jual beli pada saat kontrak diperbuat menjadi patokan ketetapan harga untuk masa yang ditentukan. Ikatan ini akan melindungi kedua belah pihak dari fluktuasi harga masa depan. Pihak pembeli akan mendapat barang yang tidak dipengaruhi oleh kenaikan harga pasar. Kenaikan harga pasar tidak akan menjadi ancaman karena harga kontrak telah dikunci dengan perjanjian awal. Pihak pembeli akan diuntungkan apabila harga pasar lebih tinggi dari harga kontrak yang diperbuat. Dan pihak penjual akan dirugikan karena harus menjual barangnya dengan harga pasar yang lebih rendah dari harga pasar. Dengan kata lain, apabila harga pasar naik, maka pihak penjual akan dirugikan dan pihak pembeli akan diuntungkan dan sebaliknya apabila harga pasar turun maka pihak penjual akan diuntungkan dan pihak pembeli akan dirugikan (Ross *et al.*, 2010:740).

Misalnya, Rumah Sakit Advent Bandung (RSAB) melakukan kontrak dengan perusahaan obat PT. Sanbe pada bulan desember 2012 dengan perjanjian bahwa RSAB akan membeli obat sebanyak 50.000 butir anti biotik dengan harga Rp 10.000 per butir setiap bulan untuk 2013. Apabila pada bulan Januari 2013, harga jual anti biotik PT.Kalbe Farma turun menjadi Rp 9.000,- maka RSAB akan mengalami kerugian sebanyak Rp 50 juta. Dan apabila harga pasar naik menjadi Rp 12.000 per butir, maka RSAB akan diuntungkan Rp 100 juta. *Hedging* kontrak seperti ini memberikan kepastian operasi produksi kepada pihak penjual karena adanya kepastian perjanjian kuota beli dengan harga tetap. Demikian juga menjadi jaminan ketersediaan obat bagi pihak pembeli dengan harga tetap. Pihak rumah sakit akan terlindung dari kemungkinan adanya resiko kelangkaan obat pada tahun 2013. Dan pihak PT. Sanbe juga akan terlindung dari kemungkinan adanya resiko penurunan harga pada tahun 2013.

Jangan bingung antara *forward contract* dengan *option*. RSAB tidak mempunyai opsi (*option*) beli. RSAB telah berkomitmen untuk membelinya, walaupun harga obat dipasar kemudian menjadi lebih murah menjadi Rp. 8.000, RSAB harus membeli yang Rp 10.000 karena telah terikat dengan kontrak *forward*. RSAB tidak ada pilihan lain kecuali yang Rp 10.000. Dan P.T. Sanbe juga tidak punya *option* (opsi) jual. Mereka tidak bisa beralih dari perjanjian, walaupun harga pasar misalnya Januari 2013, naik menjadi Rp 12.000 PT. Sanbe harus menjualnya ke RSAB dengan harga Rp 10.000 sesuai dengan kontrak *forward*, PT. Sanbe terikat tidak mempunyai opsi itu.

Ilustrasi diatas menggambarkan satu hal penting untuk diingat bahwa *hedging* dengan *forward contract* melindungi fluktuasi harga yang dapat menguntungkan atau merugikan tergantung kemungkinan mana yang akan terjadi. Jika kita melindungi dengan *forward contract* berarti kita menghindari resiko yang terasosiasi dengan perubahan harga. Tetapi kita juga tidak mendapat kemungkinan keuntungan yang diperoleh dari pergerakan harga itu. Itu sebabnya *forward contract* disebut juga dengan *A Zero Sum Gam* (Brealey, 2006).

Eiteman, *et.al.* (2008:256) memberikan empat alasan mengapa perusahaan perlu melakukan hedging.

1. Mengurangi resiko aliran kas untuk memperbaiki kemampuan perencanaan perusahaan. Apabila perusahaan dapat memprediksi lebih akurat aliran kas, maka hal itu memungkinkan melakukan investasi khusus atau kegiatan-kegiatan bisnis dengan pertimbangan yang lebih baik.
2. Mengantisipasi resiko aliran kas masa depan yang harus dikeluarkan. Perusahaan harus menyediakan sejumlah kas kewajiban yang harus dibayar kepada pihak eksternal agar operasi perusahaan dapat berjalan lancar. Tuntutan kas seperti ini dapat diantisipasi dengan melakukan hedging.
3. Manajemen mempunyai keuntungan komparatif terhadap pemegang saham karena mengetahui resiko keuangan actual dari perusahaan. Para investor sangat menaruh perhatian terhadap kemungkinan resiko keuangan yang muncul dari suatu bisnis.

