



FAKTOR PENENTU PERUSAHAAN MELAKUKAN PENGAMBILAN KEPUTUSAN *HEDGING* PADA DERIVATIF VALUTA ASING (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014)

Na'imatul Hidayah, Prasentiono¹
Email : naimatul.hidayah@gmail.com

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

ABSTRACT

Import export activities requires companies to use foreign currency to make a sale and purchase of products, this causes the company likely to suffer risk of loss foreign currency exchange rates, to reduce the risk of losses incurred, the company needs hedging by using derivative instruments. This study's purpose is to analyze the influence of Debt to Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, Growth Opportunity, Firm Size, Current Ratio, Foreign Liability, Managerial Ownership, and Institutional Ownership on Hedging decision.

The population in this research is manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange 2011-2014 period. The number of sample are 82 companies by using purposive sampling method with the provision of the company that publishes full financial statements. This research used logistic regressions analysis technique, to determine the variables affect the probability of the use of derivative instruments as hedging activity decision. The variables used in this study are the Debt to Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, Growth Opportunity, Firm Size, Current Ratio, Foreign Liability, Managerial Ownership, and Institutional Ownership.

The results logistic regression analysis showed that of the eight variables used in this study, the variable Debt to Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, Growth Opportunity, Firm Size, Current Ratio and Institutional Ownership significantly influence the decision Hedging, while the variable Foreign Liability and Managerial Ownership not significant effect on Hedging decision. The ability of the variable Debt to Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, Growth Opportunity, Firm Size, Current Ratio, Foreign Liability, Managerial Ownership, and Institutional Ownership in explaining the probability of the use of hedging derivatives at 32% and the rest is explained by other variables outside the model.

Keywords: Hedging, Derivative Instruments, Debt to Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, Growth Opportunity, Firm Size, Current Ratio, Foreign Liability, Managerial Ownership, and Institutional Ownership

PENDAHULUAN

Perkembangan zaman pada era globalisasi saat ini mampu membuat batas-batas antar negara seakan menjadi hilang, hal ini mendorong timbulnya perdagangan internasional, di mana sebuah perusahaan akan melakukan *export* untuk membeli bahan baku dengan harga murah dari perusahaan lain di negara lain atau *import* untuk mengadakan penjualan ke negara lain dalam rangka memperluas usahanya. Kegiatan *export import* mengharuskan perusahaan menggunakan valuta asing dalam melakukan penjualan dan pembelian produknya, hal ini menyebabkan perusahaan berpeluang menderita risiko kerugian pertukaran nilai mata uang (*foreign exchange exposure*) akibat fluktuasi pertukaran nilai mata uang domestik terhadap nilai mata uang asing di masa depan. *Exposure* merupakan suatu keadaan di mana terbuka kemungkinan untuk memperoleh keuntungan atau kerugian dalam proporsi yang relatif sama (Darmawi, 2006).

¹ Corresponding author

Risiko kerugian nilai tukar mata uang dapat mempengaruhi arus masuk kas perusahaan, sebab ketika mata uang domestik mengalami depresiasi maka biaya *import* dan jumlah hutang luar negeri akan meningkat yang mana hal itu merugikan bagi perusahaan sebab biaya yang dikeluarkan akan meningkat jumlahnya dan akan mengurangi laba yang akan diperoleh. Untuk mengurangi risiko nilai tukar mata uang, salah satu caranya adalah dengan melakukan *hedging*. *Hedging* adalah tindakan melindungi nilai aset ataupun utang yang dimiliki terhadap kemungkinan risiko dikarenakan penurunan nilai aset ataupun kenaikan utang melalui penggunaan *instrument derivative* seperti kontrak-kontrak *forward*, *swap*, *futures*, ataupun *option* (Samsul, 2010). *Instrument derivative* adalah sebuah instrumen keuangan yang nilainya diturunkan atau didasarkan pada nilai aset dasar, aktiva, instrumen, atau komoditi yang lain (Purnomo dkk, 2013). Dengan melakukan *hedging* perusahaan dapat menghitung secara pasti seberapa besar hutang perusahaan yang harus dibayar dan berapa pendapatan yang akan diterima perusahaan di masa yang akan datang.

