

**FAKTOR YANG MEMPENGARUHI HUTANG MATA UANG ASING  
DAN MATA UANG LOKAL SERTA PENGARUHNYA TERHADAP  
PENDAPATAN SAHAM DAN RISIKO PERUSAHAAN PUBLIK  
DI INDONESIA**

*Windijarto*

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga

**ABSTRACT**

*The purposes of this research are to analyze and to test factors influenced the foreign currency debt and local currency debt, to analyze and to confirm whether the separation of foreign currency debt and local debt influence stock return and risk of companies listing in the BEJ Jakarta, and to analyze and to test the correlation between foreign debt and local debt. Path analysis and Amos are used to analyse the data. The company size is the only variable that influences positively significant to local debt. Operating margin, capital expenditure, tangible asset, foreign sales and foreign cash influence negatively significant to the local debt. While market to book ratio and foreign equity do not significantly influence the local debt. Foreign sales is the only variable that influences positively significant to the foreign debt. While operating margin, company size, capital expenditure, and real asset influence negatively significant to the foreign debt. However, market to book ratio, foreign equity, and foreign cash do not significantly influence foreign debt. This study found out that foreign debt does not significantly influence the stock return. However this variable has positif significant to the company risk. Local debt does not influence neither stock return nor the risk. The foreign debt and local debt have negative corelation that means there is substitute corellation between them.*

**Keywords:** *Foreign debt, local debt, stock return, risk, operating margin, company size, capital expenditure, real asset, market to book ratio, foreign equity.*

## **1. PENDAHULUAN**

Hutang luar negeri sudah menjadi bagian ekonomi Indonesia sejak jaman orde baru. Namun demikian, masalah hutang luar negeri belum menjadi masalah besar bagi Indonesia karena pada saat itu terjadi pertumbuhan ekonomi yang tinggi sampai tahun 1996. Hutang luar negeri pada periode itu digunakan oleh pemerintah untuk membiayai pembangunan ekonomi sehingga memperbesar jumlah hutang luar negeri yang tidak pernah dipermasalahkan sampai akhirnya krisis ekonomi terjadi di Indonesia. Menurut data Bank Dunia di tahun 1997, hutang Pemerintah Indonesia mencapai 70 persen terhadap

GNP sebesar \$ 90 milyar. Hal ini menggambarkan kondisi yang sudah sangat kritis. Dibandingkan dengan negara Brazil, pada tahun yang sama posisi hutang mereka mencapai kurang lebih US\$ 100 namun angka ini hanya merupakan 24 persen dari GNP.

Pada tahun 1998, posisi hutang luar negeri pemerintah Indonesia hampir mencapai US\$ 70 milyar yang mencerminkan 63 persen dari GNP sebesar US\$ 112 milyar. Jumlah ini tampaknya sangat sulit untuk dapat diselesaikan hanya dari perolehan devisa nasional (selisih ekspor dan impor), pajak maupun dividen yang diperoleh oleh negara saja. Banyak argumen yang dikemukakan untuk menjelaskan fenomena ini. Beberapa fakta penting menjelaskan bahwa besarnya hutang luar negeri terutama hutang jangka pendek dan fundamental ekonomi yang rapuh, belum siapnya Indonesia dalam menghadapi peraturan-peraturan global (seperti *risk management*, *disclosure*, dan praktek-praktek bisnis sehat lainnya) membuat Indonesia dirugikan dalam proses liberalisasi ekonomi.

Berdasarkan survei yang dilakukan oleh konsultan McKinsey (yang didasarkan pada indikator perkembangan dunia seperti pasar modal dan produk forum ekonomi dunia seperti pasar tenaga kerja, peraturan pemerintah dan indeks korupsi) telah diperlihatkan suatu *Institutional Index* beberapa negara di mana Indonesia berada pada peringkat yang sangat rendah (berarti *country risk* sangat tinggi) dan dikelompokkan ke dalam *Less Developed Country*. Dalam skala indeks yang berkisar dari angka 1 hingga 10, Indonesia hanya memperoleh angka indeks 3 sementara negara tetangga kita di kawasan Asean memiliki indeks 7 sampai 8. Makin tinggi indeks ini makin memperlihatkan kemajuan suatu negara dengan transparansi operasional yang makin tinggi pula.

Penyelesaian hutang luar negeri Indonesia dari tahun 1998 hingga tahun 1999 tidak mengalami banyak kemajuan meski pemerintah sudah membentuk tim Penyelesaian Hutang Luar Negeri Swasta (PULNS), *Indonesian Debt Restructuring Agency* (INDRA) pada bulan Juli 1998 dan *Jakarta Initiative* atau Prakarsa Jakarta pada bulan September 1998. Lambannya pelaksanaan penyelesaian hutang luar negeri swasta salah satunya dapat dilihat dari sedikitnya jumlah perusahaan yang sudah masuk INDRA.

Hutang luar negeri Indonesia yang besar membuat ketergantungan Indonesia pada kreditur internasional baik swasta ataupun pemerintah termasuk lembaga-lembaga multilateral menjadi semakin besar. Apalagi dalam situasi krisis di mana kelanjutan penyehatan ekonomi Indonesia banyak ditentukan oleh dana yang masuk dari luar negeri membuat ketergantungan Indonesia kepada kreditur internasional semakin besar. Ditambah lagi banyaknya peristiwa yang terjadi di tanah air yang sering menggoncang perekonomian.

Jumlah hutang luar negeri Indonesia pada tahun 1996 sampai 1998 mengalami peningkatan sebesar \$ 40.715.000.000. Hutang luar negeri terdiri dari hutang pemerintah dan hutang swasta. Hutang pemerintah pada tahun 1996 sampai 1999 mengalami peningkatan. Pada

tahun 1997, hutang mengalami peningkatan sebesar \$ 14.000.000.000, peningkatan tersebut disebabkan salah satunya yaitu melemahnya nilai rupiah terhadap dollar. Hutang swasta terdiri hutang lembaga keuangan bank, hutang lembaga keuangan bukan bank, hutang bukan lembaga keuangan. Hutang swasta terbesar didominasi oleh perusahaan bukan lembaga keuangan, pada tahun 1998 persentase hutang perusahaan bukan lembaga keuangan terhadap total hutang swasta sebesar 84,59%.

