



## KEPUTUSAN LINDUNG NILAI DAN FAKTOR - FAKTOR YANG MEMPENGARUHI (Studi Empiris Pada Bank Konvensional yang Terdaftar di BEI Periode 2009 - 2013)

Hepdityo Rizki Adam Damanik, Harjum Muharam<sup>1</sup>

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*Hedging is an alternative of risk management that aims to protect the assets of company from losses caused by the risk. Hedging using derivative instrument are commonly used by company. This study's purpose is to analyze the influence of independent variables which include Debt to Equity Ratio, Growth Opportunity, Dividend Policy, Size, Liquidity, and Institutional Ownership on Hedging Decision. This study uses secondary data derived from the annual financial statements of 25 banking firms listed on Indonesian Stock Exchange the period 2009 to 2013. Data analysis using logistic regression test, by logistic regression analysis can be seen how the variables affect the probability of the company to hedge using derivative instruments. The results of this study found that Debt to Equity Ratio, Size, and Institutional Ownership have significant effect on Hedging Decision, whereas for the other variables did not influence Hedging Decision.*

*Keywords: risk management, hedging decision, derivative instrument, logistic regression,*

### PENDAHULUAN

Memasuki era globalisasi hal yang tidak dapat dihindari adalah risiko. Menjadi hal yang lumrah saat ini bahwa risiko ada setiap saat dan dimana saja. Risiko tidak dapat dihindari dan dapat muncul kapan saja. Risiko memiliki dua karakteristik umum yaitu, merupakan ketidakpastian atas terjadinya suatu peristiwa, dan merupakan ketidakpastian yang bila terjadi akan menimbulkan kerugian. Perlu adanya manajemen risiko agar risiko dapat dikelola dengan baik. Ghozali (2007) menyatakan bahwa manajemen risiko adalah desain prosedur serta implementasi prosedur untuk mengendalikan risiko. Risiko terdiri dari dua komponen yaitu ketidakpastian dan eksposur. Tanpa salah satu hal ini tidak bisa dikatakan adanya risiko (Ghozali, 2007). Eksposur adalah objek yang rentan terhadap risiko dan berdampak pada kinerja perusahaan apabila risiko yang diprediksikan benar-benar terjadi. Eksposur yang paling umum berkaitan dengan ukuran keuangan, misalnya harga saham, laba, pertumbuhan penjualan, dan sebagainya (Putro, 2012).

Salah satu alternatif untuk meminimalisir risiko adalah menggunakan *hedging* atau lindung nilai. Peraturan Bank Indonesia Nomor 15/8/PBI/2013 tentang "Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank" menyebutkan bahwa lindung nilai adalah cara atau teknik untuk mengurangi risiko yang timbul maupun diperkirakan akan timbul akibat adanya fluktuasi harga di pasar keuangan. Hedging sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar (outflow) atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima (inflow) di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing (Fitriasari, 2011).

Instrumen yang biasa digunakan dalam aktifitas *hedging* adalah instrumen derivatif. Ross (2008) mengatakan bahwa derivatif adalah instrumen finansial yang imbalan dan nilainya berasal dari, atau tergantung pada sesuatu yang lain yang dikenal dengan sebutan *underlying*. Sebagai contoh instrumen derivatif adalah kontrak opsi, nilai *call option*

---

<sup>1</sup> Corresponding author

bergantung kepada nilai dari *underlying stock* yang ada tertulis. Perusahaan menggunakan instrumen derivatif dalam aktifitas *hedging*, karena derivatif merupakan alat untuk merubah atau bahkan dapat meningkatkan eksposur keuangan perusahaan. Derivatif juga dapat didefinisikan sebagai kontrak perjanjian antara dua pihak untuk menjual dan membeli sejumlah barang (baik komoditas, maupun sekuritas) pada tanggal tertentu di masa yang akan datang dengan harga yang telah disepakati pada saat ini. *Underlying instruments* dalam derivatif tidak terbatas pada aktiva finansial saja, seperti saham, *warrants*, dan obligasi, tetapi bisa terdapat pada komoditas, logam berharga, indeks saham, tingkat suku bunga, dan kurs nilai tukar (Utomo, 2000).

Penelitian yang dilakukan oleh Putro (2012) menyatakan bahwa adanya pengaruh positif dari rasio hutang terhadap aktifitas *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan Sprcic dan Sevic (2012) mengatakan bahwa rasio hutang tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Setelah itu Sprcic dan Sevic (2012) juga melakukan penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang pesat cenderung melakukan aktifitas *hedging*. Akan tetapi hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Arnold (2014) yang mendapatkan hasil yang berbeda bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi keputusan *hedging*.

