

FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN *HEDGING* PERUSAHAAN DI INDONESIA

¹Tri Bodroastuti, ²Ekayana Sangkasari Paranita, ³Lia Ratnasari

¹Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala

²Universitas Sahid Jakarta

¹tribodro@yahoo.com

Abstract

Hedging is an action taken to protect companies from exposure to exchange rates. Exposure to exchange rate fluctuations is the vulnerability of firms affected by exchange rate fluctuations. This study aims to analyze the factors that affect the company's hedging policy. The population is a nonfinancial manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period of 2011-2015. The data used comes from the financial statements of each company. The analysis technique used is logistic regression analysis. The research findings show that growth opportunity negatively affect the company's hedging policy, while liquidity, firm size, financial distress, leverage, and managerial ownership have a positive effect on company's hedging policy. This finding is expected to be a consideration for investors before investing in manufacturing companies in BEI.

Keywords: *financial distress, firm size, growth opportunity, hedging policy, leverage, liquidity.*

Abstrak

*Hedging adalah tindakan yang dilakukan untuk melindungi perusahaan dari eksposur terhadap nilai tukar. Eksposur terhadap fluktuasi nilai tukar adalah kerentanan perusahaan yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Populasinya adalah perusahaan manufaktur nonfinansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2015. Data yang digunakan bersumber dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi logistik. Temuan penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan, sedangkan *liquidity, firm size, financial distress, leverage, dan managerial ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Temuan ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan investor sebelum melakukan investasi pada perusahaan manufaktur di BEI.*

Kata kunci: *financial distress, firm size, growth opportunity, kebijakan hedging, leverage, liquidity*

PENDAHULUAN

Laju pertumbuhan ekonomi Indonesia antara lain dipengaruhi oleh sektor perdagangan internasional. Menurut Madura (2000), perdagangan internasional adalah pendekatan konservatif yang dapat digunakan perusahaan untuk melakukan penetrasi pasar luar negeri dan mendapatkan bahan baku yang murah. Pertumbuhan perdagangan internasional tidak hanya memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan keuntungan

dengan memanfaatkan peluang pasar yang luas, tetapi juga meningkatkan risiko. Peningkatan risiko tersebut tercermin dalam laporan keuangan yang membukukan kerugian akibat nilai tukar mata uang asing. Nilai kerugian tersebut mempengaruhi besaran laba yang akan dicapai perusahaan, hingga dapat berdampak pada penurunan harga saham perusahaan (Putro, 2012).

Valuta asing yang dijadikan sebagai standar umum untuk mengukur kekuatan penawaran suatu mata uang dan diakui sebagai alat pembayaran internasional adalah Dollar Amerika Serikat. Menurut Guniarti (2014), sistem devisa bebas yang diterapkan pemerintah Indonesia saat ini memungkinkan terjadinya fluktuasi kurs yang besar. Perlu dilakukan langkah antisipatif sehingga perusahaan dapat menghindari terjadinya risiko terjadinya fluktuasi valuta asing yang akan berdampak pada kelangsungan usahanya.

Hedging dengan instrumen derivatif adalah salah satu cara untuk meminimalisir risiko tersebut (Ismiyanti, 2011). Penerapan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif mengalami peningkatan dalam dua dekade terakhir di sejumlah negara maju. Namun kajian empiris mengenai determinan kebijakan *hedging* masih relatif terbatas dan membutuhkan penelitian lebih luas terutama di negara-negara berkembang (Paranita, 2010). Hal ini terkait dengan masih terbatasnya instrumen derivatif yang dapat digunakan untuk melakukan kebijakan *hedging* di sejumlah negara berkembang.

Liquidity (likuiditas) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya (Sartono, 2001). Ameer (2010) menyatakan bahwa semakin likuid suatu perusahaan berarti semakin rendah risiko finansial perusahaan tersebut, sehingga perusahaan cenderung tidak melakukan kebijakan *hedging*. Sebaliknya Putro dan Chabachib (2012) berpendapat bahwa justru likuiditas yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang baik dan perlu dijaga keberlanjutannya, sehingga perusahaan akan meminimalkan risiko finansialnya dengan melakukan kebijakan *hedging*.

Firm size (ukuran perusahaan) mempengaruhi kemudahan perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal (Short and Keasy, 1999). Ukuran perusahaan dapat dilihat dari nilai ekuitas, nilai penjualan, dan/atau nilai total aktiva (Riyanto, 1999). Penelitian Putro dan Chabachib (2012) menyimpulkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan memungkinkan perusahaan untuk menerapkan kebijakan *hedging* karena kinerja finansial perusahaan cukup memadai. Namun penelitian Raghavendra and Velmurungan (2014) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan kebijakan *hedging*.