Pengetahuan yang dalam tentang resiko dan pengembalian merupakan keuntungan besar bagi pihak manajemen dan investor.

4. Pasar biasanya tidak seimbang karena struktur dan institusi yang tidak sempurna misalnya peristiwa yang tak terduga seperti krisis dan perang. Manajemen mendapat posisi yang lebih baik meningkatkan nilai perusahaan melalui pilihan hedging yang tepat.

Melakukan kontrak merupakan antisipasi bisnis yang beragam dan sudah lazim di gunakan dalam kegiatan rutin menjual dan membeli. Model kontrak yang lazim tersedia pada umumnya dilakukan dalam dua kelompok yang disebut dengan *commodity futures* dan *financial futures* (Ross *et al*, 2010). Seperti namanya *financial futures* adalah kontrak yang meletakkan dasar perjanjian dalam *financial assets* seperti saham, obligasi atau mata uang asing. Sedangkan *commodity futures* berkaitan dengan kontrak barang atau komoditas.

Secara tradisional kontrak jual beli komoditas yang lazim dikenal petani kecil di Indonesia adalah borong panen dengan pembayaran harga awal. Hasil pertanian yang dibeli dengan pembayaran sekarang untuk penyerahan hasil panen kemudian. Pemborong membeli tanaman, sayuran atau buah yang masih dalam proses pematangan menunggu masa panennya tiba. Apabila harga panen lebih tinggi dibandingkan harga sekarang maka pihak pembeli akan lebih diuntungkan sedangkan pihak penjual tidak ada resiko ruginya namun tidak mendapat keuntungan lebih. Harga yang ditetapkan sekarang dan dibayarkan sekarang menjadi jaminan ketersediaan komoditas bagi pihak pembeli untuk masa yang akan datang. Apabila harga pasar ketika panen tiba lebih rendah dibandingkan dengan harga awal, maka pihak pembeli akan dirugikan jika hasil panen yang dibeli untuk maksud dijual kembali ke pasar umum.

Paparan di atas menunjukkan bahwa *hedging* berguna apabila potensi kemungkinan munculnya resiko lebih besar dibandingkan dengan potensi kerugian. Aktual probabilitas yang muncul bisa sesuai dan bisa tidak sesuai terhadap prediksi yang dilakukan. Oleh karena itu beberapa argument memberikan alasan untuk tidak melakukan *hedging* apabila kondisinya sebagai berikut:

1. Pemegang saham lebih cakap dalam diversifikasi resiko daripada pengelola perusahaan. Jika pemegang saham tidak berkeinginan menerima resiko khusus dari perusahaan tertentu, mereka dapat melakukan diversifikasi portofolio untuk mengelola resiko. Melakukan investasi dalam banyak perusahaan lebih aman dibandingkan melakukan investasi dalam satu perusahaan karena baik potensi keuntungan dan potensi kerugian sama-sama ditanggung. Pendirian mereka dikuatkan prinsip pengelolaan resiko dengan menyebutkan "do not put your eggs in one basket"
2. Pengelolaan resiko *hedging* tidak menambah harapan aliran kas. Pengelolaan resiko umumnya menghabiskan sebagian sumberdaya perusahaan dengan demikian mengurangi aliran kas. Pengaruh terhadap nilai merupakan gabungan pengurangan aliran kas (yang olehnya merendahkan nilai) dan pengurangan varian (yang olehnya menambah nilai)

3. Menejer tidak lebih pintar dari pasar. Jika dan bilamana pasar tidak seimbang dengan tanggapan terhadap keadaan paritas, maka net present value perlindungan nilai menjadi nol.
4. Motivasi pengelola untuk mengurangi variabilitas kadang-kadang didorong oleh alasan perhitungan akuntansi. Teori efisiensi pasar yakin bahwa investors dapat meneropong melalui “accounting veil” (Eiteman *et al*, 2008:257)

Perlindungan Nilai *Future contracts*

Ross *et al* (2010) menjelaskan bahwa *future contract* sama pengertiannya dengan *forward contract* kecuali untuk suatu hal. Dalam *forward contract*, pembeli dan penjual mengetahui keuntungan dan kerugian hanya pada waktu pada tanggal yang telah diatur. Sementara dalam *future contract*, keuntungan dan kerugian diketahui setiap harinya. Apabila kita memberli suatu *future contract* pada minyak, kemudian jika harga minyak naik hari ini, kita mempunyai keuntungan dan penjual kontrak menjadi rugi.

