



MILLIONS

MANAGEMENT SOLUTIONS

INTERNATIONAL BUSINESS

SUMMARY

CHAPTER 11

THE GLOBAL CAPITAL MARKET

KEUNTUNGAN PASAR MODAL GLOBAL

Fungsi Pasar Modal Secara Umum

Pasar modal mempertemukan orang yang ingin menginvestasikan uang dan mereka yang membutuhkannya. Yang ingin menginvestasikan uang termasuk didalamnya perusahaan dengan kas berlebih, individu, dan institusi keuangan nonbank seperti perusahaan dana pensiun dan asuransi. Sementara yang membutuhkan uang adalah individu, perusahaan, dan pemerintah. Diantara keduanya terdapat pasar modal.



- Commercial bank berfungsi secara indirect: menerima uang dari perusahaan dan individu lalu membayar mereka dengan interest, sementara uangnya dipinjamkan ke borrower pada interest rate yang lebih tinggi. Selisihnya merupakan profit margin.
- Investment bank berfungsi secara direct: mempertemukan investor dan borrower dan mendapatkan komisi sebagai kompensasinya.

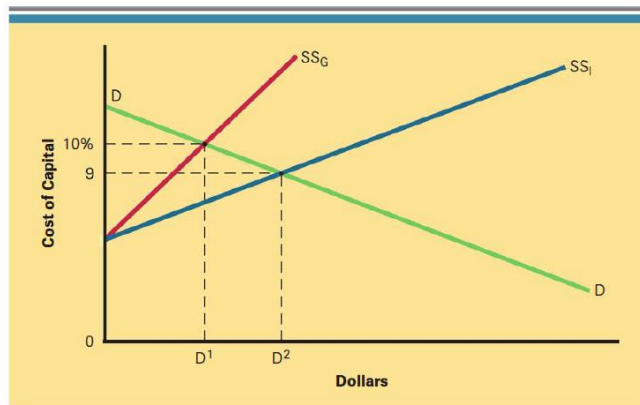
Capital market memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan sebagai equity maupun debt. Jika sebagai equity, bentuknya adalah saham, dimana terdapat kepemilikan investor terhadap perusahaan. Kompensasinya adalah dividen yang ditentukan perusahaan berdasarkan profit perusahaan pada periode tertentu. Sementara jika bentuknya debt, perusahaan harus membayar principal dan interest pada interval tertentu terlepas dari profit yang dihasilkan perusahaan.

Hal yang Menarik dari Pasar Modal Global

Pasar modal global menguntungkan bagi borrower dan investor. Bagi borrower, supply semakin besar dan cost of capital semakin rendah. Sementara bagi investor terdapat peluang investasi yang lebih luas serta kemungkinan membentuk portfolio investasi internasional sehingga risiko bisa didiversifikasi.

Perspektif borrower: cost of capital yang lebih rendah

Pada pasar domestik, investor terbatas pada warga negara tersebut saja sehingga supply dana terbatas dan likuiditasnya juga terbatas. Dengan pasar modal global, investor lebih banyak. Cost of capital adalah harga dari meminjam uang, yaitu rate of return yang harus dibayar pada investor. Pada pasar domestic yang investornya lebih sedikit, borrower harus memberikan return yang lebih tinggi untuk "membujuk" investor menyalurkan dananya. Pada pasar global, borrower bisa membayar lebih rendah. Hal ini tidak hanya terjadi pada less developed country, tapi juga pada pnegara yang maju.