Growth opportunity (kesempatan tumbuh) merupakan kemampuan perusahaan untuk berkembang di masa depan dengan memanfaatkan peluang investasi. Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi cenderung membutuhkan dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa mendatang (Baskin, 1989). Perusahaan-perusahaan terbuka dengan *growth opportunity* tinggi juga mempertahankan *retained earnings* untuk memperkuat permodalan dan tidak mengalokasikan penganggaran untuk kebijakan *hedging* (Ameer, 2010). Sebaliknya perusahaan-perusahaan di pasar modal Indonesia dengan *growth opportunity* yang tinggi akan mengandalkan pendanaannya melalui utang sehingga memiliki risiko finansial yang meningkat. Sejalan dengan hal tersebut, perusahaan akan meminimalkan risiko fluktuasi arus kasnya dengan menerapkan kebijakan *hedging* (Putro, 2012).

Financial distress (kesulitan keuangan) merupakan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya pada saat jatuh tempo yang menyebabkan kebangkrutan perusahaan (Darsono dan Ashari, 2005). Penelitian Sevic (2012) menyimpulkan bahwa ketika perusahaan semakin tertekan *financial distress* maka akan semakin terdesak untuk meminimalkan risiko finansial dan menjalankan kebijakan

hedging. Adapun Guniarti (2014) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa saat perusahaan mengalami *financial distress* maka perusahaan akan melakukan efisiensi penganggaran sehingga justru tidak mengalokasikan biaya untuk kebijakan *hedging*.

Leverage merupakan rasio yang mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang (Brigham dan Houston, 2006). Temuan penelitian Putro (2012) menyatakan bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan berarti semakin tinggi risiko finansial perusahaan tersebut, sehingga perusahaan akan menjalankan kebijakan *hedging*. Sedangkan temuan penelitian Irawan (2014) menyatakan bahwa hal sebaliknya, bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan, semakin perusahaan berupaya melakukan efisiensi pembiayaan sehingga justru tidak menjalankan kebijakan *hedging*.

Managerial ownership (kepemilikan manajerial) berarti besarnya proporsi saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh manajer atau pihak manajemen perusahaan tersebut (Sevic, 2012). Nguyen dan Faff (2002) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi *managerial ownership* suatu perusahaan, semakin rendah kemungkinan perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Berseberangan dengan temuan tersebut, Ameer (2010) menyatakan bahwa semakin tinggi *managerial ownership* suatu perusahaan, semakin tinggi juga kemungkinan perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Kedua hal tersebut terjadi sepenuhnya tergantung sejauh mana dampak konflik keagenan pada perusahaan.

Sejumlah hasil penelitian terdahulu tersebut menunjukkan temuan yang beragam terkait faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini memiliki urgensi untuk menganalisis lebih lanjut mengenai kesenjangan penelitian tentang pengaruh *liquidity*, *firm size*, *growth opportunity*, *financial distress*, *leverage*, dan *managerial ownership* terhadap kebijakan *hedging* pada perusahaan di Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Keuangan Internasional

Transaksi perdagangan internasional membuat setiap negara di dunia lebih terkoneksi dalam bisnis dan berinvestasi di luar batas-batas negaranya. Perdagangan internasional didasari motif mengharapkan kondisi perekonomian yang lebih baik, prediksi kurs valuta asing mengalami apresiasi, memanfaatkan diversifikasi kekayaan portofolio, memanfaatkan suku bunga rendah di beberapa negara yang mengalami *oversupply*, serta mencari sumber pembiayaan dari negara-negara dengan suku bunga rendah.

Dalam transaksi perdagangan internasional, salah satu hal yang krusial untuk dipertimbangkan adalah mengenai *foreign exchange* (valuta asing). *Foreign exchange* diartikan sebagai mata uang asing dan alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi dan keuangan internasional, dan mempunyai catatan kurs resmi pada Bank Sentral (Hady, 2009).

Terkait dengan valuta asing yang dipergunakan dalam transaksinya, perusahaan perlu untuk menganalisis terjadinya ekposur. Ekposur adalah tingkat di mana aliran kas perusahaan dipengaruhi oleh perubahan kurs. Ekposur valuta asing terjadi karena kurs valuta asing selalu berubah. Konsep *foreign exchange exposure* adalah konsep yang menggambarkan pengaruh nilai tukar mata uang asing terhadap perusahaan. Terdapat tiga jenis ekposur valuta asing yaitu *transaction exposure*, *economic exposure*, *translation exposure* (Faisal, 2001).