Batram et al (2009) mengatakan dalam penelitiannya bahwa faktor lain yang mempengaruhi keputusan *hedging* adalah kebijakan dividen yang diprosikan melalui *dividend payout ratio* mempengaruhi keputusan *hedging* secara positif. Hal yang berbeda dikemukakan oleh Sprcic dan Sevic (2012) mengatakan hal yang sebaliknya bahwa ketika perusahaan dapat memiliki tingkat *dividend payout ratio* yang tinggi cenderung tidak melakukan aktifitas *hedging*. Pada penelitian yang dilakukan oleh Sprcic dan Sevic (2012) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar cenderung melakukan aktifitas *hedging*. Chen dan King (2014) menemukan hal yang berbeda bahwa perusahaan yang lebih kecil yang lebih cenderung menggunakan *hedging* karena dinilai *hedging* dapat meningkatkan nilai perusahaan tersebut.

Penelitian lain juga dilakukan oleh Tai et al (2014) menyatakan bahwa ada hubungan positif antar likuiditas dan keputusan perusahaan melakukan aktifitas *hedging*, semakin likuid sebuah perusahaan maka semakin besar keputusan perusahaan untuk melakukan aktifitas *hedging*. Akan tetapi Arnold (2014) mengemukakan hal yang berbeda bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Tai et al (2014) juga meneliti aktivitas *hedging* yang dilakukan oleh perusahaan, mendapatkan hasil bahwa kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Chen dan King (2014) juga meneliti bahwa *institutional ownership* sebagai proksi dari *asymmetry information* memberikan pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Penelitian ini meneliti bagaimana probabilitas perusahaan menggunakan instrumen derivatif sebagai keputusan *hedging* yang dipengaruhi oleh variabel-variabel independennya yaitu DER, kesempatan tumbuh perusahaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, dan kepemilikan institusi, pada penelitian ini mengambil sampel perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 sampai dengan 2013.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Perusahaan melakukan *hedging* adalah untuk menyimpan pajak, mengurangi biaya kebangkrutan, memaksimalkan nilai perusahaan, memaksimalkan nilai pemegang saham dan untuk beberapa alasan lainnya, karena manajer ingin mengurangi risiko aset mereka sendiri terkait dengan kinerja perusahaan mereka. *Hedging* juga dilakukan dalam rangka

mengelola risiko klien perusahaan, karena mungkin para pemegang saham tidak dapat melakukan *hedge* seefektif perusahaan. *Hedge* adalah komponen dari proses yang lebih umum yang disebut manajemen risiko, penyesuaian tingkat aktual risiko dengan tingkat risiko yang diinginkan (Chance, 2004).

### **Pengaruh DER Terhadap Keputusan *Hedging***

Salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya adalah dengan cara menggunakan hutang. Ketersediaan dana membuat perusahaan mampu untuk menjalankan kegiatan operasionalnya. Salah satu rasio untuk mengukur penggunaan hutang adalah DER. DER sendiri terkait dengan risiko kredit yaitu risiko kemungkinan kegagalan membayar kewajibannya dalam hal ini hutang, selain itu DER juga terkait dengan risiko operasional, tingginya DER membuat semakin tinggi juga operasional yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga membuat risiko operasional juga semakin tinggi., hal ini yang menyebabkan semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mengambil keputusan melakukan aktivitas *hedging* untuk mengurangi risiko yang ada. Dapat dikatakan bahwa DER memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *hedging*, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ertugrul et al (2008), Klimczak (2008), Putro (2012), dan Arnold (2014). Dengan demikian hipotesis yang diajukan :

*H<sub>1</sub>: DER berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging.*

### **Pengaruh Kesempatan Tumbuh Perusahaan Terhadap Keputusan *Hedging***

Perusahaan yang sedang berkembang cenderung menggunakan banyak alternatif dalam penadanaannya. Hal ini dilakukan guna untuk mengembangkan usahannya dan untuk menarik investor untuk berinvestasi. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat cenderung menggunakan hutang sebagai alternatif pendanaannya dibandingkan perusahaan yang memiliki laju pertumbuhan yang lambat. Menggunakan hutang sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan menyebabkan bertambahnya risiko yang ditanggung oleh perusahaan, salah satu risiko yang ditimbulkan akibat pendanaan menggunakan hutang adalah risiko gagal bayar. Selain itu risiko lain yang terkait pada variabel kesempatan tumbuh perusahaan adalah risiko operasional, perusahaan yang semakin berkembang memiliki operasional yang semakin berkembang pula. Banyaknya operasional yang dilakukan oleh perusahaan yang sedang berkembang menyebabkan risiko yang dimiliki juga semakin tinggi. Kesempatan tumbuh perusahaan juga berhubungan dengan masalah *underinvestment* yang mendorong perusahaan untuk melakukan lindung nilai. Hasil penelitian Carter et al (2006), Dhanani et al (2007), Ertugrul et al (2008), Klimczak (2008), Putro (2012), Sprcic dan Sevic (2012) menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara kesempatan tumbuh perusahaan dengan keputusan *hedging*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan :

*H<sub>2</sub>: Kesempatan Tumbuh Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging.*

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Keputusan *Hedging***

*Dividend payout ratio* merupakan proksi yang digunakan untuk menjelaskan tentang kebijakan dividend (*dividend policy*). Rasio ini mengukur persentase laba perusahaan yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham atau *shareholder* secara tunai. Pada penelitian yang dilakukan oleh Haushalter (2000), Sprcic dan Sevic (2012), menunjukkan hasil bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pembayaran dividen yang tinggi, cenderung tidak melakukan aktivitas *hedging*, karena perusahaan hanya memiliki

sedikit laba yang ditahan dan sebagian besar laba dialokasikan untuk pembayaran dividen. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio*, maka semakin rendah keputusan perusahaan untuk melakukan aktivitas *hedging*. Selain melakukan *hedging* sebagai salah satu alternatif risiko perusahaan dapat mengejar aktifitas alternatif sebagai substitusi strategi manajemen risiko keuangan perusahaan. Kebijakan dividen sebagai substitusi dari aktifitas manajemen risiko perusahaan menunjukkan bahwa ketika perusahaan lebih sering membagikan dividen yang dapat ditunjukkan dengan tingginya DPR perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami *shortfall* yang menyebabkan perusahaan akan lebih sedikit melakukan aktifitas *hedging*. Selain itu kebijakan dividen terkait juga dengan risiko hukum dan risiko reputasi. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H<sub>3</sub>: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging.*

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Hedging**

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan aktifitas *hedging*. Perusahaan yang besar memiliki aktifitas operasional yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang memiliki ukuran lebih kecil. Perusahaan besar tidak hanya melakukan aktifitas operasionalnya didalam negeri namun juga di mancanegara, hal tersebut dapat menimbulkan risiko yang lebih besar dibandingkan risiko yang dimiliki oleh perusahaan kecil. Risiko yang terkait pada ukuran perusahaan adalah risiko pasar dan risiko operasional. Perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar memiliki aset yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil serta memiliki aktifitas operasional yang lebih besar dan lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan kecil, hal ini menimbulkan risiko pada perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Mian (1996), Haushalter (2000), Spano (2004), Carter et al (2006), Dhanani et al (2007), Putro (2012), Sprcic dan Sevic (2012), yang menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar pula keputusan perusahaan untuk melakukan aktifitas *hedging*. Manfaat manajemen risiko lebih bermanfaat dan dirasakan tergantung pada ukuran perusahaan tersebut. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H<sub>4</sub>: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging*

### **Pengaruh Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging**

Likuiditas yang diprosikan melalui *loan to deposit ratio* atau LDR adalah perbandingan jumlah kredit atau pembayaran yang diberikan oleh bank dengan dana yang diterima oleh bank. Semakin tinggi nilai LDR mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut tidak likuid, sebaliknya semakin rendah nilai LDR menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat likuiditas tinggi. Likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa ada dana yang tersedia yang dapat digunakan untuk meningkatkan nilai dari pemegang saham, hal ini terkait dengan masalah *underinvestment*. Oleh karena itu semakin tinggi likuiditas membuat probabilitas perusahaan melakukan aktifitas *hedging* semakin tinggi pula. Penelitian yang dilakukan oleh Spano (2004), Batram (2009), Sprcic dan Sevic (2012), dan Tai et al (2014) menemukan adanya pengaruh positif antara likuiditas dan keputusan *hedging*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan :

*H<sub>5</sub>: Likuiditas berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging*

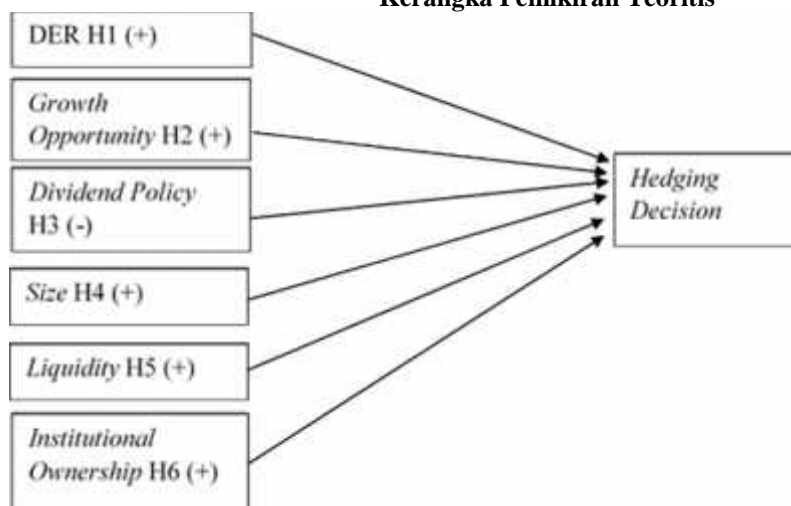
### **Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Keputusan Hedging**