Penggunaan hutang khususnya hutang luar negeri yang besar selain dapat menambah nilai perusahaan, juga seringkali menambah risiko yang harus ditanggung oleh suatu perusahaan. Risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan karena penggunaan hutang luar negeri antara lain: pertama, risiko keuangan (*financial risk*) yaitu kemungkinan perusahaan untuk tidak mampu membayar angsuran pokok dan bunga hutang. Kedua, risiko fluktuasi nilai tukar (*foreign exchange rate risk*) yaitu ketidakmampuan perusahaan membayar kembali hutangnya sebagai akibat perubahan nilai tukar.

Hutang luar negeri menjadi faktor penting yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Penggunaan hutang luar negeri, penting untuk dianalisis karena adanya selisih suku bunga antara suku bunga dalam negeri dan suku bunga luar negeri dan juga adanya tambahan risiko nilai tukar. Banyak perusahaan Indonesia yang mengalami kerugian besar akibat memiliki hutang luar negeri yang besar. Selain itu, umumnya para peneliti melakukan penelitian mengenai pengaruh hutang terhadap kinerja perusahaan, namun masih sedikit penelitian yang meneliti pengaruh hutang khususnya hutang luar negeri terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk: 1) menganalisis dan menguji pengaruh ukuran perusahaan, pengeluaran modal, aktiva berwujud, *market-to-book ratio*, ekuitas asing, penjualan dalam mata uang asing, kas dalam mata uang asing, dan margin operasi terhadap hutang mata uang lokal (*local currency debt*), 2) menganalisis dan menguji pengaruh ukuran perusahaan, pengeluaran modal, aktiva berwujud, *market-to-book ratio*, ekuitas asing, penjualan dalam mata uang asing, kas dalam mata uang asing, dan margin operasi terhadap hutang mata uang asing (*foreign currency debt*), 3) menganalisis dan menguji pengaruh penggunaan hutang mata uang lokal (*local currency debt*) terhadap pendapatan saham perusahaan publik di Indonesia, 4) menganalisis dan menguji pengaruh penggunaan hutang mata uang lokal (*local currency debt*) terhadap risiko perusahaan, 5) menganalisis dan menguji pengaruh penggunaan hutang mata uang asing (*foreign currency debt*) terhadap pendapatan saham perusahaan publik di Indonesia, 6) menganalisis dan menguji pengaruh penggunaan hutang mata uang asing (*foreign currency debt*) terhadap risiko perusahaan, 7) mengetahui dan menjelaskan hubungan antara hutang mata uang lokal dengan hutang mata uang asing.

#### Hubungan Antar Variabel

##### Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Hutang Mata Uang Lokal dan Asing

Semakin besar margin operasi maka semakin besar profitabilitas perusahaan sehingga akan menghasilkan laba ditahan yang besar. Sesuai dengan *pecking order hypothesis*,

yang disampaikan oleh Myers and Majluf (1984) “*relate profitability to capital structure by suggesting that more profitable firms will demand less debt because internal funds are available for finance*”. Perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal perusahaan yang berasal dari laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan dana sehingga semakin sedikit kebutuhan akan hutang mata uang lokal.

Allayannis *et al.* (2000) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif yang sangat kuat antara margin operasi dengan tingkat hutang mata uang lokal. Hasil ini juga sesuai dengan hasil penelitian Rajan and Zingales (1995). Pengaruh negatif ini juga didukung oleh pendapat Smith and Stulz (1985) and Warner (1977) yang menyatakan bahwa semakin kecil margin operasi perusahaan, semakin besar kebutuhan akan hutang.

Menurut *the static trade off theory*, ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan probabilitas terjadinya *financial distress* dan berkorelasi positif dengan *leverage*, sehingga dapat diartikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, yang dalam studi ini diprosikan dengan logaritma total penjualan, semakin kecil kemungkinan perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan. Semakin besar ukuran perusahaan maka dapat memperoleh hutang yang lebih besar untuk mencapai titik optimal. *A large number of studies find a significant positive relation between size and debt ratio* (Rajan and Zingales, 1995; Barclay and Smith, 1996). Harris and Raviv (1991) menyimpulkan bahwa penggunaan hutang berhubungan positif dengan ukuran perusahaan.

Semakin tinggi kebutuhan pengeluaran modal semakin tinggi kebutuhan dana. Semakin tinggi pengeluaran modal (dengan asumsi perolehan sumber dana internal relatif tetap) maka semakin tinggi sumber dana hutang yang dibutuhkan. Pengaruh pengeluaran modal terhadap hutang mata uang lokal berdasarkan *costly monitoring and agency cost*, dapat dijelaskan oleh Diamond (1984) berpendapat bahwa jika para pemberi pinjaman (*creditor*) lokal dapat mengumpulkan informasi pada perusahaan lokal dengan biaya yang relatif rendah, maka mereka akan lebih memilih membiayai perusahaan lokal dibandingkan dengan perusahaan dengan biaya monitoring yang tinggi (perusahaan asing). Kenyataan menunjukkan bahwa *foreign lenders* memilih pinjaman yang dijamin dengan *hard assets* (aset yang nyata dan mudah untuk dilikuidasi) karena tingginya biaya monitoring peminjam dari Asia Timur, sehingga terdapat hubungan positif antara pengeluaran modal (*committed capital expenditures*) dengan tingkat *FC (foreign currency) debt*. Pengeluaran modal khususnya untuk pembelian *hard asset (committed capital expenditure)* dapat menggunakan aset yang dibelinya sebagai jaminan atas pinjaman asing yang diperoleh.