Di negara maju seperti Amerika Serikat, *future contract* mempunyai varietas besar yang diperjual belikan setiap harinya. Jenis kontrak yang tersedia pada umumnya terbagi atas dua kelompok: *Comodity futures* dan *financial futures*. Dalam *financial futures*, barang yang dikontrak adalah harga seperti saham, obligasi dan mata uang asing.

Banyak komoditas *future contracts* dengan jenis yang beragam produk pertanian misalnya jagung dan jeruk. Bahkan ada juga kontrak pada pupuk. Ada juga kontrak komoditas pada emas dan perak bahkan tembaga dan karet. Ada juga kontrak produk minyak mentah, minyak jadi dan gas. Dimana ada kerawanan harga, kemungkinan besar disana dibutuhkan future kontrak.

Beberapa *future exchange* di Amerika Serikat telah lama berdiri seperti *The Chicago Board of Trade* (CBT). Ada juga yang lain bernama *the Chicago Mercantile Exchange* (CME), *the London Internationa financial Futures and Options Exchange* (LIFFE), dan *the New York Mercantile Exchange* (NYM).

Hedging dengan konsep *future contract* identic dengan *hedging forward contracts*, dan profile pembayaran pada *future contract* digambarkan sama seperti profile dari *forward contract*. Satu hal yang membedakan dengan future adalah bahwa perusahaan akan mempertahankan akun dengan perantara dengan demikian keuntungan dan kerugian dapat dikreditkan atau didebetkan setiap hari sebagai bagian penandaan terhadap proses pasar (Ross, *et. al.*, 2010:744).

Shim dan Siegel (2007) mengklasifikasikan *futures* dan *forward contracts* sebagai berikut:

Future contracts:

1. *Standardized contracts* dalam hal *size* dan *delivery dates*
2. *Standardized contract* antara *customer* dan *clearing house*.
3. *Contracts* dapat bebas *trades* di dalam *market*.
4. Semua *contracts are marked to market*; *profits* dan *losses* direalisasi *immediately*.
5. Margin harus dipertahankan untuk merefleksikan *price movements*.

Forward contracts:

1. *Customized contracts* dalam hal *size* dan *delivery dates*.
2. *Private contracts* diantara *two parties*.
3. Tidak mungkin untuk membalikkan sebuah *contract*
4. *Profit* atau *loss on position* direalisasikan hanya pada saat *delivery date*
5. *Margins are set once*, pada hari *initial transaction*

Perlindungan Nilai Swap Contracts

Swap dalam bahasa Inggris diartikan “pertukaran”. Perlindungan nilai melalui *Swap* artinya melakukan perlindungan nilai berdasarkan persetujuan dua belah pihak untuk menukar aliran kas dengan interval yang khusus. *Swap* dalam dunia bisnis merupakan instrument keuangan lindung nilai dimana terdapat dua belah pihak melakukan perjanjian untuk saling bertukar aliran arus kas dengan aliran kas lainnya

Swap masih dianggap inovasi baru karena pengenalan umum ditandai ketika IBM dan Bank dunia melakukan persetujuan pertukaran pada tahun 1981. Sejak itu *swap* berkembang pesat dalam melindungi nilai bisnis (Fabozzi dan Peterson, 2003; Ross *et al*, 2010:746)

Swap contract adalah portofolio yang mempunyai persamaan dengan *forward contracts* dimana satu pihak berjanji untuk menukar suatu produk misalnya kopi terhadap kas pada waktu yang ditentukan. Dengan *Swap*, satu hal yang membedakan adalah terdapat banyak pilihan yang dapat dipertukarkan gantinya satu produk. Pada prinsipnya, kontrak *Swap* ini dapat menukarkan berbagai kategori. Pada prakteknya kontrak *Swap* terbagi atas pertukaran mata uang, pertukaran suku bunga dan pertukaran komoditas.

Currency Swaps.