Transaction exposure adalah risiko yang mengukur perubahan nilai kewajiban finansial yang terjadi sebelum ada perubahan kurs valuta asing terhadap perubahan aliran kas dari akibat kontrak yang telah ditandatangani di masa datang. *Economic exposure*

adalah risiko pengaruh fluktuasi nilai valuta asing terhadap nilai sekarang dari aliran kas di masa akan datang suatu perusahaan. Semua transaksi yang terjadi pada arus kas yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai yang menyebabkan *transaction exposure* akan menimbulkan *economic exposure*. Sedangkan *translation exposure* adalah risiko pengaruh fluktuasi valuta asing terhadap laporan keuangan konsolidasi perusahaan. Masalah *translation exposure* muncul karena laporan keuangan perusahaan perlu konsolidasi pada suatu mata uang yang kursnya berbeda dengan kurs mata uang asal saat terjadinya transaksi (Brigham dan Houston, 2011).

Teori Hedging

Hedging merupakan suatu tindakan melindungi perusahaan untuk menghindari atau mengurangi kerugian akibat fluktuasi kurs valuta asing dalam transaksi bisnis internasional (Brigham dan Houston, 2007). Adapun Madura (2000) menyatakan *hedging* sebagai tindakan yang dilakukan untuk melindungi sebuah perusahaan dari eksposur terhadap nilai tukar.

Hedging melindungi transaksi suatu kontrak atau barang yang nilainya akan meningkat dan kerugian dari jatuhnya nilai tersebut dari kontrak lain atau barang. *Hedging* adalah suatu tindakan yang dapat digunakan perusahaan untuk meminimalisir risiko bisnis namun tetap dapat memperoleh laba dalam suatu transaksi bisnis.

Kebijakan *hedging* dapat dilakukan dengan menggunakan sejumlah instrumen derivatif. Instrumen derivatif merupakan suatu kontrak keuangan antara dua pihak yang mentransaksikan suatu aset pada harga yang tetap dan tanggal yang akan terjadi di masa depan (Brigham dan Houston, 2007). *Underlying asset* yang mendasari kebijakan *hedging* antara lain surat berharga, suku bunga, komoditas, *liability*, mesin, kendaraan, dan sebagainya. Instrumen derivatif dapat berupa *forward contract*, *future contract*, *swap*, dan *opsi*.

Determinan Kebijakan Hedging

Liquidity mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya (Sartono, 2001). Semakin cepat perusahaan mampu membayar kewajiban jangka pendeknya, berarti semakin tinggi likuiditas perusahaan tersebut. Sianturi (2015) menyatakan bahwa *liquidity* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan karena perusahaan memiliki aset lebih banyak dibandingkan dengan hutang yang dimiliki. Selanjutnya perusahaan terdorong untuk melakukan kebijakan *hedging* untuk melindungi nilai perusahaannya dari eksposur valuta asing. Hal tersebut mendukung penelitian Afza dan Alam (2011) serta Putro dan Chabachib (2012). Jadi semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi pula kemungkinan perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

$H_1 = Liquidity$ berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Firm size adalah besar kecilnya perusahaan berdasarkan nilai ekuitas, nilai penjualan, dan nilai total aktiva. Perusahaan yang berukuran besar umumnya usahanya lebih terdiversifikasi, lebih mudah dalam mengakses pasar modal, dan membayar tingkat suku bunga rendah (Riyanto, 1999). Semakin besar *firm size*, maka aktivitas perusahaan tidak hanya transaksi domestik namun juga bisnis internasional. Hubungan bisnis internasional akan menimbulkan eksposur valuta asing dan menimbulkan risiko fluktuasi kurs (Putro dan Chabachib, 2012). Semakin besar *firm size*, semakin besar pula risiko eksposur valuta asing yang dihadapinya, sehingga dimungkinkan perusahaan semakin *urgent* melakukan kebijakan *hedging* (Ameer, 2010). Jadi semakin besar *firm size*, semakin *urgent* perusahaan melakukan kebijakan *hedging*.

H₂ = *Firm Size* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Growth opportunity merupakan peluang dan kemampuan perusahaan untuk berkembang di masa depan dengan memanfaatkan peluang investasi (Mai, 2006). Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan cenderung membutuhkan dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut pada masa yang akan datang. *Growth opportunity* yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk mempertahankan labanya sebagai *retained earnings*, selain itu juga akan tetap mengandalkan pendanaannya melalui sumber dana eksternal yang lebih besar (Afra dan Alam, 2010; Widyagoca, 2016). Hal ini menjadikan perusahaan rentan terdampak eksposur valuta asing. Jadi semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan untuk menjalankan kebijakan *hedging*.