Aset nyata dapat juga digunakan untuk mereduksi *agency cost* karena hutang menjadi semakin aman di mata *bondholders*. Hal tersebut memperlihatkan bahwa aset nyata memiliki pengaruh yang positif terhadap hutang dalam mata uang asing dan lokal. Teori *Asymmetric information* berpendapat bahwa terdapat hubungan positif antara aset nyata dengan hutang. Jika bank mengalami kesulitan dalam memperoleh informasi tentang

perusahaan (*asymmetric information*), perusahaan dengan aset nyata kecil akan kesulitan memperoleh hutang. Rajan and Zingales (1995) and Booth *et al.* (2001) menyatakan bahwa :”*Despite substantial institutional differences across countries, firm debt ratios in developed and developing countries seem to be affected by some similar factors. First, debt ratios are typically lower for more profitable firms. Second, debt use is generally higher for firms with more tangible assets that can be used as collateral*”.

Jika terjadi *informasi asimetris* maka potensi terjadi *agency costs* menjadi lebih besar untuk perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang besar. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi tersebut, yang diproksikan dengan *market-to-book ratio* yang tinggi, akan dipersepsikan relatif lebih baik oleh investor, sehingga dapat memperoleh pinjaman lebih besar dari peminjam lokal. Allayannis *et al.* (2000) menyatakan hubungan negatif antara *market to book ratio* dengan hutang dalam mata uang lokal, hal ini sesuai dengan *pecking order theory of capital structure*. Sementara itu Rajan and Zingales (1995) and Booth *et al.* (2001) juga menyatakan terdapat hubungan negatif antara *market-to-book ratio* dengan total hutang.

Implikasi dari *pecking order hypothesis* adalah bahwa *FC (foreign currency) debt* nampak sebagai pelengkap hutang lokal (berlawanan dengan peramalan *trade-off theory* yang berimplikasi sebagai substitusi) karena perusahaan akan menggunakan *FC (foreign currency) debt* hanya jika *LC (local currency) debt* sudah jenuh. Begitu pula perusahaan yang telah *listing* di *foreign equity market*, telah memiliki hutang dalam jumlah yang besar sehingga perusahaan tersebut mengambil sumber pendanaan terakhir yaitu ekuitas dari pasar ekuitas luar negeri. Hubungan yang ada antara kepemilikan saham asing dan *debt level* adalah negatif. Hal ini dikarenakan akses kepada pasar modal luar negeri dapat merupakan tindakan substitusi atas hutang baik hutang secara keseluruhan maupun hutang dalam mata uang asing.

*Foreign Sales* merupakan proksi *foreign cashflow*, semakin besar penjualan dalam mata uang asing perusahaan semakin kecil hutang mata uang lokal perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan penjualan dalam mata uang asing tidak akan mengalami risiko perubahan nilai tukar (*foreign exchange risk*) karena memiliki dana dalam bentuk mata uang asing yang dapat menjamin pembayaran hutang mata uang asing tanpa melalui pembelian mata uang tersebut di pasar valuta asing, sehingga perusahaan yang memiliki nilai penjualan dalam mata uang asing yang besar akan lebih menggunakan hutang mata uang asing

Tingginya cadangan kas dalam mata uang asing mencerminkan likuiditas yang tinggi, likuiditas yang tinggi akan memberikan kepercayaan kepada kreditor atas kemampuan membayar hutang khususnya hutang jangka pendeknya. Semakin tinggi kas dalam mata uang asing akan meningkat pula hutang mata uang lokal, sehingga semakin tinggi kas dalam mata uang asing akan meningkat pula hutang mata uang lokal. *Risk management*

*theory* yang mendasari argumentasi bahwa kepemilikan kas dalam mata uang yang semakin besar seharusnya menjamin kemampuan perusahaan dalam membayar hutang mata uang asing tanpa harus mengalami risiko perubahan nilai tukar (tanpa melakukan *hedging*) Semakin besar kas dalam mata uang asing akan mendorong perusahaan untuk mendapatkan hutang mata uang asing yang lebih besar pula.

#### Pengaruh Hutang Mata Uang Asing Terhadap Pendapatan Saham

Teori tentang struktur modal menyatakan bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan kinerja perusahaan namun juga akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan disebabkan karena penghematan pajak yang ditimbulkan karena pembayaran beban tetap sebelum perusahaan membayar pajak mengakibatkan penghematan pajak. Bunga hutang mata uang asing yang secara relatif lebih rendah daripada hutang mata uang lokal juga mendasari peningkatan kinerja akibat pemilihan sumber dana ini. Tingkat *leverage* yang tinggi juga dapat memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan sehingga akan menaikkan harga saham atau memaksimalkan nilai perusahaan. Kenaikan harga saham dapat meningkatkan pendapatan saham baik berupa dividen dan *capital gain*.

#### Pengaruh Hutang Mata Uang Asing Terhadap Risiko Perusahaan

Semakin tinggi *FC (foreign currency) debt* maka perusahaan memiliki peluang mengalami *financial distress* yang semakin besar atau semakin tinggi risiko perusahaan, sehingga efek perlindungan pajak (penghematan pajak) yang diinginkan tidak lagi mencukupi untuk menutupi nilai yang diperkirakan akibat biaya kebangkrutan. Setiap peningkatan rasio hutang pada tingkat optimal akan mengakibatkan nilai pasar perusahaan menurun dan biaya modal keseluruhan meningkat. Kenaikan risiko keuangan menyebabkan kenaikan risiko pemegang saham yang melebihi risiko bisnis dasar, sebagai akibat penggunaan *leverage financial*.