Faktor-faktor yang mendorong perusahaan melakukan *hedging* berasal dari faktor internal maupun faktor eksternal dari suatu perusahaan. Faktor internal berkaitan dengan kondisi keuangan perusahaan, faktor internal yang diduga mempengaruhi perusahaan melakukan keputusan *hedging* antara lain adalah *Debt to Equity Ratio*, *Interest Coverage Ratio*, *Growth Opportunity*, *Firm Size*, *Foreign Liability*, *Managerial Ownership* dan *Institutional Ownership*. Dalam penelitian terdahulu masih terdapat kontradiksi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan melakukan kebijakan *hedging* pada derivatif valuta asing, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Judge (2003), Bartram et al (2003), Supanvanij dan Strauss (2006), Ameer (2010), Paranita (2011), Wang dan Fan (2011), Sprcic dan Sevic (2012), Tai et al (2014), serta Repie dan Sedana (2014). Sehingga diperlukan penelitian lebih lanjut untuk memperoleh hasil yang lebih baik dan konsisten.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tingkat *debt to equity ratio*, *interest coverage ratio*, *growth opportunity*, *firm size*, *current ratio*, *foreign liability*, *managerial ownership*, dan *institutional ownership* dalam melakukan keputusan *hedging* pada derivatif valuta asing.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hubungan agensi muncul karena terciptanya hubungan kerja antara pihak yang memberikan wewenang yaitu *principal* (investor) dengan pihak yang menerima wewenang yaitu *agen* (manajer). Namun adanya hubungan kerja antara pihak investor dengan pihak manajer akan menimbulkan konflik kepentingan, yang disebabkan oleh sifat oportunistik manajer dalam upaya untuk menghindari risiko dan menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang harus dikeluarkan oleh pihak *principal* dalam rangka melakukan pengawasan terhadap *agen*. Konflik kepentingan ini dapat dikurangi dengan beberapa cara yaitu menambah presentase kepemilikan saham oleh manajer (*managerial ownership*) dan *institutional ownership* sebagai *monitoring agent* (Bathala et al., 1994).

Peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen dapat mensejajarkan kepentingan *principal* dengan manajemen dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang sahamnya, sebab hal itu memaksa manajer untuk ikut menanggung semua konsekuensi dari tindakan mereka (Jensen dan Meckling dalam Vo dan Nguyen, 2014). Namun Vo dan Phan (dalam Vo dan Nguyen, 2014) menyatakan ketika manajer memegang porsi yang signifikan dari ekuitas perusahaan atau peningkatan kepemilikan oleh manajemen mencegah mereka dari penggantian atau hukuman ketika memutuskan sesuatu dengan tidak tepat, sehingga meningkatkan perilaku oportunistik manajer dalam menghindari risiko dari suatu investasi karena umumnya manajer tidak menyukai risiko. Keengganan manajer terhadap risiko tersebut dapat menyebabkan manajer berperilaku oportunistik dengan melakukan kebijakan *hedging* untuk menghindari risiko.

Konflik kepentingan juga dapat dikurangi melalui peningkatan *institutional ownership*, yang mana keberadaan *institutional ownership* sebagai *agen* pengawasan yang aktif (Tai et al., 2014). *Institutional ownership* bertindak sama halnya dengan pihak *principal* yang sama-sama tidak menyukai perilaku oportunistik manajer, maka semakin besar kepemilikan institusi pada suatu perusahaan menyebabkan semakin besar tingkat pengawasan dan monitor terhadap manajer, sehingga mengurangi perilaku oportunistik manajer seperti penggunaan *hedging*.

Shareholders Value Maximization Theory

Teori yang menyebutkan bahwa nilai pemegang saham dapat ditingkatkan melalui pengurangan *exchange foreign exposure* dengan menerapkan kebijakan *hedging*. Permasalahan yang dapat dikurangi dengan *hedging* terkait dengan nilai pemegang saham adalah *financial distress*, *underinvestment problem*, dan *asset substitution problem* (Repie dan Sedana, 2014).