H₃ = *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Financial distress mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban keuangannya pada saat jatuh tempo yang menyebabkan kebangkrutan perusahaan (Darsono dan Ashari, 2005). Ketidakmampuan melunasi hutang menunjukkan kinerja negatif dan menjurus *default*, yang berarti melanggar perjanjian dengan kreditur dan dapat menyebabkan tindakan hukum. Guniarti (2011) dan Putro dan Chabachib (2012) menyimpulkan bahwa *financial distress* mengindikasikan risiko finansial yang besar, bahkan dapat mengarah ke kondisi *default* sehingga mendesak perusahaan untuk melakukan *hedging*. Jadi semakin tinggi *financial distress* perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

H₄ = *Financial Distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Leverage menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber dana dengan beban tetap dalam menghasilkan *return* yang diharapkannya. Secara umum, *leverage* merupakan perbandingan total utang terhadap total aset perusahaan (Horne, 2002). Menurut Sianturi (2015) penggunaan hutang dapat meningkatkan kemampuan kinerja perusahaan untuk kebutuhan operasional dan ekspansi usaha. Namun semakin tinggi tingkat *leverage*, semakin besar pula risiko finansial yang akan dihadapi. *Leverage* yang tinggi dapat menimbulkan permasalahan meningkatnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat bunga yang tinggi, dan terciptanya asimetri informasi (Putro dan Chabachib, 2012). Oleh karena itu, semakin tinggi *leverage* perusahaan, *hedging* semakin mendesak diterapkan oleh perusahaan.

H₅ = *Leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Managerial ownership mencerminkan proporsi saham yang dimiliki oleh manajer atau pihak manajemen perusahaan dibandingkan keseluruhan saham perusahaan (Sevic, 2012). Kepemilikan manajerial mampu mengurangi masalah keagenan yang timbul dalam perusahaan (Triwahyuningtias dan Muharam, 2012). Manajemen yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula (Sulistiono, 2010). Selain itu, manajemen juga akan membuat kebijakan yang mengamankan nilai perusahaan dengan cara minimalisasi risiko, antara lain dengan kebijakan *hedging*. Jadi semakin besar *managerial ownership*, semakin besar pula kemungkinan perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

H₆ = *Managerial Ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kausal kuantitatif yang menekankan pada uji empirik melalui pengukuran variabel-variabel dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik (Indriantoro dan Supomo, 1999).

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang di terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015. Pengambilan sampel dengan *purposive sampling* memperoleh sejumlah 50 perusahaan-tahun pengamatan. Sumber data sekunder adalah laporan keuangan tahunan masing-masing perusahaan sampel, yang diperoleh dari situs www.idx.co.id.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan *hedging*. Dalam Laporan Keuangan Tahunan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), pengungkapan kebijakan *hedging* tidak mencantumkan nilai nosional *hedging* sehingga data kebijakan *hedging* diperoleh dari pengungkapan instrumen derivatif yang digunakan perusahaan. Dengan demikian, kebijakan *hedging* diukur dengan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif, atau bernilai 0 jika perusahaan tidak menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif.

Adapun variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari *Liquidity* diproksi dengan *Current Ratio*, *Firm Size* diproksi dengan *Total Assets*, *Growth Opportunity* diproksi dengan perbandingan *Market Value of Equity (MVE)* dengan *Book Value of Equity (BE)*, *Financial Distress* diproksi dengan *Altman Z-score*, *Leverage* diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* dan *Managerial Ownership* diproksi dengan persentase saham yang dimiliki manajemen dibandingkan keseluruhan saham perusahaan.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis Regresi Logistik, yaitu pengujian dengan menggunakan probabilitas bahwa terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Untuk menguji model fit, dilakukan uji *Overall Model Fit*, *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square Test*, *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*, serta penggunaan Tabel Klasifikasi sebelum dilakukan analisis Regresi Logistik. Adapun persamaan Regresi Logistik yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\ln \frac{P}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 LEV1 + \beta_2 GO2 + \beta_3 FS3 + \beta_4 LQ4 + \beta_5 MO5 + \beta_6 FD6 + \varepsilon$$

Keterangan :

P= Probabilitas perusahaan melakukan kebijakan *hedging*

β_0 = konstanta regresi

LEV = *Leverage*

GO = *Growth Opportunity*

FS = *Firm Size*

LQ = *Liquidity*

MO = *Managerial Ownership*

FD = *Financial Distress*

ε = logaritma natural

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji *Overall Model Fit* bertujuan untuk melihat pengujian koefisien regresi secara keseluruhan. Statistik yang digunakan berdasarkan fungsi *likelihood*. Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\log L$. Statistik $-2\log L$ kadang-kadang disebut *likelihood rasi x2 statistics*, di mana x^2 distribusi dengan *degree of freedom* $n - q$ (jumlah parameter dalam model). Uji ini untuk menentukan jika variabel bebas

ditambahkan ke dalam model apakah secara signifikan memperbaiki model fit (Ghozali, 2011). Hasil uji *Overall Model Fit* sebagai berikut :