#### Pengaruh Hutang Mata Uang Lokal Terhadap Pendapatan Saham

Pengaruh hutang mata uang lokal terhadap pendapatan saham dapat dijelaskan dengan beberapa teori. Menurut Myers and Majluf (1984) pada *dynamic pecking-order model*, peningkatan *leverage* mengurangi keamanan kapasitas hutang dan peningkatan kemungkinan pembatalan proyek dengan NPV (*net present value*) positif di masa yang akan datang. Oleh karena, peningkatan *leverage* menghasilkan pendapatan saham yang rendah. Peningkatan *leverage* menurunkan keamanan kapasitas hutang perusahaan dan mungkin mendorong *underinvestment* di masa yang akan datang. Hal itu menurunkan nilai perusahaan. Teori *trade off*, tiap penyimpangan dari struktur modal optimal akan menghasilkan harga saham yang rendah. *Default risk premium* menceritakan pada sisi lain bahwa peningkatan *leverage* perusahaan mungkin meningkatkan *default risk* sehingga pemegang saham menuntut kompensasi yang lebih tinggi untuk menutupi *default risk premium* tersebut.

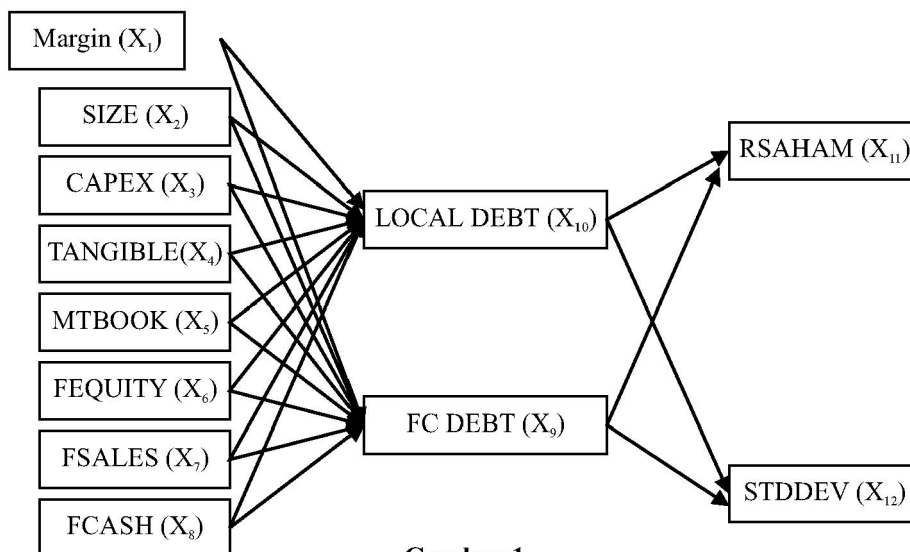
## Pengaruh Hutang Mata Uang Lokal Terhadap Risiko Perusahaan

Pada tingkat hutang yang tinggi, perusahaan memiliki peluang mengalami *financial distress* yang semakin besar atau semakin tinggi risiko perusahaan, sehingga efek perlindungan pajak (penghematan pajak) yang diinginkan tidak lagi mencukupi untuk menutupi nilai yang diperkirakan akibat biaya kebangkrutan. Setiap peningkatan rasio hutang pada tingkat optimal akan mengakibatkan nilai pasar perusahaan menurun dan biaya modal keseluruhan meningkat.

## 2. KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

### Kerangka Konseptual

Berdasarkan tinjauan kepustakaan dan penelitian sebelumnya maka kerangka proses berpikir pada penelitian ini digambarkan pada Gambar 1.



**Gambar 1**  
**Kerangka Konseptual**

#### Keterangan :

MARGIN ( $X_1$ )	: Margin operasi	FSALES ( $X_7$ )	: <i>Foreign Sales</i> (penjualan dalam mata uang asing)
SIZE ( $X_2$ )	: Ukuran perusahaan	FCASH ( $X_8$ )	: <i>Foreign Cash</i> (kas dalam mata uang asing)
CAPEX ( $X_3$ )	: Pengeluaran modal ( <i>capital expenditure</i> )	FC DEBT ( $X_9$ )	: Hutang mata uang asing
TANGIBLE ( $X_4$ )	: Aktiva berwujud ( <i>tangible asset</i> )	LOCAL DEBT ( $X_{10}$ )	: Hutang mata uang asing
MTBOOK ( $X_5$ )	: <i>Market book ratio</i>	RSAHAM ( $X_{11}$ )	: Pendapatan Saham
FEQUITY ( $X_6$ )	: <i>Foreign Equity</i> (ekuitas asing)	STDDEV ( $X_{12}$ )	: Risiko Perusahaan

### Hipotesis

Berdasarkan latar belakang, tujuan studi, dan kerangka konseptual maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan, pengeluaran modal, aktiva berwujud, *market-to-book ratio*, ekuitas asing, penjualan dalam mata uang asing, kas dalam mata uang asing, dan margin operasi berpengaruh signifikan terhadap hutang mata uang lokal (*local currency debt*).
2. Ukuran perusahaan, pengeluaran modal, aktiva berwujud, *market-to-book ratio*, ekuitas asing, penjualan dalam mata uang asing, kas dalam mata uang asing, dan margin operasi berpengaruh signifikan terhadap hutang mata uang asing (*foreign currency debt*).
3. Hutang mata uang lokal (*local currency debt*) berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham perusahaan publik di Indonesia.
4. Hutang mata uang lokal (*local currency debt*) berpengaruh signifikan terhadap risiko perusahaan.
5. Hutang mata uang asing (*foreign currency debt*) berpengaruh signifikan terhadap pendapatan saham perusahaan publik di Indonesia.
6. Hutang mata uang asing (*foreign currency debt*) berpengaruh signifikan terhadap risiko perusahaan.
7. Hutang mata uang lokal (*local currency debt*) berkorelasi dengan hutang mata uang asing (*foreign currency debt*)

## 2. METODE PENELITIAN

### Rancangan Penelitian

Menurut jenis data dan analisis, penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Model analisis yang digunakan adalah model *path analysis*.

