



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI KEPUTUSAN *HEDGING* DENGAN DERIVATIF VALUTA ASING (STUDI PADA PERUSAHAAN NON-FINANSIAL YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE TAHUN 2011–2014)

Maria Josephine Widya Arshita Kussulistiyanti, Mahfudz¹
Email: shitajosephine@gmail.com

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

ABSTRACT

Foreign currency derivatives are commonly used by companies to hedge foreign exchange risk. This study aims to examine the effect of Debt to Equity Ratio (DER), Interest Coverage Ratio (ICR), liquidity, growth opportunity, firm size, foreign debt, and managerial ownership on hedging decision using foreign currency derivatives. Using purposive sampling, 93 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2011-2014 are selected as sample. Sample data are collected from annual report published on the Indonesia Stock Exchange website. Logistic regression analysis is used in this study to examine the effect of independent variables on dependent variable. The result of this study proves that ICR, growth opportunity, firm size, and foreign debt have positive and significant effect on hedging decision using foreign currency derivative. Liquidity has negative and significant effect on hedging decision using foreign currency derivatives. Whereas DER and managerial ownership do not influence hedging decision using foreign currency derivatives. The value of Nagelkerke's R Square is 35,4% which means the variability of the dependent variable that can be explained by the variability of independent variables in the model amounted to 35,4%.

Keywords: hedging, risk management, foreign exchange risk, foreign currency derivatives

PENDAHULUAN

Dalam era globalisasi perusahaan terlibat dalam bisnis internasional seperti perdagangan dan investasi internasional. Globalisasi memberi peluang perusahaan untuk melakukan ekspor maupun impor barang, pendanaan luar negeri, dan ekspansi bisnis. Selain diuntungkan dengan berbagai peluang, perusahaan juga harus menghadapi berbagai risiko ketika masuk ke dalam bisnis internasional. Madura (2000) menyatakan bahwa perusahaan kemungkinan akan menghadapi risiko kondisi politik, ekonomi luar negeri, dan pergerakan nilai tukar ketika memutuskan untuk memasuki bisnis internasional.

Aktivitas bisnis internasional menggunakan mata uang asing. Sistem nilai tukar yang mengambang mengakibatkan nilai tukar mata uang dapat berfluktuasi dengan bebas. Akibatnya timbul ketidakpastian mengenai seberapa besar pendapatan maupun pembayaran atas kewajiban perusahaan yang akan terjadi di waktu mendatang. Fluktuasi nilai tukar mata uang suatu negara memberikan dampak yang besar bagi perusahaan yang memiliki arus pendapatan maupun pengeluaran dalam valuta asing.

Salah satu cara perusahaan untuk mengurangi risiko nilai tukar yaitu dengan melakukan *hedging* menggunakan derivatif. *Hedging* merupakan tindakan mengambil posisi, memperoleh suatu arus kas, aset, atau kontrak yang akan naik atau turun nilainya

¹Corresponding author

untuk menutup kerugian dari kenaikan maupun penurunan nilai posisi yang sudah ada (Eiteman dkk., 2010). Derivatif yang dimaksud adalah instrumen keuangan yang nilainya didasarkan pada aset seperti saham, obligasi, mata uang asing, tingkat suku bunga, dan aset lainnya. Untuk *hedging* nilai tukar mata uang asing, perusahaan menggunakan derivatif valuta asing seperti kontrak *future*, *forward*, *swap*, dan *option*.

Meskipun telah mengetahui manfaat *hedging* untuk mengurangi risiko nilai tukar, tidak semua perusahaan yang melakukan transaksi dalam valuta asing mau melakukan *hedging*. Rata-rata jumlah perusahaan non-finansial yang melakukan *hedging* selama periode 2011-2014 tidak mencapai 20% dari jumlah total perusahaan. Perusahaan mungkin mempertimbangkan berbagai faktor internal perusahaan dalam keputusan *hedging*. Keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging* memiliki tujuan utama yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham dengan cara mengurangi biaya *financial distress* dan masalah *underinvestment*. Keputusan *hedging* juga dapat dikaitkan dengan teori keagenan dan *manager risk aversion*.

Hasil penelitian Yip dan Nguyen (2012) pada perusahaan sektor sumber daya alam di Australia menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) yang menunjukkan tingkat *leverage* perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan perusahaan menggunakan derivatif valuta asing untuk *hedging*. Sedangkan penelitian dari Paranita (2011) dan Putro (2012) mengenai *hedging* perusahaan di Indonesia menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat utang perusahaan maka perusahaan semakin terdorong untuk melakukan *hedging*. Afza dan Alam (2011a) menggunakan *Interest Coverage Ratio* (ICR) sebagai proksi dari *financial distress*, menemukan bukti bahwa perusahaan dengan ICR rendah lebih terdorong untuk melakukan *hedging*. Tetapi hasil penelitian kedua dari Afza dan Alam (2011b) menyatakan hasil sebaliknya bahwa perusahaan dengan *Interest Coverage Ratio* yang tinggi justru semakin terdorong untuk melakukan *hedging*.