**Tabel 1. Overall Model Fit
Block 0 (Beginning)
Iteration History^{a,b,c}**

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	69.315	.000

- a. Constant is included in the model.
- b. Initial -2 Log Likelihood: 69,315
- c. Estimation terminated at iteration number 1 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: Data diolah (2018)

**Tabel 2. Cox & Snell R Square
Model Summary**

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	37.469 ^a	.471	.628

- a. Estimation terminated at iteration number 8 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: Data diolah (2018)

Uji *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square* merupakan ukuran yang serupa ukuran R^2 pada regresi berganda yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 sehingga sulit diinterpretasikan. *Nagelkerke's R square* merupakan modifikasi dari koefisien *Cox dan Snell* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 sampai 1 (Ghozali, 2011).

Berdasarkan tabel 1 dan 2 dapat dilihat nilai $^{-2}\text{LogL}$ awal di mana model hanya memasukkan konstanta adalah sebesar 69.315 sedangkan nilai $^{-2}\text{LogL}$ yang memasukkan konstanta dan variabel independen turun menjadi 37.469 yang berarti $^{-2}\text{LogL block number} = 0$ (model hanya memasukkan konstanta) $>^{-2}\text{LogL block number} = 1$ (memasukkan konstanta dan variabel independen) sehingga model regresi dapat dikatakan layak atau baik.

Berdasarkan tabel 2, hasil Uji *Cox & Snell R Square* sebesar 0.471 dan *Nagelkerke R square* sebesar 0.628 yang berarti variabilitas variabel dependen (kebijakan *hedging*) dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen (*liquidity, firm size, growth opportunity, financial distress, leverage, dan managerial ownership*) sebesar 62,8% sedangkan 37,2% variabilitas pada variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar variabel yang diteliti.

Uji *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menyatakan jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *Goodness Fit Model* tidak baik karena model tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Sedangkan jika nilainya lebih besar dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa model dapat diterima (Ghozali, 2011).

Tabel 3. Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit
Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	13.285	8	.102

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan tabel 3, diperoleh nilai Chi-square sebesar 13.285 dengan nilai signifikan sebesar 0.102 lebih besar dari 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H_0 diterima yang berarti model regresi layak untuk dipakai karena tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati.

Tabel klasifikasi digunakan untuk menghitung nilai estimasi yang benar dan salah. Kolom merupakan dua nilai prediksi dari variabel dependen dan hal ini rentan (1) dan tidak rentan (0), sedangkan baris menunjukkan nilai observasi sesungguhnya dari variabel dependen rentan (1) dan tidak rentan (0). Berikut tabel klasifikasi dari variabel penelitian ini :

Tabel 4. Tabel Klasifikasi
Classification Table^a

		Predicted			
		HED		Percentage Correct	
		TIDAK DERIVATIF	DERIVATIF		
Observed					
Step 1	HED	TIDAK DERIVATIF	19	6	76.0
		DERIVATIF	6	19	76.0
		Overall Percentage			76.0
a. The cut value is ,500					

Sumber: Data diolah (2018)

Tabel 4 menunjukkan bahwa prediksi observasi perusahaan tidak melakukan kebijakan *hedging* sebanyak 25, sedangkan hasil observasinya sebanyak 19 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 76%. Kemudian prediksi observasi perusahaan yang melakukan kebijakan *hedging* sebanyak 25, sedangkan hasil observasinya hanya 19 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 76%. Jadi secara keseluruhan ketepatan model ini cukup baik karena mendekati 100%.

Analisis Regresi Logistik memperoleh hasil sebagaimana tabel berikut. Variabel yang berpengaruh signifikan adalah variabel yang memiliki nilai $sig < 0.05$ dan nilai $wald\ statistic > 3.841$ (*chi-square* tabel).

**Tabel 5. Analisis Regresi Logistik
Variables in the Equation**

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)	95,0% C.I.for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 ^a	LIQ	.399	.883	.204	1	.651	1.490	.264	8.405
	FS	1.477	.701	4.444	1	.035	4.381	1.109	17.303
	GO	-.106	1.167	.008	1	.928	.900	.091	8.855
	FD	.125	.911	.019	1	.891	1.133	.190	6.763
	LEV	2.213	1.367	2.619	1	.106	9.141	.627	133.299
	MO	.170	.082	4.261	1	.039	1.186	1.009	1.394
	Constant	-24.579	9.138	7.234	1	.007	.000		
a. Variable(s) entered on step 1: LIQ, FS, GO, FD, LEV, MO.									