### Populasi, Sampel, dan Teknik Penarikan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta yang memiliki hutang dalam mata uang asing. Sampel penelitian, sebanyak 50 perusahaan dengan periode penelitian sejak 1995 sampai 2004, ditentukan berdasarkan teknik penarikan sampel dengan metode *purposive sampling*, yaitu teknik *non-probability sampling* yang memilih perusahaan-perusahaan berdasarkan batasan-batasan yang telah ditentukan oleh peneliti. Batasan-batasan yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan telah *go public* sejak tahun 1996 dan sahamnya aktif diperdagangkan sampai saat sekarang.



2. Perusahaan adalah perusahaan yang memiliki hutang dalam mata uang lokal maupun mata uang asing.

Definisi Operasional

Berikut ini variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian, antara lain:

1. Hutang mata uang asing (*Foreign currency debt*) adalah nominal pinjaman dana dalam mata uang asing yang menimbulkan beban tetap.
2. Hutang mata uang lokal (*Local currency debt*) adalah nominal pinjaman dana dalam mata uang lokal yang menimbulkan beban tetap.
3. Pendapatan saham adalah pendapatan yang diperoleh investor atas investasi dalam bentuk saham yang berupa *capital gain*. Pendapatan saham dihitung dengan menggunakan rumus :

$$RS_t = \frac{\text{Harga saham}_t - \text{Harga saham}_{t-1}}{\text{Harga saham}_{t-1}} \dots\dots\dots (4.1)$$

4. Risiko perusahaan adalah variabilitas pendapatan saham. Risiko perusahaan menggunakan proksi standar deviasi yang diukur dengan persamaan sebagai berikut :

$$\sqrt{\dots\dots\dots} \dots\dots\dots (4.2)$$

Keterangan :

STD<sub>it</sub> : Standar Deviasi perusahaan

Rs<sub>it</sub> : pendapatan saham mingguan perusahaan

$\bar{R}s_{it}$  : rata-rata pendapatan saham mingguan perusahaan i setiap tahun

n : jumlah pengamatan

5. Margin operasi (*Operating margin*) adalah rasio yang mengukur seberapa banyak keuntungan operasional dapat diperoleh dari setiap rupiah penjualan. Margin Operasi diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Margin Operasi} = \frac{\text{Pendapatan Operasi}}{\text{Penjualan}} \dots\dots\dots (4.3)$$

6. Ukuran perusahaan (*Size*) adalah seberapa besar nilai penjualan Ukuran perusahaan diproksikan dengan logaritma natural penjualan tahunan perusahaan. Ukuran perusahaan tersebut dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log Total Penjualan} \dots\dots\dots (4.4)$$

7. Pengeluaran modal (*capital expenditure*) adalah pengeluaran kas yang diharapkan untuk menghasilkan keuntungan arus kas pada masa akan datang lebih dari satu tahun. Pengeluaran modal (*capital expenditure*) diukur dengan persamaan sebagai berikut :

$$Capex = \frac{\text{Pengeluaran Modal}}{\text{Total Asset}} \dots\dots\dots (4.5)$$

8. Aktiva berwujud adalah total aktiva tetap dikurangi dengan aktiva tidak berwujud (*intangible asset*) seberapa banyak aktiva berwujud. Aset nyata dapat diukur dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Aset Nyata} = \text{Log Total Tangible Asset} \dots\dots\dots (4.6)$$

9. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku saham (*Market to Book ratio*) adalah nilai yang diberikan pasar terhadap manajemen perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh. *Market to book ratios ratio* diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{MTB Ratio} = \frac{\text{Nilai Pasar Saham Biasa}}{\text{Nilai Buku Saham Biasa}} \dots\dots\dots (4.7)$$

10. Ekuitas asing (*Foreign equity*) adalah kepemilikan saham perusahaan oleh investor atau perusahaan asing. Kepemilikan saham asing diukur dengan persamaan 4.8

$$\text{Kepemilikan Saham Asing} = \frac{\text{Kepemilikan Saham oleh Perusahaan Asing}}{\text{Total Modal Saham}} \dots\dots (4.8)$$

11. Penjualan dalam mata uang asing (*Foreign sales*) adalah penjualan barang atau jasa ke luar negeri sehingga perusahaan menerima mata uang asing sebagai alat pembayaran. *Foreign sales* diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Penjualan Ekspor} = \frac{\text{Penjualan dalam Mata Uang Asing}}{\text{Total Penjualan}} \dots\dots\dots (4.9)$$

12. Kas dalam mata uang asing – adalah saldo kas perusahaan dalam mata uang asing setiap akhir tahun buku dalam USD dan dirupiahkan dengan menggunakan nilai tukar pada periode itu. Kas dalam mata uang asing dapat diukur dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Kas dalam Mata Uang Asing} = \frac{\text{Saldo Kas dalam Mata Uang Asing}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots (4.10)$$

#### 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Hasil Penelitian

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Hutang Mata Uang Lokal

Hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi hutang mata uang lokal dapat dilihat pada Tabel 1

**Tabel 1**  
**PENGARUH MARGIN OPERASI, SIZE, CAPEX, TANGIBLE ASSET, MARKET TO BOOK FOREIGN EQUITY, FOREIGN SALES DAN FOREIGN CASH TERHADAP HUTANG LOKAL**

Variabel	Coef. Beta	S.E.	C.R.	P	Keterangan
MARGIN	-0,407	0,035	-5,695	0,000	Signifikan
SIZE	0,788	0,026	8,179	0,000	Signifikan
CAPEX	-0,192	0,016	-2,664	0,008	Signifikan
TANGIBLE	-0,679	0,024	-7,143	0,000	Signifikan
MTBOOK	-0,032	0,000	-0,570	0,401	Tidak Signifikan
FEQUITY	0,063	0,046	1,580	0,115	Tidak Signifikan
FSALES	-0,14	0,022	-3,304	0,001	Signifikan
FCASH	-0,238	0,024	-5,474	0,000	Signifikan

Margin operasi terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang mata uang lokal. Semakin tinggi margin operasi maka semakin sedikit hutang mata uang lokal. Logika teori atas temuan ini adalah jika margin operasi tinggi akan berdampak pada tingginya profitabilitas perusahaan. Tingginya profitabilitas perusahaan akan menghasilkan besarnya laba ditahan yang berarti kemampuan sumber modal sendiri adalah tinggi sehingga kebutuhan akan hutang menjadi kecil.