Kepemilikan institusi yang diukur melalui jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibandingkan dengan jumlah saham keseluruhan memiliki pengaruh positif

terhadap keputusan *hedging*. Jumlah kepemilikan institusi yang tinggi yang membuat institusi memberikan pengaruh besar terhadap keputusan manajemen perusahaan. Besarnya kepemilikan institusi pada sebuah perusahaan mendorong investor institusi menjadi pengawas aktif perusahaan yang diinvestasikannya. Karena investor institusi ingin menghindari risiko pada perusahaan yang diinvestasikannya, maka institusi mendorong manajemen perusahaan untuk melakukan *hedging* guna melindungi aset agar terhindar dari akibat yang ditimbulkan dari risiko-risiko yang ada. Risiko yang terkait dengan variabel kepemilikan institusi adalah risiko hukum. Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan, dimana semakin tinggi kepemilikan institusi pada sebuah perusahaan, akan membuat probabilitas perusahaan melakukan aktifitas *hedging* semakin besar, karena semakin tinggi kepemilikan mendorong institusi untuk mengawasi dan memotivasi manajer untuk melakukan *hedging* untuk melindungi investasi dari investor institusi pada perusahaan tersebut hal ini sesuai dengan teori *prudent man law*, selain itu investor institusi juga merasakan manfaat dari aktifitas lindung nilai, karena salah satu tujuan dari manajemen risiko dengan menggunakan *hedging* adalah maksimisasi nilai dari pemegang saham. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bartram et al (2009) dan Tai et al (2014). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H<sub>6</sub>: Kepemilikan Institusi berpengaruh positif terhadap Keputusan Hedging*

Gambar 1  
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Mian (1996); Haushalter (2000); Spano (2004); Carter et al (2006); Dhanani et al (2007); Ertugrul et al (2008); Kilmczak (2008); Bartram et al (2009); Putro (2012); Sprcic dan Sevic (2012); Arnold (2014); Chen dan King (2014); Tai et al (2014)

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan *hedging* dalam suatu perusahaan. *Hedging* bertujuan untuk melindungi aset perusahaan dari risiko-risiko yang ada dengan menggunakan instrumen derivatif. Dalam pengambilan keputusan *hedging* terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging*. Penelitian ini meneliti bagaimana pengaruh faktor-faktor tersebut. Penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu keputusan *hedging* dan menggunakan variabel

independen yaitu DER, Kesempatan Tumbuh Perusahaan, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Kepemilikan Institusi.

### Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di bidang jasa perbankan yang terdaftar Bursa Efek Indonesia dengan rentang waktu periode 2009-2013. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dari populasi yang memenuhi kriteria-kriteria yang dikehendaki oleh peneliti. Adapun kriteria-kriteria yang ditentukan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang bergerak di bidang jasa perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009-2013
2. Perusahaan yang secara periodik melaporkan laporan keuangan tahunan selama periode tahun 2009-2013.
3. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dan data yang lengkap yang dibutuhkan oleh penelitian ini

### Metode Analisis

Pengujian hipotesis dengan analisis multivariat dengan menggunakan regresi logistik (*logistic regression*) sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{p(\text{HEDGING})}{1-p(\text{HEDGING})} = + \text{DER} + \text{INVESTMENT} + \text{DPR} + \text{SIZE} + \text{LDR} + \text{IO}$$

Keterangan:

$$\text{Ln} \frac{p(\text{HEDGING})}{1-p(\text{HEDGING})} : 1 = \text{melakukan hedging}, 0 = \text{tidak melakukan hedging}$$

	: Konstanta
DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
INVESTMENT	: Kesempatan Tumbuh Perusahaan (MVE/BVE)
DPR	: Kebijakan Dividen ( <i>Dividen Payout Ratio</i> )
SIZE	: Ukuran Perusahaan ( <i>Ln Total Assets</i> )
LDR	: Likuiditas ( <i>Loan to Deposit Ratio</i> )
IO	: Kepemilikan Institusi (Jumlah Kepemilikan Saham Institusi)

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Overall Model Fit

Pada *overall model fit* menggunakan nilai *-2Loglikelihood* dan tingkat signifikansi *-2Loglikelihood* untuk menjadi indikator apakah model fit terhadap data yang digunakan. Pada *overall model* nilai dari *-2Loglikelihood* yang didapat dibandingkan dengan nilai *degree of freedom*  $n-q$  atau  $\chi^2$  pada  $\alpha=5\%$ ,  $q$  merupakan jumlah parameter yang digunakan dalam model, kemudian membandingkan nilai signifikansi *-2Loglikelihood*  $\alpha=5\%$  atau 0,05. Model penelitian yang fit dengan data memiliki kriteria perbandingan nilai *-2Loglikelihood* lebih kecil daripada nilai *degree of freedom*  $n-q$  dan tingkat signifikansi *-2Loglikelihood* signifikan pada  $\alpha=5\%$  atau 0,05