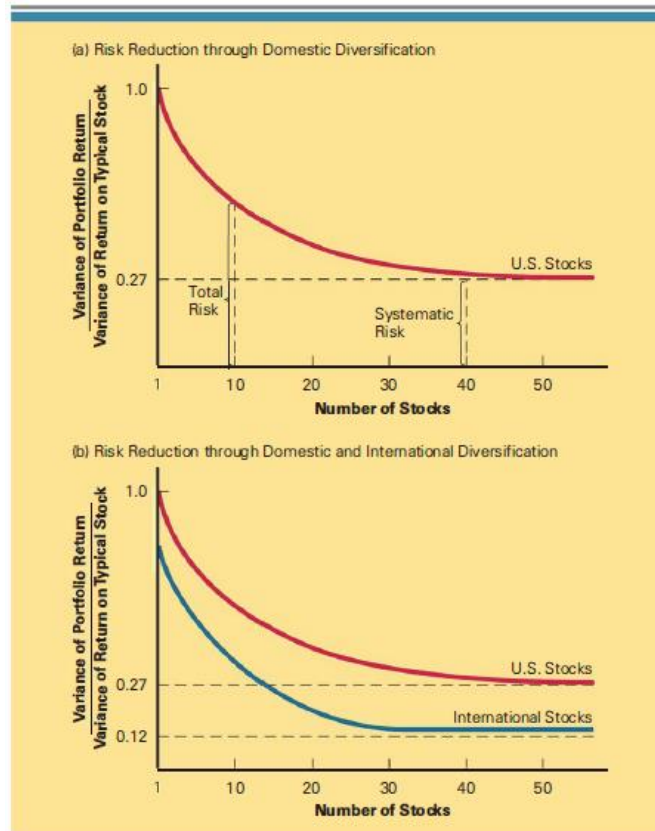
Kurva supply saat di domestic market adalah SS_G . Saat masuk ke global market jadi SS_I , sehingga jumlah dollar yang ada di pasar makin besar (geser dari D^1 ke D^2) dan cost of capital jadi lebih kecil (turun dari 10% ke 9%).

Perspektif investor: diversifikasi portfolio

Di pasar global, investor punya lebih banyak pilihan untuk peluang investasinya. Maka, risiko yang ditanggung dalam portfolio tersebut lebih rendah. Dengan menambah jumlah saham pada portfolio, investor dapat mengurangi risikonya. Awalnya risiko tersebut berkurang drastis, kemudian berkurang perlahan hingga menyamai risiko sistematisnya (risiko yang diasosiasikan dengan keadaan makroekonomi sehingga mempengaruhi seluruh perusahaan dalam ekonomi). Selain itu, risiko dapat dikurangi karena terdapat korelasi yang rendah antara perubahan pasar modal di negara berbeda. Hal tersebut karena:

1. Tiap-tiap negara memiliki perbedaan dalam kebijakan makroekonomi dan menghadapi keadaan ekonomi yang berbeda.
2. Pasar modal yang berbeda tetap tersegmentasi dengan kontrol modal karena adanya pembatasan dalam penyaluran dana. Misalnya, adanya larangan untuk orang asing memiliki aset tertentu dalam negara lain atau pembatasan proporsi dana yang boleh dimiliki oleh foreigner.

Grafik dibawah ini menunjukkan hubungan antara difersifikasi internasional dengan risiko yang ditemukan oleh Bruno Solnik. Terlihat bahwa portfolio yang terdiversifikasi seluruhnya yang mengandung saham dari berbagai negara memiliki risiko hanya setengah dari portfolio terdiversifikasi sempurna yang hanya mengandung saham US.



Efek pengurangan risiko akan lebih besar apabila tidak ada fluktuasi exchange rate, karena hal tersebut akan menambahkan risiko karena adanya uncertainty.

Pertumbuhan Pasar Modal Global

Pasar modal global meningkat pada era 1980an, 1990an, hingga 2000an. Faktor-faktor yang mempengaruhi, diantaranya adalah:

Teknologi Informasi

Jasa keuangan merupakan industri yang intensif berhubungan dengan informasi. Diperlukan informasi yang banyak mengenai pasar, risiko, nilai tukar, interest rate, creditworthiness, dan lainnya. Informasi tersebut diperlukan untuk mengambil keputusan investasi: dimana, berapa charge untuk borrower, berapa interest untuk depositor, berapa nilai risiko, dan lainnya. Karenanya, kemajuan teknologi sejak 1970an sangat membantu meningkatkan pasar modal. Proses data yang cepat memungkinkan pasar untuk memproses informasi yang banyak dari berbagai dunia. Teknologi tersebut mengurangi biaya recording, transmitting, dan processing informasi hingga 95%.