Hasil uji statistik tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap hutang mata uang lokal menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, artinya semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula hutang mata uang lokal. Semakin besar ukuran perusahaan (nilai penjualan) semakin besar pula kemampuan dalam membayar kewajibannya sehingga semakin tinggi pula kepercayaan kreditur dan lebih memudahkan memperoleh pinjaman.

Hasil uji statistik tentang pengaruh pengeluaran modal terhadap hutang mata uang lokal menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan artinya semakin besar pengeluaran modal perusahaan semakin kecil hutang mata uang lokal. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak menggunakan hutang mata uang lokal untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Pengeluaran modal yang semakin tinggi mencerminkan harapan pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang. Keyakinan akan pertumbuhan yang tinggi tersebut mengakibatkan perusahaan lebih memilih menggunakan dana modal sendiri guna membiayai investasinya.

Hasil studi menunjukkan bahwa aktiva berwujud (*tangible asset*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang mata uang lokal. Hal ini berarti semakin besar aktiva berwujud semakin kecil hutang mata uang lokal. Alasannya adalah semakin tinggi *tangible asset* maka semakin besar jaminan yang dimiliki perusahaan sehingga *debt holder* bersedia untuk menyalurkan kredit karena tersedianya jaminan yang besar.

Hasil studi ini menunjukkan bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif namun pengaruhnya kecil dan tidak signifikan terhadap hutang mata uang lokal. Semakin

tinggi *market to book ratio* seharusnya mengandung makna semakin tinggi penilaian pasar terhadap kinerja perusahaan sebagai perusahaan yang memiliki *growth opportunities* yang tinggi. Namun, pengaruh tidak signifikan *market to book ratio* terhadap hutang mata uang lokal, menunjukkan bahwa *debt holder* tidak mempertimbangkan nilai pasar saham perusahaan dalam penentuan pemberian hutang khususnya hutang mata uang lokal. *Foreign equity* berpengaruh positif terhadap hutang mata uang lokal namun tidak signifikan. Pengaruh positif antara *foreign equity* dengan hutang mata uang lokal menunjukkan adanya hubungan komplementer atau saling melengkapi.

Hasil uji regresi menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan antara penjualan dalam mata uang asing terhadap hutang mata uang lokal berarti semakin besar penjualan dalam mata uang asing perusahaan semakin kecil hutang mata uang lokal perusahaan. Penjualan dalam mata uang asing yang besar menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai uang kas dalam mata uang asing yang besar pula, hal ini memungkinkan perusahaan untuk memperoleh hutang mata uang asing dengan bunga yang lebih rendah tanpa harus menanggung risiko perubahan nilai tukar.

Hasil uji statistik yang menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan antara uang kas dalam mata uang asing terhadap hutang mata uang lokal. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar uang kas dalam mata uang asing semakin kecil hutang mata uang lokal perusahaan. Perusahaan yang mempunyai uang kas dalam mata uang asing yang besar memungkinkan perusahaan untuk memperoleh hutang mata uang asing dengan bunga yang lebih rendah tanpa harus menanggung risiko perubahan nilai tukar.

#### Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Hutang Mata Uang Asing

Hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi hutang mata uang lokal dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2**  
**PENGARUH MARGIN OPERASI, SIZE, CAPEX, TANGIBLE ASSET, MARKET TO BOOK FOREIGN EQUITY, FOREIGN SALES DAN FOREIGN CASH TERHADAP HUTANG MATA UANG ASING**

Variabel	Coef. Beta	S.E.	C.R.	P	Keterangan
MARGIN	-0,388	0,072	-5,327	0,000	Signifikan
SIZE	-0,831	0,052	-8,522	0,000	Signifikan
CAPEX	-0,505	0,032	-6,845	0,000	Signifikan
TANGIBLE	1,042	0,049	10,843	0,000	Signifikan
MTBOOK	-0,009	0,001	0,450	0,824	Tidak Signifikan
FEQUITY	-0,014	0,092	-0,348	0,727	Tidak Signifikan
FSALES	0,12	0,044	2,806	0,006	Signifikan
FCASH	0,027	0,048	0,622	0,534	Tidak Signifikan

Hasil uji statistik yang menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan variabel margin operasi terhadap hutang mata uang asing. Temuan ini tidak sejalan dengan *the static trade-off theory*. Namun studi ini mendukung *pecking order hypothesis* yang diajukan oleh Myers (1984). Perusahaan dengan margin tinggi tidak membutuhkan hutang lagi apalagi hutang mata uang asing.

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap besarnya hutang mata uang asing, artinya semakin tinggi ukuran perusahaan semakin kecil hutang mata uang asing. Penggunaan hutang hanya dilakukan jika laba ditahan tidak mencukupi untuk membiayai investasinya sehingga dengan kata lain perusahaan dengan penjualan tinggi menghindari penggunaan hutang mata uang asing.

Pengeluaran modal berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang mata uang asing, artinya semakin tinggi pengeluaran modal semakin rendah hutang mata uang asing. Peningkatan hutang mata uang asing akan terjadi jika pasar dalam negeri sudah jenuh, sedangkan data menunjukkan masih belum jenuhnya pasar hutang mata uang lokal yang ditunjukkan dengan salah satu indikator *loan to deposit ratio* pada periode studi yang masih dibawah 60%, sehingga pendapat ini mendukung temuan yang menyatakan adanya hubungan negatif antara pengeluaran modal dengan hutang mata uang asing. Aktiva berwujud berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang mata uang asing. Hal ini berarti semakin besar aktiva berwujud perusahaan semakin besar hutang mata uang asing perusahaan. Aktiva berwujud yang dapat dijadikan jaminan dalam penyaluran hutang menurunkan biaya *monitoring* atas hutang yang diberikan.