**Tabel 1**  
*Iteration History*

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients						
			Constant	DER	INVESTMENT	DPR	SIZE	LDR	IO
Step 1	1	113,320	-11,734	,067	-,177	,011	,616	-,288	,017
	2	106,116	-17,647	,172	-,263	,026	,862	-,443	,030
	3	105,397	-20,113	,226	-,327	,034	,957	-,517	,036
	4	105,389	-20,406	,232	-,339	,035	,970	-,530	,037
	5	105,389	-20,410	,232	-,339	,035	,970	-,530	,037
	6	105,389	-20,410	,232	-,339	,035	,970	-,530	,037

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2015

Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai *-2Loglikelihood* dan tingkat signifikansi berturut-turut adalah 105,389 dan -20,410 serta nilai df 118 (125-7) adalah sebesar 144.354. Jika dibandingkan antara nilai *-2Loglikelihood* dan nilai *degree of freedom* nya dapat dilihat bahwa nilai df lebih besar dibandingkan dengan nilai *-2Loglikelihood* nya. Pada tingkat signifikansi *-2Loglikelihood* memiliki nilai sebesar -20,410 yang tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$  atau 0,05. Kesimpulannya adalah model fit dengan data karena dua kriteria dalam penentuan model fit dengan data terpenuhi.

#### Uji Cox and Snell R Square dan Nagelkerke R Square

Pengukuran *Cox and Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square* bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh variabel bebas atau independen menjelaskan variabel terikatnya atau dependen. Semakin besar nilai yang dihasilkan maka akan semakin baik kemampuan variabel independen dalam menjelaskan dependennya.

**Tabel 2**  
*Model Summary*

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	105,389	,345	,480

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2015

Pada Tabel 2 dapat dilihat pada nilai *-2Loglikelihood* sebesar 105,389 memiliki nilai *Cox and Snell R Square* sebesar 0,345 dan memiliki nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,480. Nilai *Nagelkerke R Square* yang lebih besar daripada nilai *Cox and Snell R Square* menunjukkan bahwa variabel independen pada model ini dapat menjelaskan variabel dependennya. Variabel independen dapat menjelaskan sebesar 0,480 atau sebesar 48% dan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

#### Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test

*Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test* menguji bahwa hipotesis bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model, tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit (Ghozali, 2011). Nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test* yang lebih besar sama dengan 0,05 mengindikasikan bahwa model yang diuji dapat diterima atau model fit, sedangkan nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test* yang lebih kecil daripada 0,05 mengindikasikan bahwa model tidak fit.

**Tabel 3**  
*Hosmer and Lemeshow Test*

Step	Chi-square	df	Sig.
1	5,048	8	,752

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2015

Pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai statistik dari *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit* adalah sebesar 5,048 dengan nilai signifikansi 0,752. Kesimpulan dari nilai *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test* adalah bahwa model dapat diterima atau model fit karena nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,05.

### **Classification Plot**

*Classification Plot* digunakan untuk mengukur seberapa jauh ketepatan model untuk memprediksi kondisi yang terjadi. Pada model yang sempurna, maka semua kasus akan berada pada tingkat peramalan 100%, jika model logistik memiliki homoskedastisitas, maka prosentase benar akan sama tabel *classification plot*. Pada model yang memiliki tingkat peramalan 100% dan memiliki homoskedastisitas dapat mengindikasikan bahwa model kurang baik.

**Tabel 4**  
*Classification Plot*

Observed	Predicted		Percentage Correct
	HEDGING		
	Tidak Melakukan Hedging	Melakukan Hedging	
<b>HEDGING</b> Tidak Melakukan Hedging	25	16	61,0
Melakukan Hedging	11	73	86,9
Overall Percentage			78,4

Sumber : Data Sekunder Diolah 2015

Dapat dilihat pada Tabel 4 bahwa model tidak memiliki masalah homoskedastisitas karena nilai pada baris dan kolom variabel tidak sama, kemudian dapat dilihat nilai *Overall Percentage* pada Tabel 4.7 adalah sebesar 78,4%. Nilai *Overall Percentage* menunjukkan bahwa ketepatan model dalam memprediksi kondisi yang terjadi adalah sebesar 78,4%.