Financial distress atau biaya kesulitan keuangan dapat dikurangi dengan *hedging* (Ameer, 2010). Sebab *hedging* dapat melindungi arus kas di masa depan dari dampak perubahan nilai tukar dengan tetap mempertahankan jumlah hutang pada tingkat tertentu, sehingga peluang gagal bayar yang akan dialami perusahaan karena fluktuasi nilai tukar valas lebih kecil. Pengurangan *financial distress* dapat meningkatkan nilai perusahaan dan juga meningkatkan nilai pemegang saham (Paranita, 2011). Sebab perusahaan dengan tingkat risiko gagal bayar yang kecil, akan meningkat nilainya di mata investor, sedangkan nilai perusahaan yang meningkat mencerminkan kemakmuran para pemegang sahamnya.

Underinvestment problem muncul ketika perusahaan tidak mampu mendanai suatu investasi tertentu yang diakibatkan karena faktor-faktor eksternal yang mampu mempengaruhi arus kas internal perusahaan (Repie dan Sedana, 2014). Faktor-faktor eksternal antara lain fluktuasi kurs, tingkat suku bunga dan inflasi. *Hedging* dapat melindungi nilai aset dan tingkat hutang akibat fluktuasi kurs, sehingga volatilitas aliran arus kas dapat dikurangi dan perusahaan dapat mempertahankan kemampuannya dalam mendanai suatu investasi dengan ketersediaan dana internal yang dimiliki dan akan mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal yang mahal (Arnold et al., 2014).

Asset substitution problem adalah salah satu beban atau permasalahan yang dapat dikurangi dengan *hedging*, *asset substitution problem* berkaitan dengan *agency problem* yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan antara pihak agen dan prinsipal. Bathala et al (1994) menyatakan bahwa untuk mengurangi konflik kepentingan ini salah satunya dengan meningkatkan sumber pendanaan melalui hutang, namun pembiayaan dengan hutang membuat pemegang saham cenderung memilih proyek yang lebih berisiko. Hal ini membuat kreditur beranggapan bahwa pemegang saham telah berlaku oportunistik, sehingga membebaninya dengan tingkat suku bunga yang tinggi dengan begitu akan menaikkan biaya modal dan mengurangi net present value proyek serta lebih berisiko gagal bayar (Paranita, 2011). Dengan *hedging* perusahaan dapat tetap mempertahankan jumlah utangnya dan tetap dapat melakukan pendanaan melalui utang, sehingga dapat mengurangi biaya agensi dan meningkatkan durasi hubungan kontraktual antara prinsipal dan agen dengan mensejajarkan kepentingan mereka untuk bersama-sama meningkatkan nilai perusahaan.

Teori Kepuasan Manajer (Managerial Utility Maximization Theory)

Teori ini mengemukakan bahwa manajer perusahaan memiliki kemampuan untuk melakukan diversifikasi sendiri posisi kekayaan pribadi mereka, terkait dengan kepemilikan saham dan kapitalisasi pendapatan mereka (Spric dan Sevic, 2012). Manajer sering memiliki posisi risiko yang tidak dapat didiversifikasikan dalam perusahaan yang mana risiko ini berasal dari keuangan (seperti gaji di masa depan) atau berasal dari kepentingan non-keuangan (seperti reputasi atau peluang karir) dalam perusahaan. Karena manajer cenderung tidak menyukai risiko, manajer menuntut kompensasi tambahan untuk mengurangi risiko itu. Dengan *hedging*, sebuah perusahaan dapat mengurangi risiko yang dikenakan pada manajernya melalui penambahan kompensasi ekstra (Arnold et al., 2014). Fox et al. (1997) juga menyebutkan bahwa *hedging* merupakan kepentingan dari manajer yang mana sebagian besar dari portofolio pribadinya terikat di perusahaan dalam bentuk gaji, bonus dan opsi saham, dengan begitu semakin besar kepemilikan saham oleh manajer di perusahaan semakin besar peluang melakukan *hedging* untuk melindungi insentif mereka.