Swap adalah produk keuangan baru yang diperdagangkan secara luas sekarang ini (Pike and Neale, 2009). Selanjutnya Eun and Resnick (2004:311) mendefinisikan bahwa *currency Swaps* adalah persetujuan saling tukar mata uang untuk jumlah dan waktu tertentu melalui yang dilakukan oleh dua belah pihak. Misalnya perusahaan Indonesia mempunyai divisi perusahaan di Negara Philippina. Perusahaan Indonesia menginginkan pinjaman untuk membiayai divisi perusahaan yang ada di Philippina. Oleh karena semua pembiayaan harus dilakukan dalam peso (mata uang Philippina), maka perusahaan ingin meminjam dan membayar dalam bentuk peso. Oleh karena perusahaan Indonesia lebih mudah meminjam rupiah bukan peso, maka untuk menghindari resiko pembayaran dalam bentuk peso, maka perusahaan Indonesia melakukan *hedging* terhadap pertukaran peso-rupiah. Dengan kata lain, Indonesia melakukan perjanjian tukar rupiah terhadap pemilik peso dengan pihak tertentu yang dapat menukarkan sejumlah peso terhadap rupiah.

Interest rate Swaps

Pertukaran *interest rate* mempunyai perilaku tukar antara keinginan dua belah pihak terhadap dua pilihan yaitu bunga tetap dan bunga mengambang. Bilamana salah satu pihak (misalnya pihak A) lebih menginginkan bunga mengambang sedangkan pihak lain (pihak B) menginginkan bunga tetap dengan kondisi dimana pihak A mempunyai akses yang lebih mudah terhadap keinginan si B dengan bunga yang lebih rendah, dan sebaliknya pihak B mempunyai akses yang lebih mudah terhadap keinginan si A, maka kedua pihak dapat melakukan pertukaran keinginan sehingga keduanya sama-sama diuntungkan.

Eun and Resnick (2004) menyebutkan bahwa sebenarnya dalam *interest rate, swaps* yang bertukar adalah *rate* tetap (*a fixed interest rate*) terhadap *rate* mengambang (*a floating interest rate*) dan sebaliknya *rate* mengambang terhadap *rate* tetap. Selanjutnya dalam bukunya Ross *et al* (2010:748-749) mengilustrasikan bagaimana pengertian kontrak *interest rate swaps* dalam pertimbangan *rate* mengambang terhadap *rate* tetap. Di ilustrasikan bahwa perusahaan A dapat meminjam pada suku bunga mengambang dengan suku bunga utama mengambang ditambah 1 persen atau juga pada suku tetap 10 persen. Perusahaan B dapat meminjam pada suku mengambang pada suku bunga utama mengambang ditambah 2 persen atau pada bunga tetap sebesar 9,5 persen. Perusahaan A mengkehendaki bunga tetap, sementara perusahaan mengkehendaki bunga mengambang.

Perusahaan A menghubungi perantara (*Swap dealer*) dan kedua pihak dipertemukan. Perusahaan A meminjam uang dengan bunga utama mengambang ditambah 1 persen. Perantara setuju menutup pembayaran pinjaman; dengan pertukaran, dimana perusahaan tersebut setuju untuk melakukan pembayaran suku tetap terhadap perantara dengan tingkat suku bunga katakanlah sebesar 9,75 persen. Perhatikan bahwa perantara melakukan pembayaran suku mengambang dan menerima pembayaran suku tetap. Perusahaan melakukan pembayaran suku tetap, dengan demikian pembayaran suku mengambang ditukarkan kepada suku tetap.

Perusahaan B juga menghubungi perantara persetujuan disini supaya perusahaan B meminjam uang pada suku tetap sebesar 9,5 persen. Perantara setuju menutup pembayaran pinjaman tetap, dan perusahaan setuju untuk melakukan pembayaran suku mengambang kepada perantara pada suku utama ditambah katakanlah 1,5 persen. Dalam pengaturan kedua ini, perantara tersebut melakukan pembayaran suku tetap dan menerima pembayaran suku mengambang.

Bagaimana pengaruh perputaran aliran kas ini? Pertama, Perusahaan A mendapat pinjaman bunga tetap dengan suku bunga sebesar 9,75 persen, lebih rendah dari 10 persen yang dapat diperoleh sendiri. Kedua, perusahaan B mendapat suku bunga utama mengambang ditambah 1,5 persen gantinya suku utama mengambang ditambah 2 persen. Pertukaran (*Swap*) menguntungkan kedua perusahaan.