Menurut Ameer (2010) dan Ahmad dan Haris (2012), semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, maka perusahaan kurang menyukai aktivitas *hedging* menggunakan derivatif. Tetapi hasil penelitian Putro (2012) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada keputusan *hedging* perusahaan. Perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang besar seringkali mengalami masalah *underinvestment*. Ameer (2010) dan Putro (2012) menemukan bukti bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar lebih cenderung melakukan *hedging*. Sebaliknya, Bartram dkk (2009) menemukan bukti bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Ukuran perusahaan dapat memengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging*. Hasil penelitian dari Allayannis dan Ofek (2001), Yip dan Nguyen (2012), dan Putro (2012) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aset yang besar memiliki probabilitas lebih besar untuk melakukan *hedging*. Namun, Nguyen dan Faff (2002) menyatakan tidak menutup kemungkinan perusahaan kecil juga melakukan *hedging* sebab perusahaan kecil biasanya menghadapi kemungkinan *financial distress* yang lebih tinggi.

Tingkat eksposur valuta asing yang dihadapi perusahaan seharusnya merupakan faktor yang menentukan perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif atau tidak. Elliot dkk. (2003) menyatakan bahwa *foreign debt* merupakan substitusi dari *hedging* dengan derivatif. Bagi perusahaan di AS, utang dalam valuta asing dapat mengurangi eksposur nilai tukar sehingga menjadi bagian dari *hedging* perusahaan. Namun, Bartram dkk. (2009) mengemukakan pendapat yang berbeda bahwa pada perusahaan di negara berkembang, *foreign debt* merupakan sumber eksposur nilai tukar yang perlu untuk di-*hedge*. Hasil penelitiannya menunjukkan *foreign debt* berpengaruh positif terhadap penggunaan derivatif valuta asing oleh perusahaan. Penelitian dari Junior (2011) juga mendukung hasil penelitian dari Bartram dkk., menurutnya semakin besar *foreign debt* semakin besar kecenderungan perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

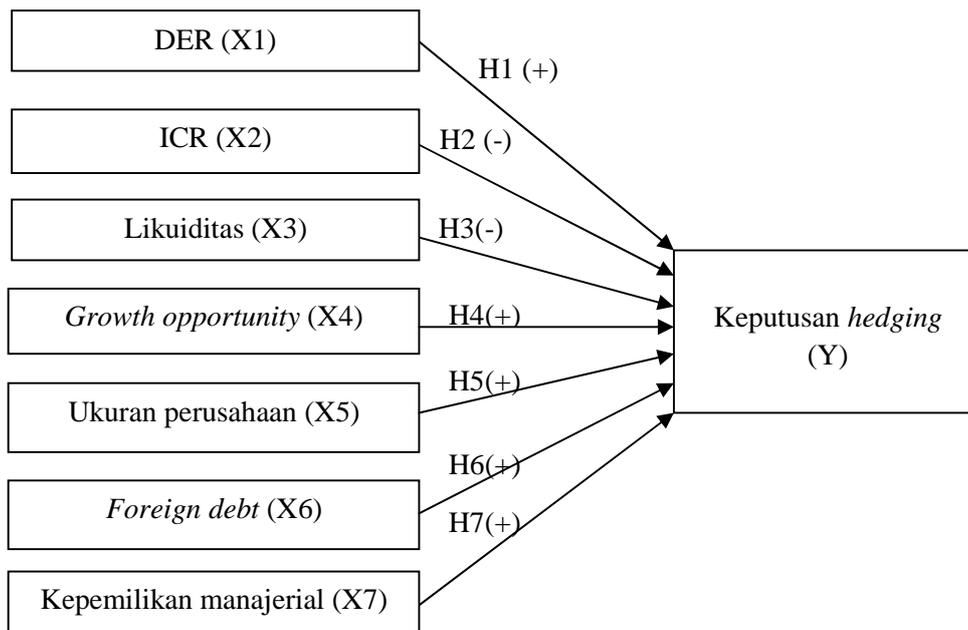
Komposisi kepemilikan saham juga menjadi faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan. Ameer (2010) menyatakan bahwa semakin besar jumlah saham perusahaan dimiliki oleh manajer, semakin besar kecenderungan perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif. Namun, Nguyen dan Faff (2002) menyatakan hal sebaliknya bahwa semakin banyak saham perusahaan yang dimiliki manajer, perusahaan cenderung tidak melakukan *hedging*.

Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan terkait dengan faktor-faktor yang memengaruhi keputusan *hedging*, masih terdapat kesenjangan antara hasil penelitian satu dengan yang lainnya. Maka dari itu, dilakukan penelitian ini dengan tujuan untuk menganalisis pengaruh dari variabel DER, ICR, likuiditas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *foreign debt*, dan kepemilikan manajerial terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kerangka pemikiran teoritis yang terdapat pada Gambar 1 berikut ini menggambarkan masalah penelitian dan hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen dalam penelitian.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Nguyen dan Faff (2002), Bartram dkk. (2009), Ameer (2010), Afza dan Alam (2011a), Junior (2011), Paranita (2011), Ahmad dan Haris (2012), Putro (2012), Yip dan Nguyen (2012)

Pengaruh DER terhadap Keputusan Hedging

DER menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi lebih besar kemungkinan untuk mengalami *financial distress* (Nguyen dan Faff, 2002). Semakin besar utang perusahaan, semakin besar biaya bunga yang harus dibayar, semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan bayar dan kebangkrutan. Penggunaan derivatif valuta asing untuk *hedging* dapat mengurangi volatilitas arus kas perusahaan sehingga mengurangi peluang *financial*

distress perusahaan. Sesuai dengan hipotesis *financial distress cost*, perusahaan dengan tingkat *financial distress* yang tinggi akan lebih terdorong untuk melakukan *hedging*. Hal ini didukung oleh hasil penelitian dari Nguyen dan Faff (2002), Paranita (2011), dan Putro (2012). Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 = DER berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh ICR terhadap Keputusan *Hedging*

Rendahnya rasio laba perusahaan sebelum pajak dan bunga dibanding dengan beban bunga yang dibayarkan menjadi salah satu indikator bahwa perusahaan memiliki tingkat *financial distress* yang tinggi. Menurut Bartram dkk (2009) perusahaan dengan tingkat *financial distress* yang tinggi salah satunya ditandai dengan ICR yang rendah cenderung melakukan *hedging* untuk menjaga kestabilan arus kasnya. Penelitian dari Bartram dkk. (2009) serta Afza dan Alam (2011a) menunjukkan bukti bahwa perusahaan dengan ICR yang rendah lebih cenderung melakukan *hedging* dengan derivatif. Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H2 = ICR berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan *Hedging*

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Menurut Ameer (2010), perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dipastikan memiliki cukup dana untuk membayar utangnya sehingga terhindar dari masalah *financial distress*. Perusahaan yang kurang likuid menghadapi masalah *financial distress* serta *underinvestment*. Kurang tersedianya kas dan aset lancar lainnya membuat perusahaan kesulitan untuk memenuhi kewajiban dan membiayai investasinya. Kerugian yang timbul dari risiko nilai tukar yang dapat memperburuk masalah likuiditas harus diantisipasi melalui *hedging*. Penelitian dari Ameer (2010), Afza dan Alam (2011a), serta Ahmad dan Haris (2012) menyatakan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3 = Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Keputusan *Hedging*

Perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar menghadapi masalah *underinvestment* yang lebih besar pula (Allayannis dan Ofek, 2001). *Hedging* dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengurangi masalah *underinvestment* (Nguyen dan Faff, 2002). Dengan *hedging* volatilitas arus kas perusahaan lebih dapat dikendalikan karena risiko nilai tukar sudah diantisipasi. Tanpa *hedging*, perusahaan berpeluang mengalami kerugian nilai tukar. Laba perusahaan menjadi lebih rendah dari yang diharapkan padahal perusahaan membutuhkan banyak dana untuk membiayai investasinya. Hal ini dapat menambah masalah *underinvestment*. Dengan demikian perusahaan yang memiliki masalah *underinvestment* lebih besar peluangnya untuk melakukan *hedging*. Hasil penelitian dari Ameer (2010) dan Putro (2012) memberikan dukungan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H4 = *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Keputusan *Hedging*

Perusahaan besar biasanya melakukan bisnis mencakup berbagai wilayah negara sehingga menghadapi risiko yang lebih tinggi dan lebih membutuhkan *hedging* karena

mereka menghadapi eksposur nilai tukar yang lebih besar. Perusahaan dengan ukuran besar lebih menyadari pentingnya *hedging* untuk melindungi arus kas dan aset mereka dan memiliki kemampuan untuk membeli derivatif valuta asing untuk kepentingan *hedging* tersebut. Selain memiliki itu, biasanya perusahaan besar juga memiliki sumber daya manusia yang mampu mengelola aktivitas *hedging*. Perusahaan kecil mungkin saja tidak membutuhkan *hedging* karena mereka tidak memiliki banyak arus kas masuk atau keluar yang terkena eksposur nilai tukar valas (Yip dan Nguyen, 2012). Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H5 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh *Foreign Debt* terhadap Keputusan *Hedging*

Perusahaan yang melakukan pinjaman memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman itu saat jatuh tempo. Bagi perusahaan di negara berkembang, pinjaman luar negeri menjadi salah satu alternatif pendanaan untuk investasinya. Negara berkembang biasanya menghadapi masalah nilai tukar yang cenderung mengalami depresiasi. Akibatnya jumlah utang yang harus dibayar dalam beberapa tahun ke depan akan membengkak akibat lemahnya nilai tukar. Perusahaan perlu mengantisipasi risiko ini melalui *hedging*. *Foreign debt* merupakan salah satu sumber eksposur risiko nilai tukar valuta asing. Semakin tinggi eksposur nilai tukar, semakin tinggi kebutuhan perusahaan untuk *hedging* dengan derivatif valuta asing (Bartram dkk., 2009). Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H6 = *Foreign debt* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Keputusan *Hedging*