### **Estimasi Parameter dan Interpretasi**

Setelah seluruh penilaian model fit yang terdiri dari *overall model fit*, *Cox and Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square*, *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test*, dan *Classification Plot* dipenuhi dapat dilakukan estimasi maksimum likelihood parameter dari model. Estimasi maksimum likelihood parameter dapat dilihat pada tabel 5 :



Tabel 5  
Variable in the Equation

Variable	B	.E.	Wald	f	Sig.	Exp(B)
DER	,232	,103	5,105	1	,024	1,261
INVESTMENT	-,339	,361	,882	1	,348	,712
DPR	,035	,025	1,894	1	,169	1,035
SIZE	,970	,205	22,491	1	,000	2,638
LDR	-,530	,671	,624	1	,430	,589
IO	,037	,020	3,270	1	,071	1,037
Constant	-20,410	4,709	18,789	1	,000	,000

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 5 dapat dijelaskan hubungan antar variabel sebagai berikut :

1. DER mempunyai koefisien dengan nilai positif yaitu sebesar 0,232 yang artinya adalah setiap kenaikan DER maka akan meningkatkan log of odds perusahaan melakukan *hedging* menggunakan instrumen derivatif sebesar 0,232. Jika variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging* adalah sebesar 1,261 kali lebih tinggi untuk perusahaan dengan nilai DER yang lebih tinggi. Nilai signifikansi sebesar 0,024 menyatakan bahwa variabel signifikan pada  $\alpha=10\%$  yang berarti DER berpengaruh positif dan signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* diterima.
2. Kesempatan Tumbuh Perusahaan (INVESTMENT) memiliki nilai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar 0,339 yang artinya setiap peningkatan nilai INVESTMENT akan menurunkan log of odds keputusan *hedging* sebesar 0,339. Apabila variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging* 0,712 kali lebih tinggi untuk tingkat tumbuh perusahaan yang semakin kecil. Nilai signifikansi sebesar 0,348 pada  $\alpha=10\%$  menyatakan variabel kesempatan tumbuh perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa Kesempatan Tumbuh Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* ditolak.
3. Kebijakan Dividen (DPR) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,035 yang artinya bahwa setiap peningkatan nilai DPR akan meningkatkan log of odds keputusan *hedging* sebesar 0,035. Apabila variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging* adalah sebesar 1,035 kali lebih tinggi untuk perusahaan dengan DPR yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Nilai signifikansi 0,169 pada  $\alpha=10\%$  menyatakan variabel kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh negatif terhadap Keputusan *Hedging* ditolak.
4. Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki nilai koefisien sebesar 0,970 yang artinya bahwa setiap peningkatan nilai SIZE akan meningkatkan log of odds keputusan *hedging* perusahaan sebesar 0,970. Apabila variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging* adalah 2,638 kali lebih tinggi untuk perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil. Nilai signifikansi 0,000 menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada  $\alpha=10\%$ . Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* diterima.
5. Likuiditas (LDR) memiliki nilai koefisien sebesar -0,530 yang artinya setiap peningkatan nilai LDR akan menurunkan log of odds keputusan *hedging* sebesar 0,530. Apabila variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging*

adalah 0,589 kali lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak likuid. Nilai signifikansi sebesar 0,430 menyatakan bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa Likuiditas berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* ditolak.

6. Kepemilikan Institusi (IO) memiliki nilai koefisien sebesar 0,037 yang artinya untuk setiap peningkatan nilai IO akan meningkatkan log of odds keputusan *hedging* sebesar 0,037. Apabila variabel lainnya dianggap konstan maka odds perusahaan melakukan *hedging* adalah 1,037 kali lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki persentase kepemilikan institusi yang lebih tinggi. Nilai signifikansi sebesar 0,071 menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusi berpengaruh positif dan signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa Kepemilikan Institusi berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* diterima.

## KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data dan pembahasan dari hipotesis yang telah dirumuskan dan telah diuji pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan pengaruh variabel-variabel independen terhadap keputusan *hedging* adalah sebagai berikut:

1. Variabel DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap Keputusan *Hedging* dengan nilai koefisien dan nilai signifikansi berturut-turut sebesar 0,232 dan 0,024. Hasil ini menyatakan bahwa apabila perusahaan memiliki nilai DER yang semakin tinggi, akan mengakibatkan probabilitas perusahaan melakukan *hedging* semakin meningkat. Hasil penelitian ini didukung oleh teori *hedging* yang menyebutkan bahwa *hedging* mengurangi biaya kebangkrutan.
2. Variabel Kesempatan Tumbuh Perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar -0,339 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,348 menyatakan bahwa Kesempatan Tumbuh Perusahaan berpengaruh negatif terhadap Keputusan *Hedging* akan tetapi tidak signifikan. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah akan melakukan *hedging* karena perusahaan memiliki masalah kesulitan keuangan.
3. Kebijakan dividen yang diprosikan melalui *dividend payout ratio* atau DPR memiliki pengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* namun tidak signifikan dapat dilihat pada nilai koefisien 0,035 dan nilai signifikansi sebesar 0,169. Variabel kebijakan dividen tidak signifikan disebabkan oleh perusahaan tidak secara rutin membayarkan dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang lebih sering membagikan dividen akan lebih sering menggunakan *hedging*, sesuai dengan teori *hedging* yang menyebutkan bahwa *hedging* dapat meningkatkan nilai dari pemegang saham.
4. Ukuran Perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar 0,970 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 menyatakan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging*. Perusahaan besar cenderung lebih sering melakukan *hedging* dibandingkan perusahaan kecil, karena perusahaan menanggung risiko yang lebih besar sehingga menggunakan *hedging* untuk melindungi perusahaan dari kerugian yang ditimbulkan akibat risiko.
5. Likuiditas yang diprosikan melalui LDR memiliki nilai koefisien dan nilai signifikansi berturut-turut sebesar -0,530 dan 0,430 yang menjelaskan bahwa semakin tinggi nilai LDR menyebabkan perusahaan tidak likuid sehingga menurunkan probabilitas perusahaan melakukan *hedging*. Dapat disimpulkan bahwa Likuiditas berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* namun tidak signifikan. Ketersediaan dana yang dimiliki perusahaan akan mendorong perusahaan untuk