Namun, kemajuan teknologi tersebut juga pernah menunjukkan sisi buruknya, dimana terjadi kolaps pada 1978, ketika kolapsnya saham US langsung tersebar keseluruh dunia dan membuat kolaps secara global. Begitupun krisis Asia pada 1997 yang langsung menimbulkan global shock. Tapi, kebanyakan cendekiawan yakin bahwa risiko tersebut tidak lebih besar daripada benefit yang dibawa oleh terintegrasinya informasi pasar modal global. Karena, terlepas dari global shock yang mungkin terjadi, korelasi antara pergerakan pasar ekuitas nasional tergolong rendah, dimana hanya berimpact kecil pada longterm.

Deregulation

Di berbagai negara, industri jasa keuangan merupakan industri yang diregulasi paling ketat. Pemerintah seluruh negara di dunia ingin menjaga pasar keuangannya dari foreign investor. Bahkan dalam kasus tertentu, pemerintah melarang ekspansi luar negeri oleh perusahaan jasa keuangannya. Namun banyak dari larangan tersebut sudah luntur sejak 1980an. Hal ini dikarenakan adanya perkembangan pasar eurocurrnecu serta merupakan respon dari tekanan perusahaan jasa keuangan, yang menginginkan untuk beroperasi pada lingkungan yang less regulated.

Dimulai dengan US pada 1970 dan 1980 yang memperbolehkan bank asing masuk. Kemudian 1986 disusul Inggris yang memungkinkan perusahaan jasa keuangan asing masuk ke pasar modalnya. 1980 pun mulai masuk ke negara dengan emerging economies seperti Amerika Latin, Asia, dan Eastern Europe. Krisis tahun 2008 menjadi penanda apakah deregulasi tersebut mulai terlalu jauh. Mulai dipikirkan apakah diperlukan perubahan regulasi, khususnya pada hal hedge funds.

GLOBAL CAPITAL MARKET RISKS

Beberapa analisis melihat bahwa dengan deregulasi dan pengurangan kontrol pada aliran dana internasional, individu menjadi lebih rentan terhadap spekulasi atas aliran dana. Hal ini menunjukkan efek destabilisasi pada ekonomi nasional. Martin Feldstein mengatakan bahwa dana yang beredar secara internasional kebanyakan adalah hot money, sementara patient money (uang yang diinvestasikan untuk waktu lama – saving) tetap disimpan pada negara masing-masing. Menurutnya, jika investor memiliki informasi yang lebih baik mengenai aset asing, pasar modal global akan bekerja lebih efisien dan lebih mengurangi aliran dana short term yang spekulatif.

Saat informasi berkualitas yang dimiliki investor sedikit, mereka akan bereaksi pada informasi mengenai negara tempatnya berinvestasi lebih dramatis dan cenderung menarik uangnya kembali terlalu cepat. Meskipun telah ada kemajuan teknologi, sulit bagi investor untuk mendapatkan informasi yang sama kuantitas dan kualitasnya. Serta, perbedaan pada konvensi akuntansi tiap-tiap negara menyulitkan dalam membandingkan peluang investasi antar negara kecuali bagi investor yang sudah canggih.

PASAR EUROCURRENCY

Eurocurrency merupakan currency yang didepositokan diluar negara tersebut. Eurodollar, yang merupakan 2/3 dari seluruh Eurocurrency merupakan deposito yang didenominasi dalam mata uang US di bank-bank luar US. Bank tersebut bisa berupa bank asing atau cabang bank US yang berada diluar negeri. Eurosterling adalah sebutan untuk poundsterling, sementara Euroyen untuk yen. Pasar Eurocurrency telah menjadi sumber dana yang penting dan relative lebih murah untuk bisnis internasional.