Pengaruh Debt to Equity Ratio terhadap Hedging

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang dapat memberikan informasi mengenai seberapa besar kemampuan perusahaan dalam melunasi hutangnya menggunakan modal sendiri atau ekuitas yang dimiliki. Kasmir (2010) menyatakan bahwa semakin besar DER, maka risiko gagal bayar yang dihadapi oleh perusahaan akan semakin besar. Rasio hutang yang tinggi mencerminkan perusahaan memiliki banyak alternatif pendanaan dalam mendanai kegiatan perusahaan untuk kegiatan operasional maupun untuk perluasan usaha serta untuk memperlancar



arus kas yang mendukung segala kegiatan perusahaan. Perusahaan yang melakukan pendanaan menggunakan *foreign currency*, risiko gagal bayar akan semakin besar akibat fluktuasi nilai tukar mata uang. Maka semakin tinggi DER, perusahaan akan semakin melakukan aktivitas *hedging*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Paranita (2011), dan Tai et al (2014).

H1: DER berpengaruh positif terhadap penggunaan hedging

Pengaruh Interest Coverage Ratio terhadap Hedging

Interest coverage ratio adalah rasio untuk menentukan seberapa besar perusahaan dapat membayar bunga hutang dan kemampuannya dalam menghindari kebangkrutan. Tingginya *interest coverage ratio* mengindikasikan bahwa *financial distress cost* perusahaan rendah (Judge, 2003). Sebab semakin tinggi rasio ICR semakin baik karena perusahaan dianggap mampu untuk membayar beban bunga periode tertentu dengan jaminan laba operasi yang diperolehnya pada periode tertentu (Fahmi, 2011). Sehingga peluang risiko gagal bayar semakin kecil dan perusahaan tidak memerlukan pendanaan eksternal yang lebih yang dapat berisiko terkena fluktuasi nilai tukar. Maka semakin tinggi ICR semakin rendah pula motivasi untuk melakukan *hedging*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Judge (2003).

H2 : ICR berpengaruh negatif terhadap penggunaan hedging

Pengaruh Growth Opportunity terhadap Hedging

Growth opportunity adalah rasio yang mengukur peluang perusahaan mengembangkan usahanya di masa depan. Tingginya *growth opportunity*, berpeluang bagi perusahaan mengalami *underinvestment problem*. Sebab Repie dan Sedana (2014) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membutuhkan pendanaan lebih untuk melakukan investasi dalam mengembangkan perusahaan. Karena tidak mampu mendanai investasi dengan dana internal maka perusahaan melakukan pendanaan eksternal dalam *foreign currency*. Pendanaan eksternal dengan *foreign currency* berpeluang terkena risiko kenaikan jumlah hutang dan gagal bayar akibat fluktuasi kurs. Maka semakin tinggi tingkat *growth opportunity* semakin tinggi perusahaan akan melakukan *hedging* (Paranita, 2011). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ameer (2010), Paranita (2011), Sprcic dan Sevic (2012), Repie dan Sedana (2014).

H3: Growth opportunity berpengaruh positif terhadap keputusan hedging

Pengaruh Firm Size terhadap Hedging

Semakin besar suatu perusahaan, semakin bertambahnya aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan, dan semakin tingginya risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan akibat semakin luasnya perdagangan yang dilakukan perusahaan. Perusahaan yang besar umumnya melakukan perdagangan sampai ke luar negeri, dengan begitu perusahaan tersebut berpeluang terdampak *foreign exchange exposure*. Untuk itu perusahaan besar cenderung untuk melakukan *hedging*, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Judge (2003), Paranita (2011), serta Wang dan Fan (2011).

H4: Firm Size berpengaruh positif terhadap keputusan hedging

Pengaruh Current Ratio terhadap Hedging

Current ratio mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*liquid*) sehingga terhindar dari *asset substitution problem*. Semakin likuid aset perusahaan, maka semakin kecil perusahaan melakukan pendanaan eksternal (Ameer, 2010), sebab perusahaan cenderung mampu untuk memenuhi hutang-hutang jangka pendeknya tanpa memerlukan pendanaan eksternal lebih dalam *foreign currency* yang akan menimbulkan risiko gagal bayar akibat fluktuasi nilai tukar mata uang. Sehingga mengurangi risiko terkena *foreign exchange exposure* dan mengurangi keputusan *hedging*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Judge (2003), Ameer (2010), dan Paranita (2011).