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan tabel 5, model regresi logistik diformulasikan sebagai berikut :

$$\ln \frac{p}{1-p} = - 24.579 + 0.399LIQ + 1.477FZ - 0.106GO + 0.125FD + 2.213LEV + 0.170MO$$

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Liquidity* sebesar 0.399 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0.651 lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* sebesar 0.204 lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan temuan Afza dan Alam (2011) dan Putro dan Chabachib (2012) yang menyatakan bahwa *Liquidity* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan karena perusahaan lebih banyak memiliki aset dibanding dengan hutang yang dimiliki dan menyimpulkan *Liquidity* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Firm Size* sebesar 1.477 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0.035 yang lebih kecil dari 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* 4.444 yang lebih besar dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Firm Size* berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Semakin tinggi *Firm Size* perusahaan berarti semakin tinggi risiko yang dihadapinya, sehingga semakin tinggi probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Hasil ini sesuai dengan temuan Sianturi (2015) bahwa semakin tinggi *Firm Size* perusahaan berarti dimungkinkan perusahaan meningkat kegiatan operasionalnya, terutama perdagangan internasional sehingga terdampak eksposur valuta asing. Perusahaan dengan *Firm Size* tinggi cenderung akan meningkat pula probabilitasnya dalam menerapkan kebijakan *hedging*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Putro dan Chabachib (2012) dan Ameer (2010) yang menyatakan bahwa *Firm Size* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Growth Opportunity* sebesar -0.106 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0.928 yang lebih besar dari pada 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* 0.008 yang lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Growth Opportunity* tidak berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan

kesimpulan Afra dan Alam (2010) dan Widyagoca (2016) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi akan cenderung ekspansif, memperluas transaksi internasional, dan menggunakan sumber dana eksternal untuk pembiayaannya. Selanjutnya pembiayaan tersebut berdampak juga pada peningkatan eksposur valuta asing, sehingga akan meningkatkan juga probabilitasnya dalam menerapkan kebijakan *hedging*.

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Financial Distress* sebesar 0.125 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0.891 yang lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* sebesar 0.019 yang lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Financial Distress* tidak berpengaruh terhadap kebijakan *hedging*. Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan kesimpulan penelitian Guniarti (2011) dan Putro dan Chabachib (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *Financial Distress* perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan menghadapi risiko finansial yang lebih tinggi dan terpapar eksposur valuta asing akibat fluktuasi kurs valuta asing. Kondisi ini lazimnya mendorong peningkatan probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Leverage* sebesar 2.213 dengan probabilitas (*sig.*) 0.106 yang lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* 2.619 yang lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan *hedging*. Kesimpulan penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Putro dan Chabachib (2012) dan Sianturi (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *Leverage* tinggi berarti perusahaan menghadapi beban utang lebih besar daripada ekuitasnya dan sangat rentan terhadap kesinambungan perusahaan. Apalagi jika beban utang yang ditanggung adalah utang dengan denominasi valuta asing. Kondisi ini lazimnya mendorong peningkatan probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

Analisis regresi logistik menyatakan bahwa nilai koefisien regresi variabel *Managerial Ownership* sebesar 0.170 dengan probabilitas (*sig.*) 0.039 yang lebih kecil dari pada 0.05 (α) dan nilai *wald statistic* 4.261 yang lebih besar dari nilai *chi-square* tabel (3.841). Hal ini berarti *Managerial Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *hedging*. Temuan ini mendukung penelitian Sulistiono (2010) dan Triwahyuningtias dan Muharam (2012) yang menyatakan bahwa *Managerial Ownership* yang tinggi bermakna manajemen akan berusaha mengamankan nilai perusahaan terhadap eksposur valuta asing sehingga akan meningkatkan probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Firm Size yang menunjukkan ukuran perusahaan berdasarkan total aset berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Ini bermakna bahwa semakin tinggi total aset suatu perusahaan, semakin besar probabilitas perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Sebaliknya semakin rendah total aset suatu perusahaan, semakin kecil probabilitas perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Perusahaan yang memiliki total aset yang tinggi umumnya bisnisnya lebih terdiversifikasi, melakukan transaksi domestik dan internasional, sehingga rentan terdampak eksposur valuta asing. Untuk mengamankan kelangsungan bisnisnya dan nilai asetnya, perusahaan dengan total aset yang tinggi akan memiliki probabilitas lebih besar untuk menerapkan kebijakan *hedging*.

Managerial Ownership yang mengindikasikan proporsi saham manajemen dibandingkan saham keseluruhan berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Ini bermakna bahwa semakin tinggi persentase saham pihak manajemen,

semakin besar probabilitas perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Sebaliknya semakin rendah persentase saham pihak manajemen, semakin kecil probabilitas perusahaan tersebut menerapkan kebijakan *hedging*. Pihak manajemen yang memiliki saham perusahaan cenderung akan membuat kebijakan yang mengamankan nilai perusahaan dengan cara minimalisasi risiko. Salah satu risiko yang mengancam nilai perusahaan adalah eksposur valuta asing karena kurs Rupiah yang selalu terdepresiasi terhadap *hard currency* lainnya. Risiko tersebut dapat ditanggulangi dengan kebijakan *hedging*.