Perantara atau penghubung *Swap* juga mendapat keuntungan. Ketika semua sudah berjalan lancar, perantara *Swap* menerima dari perusahaan A pembayaran 9,75 persen dan membuat pembayaran suku tetap untuk perusahaan B dengan suku Bunga 9,5 persen. Pada waktu yang sama, perantara melakukan pembayaran untuk perusahaan A dengan suku bunga prima ditambah 1.5 persen dari

perusahaan B. Perhatikan bahwa pembukuan perantara *Swap* seimbang dalam resiko dan tidak ada potensi kerugian melalui kerawanan suku bunga.

Substansi dari transaksi *Swap* terdapat pada pertukaran oleh karena adanya suatu perusahaan yang menginginkan suku bunga tetap sementara dipihak lain ada yang menginginkan suku bunga mengambang dimana kedua belah pihak akan lebih beruntung apabila melakukan pertukaran. Perantara (*Swap dealer*) bertindak sebagai jembatan penghubung yang juga mendapat keuntungan dari selisih pertukaran yang diterima dari kedua belah pihak.

Pada prakteknya pertukaran suku bunga dan mata uang asing sering digabungkan Satu pihak memperoleh pembiayaan suku bunga yang mengambang dalam mata uang tertentu dan menukarnya dengan suku bunga tetap dengan mata uang asing.

Commodity Swaps

Swap komoditas adalah suatu perjanjian dimana harga mengambang pasar atau setempat terhadap suatu komoditas diperjual belikan kemudian dengan harga yang tetap dengan kurun waktu tertentu (Wikipedia, 2012).

Dalam *Swap* komoditas yang dipertukarkan bukanlah barang dengan barang seperti pada zaman tradisional market yang bersifat barter. *Swap* komoditas merupakan perjanjian kontrak pembayaran *harga* barang yang dipatok sekarang ditukar dengan *harga* yang akan datang. Tidak ada pertukaran antara barang A dengan barang B. Komoditas yang paling umum digunakan adalah minyak. Misalnya, suatu perusahaan XYZ yang menggunakan banyak minyak dapat melakukan *Swap* komoditas dimana perusahaan tersebut mencari perusahaan minyak yang dapat menjual barangnya kemudian dengan patokan harga sekarang. Dengan adanya kontrak ini maka perusahaan XYX tidak perlu lagi kuatir akan ketersediaan minyak dan tidak kuatir akan kenaikan harga minyak dimasa yang akan datang.

Pada sisi yang lain, produsen minyak akan memperoleh pendapatan tetap. Dan selain itu, perusahaan minyak tersebut bisa melakukan perjanjian terhadap pihak bank untuk melakukan deposito berjangka annuity sesuai dengan waktu pembayaran rutin XYZ. Dengan demikian aliran kas yang diperolehnya dari perusahaan XYZ disetor langsung ke bank dan setoran tersebut akan menghasilkan suku bunga pasar.

Perusahaan penerbangan yang membutuhkan minyak dengan kuota tetap per kuartal umumnya lebih terjaga dari fluktuasi harga minyak yang cepat berubah. Perusahaan penerbangan seperti ini dapat memasuki suatu perjanjian kontrak terhadap perusahaan minyak untuk mensuplai kebutuhannya misalnya 25.000 barrel setiap empat bulan. Berapa harga yang mereka setuju? Mereka dapat membuat perjanjian harga tetap selama masa waktu perjanjian. Biasanya perhitungan itu akan diperbuat berdasarkan harga rata-rata selama 90 hari sebelumnya. Menggunakan harga rata-rata ini memberikan dampak yang lebih baik terhadap kedua belah pihak untuk mengantisipasi eksposur fluktuasi harga di masa yang akan datang.

Swap komoditas mempunyai persamaan dengan *Fixed-Floating Interest rate Swap*. Perbedaannya adalah patokan *floating rate* untuk *interest rate* menggunakan standard tertentu seperti JIBOR (Jakarta *Interbank Offered Rate*) di Indonesia, yaitu suku bunga *rate-rata* pinjaman antar bank yang ditetapkan berdasarkan suku bunga yang ditawarkan oleh beberapa bank terkemuka di Jakarta yang dapat dijadikan indikasi pada transaksi di pasar uang. LIBOR (London *Interbank Offered Rate*) di London dan EURIBOR (Euro *Interbank Offered Rate*) di Eropah, tetapi yang menjadi patokan dalam *Swap* komoditas adalah harga komoditas itu sendiri.