H5: Current Ratio berpengaruh negatif terhadap keputusan hedging

Pengaruh Foreign Liability terhadap Hedging

Foreign liability yang tinggi mengindikasikan perusahaan berpeluang terkena *foreign exchange exposure* karena adanya fluktuasi nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing. Maka semakin tinggi rasio *foreign liability* semakin besar perusahaan terdampak *foreign exchange exposure* dan akan menyebabkan meningkatnya volatilitas arus kas pada perusahaan akibat dari pergerakan nilai tukar valas, sehingga semakin tinggi perusahaan akan melakukan *hedging derivative* valuta asing. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bartram et al (2003).

H6 : *Foreign Liability* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Hedging*

Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang lebih besar cenderung melakukan *hedging*, karena *hedging* merupakan kepentingan dari manajer yang mana sebagian besar dari portofolio pribadinya terikat di perusahaan dalam bentuk pendapatan upah, dengan begitu semakin besar kepemilikan saham oleh manajer, perusahaan akan melakukan *hedging* untuk melindungi insentif mereka (Fox et al., 1997). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bartram et al (2003), Ameer (2010), dan Wang dan Fan (2011).

H7: *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

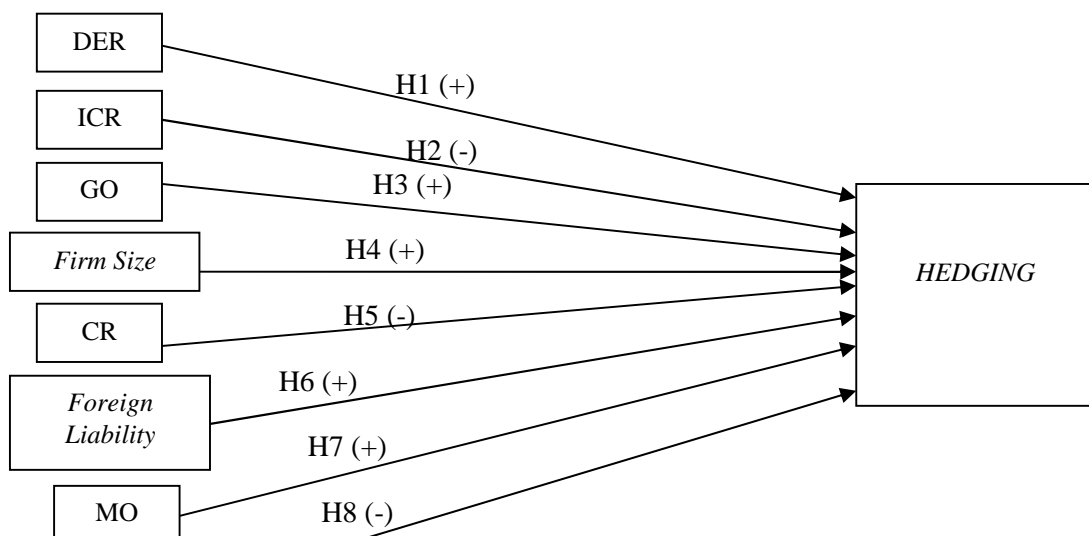
Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Hedging*

Institutional ownership adalah rasio yang menggambarkan seberapa besar saham yang dimiliki oleh lembaga atau sebuah institusi didalam perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusi yang lebih besar cenderung untuk tidak melakukan *hedging* (Wang dan Fan, 2011). Sebab *institutional ownership* sama halnya dengan pihak *principal* yang tidak menyukai *hedging*, sebab *hedging* membutuhkan biaya lebih yang dapat mempengaruhi pendapatan perusahaan serta menurunkan tingkat pengembalian (*return*) yang akan diterima oleh pemegang saham. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ameer (2010) dan Wang dan Fan (2011).