Awal Mula dan Pertumbuhan Pasar

Eurocurrency muncul pada pertengahan 1950an ketika pemegang dolar di Eropa Timur, termasuk Soviet Union terdahulu, takut mendepositokan dollarnya di US karena pemerintah US

menolak menerima claim kegagalan bisnis dari warga Eropa Timur karena komunis mengambil alih daerah tersebut. Kemudian mereka mendepositokan dollar tersebut di Eropa, disusul oleh beberapa bank sentral di Eropa Barat yang menerima dollar karena kegiatan ekspor oleh perusahaan. Mereka mendepositokan di bank London daripada di US karena mendapatkan interest rate yang lebih tinggi.

Pasar Eurocurrency menerima tekanan besar pada 1957 ketika pemerintah Inggris melarang bank untuk meminjamkan poundsterling kepada perdagangan non-british, sebuah bisnis yang sangat profitable bagi bank Inggris. Bank Inggris mulai mendanai perdagangan tersebut dengan menarik deposito dan meminjamkan dollar untuk perusahaan yang bergerak secara internasional. Karena itu, London menjadi leading center dari perdagangan Eurocurrency.

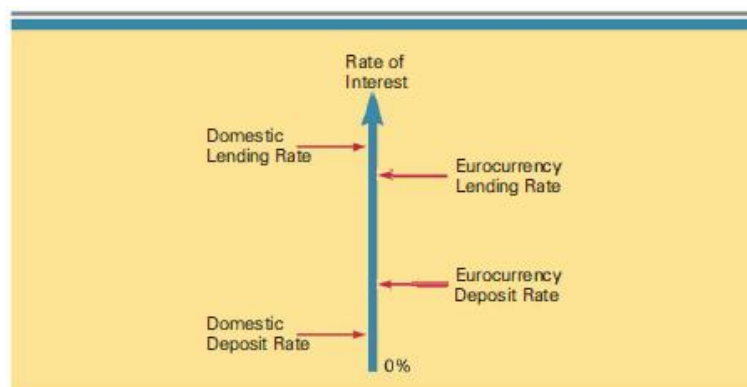
Tekanan lainnya muncul pada 1960 ketika US mengeluarkan kebijakan yang membuat US bank tidak boleh meminjamkan uang pada warga selain US. Maka, terdapat kesulitan bagi borrower untuk meminjam dolar di US untuk membiayai perdagangan internasional sehingga mereka menggunakan Eurodollar market untuk mendapatkan pendanaan dollar yang dibutuhkan.

Pada 1973 pemerintah US mengganti kebijakannya. Namun peningkatan harga minyak yang diatur oleh OPEC membuat member OPEC yang berasal dari Arab memiliki banyak dollar. Mereka takut untuk menyimpannya di US banks ataupun cabangnya di Eropa karena takut akan diambil alih. Maka, mereka menyimpannya di bank-bank London sehingga terjadi peningkatan supply Eurodollar.

Daya Tarik Pasar Eurocurrency

Faktor utama yang membuat pasar Eurocurrency atraktif bagi depositor dan borrower adalah kurangnya regulasi pemerintah. Hal ini memungkinkan bank untuk memberikan interest rate lebih tinggi pada depositor daripada mendepositokannya di home country. Hal tersebut juga memungkinkan bank untuk mengenakan interest yang lebih rendah bagi borrower sehingga mereka lebih memilih untuk meminjam di pasar Eurocurrency dibandingkan dengan di home country.

Domestic currency deposit diregulasi di seluruh negara untuk memastikan bank memiliki likuidasi dana untuk memenuhi seluruh permintaan depositor apabila tiba-tiba memutuskan untuk mengambil seluruh uangnya. Seluruh negara beroperasi dengan reserve requirement tertentu. Sementara untuk foreign currency bank memiliki kebebasan penuh.