melakukan *hedging* guna meningkatkan nilai dari perusahaan tersebut, hal ini sesuai dengan teori *hedging* yang menyebutkan bahwa *hedging* dapat meningkatkan nilai perusahaan.

6. Kepemilikan Institusi berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging* dan signifikan dapat dilihat pada nilai koefisien sebesar 0,037 dan nilai signifikansi sebesar 0,071. Persentase kepemilikan institusi pada perusahaan semakin tinggi, akan meningkatkan probabilitas perusahaan melakukan *hedging*, karena semakin besar kepemilikan institusi pada perusahaan akan mendorong institusi untuk mengawasi investasinya untuk terhindar dari risiko. Kepemilikan investor institusi pada sebuah perusahaan juga dapat mempengaruhi manajer untuk melakukan *hedging* lebih sering agar terhindar dari risiko. Hal ini juga sejalan dengan teori *hedging* yang menyebutkan bahwa *hedging* dapat meningkatkan nilai dari pemegang saham.

### Keterbatasan Penelitian

Setelah melakukan analisis dan interpretasi hasil, penelitian ini memiliki beberapa kelemahan dan keterbatasan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini hanya menjelaskan pengaruh variabel independen DER, Kesempatan Tumbuh Perusahaan, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Kepemilikan Institusi Terhadap keputusan *Hedging* sebesar 48% dan sisanya dijelaskan oleh faktor lain.
2. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis yang dapat dibuktikan hanya variabel DER, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Institusi, sementara untuk variabel Kesempatan Tumbuh Perusahaan, Kebijakan Dividen, dan Likuiditas, tidak dapat dibuktikan.
3. Penelitian ini hanya menggunakan keputusan *hedging* dengan menggunakan instrument derivatif saja, sementara untuk *hedging* dengan instrumen lainnya tidak diikutsertakan seperti *natural hedging*, *operational hedging*, *international diversification of business* dan lain sebagainya.
4. Penelitian ini hanya dapat digunakan untuk menganalisis perusahaan perbankan yang memiliki data yang lengkap dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi seluruh populasi perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 – 2013.

### Saran Untuk Perusahaan

Saran bagi perusahaan sebaiknya lebih baik dalam mengelola risiko yang dimiliki perusahaan agar tidak menimbulkan kerugian bahkan kebangkrutan bagi perusahaan. Salah satu cara dalam mengelola risiko yaitu melakukan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif, pada penelitian ini variabel yang berpengaruh terhadap keputusan *hedging* adalah DER, Ukuran Perusahaan atau *Size* dan Kepemilikan Institusi, variabel ini dapat menjadi acuan bagi perusahaan dalam melakukan *hedging*. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang tinggi seharusnya melakukan *hedging* agar terhindar dari risiko kebangkrutan, begitu juga perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan besar seharusnya melakukan *hedging* karena memiliki operasi perusahaan yang besar yang pastinya memiliki risiko yang tinggi, sehingga perusahaan sebaiknya melakukan *hedging* untuk melindungi aset dan perusahaan. Kepemilikan Institusi yang besar pada suatu perusahaan mendorong institusi atau lembaga untuk melindungi dan mengawasi investasinya pada perusahaan, hal ini dapat mengurangi risiko yang dapat ditimbulkan dan juga dapat meningkatkan nilai dari pemegang saham.