*Market to book ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap hutang mata uang asing. Semakin tinggi *market to book ratio* maka semakin baik penilaian investor terhadap manajemen perusahaan akibat dari peningkatan kinerja perusahaan, dengan demikian perusahaan dapat dengan mudah memperoleh sumber dana dari pasar modal, sehingga kebutuhan hutang mata uang asing menjadi rendah. Pengaruh *market to book ratio* tidak signifikan terhadap hutang mata uang asing mengandung makna bahwa *lender* tidak mempertimbangkan nilai pasar saham perusahaan dalam penentuan pemberian hutang khususnya hutang mata uang asing.

Hasil uji statistik bahwa *foreign equity* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap hutang mata uang asing. Penjelasan atas temuan ini adalah bahwa *foreign equity* adalah substitusi atas hutang mata uang asing, sehingga semakin tinggi *foreign equity* semakin sedikit kebutuhan akan hutang mata uang asing.

Studi ini menunjukkan bahwa pengaruh penjualan dalam mata uang asing terhadap hutang mata uang asing adalah positif dan signifikan. Hal ini berarti semakin besar penjualan dalam mata uang asing semakin besar hutang mata uang asing perusahaan. Perusahaan dengan *foreign sales* besar lebih memilih menggunakan hutang mata uang asing karena perbedaan tingkat bunga yang cukup besar antara hutang mata uang asing dengan hutang mata uang lokal.

Pengaruh uang kas dalam mata uang asing terhadap hutang mata uang asing menunjukkan berpengaruh positif namun tidak signifikan. *Risk management theory* yang mendasari argumentasi bahwa kepemilikan kas dalam mata uang yang semakin besar seharusnya menjamin kemampuan perusahaan dalam membayar hutang mata uang asing tanpa harus mengalami risiko perubahan nilai tukar (tanpa melakukan *hedging*), sehingga semakin besar kas dalam mata uang asing akan mendorong perusahaan untuk mendapatkan hutang mata uang asing yang lebih besar pula.

Pengaruh Hutang Mata Uang Lokal (*LC Debt*) dan Asing (*FC Debt*) terhadap Pendapatan Saham Perusahaan

Hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi hutang mata uang lokal dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3.**  
**PENGARUH HUTANG MATA UANG LOKAL DAN ASING**  
**TERHADAP PENDAPATAN SAHAM**

Variabel	Coef. Beta	S.E.	C.R.	P	Keterangan
LOKALDEBT	0,032	0,157	0,697	0,487	Tidak Signifikan
FDEBT	-0,081	0,078	-1,753	0,081	Tidak Signifikan

Hasil regresi yang menyatakan bahwa hutang mata uang lokal berpengaruh tidak signifikan terhadap pendapatan saham, menunjukkan bahwa studi ini tidak mendukung teori struktur modal, namun demikian nilai estimasi positif yang menunjukkan hubungan positif antara hutang mata uang lokal dengan pendapatan saham sesuai dengan hubungan hutang dan nilai perusahaan pada teori struktur modal.

Hasil studi yang menunjukkan adanya pengaruh negatif tidak signifikan antara hutang mata uang asing terhadap *return* saham perusahaan bertentangan dengan teori struktur modal MM (Modigliani Miller) yang dikembangkan dengan asumsi adanya pajak. Studi ini dilakukan pada periode 1995 sampai dengan 2004 yang mana pada periode tersebut terdapat krisis moneter pada tahun 1997. Krisis moneter ini membawa dampak pada besarnya risiko nilai tukar yang berakibat pada meningkatnya nilai hutang luar negeri dan meningkatnya beban bunga dan pembayaran pokok. Investor lebih melihat penggunaan hutang mata uang asing ini sebagai peningkatan risiko perusahaan daripada peningkatan pendapatan yang diharapkan, sehingga mereka lebih berhati-hati dalam menggunakan sumber dana hutang luar negeri.

Pengaruh Hutang Mata Uang Lokal (*LC Debt*) dan Asing (*FC Debt*) terhadap Risiko Perusahaan

Hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi hutang mata uang lokal dapat dilihat pada Tabel 4 di bawah ini.

**Tabel 4.**  
**PENGARUH HUTANG MATA UANG LOKAL DAN ASING**  
**TERHADAP RESIKO PERUSAHAAN**

Variabel	Coef. Beta	S.E.	C.R.	P	Keterangan
LOKALDEBT	-0,040	0,034	-0,881	0,379	Tidak Signifikan
FDEBT	0,113	0,017	2,467	0,014	Signifikan

Hasil studi ini menunjukkan tidak adanya pengaruh hutang mata uang lokal terhadap risiko perusahaan, artinya perubahan pada risiko tidak ada kaitannya dengan hutang mata uang lokal. Teori struktur modal menyatakan bahwa peningkatan hutang meningkatkan risiko karena peningkatan risiko keuangan perusahaan, namun studi ini menunjukkan bahwa teori tersebut tidak berlaku jika hanya hutang mata uang lokal saja yang dipakai. Kemungkinan penyebab ketidaksesuaian hasil studi ini dengan teori adalah kenyataan yang menunjukkan persentase rata-rata total hutang mata uang lokal perusahaan kurang dari 25% dari total hutang.

Pengaruh hutang mata uang asing terhadap risiko perusahaan yang menghasilkan nilai positif signifikan berarti bahwa perubahan risiko perusahaan dipengaruhi oleh perubahan hutang mata uang asing. Hal ini juga dapat diartikan bahwa peningkatan jumlah hutang mata uang asing akan mengakibatkan peningkatan risiko perusahaan. Jika perusahaan menggunakan sumber dana mata uang asing akan timbul risiko baru yaitu risiko nilai tukar (*foreign exchange risk*) karena penggunaan hutang mata uang asing akan menimbulkan adanya *exposure* atas fluktuasi nilai tukar.