Adapun *Liquidity*, *Growth Opportunity*, *Financial Distress* dan *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Ini bermakna bahwa penurunan atau peningkatan *Current Ratio*, rasio *Market to Book Value* terhadap *Book Value of Equity*, *Altman Z-score*, dan *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Hal ini disebabkan karena perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif terbatas melakukan transaksi perdagangan internasional sehingga keempat rasio kinerja finansial tersebut bukan merupakan faktor determinan dalam pengambilan keputusan kebijakan *hedging*. Secara umum perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan transaksi ekspor-impor dalam jumlah yang relatif rendah dan memiliki hutang valuta asing dalam jumlah relatif kecil, sehingga eksposur yang terjadi tidak terlalu signifikan mengancam nilai perusahaan. Dalam konteks ini, yang menjadi determinan utama dalam penerapan kebijakan *hedging* adalah besarnya aset perusahaan dan besarnya persentase saham perusahaan yang dimiliki pihak manajemen.

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan, di antaranya bahwa hanya terdapat dua variabel yang signifikan pengaruhnya terhadap kebijakan *hedging*. Berdasarkan keterbatasan tersebut, direkomendasikan bahwa penelitian mendatang menggunakan tambahan proksi lain sebagai indikator untuk *Liquidity*, *Growth Opportunity*, *Financial Distress*, dan *Leverage*. Selain itu, penelitian mendatang juga direkomendasikan menggunakan data seluruh sektor perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode lebih panjang sehingga dapat menghasilkan analisis yang lebih komprehensif dan temuan yang lebih bermakna.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., and Alam, A. 2011. *Corporate Derivatives and Foreign Exchange Risk Management*. The Journal of Risk Finance 12 (5):409-420
- Ameer, Rashid. 2010. *Determinant of Corporate Hedging Practices in Malaysia*. International Business Research. Vol 3 No 2 April (120-130)
- Baskin, J. 1989. *An Empirical Investigation of The Packing Order Hypothesis*. Financial Management Journal. 18: 26-35
- Brigham and Houston. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan : Essentials Of Financial Management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F and Joel F Houston. 2006. *Manajemen Keuangan*. Erlangga: Jakarta
- Chaudhry, Naveed Iqbal, Mian Sqib Mehmood dan Asif Mehmood. 2014. *Determinants Of Corporate Hedging Policies and Derivative Usage In Risk Management Practices Of Non-financial Firms*. Munica Personal Repec Archive. 50(5),PP:1596-1626
- Clark, Ephraim and Judge, Amrit. 2005. *Motives for Corporate Hedging : Evidence from the UK*. Working Paper, Middlesex University, London, UK
- Darsono dan Ashari. 2005. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan (Tips Bagi Investor, Direksi, dan Pemegang Saham)*. Penerbit Andi: Yogyakarta

- Dewi, Ni Komang Reni Utami dan Ni Ketut Purnawati. 2016. *Pengaruh Market to Book Value dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging pada Perusahaan Manufaktur di BEI*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol. 5, No. 1, 2016: (355-384)
- Eiteman, David K. Stonehill, Arthur I. Moffett, Michael H. 2010. *Manajemen Keuangan Multinasional Edisi Kesebelas*. Jakarta: Penerbit Erlangga
- Eun, C. S., et al. 2012. *Internasional Finance*. Sixth Edition ed. New York: McGraw-Hill Irwin
- Faisal, M.2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. BP Undip: Semarang
- Gonzales J.E. et al. 2012. *Does The Use of Foreign Currency Derivatives Affect Firms Market Value? Evidance from Columbia*. Emerging Markets Finance and Trade 48 (4): 50-66
- Guniarti, Fay. 2014. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing*. Jurnal Dinamika Manajemen. Vol. 5, No. 1 2014: (64-79)
- Hady, Hamdy.2009. *Ekonomi Internasional: Teori dan Kebijakan Internasional*. Jilid Kedua: Ghalia Indonesia.
- Hanafi, Mamduh M dan Abdul Halim, 2009. *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Keempat., UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 2004/2005*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Horne, J. C. V& Wachowich, J. M. 2005. *Prinsip - Prinsip Manajemen Keuangan 12th ed*. Salemba Empat: Jakarta
- Hu, C., and Wang, P. 2006. *The Determinants of Foreign Currency Hedging-Evidence from Hongkong No-Financial Firms*. Asia-Pacific Financial Markets 12:91-107.
- Ismiyanti, Fitri. 2011. *Efektivitas Hedging Kontrak Futures Komoditi Emas Dengan Olein*. Jurnal Manajemen Teori dan Terapan, 4(2): h:54-67.
- Imam, Mukhlis. 2011. *Analisis Volatilitas Nilai Tukar Mata Uang Rupiah Terhadap Dollar*. Jurnal of Indonesian Applied Economics. Vol. 5 No.2 Oktober 2011, 172-182.
- Indriantoro dan Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. BPFE: Yogyakarta
- Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis: Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Jensen, C.M. 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review 76 (2): 323-329
- Jiwandhana, RM Satwika Putra dan Nyoman Triaryati. 2016. *Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur Indonesia*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol. 5, No. 1, 2016: (31-58)
- Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Edisi Pertama. BPFE: Yogyakarta
- Kuncoro, Mudrajad. 2003. *Metode Kuantitatif Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: AMP YKPN
- Madura, Jeff 2000. *Manajemen Keuangan Internasional*, Edisi Keempat(diterjemahkan oleh Emil Salim). Jakarta : Erlangga
- Nance, D.R., et al. 1993. *On The Determinant of Corporate Hedging*. The Journal of Finance 48 (1):267-284