### Saran Untuk Investor

Bagi investor dalam menentukan pilihan investasinya dapat mempertimbangkan menginvestasikan dana pada perusahaan yang melakukan *hedging*. Karena perusahaan melakukan *hedging* bertujuan untuk melindungi aset yang dimiliki perusahaan, sehingga bagi investor aman dalam menginvestasikan dana pada perusahaan tersebut, karena perusahaan mengerti dengan benar mengelola risiko yang dimiliki. Dapat dilihat juga dari DER perusahaan, karena perusahaan dengan tingkat hutang tinggi cenderung melakukan *hedging* untuk melindungi aset yang dimiliki karena perusahaan tersebut menggunakan hutang untuk pendanaannya dimana memiliki risiko yang tinggi. Selain itu, investor juga dapat melihat ukuran perusahaan tersebut, apabila perusahaan tersebut besar, perusahaan tersebut cenderung menggunakan *hedging* untuk menghindari risiko karena semakin besar perusahaan, semakin besar pula risikonya. Kepemilikan institusi juga dapat menjadi acuan karena semakin tinggi kepemilikan institusi pada perusahaan tersebut maka perusahaan cenderung menggunakan *hedging*, selain itu institusi juga sebagai pengawas dalam hal manajemen risiko perusahaan tersebut

### Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Bagi penelitian selanjutnya diharapkan mampu meneliti faktor-faktor lain diluar ini yang dapat menjelaskan secara akurat mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Keputusan *Hedging*. Pada penelitian berikutnya dapat ditambahkan variabel lain seperti pajak, *trading book assets*, dan lainnya. Selain itu, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menyertakan instrumen lain selain derivatif dalam *hedging*, seperti *natural hedging*, *operational hedging*, *international diversification of business*, dan lainnya. Penelitian berikutnya diharapkan dapat lebih menjelaskan instrumen derivatif seperti swap dan kontrak *forward* karena dalam penelitian ini hanya menggunakan opsi dan kontrak *futures* saja yang diperdagangkan di Bursa Efek. Penelitian berikutnya diharapkan dapat juga meneliti seputar bank devisa, karena bank devisa memiliki transaksi ekspor dan impor sehingga lebih sering menggunakan aktifitas *hedging*. Penelitian berikutnya diharapkan dapat mengambil sampel yang lebih luas tidak hanya dari sektor perbankan saja, namun dapat mengambil sampel dari sektor lainnya seperti manufaktur, sehingga dapat lebih memperkuat variabel-variabel independen dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap Keputusan *Hedging*.

### REFERENSI

- Arnold, M.M et al. 2014. “*Determinants of Corporate Hedging : A (Statistical) Meta-Analysis*”. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 54 (2014) 443-458.
- Batram, S.M et al. 2009. “*International Evidence on Financial Derivatives Usage*”. *Financial Management*, Vol. 38, No. 1 pp. 185-206.
- Carter, D.A et al. 2006. “*Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from the US Airline Industry*”. *Financial Management*, Vol. 35, No. 1, pp. 53-86.
- Chance, D.M. 2004. “*An Introduction to Derivatives & Risk Management*”. USA: Thomson South-Western

- Dhanani, A et al. 2007. "Why UK Companies Hedge Interest Rate Risk". *Studies in Economics and Finance* Vol. 24 No. 1, 2007 pp. 72-90.
- Ertugrul, M et al. 2008. "Financial Leverage, CEO Compensation, and Corporate Hedging : Evidence rom Real Estate Investment Trusts". *Journal Real Estate Finance Economics* 36 : 53-80.
- Fitriasari, F. 2011. "Value Drivers Terhadap Nilai Perusahaan Yang Hedging di Derivatif Valuta Asing". *Jurnal Manajemen Bisnis* Volume 1, No. 1.
- Ghozali, Imam. 2007. "Manajemen Risiko Perbankan : Pendektan Kuantitatif *Value at Risk* (VAR)". Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2011. "Aplikas Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19 Edisi 5". Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haushalter, G.D. 2000. "Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers". *The Journal of Finance* Vol. Lv, No. 1 Febuary 2000.
- Klimczak, K.M. 2008. "Corporate Hedging and Risk Management Theory: Evidence From Polish Listed Companies". *The Journal of Risk Finance* Vol. 9 No. 1, 2008 pp. 20-3.
- Mian, S.L. 1996. "Evidence on Corporate Hedging Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 31, No. 3.
- Putro, S.H. 2012. "Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging (Studi Kasus Pada Perusahaan Automotive and Allied Products Yang Terdaftar Di BEI Periode 2006-2010)". Skripsi, Universitas Diponegoro.
- Spano, M. 2004. "Determinants of Hedging and Its Effects on Investment and Debt". *Journal of Corporate Finance* 10 (2004) 175– 197.
- Sprcic, D.M. dan Z. Sevic. 2012. "Determinants of Corporate Hedging Decision: Evidence From Croatian and Slovenian Companies". *Research in International Business and Finance* 26 (2012) 1– 25
- Tai, V.W et al. 2014. "Local Institutional Shareholders and Corporate Hedging Policies". *North American Journal of Economics and Finance* 28 (2014) 287-312.
- Utomo, L.L. 2000. "Instrumen Derivatif : Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Perusahaan". *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 2, No. 1, Mei 2000: 53 – 68.