Menurut Ameer (2010), bagi manajer yang memiliki saham perusahaan bila nilai perusahaan meningkat maka kekayaan manajer pun ikut meningkat. Manajer akan berusaha meminimalkan risiko yang dapat mengurangi *return* investasinya. Kesadaran manajer mengenai kelemahannya mengelola risiko maupun sifat manajer yang cenderung menghindari risiko mendorong manajer untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing guna mengurangi risiko nilai tukar perusahaan. Argumentasi tersebut didukung oleh hasil penelitian dari Afza dan Alam (2011b) yang menyatakan semakin tinggi saham perusahaan dimiliki oleh manajer, semakin besar kemungkinan perusahaan melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Berdasarkan argumentasi dan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H7 = Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Keputusan *Hedging* (Y)

Dalam penelitian ini yang dimaksud dengan keputusan *hedging* adalah keputusan pada perusahaan untuk melakukan aktivitas *hedging* menggunakan instrumen derivatif valuta asing seperti kontrak *forward*, *future*, *opsi*, maupun *swap*. Variabel dependen dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy*, bagi perusahaan yang melakukan *hedging* diberi nilai "1". Sebaliknya untuk perusahaan tidak melakukan *hedging* diberi nilai "0".

***Debt to Equity Ratio* (X1)**

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang membandingkan pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang dengan pendanaan dari modal sendiri. Van Horne dan Wachowicz, Jr. (2013) menyatakan cara menghitung DER sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{total debt}}{\text{total equity}}$$

Interest Coverage Ratio (X2)

Interest Coverage Ratio (ICR) atau rasio laba terhadap beban bunga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menutupi biaya bunga yang diukur dengan membandingkan pendapatan sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga (Keown dkk., 2010). ICR dihitung dengan rumus berikut:

$$ICR = \frac{\text{EBIT}}{\text{beban bunga}}$$

Likuiditas (X3)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar tepat waktu kewajiban jangka pendeknya dan seberapa cepat perusahaan mencairkan aktivasnya ke dalam uang tunai (Keown dkk., 2008). Menurut Brigham dan Houston (2010), likuiditas dapat diukur menggunakan *current ratio* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

Growth Opportunity (X4)

Growth opportunity dapat dihitung dengan rasio perbandingan antara *market value of equity* (MVE) dengan *book value of equity* (BVE) (Putro, 2012). MVE yang dimaksud merupakan harga pasar ekuitas, sehingga MVE dapat dihitung dengan total nilai saham sesuai dengan harga pasar saat itu. Sedangkan BVE merupakan nilai ekuitas yang dicatatkan dalam pembukuan perusahaan. *Growth opportunity* dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Growth opportunity} = \frac{\text{Jumlah saham yang beredar} \times \text{harga penutupan}}{\text{Total ekuitas}}$$

Ukuran Perusahaan (X5)

Ukuran perusahaan dapat dinilai dari jumlah aset yang dimilikinya. Penilaian ukuran perusahaan berdasarkan total aset yang dimilikinya dinilai lebih stabil daripada menggunakan nilai kapitalisasi pasarnya yang memiliki kemungkinan lebih besar untuk berfluktuasi. Dalam penelitian Yip Nguyen (2002), Afza dan Alam (2001a), Putro (2010) ukuran perusahaan dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln \text{ total aset}$$

Foreign Debt (X6)

Foreign debt merupakan liabilitas perusahaan yang berdenominasi mata uang asing. Dalam penelitian ini, *foreign debt* diartikan sebagai perbandingan jumlah liabilitas perusahaan dalam mata uang asing dengan jumlah liabilitas perusahaan pada perusahaan non-finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011–2014. Dalam penelitian Junior (2011) *foreign debt* dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Foreign debt} = \frac{\text{Jumlah liabilitas dalam mata uang asing}}{\text{Jumlah liabilitas}}$$

Kepemilikan Manajerial (X7)

Kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer perusahaan tersebut. Nguyen dan Faff (2002) mengukur kepemilikan manajerial dengan cara membandingkan saham yang dimiliki oleh manajer

perusahaan dengan jumlah keseluruhan saham yang beredar. Dengan demikian, rumus untuk menghitung kepemilikan manajerial sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Populasi dan Sampel