The Swap Dealer

Swap dealer adalah perantara atau broker atau disebut juga pialang yang membeli atau menjual dengan meminta jasa agen atau makelar. Pialang *swap* merupakan kunci peran dalam pasar *swap*. Pialang merupakan penghubung antara penjual dengan pembeli. Tanpa kehadiran pialang maka suatu perusahaan yang ingin melakukan *Swap* harus mencari sendiri ke pasar *Swap* dan hal ini akan menghabiskan banyak waktu, dan juga barangkali juga akan menghabiskan banyak biaya pengeluaran.

Ross *et al* (2010) menyatakan bahwa di Amerika Serikat *swap dealer* didominasi oleh bank-bank komersial. Perusahaan yang ingin melakukan *Swap* menghubungi bank sebagai *swap dealernya*, dan bank sebagai *swap dealer* menunjukkan partner *swap* yang dibutuhkan. Bank berperan sebagai perantara yang melibatkan banyak varietas *swap*. Jumlah koleksi kontrak yang dipegang oleh satu *Swap dealer* disebutkan dengan *swap book*.

Perlindungan Nilai Melalui Option

Option contract adalah persetujuan yang memberikan pemiliknya hak tetapi bukan kewajiban untuk membeli atau menjual tergantung tipe *option* yang dimilikinya pada harga asset dengan waktu tertentu (Eitemen, 2007; Madura, 2008; Parrino *et al*, 2012).

Option terbagi atas dua: *call* dan *put option*. Pemilik dari *call option* mempunyai hak tetapi tidak kewajiban untuk membeli atas harta yang bersangkutan dengan harga tetap. Dan harga itu disebut dengan harta *strike* atau harga *Exercise*. Pemilik dari *put option* mempunyai hak tetapi bukan kewajiban untuk menjual atas harta yang bersangkutan dengan harga tetap. Tindakan membeli dan menjual atas harta yang bersangkutan dengan perjanjian kontrak disebut *exercising option*. Menurut Ross *et al* (2010) menyatakan bahwa tidak semua *option* mempunyai waktu *Exercise* yang sama. Ross memberikan contoh bahwa *Option* di Amerika (*American Option*) dapat di*Exercised* kapan saja sampai batas terakhir masa kedaluarsanya, sedangkan di Eropa (*European option*) hanya bisa di*Exercised* pada tanggal terakhir kedaluarsanya. Namun kebanyakan model *option* yang berlaku adalah *option* amerika.

Oleh karena pembeli dari *call option* mempunyai hak untuk membeli harta yang dikontrak dengan cara membayar harga *strike* (*strike price*) maka penjual dari *call option* diwajibkan untuk memberikan harta tersebut dan menerima harga *strike* jika *option* di*Exercised*. Demikian juga terhadap pembeli dari

put option mempunyai hak untuk menjual harta kontrak dan menerima harga *strike*. Dalam hal ini, penjual dari *put option* harus menerima harga dan membayar harta *strike*.

Hal penting yang perlu diperhatikan bahwa dalam forward kontrak kedua belah pihak berkewajiban untuk melakukan transaksi kontrak apabila waktu jatuh temponya tiba. Penjual dan pembeli sama-sama melakukan kewajiban masing-masing saling mengisi dalam pemenuhan pertukaran sesuai dengan harga dan unit kontrak yang telah dibuat. Tetapi dalam *option* tidak selalu demikian. Apabila pemegang *option* tidak mau meneruskan kontraknya maka pemegang *option* itu hanya diwajibkan membayar uang preminya (*option premium*).

Call Options.