Kekurangan Pasar Eurocurrency

1. Ketika depositor menggunakan sistem bank yang terregulasi, yang diketahui probabilitas bank failure yang akan membuat mereka kehilangan depositnya menurun. Regulasi tersebut menjaga likuiditas sistem perbankan. Pada sistem yang tidak terregulasi seperti Eurocurrency, probabilitas bank failure yang akan menyebabkan depositor kehilangan uangnya lebih tinggi. Maka, interest rate yang lebih rendah yang ditawarkan di home-country menunjukkan biaya dalam memastikan keamanan atas bank failure.
2. Meminjam uang secara internasional dapat mengekspos perusahaan pada risiko foreign exchange. Forward exchange dapat dijadikan pelindung, namun bukan perfect insurance. Maka, banyak perusahaan yang meminjam dari domestic currency untuk mengurangi risiko foreign exchange.

PASAR OBLIGASI GLOBAL

Pasar obligasi global berkembang pesat antara 1980 hingga 1990an, dan terus berkembang hingga kini. Terdapat dua jenis bonds **(1) Foreign Bonds**, yang dijual diluar negara peminjam dan didenominasi sesuai mata uang negara di-issue-nya bonds tersebut. **(2) Eurobonds**, yang normalnya underwritten oleh kongsi bank internasional dan ditempatkan diluar negara dimana bonds tersebut didenominasi sesuai mata uang negara tersebut. Eurobonds secara rutin di-issue oleh perusahaan multinasional, perusahaan domestic yang besar, pemerintah, serta institusi internasional. Biasanya mereka ditawarkan pada berbagai pasar modal, namun tidak dipasarkan pada negara ataupun warga negara yang mata uangnya digunakan dalam denominasi bonds tersebut.

Daya Tarik Eurobond Market

1. Regulatory interference.
Pemerintah menerapkan kontrol ketat pada bonds yang di-issue dengan mata uang negaranya. Sementara Eurobonds tidak terkait dengan regulasi tersebut sehingga dapat di-issue dengan biaya yang lebih rendah untuk issuer.
2. Disclosure requirement.
Disclosure requirement Eurobonds lebih rendah daripada berbagai pemerintah nasional.
3. Favorable tax status.
Eurobonds menjawab keinginan investor yang ingin mendapat keuntungan dari tax benefit.

PASAR EKUITAS GLOBAL

Pada dasarnya tidak ada pasar ekuitas global seperti pasar modal dan pasar obligasi global. Banyak negara yang memiliki domestic equity market dimana saham perusahaan diperdagangkan. Meskipun kebanyakan investornya masih warga negara domestic namun perkembangan pasar global sedang berlangsung.

Konsekuensi menarik dari tren investasi ekuitas internasional adalah internasionalisasi kepemilikan perusahaan. Listing saham di suatu negara lain merupakan salah satu jalan menuju issue saham di negara tersebut. idenya adalah untuk mendapatkan likuiditas pasar asing sehingga

meningkatkan dana yang tersedia untuk investasi dan menurunkan cost of capital. Listing juga dilakukan sebagai langkah awal untuk mengakuisisi perusahaan asing. Dengan listing pada negara tersebut, saham dan opsinya dapat digunakan sebagai kompensasi bagi manajemen dan pegawai lokal, yang memenuhi keinginan kepemilikan local dan meningkatkan hubungan perusahaan dengan pegawai, konsumen, supplier, dan banker lokal.

RISIKO FOREIGN EXCHANGE DAN COST OF CAPITAL

Perubahan tidak terprediksi dari exchange rate dapat menambahkan risiko pada peminjaman foreign currency, membuat sesuatu yang sebenarnya tidak terlalu mahal menjadi mahal. Borrower dapat melakukan hedge terhadap kemungkinan tersebut dengan menggunakan kontrak forward. Meskipun hal ini dapat meningkatkan cost of capital, penambahan insurance dapat membatasi risiko pada transaksi tersebut. Namun, forward pun tidak dapat menghilangkan risiko serta tidak dapat melindungi peminjaman long-term.