H8: *Institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*

Dari hipotesis yang telah disusun berdasarkan teori-teori dan penelitian yang mendukung maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis
Faktor Penentu Perusahaan Melakukan Pengambilan Keputusan *Hedging* pada Derivatif Valuta Asing



Sumber: Bartram et al (2003), Supanvanij dan Strauss (2006), Ameer (2010), Wang dan Fan (2011), Sprcic dan Sevic (2012), Tai et al (2014), serta Repie dan Sedana (2014).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

1. Variabel Dependen

Hedging

Hedging atau lindung nilai adalah salah satu strategi perusahaan melakukan kegiatan manajemen risiko dalam rangka untuk mengurangi risiko nilai tukar mata uang akibat dari penggunaan mata uang asing dalam kegiatan operasionalnya. Berdasarkan PBI No.15/8/PBI/2013, pengertian lindung nilai adalah cara atau teknik untuk mengurangi risiko yang timbul maupun yang diperkirakan akan timbul akibat adanya fluktuasi harga di pasar keuangan. Dalam penelitian ini, variabel *hedging* merupakan variabel dummy yang diukur dengan cara perusahaan yang melakukan *hedging* pada derivatif akan diberi skor 1 dan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* pada derivatif akan diberi skor = 0 (Paranita, 2011).

2. Variabel Independen

Debt to Equity Ratio

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang dapat memberikan informasi mengenai seberapa besar kemampuan perusahaan dalam melunasi hutangnya menggunakan modal sendiri atau ekuitas yang dimiliki. *Debt to equity ratio* adalah rasio perbandingan antara total hutang dengan seluruh ekuitas.. DER yang tinggi menandakan modal usaha lebih banyak dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. DER dirumuskan sebagai berikut (Horne dan Wachowicz, 2013):

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Interest Coverage Ratio

Interest coverage ratio adalah rasio perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak atau laba operasi (*EBIT*) dengan beban bunga. Rasio ini untuk menentukan seberapa besar perusahaan dapat membayar bunga hutang. Menurut Kasmir (2010) semakin tinggi *interest coverage ratio* maka semakin besar perusahaan dapat membayar bunga pinjaman dan dapat menjadi ukuran untuk memperoleh tambahan pinjaman baru dari keridtor. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut (Horne dan Wachowicz, 2013):

$$ICR = \frac{EBIT}{\text{Beban Bunga}}$$

Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan rasio yang mengukur peluang perusahaan mengembangkan usahanya di masa depan. *Growth opportunity* diprosikan dengan *market to book value of equity* (MBVE) yaitu rasio antara nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas, yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Repie dan Sedana, 2014):

$$MBVE = \frac{\text{Lembar saham beredar} \times \text{Closing price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Firm Size

Variabel *firm size* diukur dengan cara menghitung jumlah total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan pada akhir tahun. Kemudian nilai total aset tersebut diubah dalam bentuk logaritma natural ($\log TA$), hal ini dilakukan untuk mengurangi perbedaan yang signifikan antara ukuran perusahaan yang terlalu besar dan ukuran perusahaan yang terlalu kecil atau sedang, konversi ke logaritma natural ini bertujuan untuk membuat data total aset terdistribusi normal. Variabel *firm size* dirumuskan sebagai berikut (Paranita, 2011):

$$\text{Firm size} = \text{Ln Total Aset}$$

Current Ratio

Current ratio adalah rasio perbandingan antara aset lancar dengan hutang lancar. Rasio ini merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo (Kasmir, 2010). Rasio ini menunjukkan seberapa banyak aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat digunakan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya. Rumus dari *current ratio* yakni sebagai berikut (Kasmir, 2010):

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Foreign Liability

Foreign liability adalah perbandingan antara *foreign debt* dengan *total debt*. *Foreign liability* yang tinggi mengindikasikan perusahaan berpeluang terkena *foreign exchange exposure* karena adanya fluktuasi nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing. *Foreign liability* dirumuskan sebagai berikut (Junior, 2011):

$$\text{Foreign Liability} = \frac{\text{Foreign Debt}}{\text{Total Debt}}$$

Managerial Ownership

Managerial ownership adalah rasio perbandingan antara jumlah kepemilikan saham oleh manajemen dibanding dengan jumlah saham yang beredar. Rasio ini menjelaskan berapa besar saham yang dimiliki oleh pihak manajemen, seperti komisaris, direktur dan manajer di dalam perusahaan. *Managerial ownership* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Ameer, 2010):

$$MO = \frac{\text{Kepemilikan saham oleh manajer, direktur, komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Institutional Ownership