- Nguyen, H. and Faff, R. 2003. *Can the use of foreign currency derivatives explain variations in foreign exchange exposure? Evidence from Australian Companies*. Journal of Multinational Financial Management, 13(3), 193-215
- Paranita, Ekayana Sangkasari. 2011. *Kebijakan Hedging Dengan Derivatif Valuta Asing Pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Prosiding Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan. Fakultas Ekonomi UNIMUS
- Paranita, Ekayana. Sangkasari. 2014. *Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Hedging Perusahaan Publik di Indonesia*. Tesis. Universitas Diponegoro.
- Platt, H., dan M. B. Platt. 2002. *Predicting Financial Distress*. Journal of Financial Service Professionals, 56, pp: 12-15
- Putro, Hardanto Septama dan M Chabachib. 2012. *Analisis Faktor yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging (Studi Kasus Pada Perusahaan Automotive and allied product yang terdaftar di BEI Periode 2006-2010)*. Diponegoro Business Review. Vol 1 No 1 2012 (1-11)
- Raghavendra and Velmurungan. 2014. *The Determinants of Currency Hedging in Indian IT Firms*. Jurnal Business Financial Affairs: Research Article. Volume 3. Issue 3. ISSN: 2167-0234. BSFA.
- Riyanto, Bambang. 2000. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat Yogyakarta: BPFE
- Sartono, Agus. 2003. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga
- Sevic, DM Sprcic. 2012. *Determinants of Corporate Hedging Decision: Evidence from Croatian and Slovenian Companies*. Research in International Business and Finance 26 (1): 1-25
- Sianturi, Crissy Noris dan Irene Rini DP. 2015. *Pengaruh Liquidity, Firm Size, Growth Opportunity, Financial Distress, Leverage, dan Managerial Ownership Terhadap Aktivitas Hedging Dengan Instrumen Derivatif*. Diponegoro Journal of Management. Vol 4. No 4. Hal :1-13. ISSN : 2337-3792.
- Sprcic DM, Tekavcic M, Sevic Z. 2008. *Corporate risk management practices in Croatian companies*. Ekon. Pregl., 59(7-8): 344-369
- Short, Helen dan Kevin Keasy. 1999. *Managerial Ownership and the Performance of Firms : Evidence from the UK*. Journal of Corporate Finance Vol 5.
- Smith, P.A., and Stulz. 1997. *Hedging with Derivatives*. Internal Auditor April: 68-75
- Sujoko, dan Soebiantoro. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 9, no 1: hlm :41-48.
- Triwahyuningtias, M. Dan H. Muharam. 2012. *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Dewan, Komisaris Independen, Likuiditas Dan Leverage Terhadap Terjadinya Kondisi Financial Distress: (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode Tahun 2008-2010)*. Diponegoro journal of management 1(1):1-14
- Utomo, Lisa Linawati. 2000. *Instrumen Derivatif: Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Keuangan*. Jurnal akuntansi dan keuangan, 2(1): h:53-68.
- Widyagoca, I Gusti Putu Agung dan Putu Vivi Lestari. 2016. *Pengaruh Leverage, Growth Opportunities, dan Liquidity terhadap Pengambilan Keputusan Hedging PT. Indosat Tbk*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol. 5, No. 2, 2016: (1282-1308)
- Yuliati, Sri Handayu dan Handoyo Prasetyo. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Internasional*. Yogyakarta: Andi
- Zhu, M. R. 2010. *Corporate Hedging, Financial Distress and Product Market Competition*. Working Paper. Austin: University of Texas

www.idx.co.id