Populasi untuk penelitian ini adalah perusahaan non-finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014 berjumlah 356 perusahaan yang terbagi dalam 8 sektor. Sampel penelitian diambil menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan sampel merupakan perusahaan non-finansial yang terdaftar di BEI selama periode 2011-2014, melaporkan laporan keuangannya selama periode 2011-2014, dalam laporan keuangan perusahaan terdapat data-data yang dibutuhkan untuk variabel penelitian, serta ekuitas perusahaan tidak boleh bernilai negatif. Berdasarkan kriteria *sampling* tersebut terpilih 93 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan tahunan perusahaan yang dipublikasikan pada website Bursa Efek Indonesia.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi logistik untuk analisis datanya. Regresi logistik (*logit regression*) digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independennya (Ghozali, 2013). Variabel dependen dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy* (0 dan 1), oleh karena itu dipilih regresi logistik sebagai teknik analisisnya. Secara umum model regresi logistik dinyatakan dalam persamaan berikut (Ghozali, 2013):

$$\ln \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k$$

dimana p merupakan probabilitas variabel dependen, b_0 merupakan konstanta regresi, b_1, b_2, \dots dst adalah koefisien regresi variabel independen, dan X_1, X_2, \dots dst adalah variabel independen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Data yang diolah sebanyak 372 data yang berasal dari 93 perusahaan selama empat tahun, diketahui bahwa sebanyak 124 data (33,33%) diantaranya melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan sisanya sebesar 248 data (66,67%) tidak melakukan *hedging*.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

| | <i>Hedgers</i> | | <i>Non-hedgers</i> | |
|------|----------------|-------------|--------------------|-------------|
| | <i>Mean</i> | <i>Std.</i> | <i>Mean</i> | <i>Std.</i> |
| DER | 1,723887 | 1,6337680 | 1,616855 | 4,2045430 |
| ICR | 36,008483 | 103,9601300 | 15,389506 | 32,4891325 |
| LIQ | 1,449498 | 0,7536392 | 2,008500 | 1,4602916 |
| GO | 4,505244 | 0,7536392 | 1,937865 | 1,8552510 |
| SIZE | 29,818581 | 9,7529825 | 28,592125 | 1,7108757 |
| FD | 0,363491 | 0,2294270 | 0,272625 | 0,2605903 |
| MAN | 3,542706 | 10,2636980 | 4,612075 | 11,1427401 |

sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Pada hasil statistik deskriptif di Tabel 1, dapat diketahui bahwa perusahaan yang melakukan aktivitas *hedging* dengan derivatif valuta asing memiliki nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER), *interest coverage ratio* (ICR), *growth opportunity* (GO), ukuran (SIZE), dan *foreign debt* (FD) yang lebih besar dibanding perusahaan yang tidak melakukan *hedging*. Selain itu, nilai rata-rata likuiditas (LIQ) dan kepemilikan manajerial (MAN) perusahaan yang melakukan lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak melakukan *hedging*.

Terdapat dua tahap dalam analisis regresi logistik yaitu penilaian model fit kemudian dilakukan estimasi parameter dan interpretasi. Langkah pertama dalam penilaian model fit adalah menilai *overall fit model* terhadap data. Tabel 2 berikut ini menunjukkan nilai *-2 Log Likelihood* model yang hanya memasukkan konstanta saja tanpa variabel independen.

Tabel 2
Iteration History^{a,b,c}

| Iteration | -2 Log likelihood | Coefficients |
|-----------|-------------------|--------------|
| | | Constant |
| 1 | 473.625 | -.667 |
| Step 0 2 | 473.567 | -.693 |
| 3 | 473.567 | -.693 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai *-2 Log Likelihood* untuk model yang hanya memasukkan konstanta saja menghasilkan nilai 473,567. Nilai 2 pada $\alpha=0,05$, dan df 371 (372-1) sebesar 416,913. Nilai *-2 Log Likelihood step 0* lebih besar dari nilai 2 sehingga H_0 ditolak dan H_a diterima yang artinya model dengan konstanta saja tidak fit dengan data. Tabel 3 di bawah ini menunjukkan nilai *-2 Log Likelihood* model dengan variabel independen.

Tabel 3
Iteration History^{a,b,c,d}

| Iteration | -2 Log likelihood | Coefficients | | | | | | | |
|-----------|-------------------|--------------|-------|------|-------|------|------|-------|------|
| | | Constant | DER | ICR | LIQ | GO | SIZE | FD | MAN |
| 1 | 381.121 | -11.311 | -.028 | .004 | -.290 | .048 | .362 | 1.603 | .005 |
| 2 | 365.634 | -16.680 | -.038 | .006 | -.519 | .075 | .544 | 2.246 | .007 |
| Step 1 3 | 364.284 | -18.282 | -.041 | .007 | -.620 | .094 | .599 | 2.458 | .007 |
| 4 | 364.255 | -18.413 | -.041 | .007 | -.633 | .100 | .603 | 2.482 | .007 |
| 5 | 364.255 | -18.414 | -.041 | .007 | -.633 | .100 | .603 | 2.483 | .007 |
| 6 | 364.255 | -18.414 | -.041 | .007 | -.633 | .100 | .603 | 2.483 | .007 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Pada Tabel 3, model yang memasukkan variabel independen memiliki nilai *-2 Log Likelihood* sebesar 364,255. Nilai 2 pada $\alpha=0,05$, dan df 364 (372-7-1) sebesar 409,4882. Nilai *-2 Log Likelihood step 1* lebih besar dari nilai 2 sehingga H_0 diterima dan H_a ditolak yang artinya model setelah memasukkan variabel independen fit dengan data.