Call option (Berk *et al*, 2012) memberikan hak pemegangnya untuk membeli dengan harga *Exercise* tetap dimana *Exercised price* disebut juga dengan *strike price*. Misalnya, anda membeli satu *call option* pada tanggal 30 Juli 2012 dari perusahaan X dengan harga *Exercise* Rp. 300.000 per saham dan membayar Rp. 20.000 sebagai premi (*premium price*). *Call option* ini jatuh tempo kadaluarsanya (*expiration date*) pada tanggal 31 Januari 2013. Dalam hal ini anda mempunyai hak untuk membeli saham X kapan saja sampai batas tanggal 31 Januari 2013 dengan harga Rp. 300.000 per saham. Pada tanggal 30 Juli 2012 harga pasar saham X sebesar Rp. 247.500 per saham. Apabila anda langsung meng-*Exercise* maka kerugian sebesar Rp. 72.500 yaitu Rp. 247.500 dikurangi Rp. 300.000 ditambah Rp. 20.000 biaya premium ($247.000-300.000 + 20.000 = 72.500$). Sudah jelas bahwa seseorang tidak akan mau melakukan *Exercise call option* yang dimilikinya dengan waktu itu. Pembeli dari *call option* menunggu harga saham naik agar investasinya menghasilkan keuntungan. Andai kata, jika perusahaan X menjual saham pada bulan Januari 2013 sebesar Rp. 350.000, maka hasil dari perlakuan *call option* ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Selisih} &= \text{Harga Saham} - \text{Harga Exercise (harga perjanjian)} \\ &= \text{Rp. 350.000} - \text{Rp. 300.000} \\ &= \text{Rp. 50.000.} \end{aligned}$$

Dan keuntungan bersih dari *call option* ini adalah:

$$\begin{aligned} \text{Keuntungan} &= \text{Selisih} - \text{Investasi premium (investasi awal)} \\ &= \text{Rp. 50.000} - \text{Rp. 20.000} \\ &= \text{Rp. 30.000.} \end{aligned}$$

Maka dalam waktu enam bulan, anda telah mempunyai pengembalian sebesar Rp. 30.000/Rp. 20.000 = 1.5 atau 150 persen.

Put Options

Brealey (2006) mendefinisikan bahwa *put options* adalah opsi yang memberikan hak untuk menjual dengan harga perjanjian (*exercise price*). Jika anda memegang *put option* (opsi) dalam satu saham dan harga saham tersebut berubah lebih tinggi di pasar dari harga saham perjanjian, maka anda

tidak akan mau menukarnya dengan harga perjanjian. Opsi itu dibiarkan tanpa pencairan harga kadaluarsa begitu saja tanpa nilai. Tetapi jika harga saham berubah lebih rendah di pasar dari harga perjanjian, maka anda akan beruntung menukarnya dengan harga perjanjian karena harga tersebut lebih tinggi dari harga pasar.

Misalnya pada tanggal 31 Juni 2012 anda pihak pertama membuat perjanjian dengan pihak kedua dalam perjanjian bernama *put option*, dimana anda harus memberikan uang kepada pihak kedua sebesar Rp. 60.000 (disebut dengan premi) supaya anda berhak untuk menjual saham anda kepada pihak kedua tersebut dengan harga Rp. 300.000 per saham mulai sekarang sampai batas tanggal 31 Januari 2013.

Ketika waktu sedang berjalan, misalkan harga saham dipasar turun menjadi Rp. 200.000. Hal ini menjadi keuntungan buat anda karena anda dapat menjualnya kepada pihak yang kedua sebesar Rp 300.000. Itu sebabnya apabila anda ingin menjual saham anda pada saat itu, maka anda lebih baik menjualnya kepada pihak kedua tersebut karena pihak kedua itu mempunyai kewajiban untuk membelinya sebesar harga perjanjian yang disetujui sebesar Rp. 300.000. Anda pihak pemegang *put option* ini disebut sedang melakukan *Exercise* terhadap *option* yang anda pegang, artinya anda memilih untuk menjual saham anda kepada pihak yang telah membuat perjanjian dengan anda. Nilai saham anda lebih tinggi dari harga pasar sebesar Rp. 100.000 dengan perhitungan Rp. 300.000 dikurangi Rp. 200.000. Tetapi oleh karena anda telah mengeluarkan biaya perjanjian sebelumnya sebesar Rp. 60.000, maka keuntungan bersih anda hanya sebesar Rp. 40.000 yaitu Rp100.000 dikurangi Rp. 60.000. Anda mempunyai keuntungan sebesar $40.000/60.000 = 2/3$ atau 66 persen.

Penentu Nilai *Option*

Apakah yang menentukan nilai *option*?