#### Hubungan Antara Hutang Mata Uang Lokal dan Mata Uang Asing

Analisis korelasi antara hutang mata uang lokal dengan mata uang asing yang menghasilkan nilai *Pearson Correlation* - 0,254 dengan nilai signifikansi 0,000, hal ini menunjukkan hubungan negatif signifikan. Analisis korelasi antara hutang mata uang lokal dengan mata uang asing yang menunjukkan hubungan negatif signifikan berarti hubungan antara kedua variabel ini adalah bersifat hubungan substitusi. Artinya perusahaan menggunakan kedua sumber dana tersebut sebagai alternatif pembiayaan dengan cara saling menggantikan. Hasil analisis ini sesuai dengan hasil studi Allayannis, et al. (2000) yang juga menemukan adanya hubungan substitusi antara hutang lokal dengan hutang mata uang asing di Asia Tenggara.

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis penelitian ini dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap hutang dalam mata uang lokal. Sedangkan margin operasi, pengeluaran modal, *tangible asset*, penjualan

- dalam mata uang asing, dan kas dalam mata uang asing memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hutang dalam mata uang lokal. Sedangkan *market to book ratio*, *foreign equity*, dan kas dalam mata uang asing tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hutang dalam mata uang lokal.
2. *Market to book ratio* dan *Foreign Equity* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hutang dalam mata uang lokal. Penjualan dalam mata uang asing memiliki pengaruh positif signifikan terhadap hutang dalam mata uang asing. Sedangkan, margin operasi, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, dan *tangible asset* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hutang dalam mata uang asing.
  3. Hutang dalam mata uang asing tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pendapatan saham, namun memiliki pengaruh positif signifikan terhadap resiko perusahaan. Sedangkan, hutang dalam mata uang lokal tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pendapatan saham dan resiko perusahaan. Hubungan antara hutang mata uang asing dengan pendapatan saham perusahaan menunjukkan respon negatif pelaku pasar terhadap tingginya jenis hutang ini. Sedangkan, hubungan antara hutang mata uang lokal dengan resiko dan pendapatan saham perusahaan menunjukkan bahwa jumlah hutang lokal perusahaan belum mencapai titik optimal hutang sehingga belum sampai pada titik dimana investor bereaksi atas peningkatan hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada data rata-rata *local debt to total asset* yang masih rendah sebesar 21,5%.
  4. Hutang dalam mata uang asing dan hutang dalam mata uang lokal memiliki korelasi negatif yang berarti bahwa hutang lokal dan asing saling bersubstitusi. Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi atau saling menggantikan antara pendanaan hutang mata uang asing dengan hutang mata uang lokal.
  5. Temuan penting dalam penelitian ini adalah hutang mata uang lokal berpengaruh positif terhadap pendapatan saham, namun hutang mata uang asing berpengaruh negatif. Perbedaan pengaruh ini mengandung makna bahwa kedua jenis hutang ini memiliki sifat yang berbeda dalam mempengaruhi pendapatan saham perusahaan. Pengaruh hutang baik mata uang lokal maupun mata uang asing terhadap risiko perusahaan juga ditemukan hal penting yaitu hutang mata uang lokal tidak berpengaruh signifikan dengan arah pengaruh negatif, sedangkan hutang mata uang asing berpengaruh signifikan dengan arah positif. Perbedaan pengaruh ini menunjukkan sifat yang jelas berbeda antara kedua sumber dana ini dalam mempengaruhi risiko perusahaan. Temuan penting lainnya adalah bahwa faktor yang berpengaruh positif signifikan terhadap hutang mata uang asing adalah *foreign sales*, artinya penjualan dalam mata uang asing dijadikan perusahaan sebagai perlindungan dalam pengambilan pinjaman mata uang asing.



## Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, maka dapat diberikan saran sebagai berikut:

1. Pengambilan keputusan pembelanjaan dengan menggunakan hutang mata uang asing membutuhkan pertimbangan yang sangat hati-hati. Hal ini didasarkan pada pengaruh negatif yang ditimbulkan penggunaan hutang mata uang asing terhadap pendapatan saham.
2. Investor dalam memilih saham harus mempertimbangkan besarnya resiko perubahan nilai tukar untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki hutang mata uang asing yang besar. Penggunaan hutang luar negeri untuk perusahaan yang tidak memiliki penjualan dan kas dalam mata uang asing ternyata direspon negatif oleh pasar sehingga sebaiknya dihindari untuk membeli saham-saham perusahaan tersebut khususnya untuk investor yang berinvestasi pada saham untuk jangka panjang.
3. Penelitian selanjutnya dapat melanjutkan penelitian ini dengan memasukan kebijaksanaan lindung nilai (*hedging*) bagi perusahaan yang memiliki hutang mata uang asing besar, dan menguji seberapa jauh efektifitas *hedging* yang dipilih.
4. Penelitian ini juga tidak memasukan variabel makro seperti tingkat bunga relatif dan inflasi relatif yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang luar negeri sehingga disarankan memasukan variabel tersebut untuk penelitian selanjutnya.

**DAFTAR KEPUSTAKAAN**

- Allayannis, George, Gregory. W. Brown, and Leora F. Klapper, 2000, Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia, *Financial Economics and Accounting Conference*
- Barclay, Michael, and Clifford Smith, 1995, The Maturity Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance* 50, 609-631.
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demircug-Kunt, and Vojislav Maksimovic, 2001, Capital Structures In Developing Countries, *Journal of Finance* 56, 87-120.
- Diamond, Douglas, 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414
- Harris, Milton and Artur Raviv, 1991, the Theory of Capital Structure, *Journal of Finance* 46, 297-355.
- Myers, Stewart, and Nicholas Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1995, What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.

Smith, Clifford, and René Stulz, 1985, The Determinants of Firms' Hedging Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 391-402.

Warner, Jarold, 1977, Bankruptcy Costs: Some Evidence, *Journal of Finance* 32, 337-47.