Selain itu, statistik *-2 Log Likelihood* yang diperoleh dari *Omnibus Tests of Model Coefficients* pada Tabel 4 di bawah ini dapat digunakan untuk menentukan jika variabel independen dimasukkan ke dalam model apakah dapat secara signifikan memperbaiki model fit.

Tabel 4
Omnibus Tests of Model Coefficients

| | | Chi-square | Df | Sig. |
|--------|-------|------------|----|------|
| Step 1 | Step | 109.312 | 7 | .000 |
| | Block | 109.312 | 7 | .000 |
| | Model | 109.312 | 7 | .000 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Selisih *-2 Log Likelihood* saat model dengan konstanta saja dengan model yang telah menambahkan variabel independen sebesar 109,312 (473,567-364,255) dengan df 7 (371-364). Hasil pada tabel 4 menunjukkan signifikan secara statistik dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwa penambahan tujuh variabel independen ke dalam model dapat memperbaiki model fit.

Langkah kedua adalah menilai hasil dari *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square*. Dari data yang telah diolah, diperoleh nilai *Cox and Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square* seperti yang ada di Tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Model Summary

| Step | -2 Log likelihood | Cox & Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|----------------------|----------------------|---------------------|
| 1 | 364.255 ^a | .255 | .354 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Dari Tabel 5 nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0,354 dapat diinterpretasikan bahwa variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen dalam model sebesar 35,4%. Sisanya sebanyak 64,6% variabilitas variabel dependen dijelaskan oleh variabel di luar model.

Langkah selanjutnya untuk menguji model fit adalah dengan *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*. Dasar untuk menerima maupun menolak hipotesis nol dilihat dari tingkat signifikansinya.

Tabel 6
Hosmer and Lemeshow's Test

| Step | Chi-square | Df | Sig. |
|------|------------|----|------|
| 1 | 1.894 | 8 | .984 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Pada Tabel 6 di atas diketahui nilai *Hosmer and Lemeshow's Test* sebesar 1,894 dan signifikan pada 0,984. Nilai signifikansi dari *Hosmer and Lemeshow's Test* lebih besar dari 0,05, maka dari itu model dianggap fit dan dapat diterima.

Langkah terakhir pengujian model fit dalam regresi logistik adalah melihat tabel klasifikasi untuk mengetahui ketepatan prediksi atau penggolongan. Semakin mendekati angka 100% semakin baik model yang telah dihipotesiskan.

Tabel 7
Classification Table

| | Observed | Predicted | | Percentage Correct | |
|---------------------------|----------|-------------------------|-------------------|--------------------|------|
| | | Tidak melakukan hedging | Melakukan hedging | | |
| Step 1 | HEDG | Tidak melakukan hedging | 220 | 28 | 88.7 |
| | | Melakukan hedging | 68 | 56 | 45.2 |
| <i>Overall Percentage</i> | | | | 74.2 | |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Dari Tabel 7, secara keseluruhan ketepatan klasifikasi model sebesar 74,2%. Hasil ini cukup baik karena secara keseluruhan model dapat memprediksi dengan ketepatan 74,2% sehingga tidak ada perbedaan yang signifikan antara data hasil prediksi dengan data observasi. Seluruh tahap dalam penilaian model fit telah dilakukan dan memberikan hasil yang menyatakan model layak dan model fit.

Tabel 8 berikut ini berisi nilai koefisien untuk persamaan regresi logistik sekaligus untuk menguji hipotesis penelitian. Dalam penelitian ini variabel dinyatakan signifikan apabila nilai signifikansi < =5%.

Tabel 8
Variables in the Equation

| | B | S.E. | Wald | Df | Sig. | Exp(B) |
|----------|---------|-------|--------|----|------|--------|
| DER | -.041 | .041 | .986 | 1 | .321 | .960 |
| ICR | .007 | .003 | 6.182 | 1 | .013 | 1.007 |
| LIQ | -.633 | .151 | 17.586 | 1 | .000 | .531 |
| GO | .100 | .047 | 4.601 | 1 | .032 | 1.106 |
| SIZE | .603 | .095 | 40.415 | 1 | .000 | 1.828 |
| FD | 2.483 | .541 | 21.054 | 1 | .000 | 11.971 |
| MAN | .007 | .014 | .233 | 1 | .629 | 1.007 |
| Constant | -18.414 | 2.823 | 42.556 | 1 | .000 | .000 |

Sumber: data sekunder yang diolah (2016)