Pertimbangkan misalnya *option* untuk membeli saham sebesar Rp300.000. Jika harga saham dibawah Rp300.000 pada tanggal kadaluarsanya, maka *call option* tidak akan bernilai; Jika harga saham diatas Rp300.000, *call option* akan lebih bernilai sebesar pengurangan dari harga *Exercise*.

Tiga argumentas penentu nilai *option*:

- Anda harus membayar harga *Exercise* agar anda dapat meng-*Exercise call option*. Semakain kecil yang anda keluarkan pada *Exercise price* semakin lebih baik. Itu sebabnya bahwa nilai *option* itu semakin tinggi apabila *Exercise price* semakin relative rendah terhadap harga saham.
- Investor yang membeli saham dengan cara *call option* merupakan pembelian seperti kredit. Mereka membayar harga beli dari *option* pada hari ini tetapi mereka tidak membayar *Exercise price* hingga mereka melakukan *Exercise* terhadap *option*. Semakin tinggi suku bunga dan semakin lama waktu masa kadaluarsanya, semakin bernilai harga kredit tersebut.
- Tidak menjadi masalah seberapa jauh jatuh harga saham, memilik dari *call option* tidak pernah mengalami kerugian melewati harga *call option* tersebut. Sebaliknya, semakin tinggi harga saham melewati harga *Exercise*, semakin besar keuntungan pada *call option*. Itu sebabnya, pemegang

option tidak mengalami kerugian tetapi beruntung jika berjalan dengan sebenarnya. Sudah tentu semakin lama waktu *Exercise*, semakin ada kesempatan untuk beruntung (Brealey, 2006; Brigham and Houston, 2009; Berk *et al*, 2012).

•

Kesimpulan

Perubahan harga merupakan ancaman yang tidak bisa diabaikan oleh setiap perusahaan barang maupun jasa. Fluktuasi harga tidak dapat dihentikan tetapi dapat dialihkan melalui pendekatan *hedging* yaitu perlindungan nilai. Manajemen resiko dapat dilakukan melalui beberapa alternative modern yaitu *future contract*, *forward contract*, *Swap contract*, dan *option contract*. Metode-metode tersebut memberikan pendekatan yang berbeda-beda dengan tujuan yang sama yaitu melindungi perusahaan lewat beberapa tehnik pilihan antisipasi perubahan harga barang dan jasa khususnya dalam lingkungan dunia bisnis yang cepat berubah.

Daftar Pustaka

- Berk, J., DeMarzo, P., dan J. Harford. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (2nd Ed.). Boston: Prentice Hall.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., dan F. Allen. (2006). *Corporate Finance* (8th ed.). New York: McGraw-Hill Education (Asia).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., dan A. J. Marcus. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance* (3rd ed.). Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E. F., dan J. J. Houston. (2009). *Fundamentals of Financial Management* (12th ed.). USA: Nelson Education.
- Departemen Perdagangan Republik Indonesia . (28 Januari 2010). *Pengembangan Perdagangan Berjangka Komoditi di Indonesia* . Diambil dari www.depkeu.go.id/ind/others/bakohumas/PBKBAKOHUMAS.ppt.
- Eun, C. S., dan B. G. Resnick. (2004). *International Financial Management* (3rd ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Eiteman, D. K., Stonehill A. I., dan M. H. Moffett. (2007). *Multinational Business Finance* (11th ed.). Boston: Pearson Education.
- Fabozzi, F. J., dan P. P. Peterson. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd ed.). New Jersey: Jhon Wiley and Sons, Inc.
- Madura, S. (2008). *International Financial Management* (Ninth Edition). Mason, USA: Thomson South-Western.
- Parrino, R., Kidwell, D. S. and T. W. Bates. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (2nd ed.). New Jersey: Jhon Wiley and Sons, Inc.
- Pike, R and B. Neale. (2009). *Corporate Finance* (6th ed.). London: Pearson Education.

Ross, R. W., Westerfield, R. W., dan B. D. Jordan. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance* (Ninth Edition). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Shim, J. K., dan J. G. Siegel. (2007). *Financial Management* (Third Edition). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Wikipedia the free encyclopedia. (2012). *Commodity Swap*. Diakses dari http://en.wikipedia.org/wiki/Commodity_swap.

<p>Harman Malau Adalah Dosen Tetap Pasca Sarjana Universitas Advent Indonesia, Bandung</p>
--