Output yang terdapat pada Tabel 8 di atas dapat dibuat persamaan regresi logistik sebagai berikut:

$$\ln \frac{p(\text{hedging})}{1-p(\text{hedging})} = -18,414 - 0,041 \text{ DER} + 0,007 \text{ ICR} - 0,633 \text{ LIQ} + 0,100 \text{ GO} + 0,603 \text{ SIZE} + 2,483 \text{ FD} + 0,007 \text{ MAN}$$

Pada persamaan di atas konstanta -18,414 menunjukkan bahwa apabila ketujuh variabel dalam model tidak memiliki pengaruh maka probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 0,000. Dengan demikian diketahui bahwa perusahaan non-finansial yang menjadi sampel dalam penelitian ini masih sangat kecil kecenderungannya untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

Variabel DER dengan nilai koefisien sebesar -0,041 menunjukkan bahwa setiap kenaikan DER berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel lain dianggap konstan maka peningkatan DER akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk tidak melakukan *hedging* sebesar 1,041 kali. Namun variabel DER berpengaruh tidak signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 1 ditolak. Hasil penelitian ini sama seperti hasil penelitian dari Ahmad dan Haris (2012) serta Yip dan Nguyen (2012).

Variabel ICR memiliki nilai koefisien sebesar 0,007 menunjukkan ICR berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lainnya dianggap konstan maka setiap peningkatan ICR akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 1,007 kali. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 2 ditolak. Statistik deskriptif pada penelitian ini juga menunjukkan rata-rata ICR perusahaan yang melakukan *hedging* lebih tinggi dari rata-rata ICR perusahaan yang tidak melakukan *hedging*. Ketika ICR perusahaan masih tinggi, perusahaan masih memiliki kemampuan yang cukup tinggi untuk membayar beban bunganya, kondisi keuangan perusahaan dalam kondisi yang baik sehingga perusahaan mampu mengalokasikan sebagian dananya untuk membiayai aktivitas *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Afza dan Alam (2011b).

Koefisien variabel likuiditas sebesar -0,633 membuktikan bahwa tingkat likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lainnya dianggap konstan maka setiap peningkatan rasio likuiditas akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk tidak melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 1,883 kali. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 3 diterima. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah, dana perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek terbatas, oleh karena itu perusahaan sangat berhati-hati dalam mengelola keuangannya. Perusahaan berusaha menghindari risiko-risiko yang menyebabkan kerugian. Perusahaan lebih terdorong melakukan *hedging* untuk menghindari kerugian akibat risiko nilai tukar mata uang asing. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ameer (2010), Afza dan Alam (2011a), serta Ahmad dan Haris (2012).

Variabel *growth opportunity* memiliki nilai koefisien 0,100 membuktikan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lainnya dalam model dianggap konstan maka peningkatan rasio *growth opportunity* akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 1,106 kali. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 4 diterima. Perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar seringkali dihadapkan pada masalah *underinvestment*. Melalui *hedging*, perusahaan berusaha untuk mengurangi kerugian yang dapat menimbulkan volatilitas dalam arus kasnya sehingga tersedia cukup dana untuk membiayai investasinya. Oleh karena itu semakin besar *growth opportunity* perusahaan, semakin besar peluangnya melakukan *hedging*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Ameer (2010) dan Putro (2012).

Variabel ukuran perusahaan dengan nilai koefisien 0,603 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lainnya dalam model dianggap konstan maka peningkatan ukuran perusahaan akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 1,828 kali. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 5 diterima. Perusahaan besar menghadapi risiko kerugian nilai tukar mata uang asing yang besar dan didukung dengan kemampuan yang lebih untuk melakukan *hedging* sehingga meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging*. Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Allayannis dan Ofek (2001), Ameer (2010), Yip dan Nguyen (2012), serta Putro (2012).

Koefisien variabel *foreign debt* sebesar 2,483 menunjukkan *foreign debt* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lain dalam model dianggap konstan maka peningkatan variabel *foreign debt* akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 11,971 kali. Berdasarkan analisis di atas maka hipotesis 6 diterima. Semakin besar *foreign debt* perusahaan, risiko nilai tukar mata uang asing yang dihadapinya makin besar, oleh karena itu probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* lebih besar. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Bartram (2009) dan Junior (2011).

Koefisien variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,007 menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Jika variabel independen lainnya dianggap konstan maka peningkatan rasio kepemilikan manajerial akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing sebesar 1,007 kali. Namun variabel ini tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$, dengan hipotesis 7 ditolak. Tidak ditemukan bukti yang cukup signifikan mengenai pengaruh jumlah saham yang dimiliki manajer terhadap keputusan untuk melakukan *hedging*. Hasil ini sama dengan hasil penelitian dari Sprcic dan Sevic (2012) pada sampel perusahaan non-finansial di Slovenia.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini meneliti mengenai pengaruh DER, ICR, likuiditas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *foreign debt*, dan kepemilikan manajerial terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Berdasarkan empat tahap penilaian model fit dinyatakan bahwa model layak dan model fit. Nilai *Nagelkerke's R Square* penelitian ini sebesar 35,4% yang artinya variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen dalam model sebesar 35,4%. Setelah dilakukan pengujian hipotesis berdasarkan hasil analisis regresi logistik dapat disimpulkan bahwa:

1. DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis terkait *financial distress*.
2. ICR berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis terkait *financial distress*.
3. Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis terkait *financial distress*.
4. *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis terkait masalah *underinvestment*.
5. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis terkait masalah *underinvestment*.
6. *Foreign debt* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing.
7. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

Keterbatasan dalam penelitian ini antara lain sampel penelitian yang memenuhi kriteria *sampling* berjumlah 93 perusahaan dari jumlah populasi penelitian 356 perusahaan. Tahun penelitian juga terbatas pada periode tahun 2011- 2014 saja. Nilai dari *Nagelkerke's R Square* penelitian ini hanya sebesar 35,4%.

Berdasarkan hasil dari penelitian ini, perusahaan sebaiknya memperhatikan beberapa kondisi internal perusahaan sebagai pertimbangan untuk melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Semakin besar ICR, *growth opportunity*, ukuran, dan *foreign debt* perusahaan serta semakin rendah tingkat likuiditasnya sebaiknya perusahaan melakukan *hedging* dengan derivatif valuta asing. *Foreign debt* adalah variabel yang paling berpengaruh besar dan menjadi pertimbangan utama dalam mengambil keputusan *hedging*. Dengan mempertimbangkan kondisi tersebut, diharapkan perusahaan dapat memperoleh manfaat dari penggunaan derivatif valuta asing secara optimal untuk menghindari kerugian akibat perubahan nilai tukar mata uang asing.

Beberapa saran yang bisa diberikan terkait dengan penelitian mendatang antara lain menambah variabel independen dalam penelitian untuk menjelaskan 64,6% variabilitas variabel dependen yang belum dapat dijelaskan oleh model penelitian ini, menambah jumlah tahun pengamatan, serta melakukan penelitian mengenai pengaruh variabel-variabel independen dalam penelitian ini terhadap tingkat penggunaan derivatif valuta asing untuk tujuan *hedging*.

**REFERENSI**

- Afza, T. dan A. Alam. 2011a. "Corporate Derivatives and Foreign Exchange Risk Management". *The Journal of Risk Finance*, Vol. 11, No. 5, h.409-420
- Afza, T. dan A. Alam. 2011b. "Determinant of Corporate Hedging Policies: A Case of Foreign Exchange and Interest Rate Derivative Usage". *African Journal of Business Management*, Vol. 5, No. 14, h. 5792-5797
- Ahmad, N. dan B. Haris. 2012. "Factors for using Derivatives: Evidence From Malaysian Non-Financial Companies". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 13, No. 9, h.79-87
- Allayannis, G dan E. Ofek. 2001. "Exchange Rate Exposure, Hedging and The Use of Foreign Currency Derivatives". *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, h. 273-296
- Ameer, R. 2010. "Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia". *International Business Research*, h. 120-130
- Bartram, S.M, G.W. Brown, dan F.R. Fehle. 2009. "International Evidence on Financial Derivative Usage". *Journal Financial Management* Vol. 38. No.1, h.185-206
- Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- Eiteman, D.K, A.I. Stonehill, dan M.H. Moffet. 2010. *Manajemen Keuangan Internasional Edisi 11*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Elliot, W.B., S.P. Huffman, S.D. Makar. 2003. "Foreign-Denominated Debt and Foreign Currency Derivatives: Complements or Substitutes in Hedging Foreign Currency Risk?". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 13, h. 123-139
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Edisi 7*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Junior, Jose L.R. 2011. "Hedge or Speculation? Evidence of The Use of Derivatives by Brazilian Firms During The Financial Crisis". Insper Working Paper.
- Keown, Arthur J., dkk. 2010. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Edisi 10. Jakarta: Indeks.
- Madura, Jeff. 2000. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi 4. Jakarta: Erlangga.
- Nguyen, H. and R. Faff. 2002. "On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies". *Australian Journal Management*, Vol. 27, No. 1, h. 1-24
- Paranita, E.S. 2011. "Kebijakan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan Fakultas Ekonomi Unimus*, h. 228-237
- Putro, S.H. 2012. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif sebagai Pengambilan Keputusan Hedging". *Diponegoro Business Review*, Vol. 1, No.1, h. 1-11



- Sprcic, D.M. dan Z. Sevic. 2012. "Determinants of Corporate Hedging Decision: Evidence from Croatian and Slovenian Companies". *Research in International Business and Finance*, Vol. 26, h. 1–25
- Van Horne, J. dan J.M. Wachowicz Jr. 2013. *Prinsip–Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 13. Jakarta: Salemba Empat.
- Yip, W.H. dan H. Nguyen. 2012. "Exchange Rate Exposure and The Use of Foreign Currency Derivatives in The Australian Resources Sector". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 22, h.151-167