Institutional ownership adalah rasio perbandingan antara total saham institusi dengan total saham keseluruhan yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menggambarkan seberapa besar saham yang dimiliki oleh lembaga atau sebuah institusi di dalam perusahaan. *Institutional ownership* dapat dicari menggunakan rumus berikut (Wang dan Fan, 2011):

$$IO = \frac{\text{Total Saham Institusi}}{\text{Total Saham Keseluruhan}} \times 100\%$$

Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di bidang industry manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan rentang waktu periode 2011-2014. Populasi dari penelitian ini berjumlah 130 perusahaan. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sample dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2011). Sehingga sampel yang diperoleh sebanyak 82 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi logistik. Regresi Logistik diterapkan karena variabel dependen pada penelitian ini berupa keputusan *hedging derivative* merupakan variabel *dummy*. Regresi logistik digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat atau variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel bebasnya atau variabel independen. Regresi logistik umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi (Ghozali, 2013). Analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas pada data pada variabel bebasnya. Model regresi logistik secara umum adalah sebagai berikut (Ghozali, 2013):

$$\ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n$$

Keterangan:

- P : Probabilitas variabel dependen
- Ln : Logaritma natural
- β_0 : Konstanta Regresi
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$: Koefisien Regresi

Maka model regresi logistik yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji hubungan antara faktor-faktor internal perusahaan dengan *hedging* adalah sebagai berikut:

$$\ln \frac{p(\text{HEDGING}_{it})}{1-p(\text{HEDGING}_{it})} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER} + \beta_2 \text{ICR} + \beta_3 \text{GROWTH} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{CR} + \beta_6 \text{FOREIGN} + \beta_7 \text{MANOWN} + \beta_8 \text{INSTOWN}$$

Dengan:

- HEDGING_{it} = Variabel *dummy* untuk keputusan *hedging derivative*, yaitu: perusahaan tidak melakukan *hedging* bernilai 0 (nol), dan perusahaan melakukan *hedging* bernilai 1 (satu)
- Ln = Logaritma natural
- β = Konstanta
- DER = Rasio antara total hutang dan total ekuitas
- ICR = Rasio antara ebit dan beban bunga
- GROWTH = Rasio perbandingan antara nilai pasar dan total ekuitas
- SIZE = Logaritma natural dari total aset
- CR = Rasio total utang dan total aset
- FOREIGN = Rasio perbandingan antara *foreign debt* dan *total debt*
- MANOWN = Persentase kepemilikan saham oleh manajemen
- INSTOWN = Presentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pembahasan Hasil Penelitian

Analisis yang pertama yang dilakukan adalah menilai kelayakan keseluruhan model (*overall model fit*) dengan memasukkan dua tabel, yang pertama dengan nilai *-2LogLikelihood block number*= 0 yaitu untuk model yang hanya memasukkan konstanta saja, yang kedua dengan nilai *-2LogLikelihood block number*=1 yaitu model yang memasukkan konstanta dan variabel independennya, berikut tabel *overall model fit test*.

Tabel 1
Iteration History

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients Constant
Step 0 1	320.402	-1.244
2	318.040	-1.444
3	318.032	-1.456
4	318.032	-1.456

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2016

Tabel 2
Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	246.015 ^a	.197	.318

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2016

Pada tabel 1, nilai $-2\text{LogLikelihood} = 0$ dengan model yang hanya memasukkan konstanta adalah sebesar 318,032 sedangkan pada tabel 2 nilai $-2\text{LogLikelihood} = 1$ yang memasukkan konstanta dan variabel independen sebesar 246,015 yang berarti bahwa $-2\text{LogLikelihood} = 0 > -2\text{LogLikelihood} = 1$ sehingga model regresi dapat dikatakan layak atau baik.

Sedangkan pada tabel 2 di atas, menunjukkan bahwa nilai *Cox & Snell R Square* sebesar 0,197 dan nilai *Nagelkerke R Square* adalah sebesar 0,318. Hal ini berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel-variabel independen sebesar 32%. Dalam pemahaman lain, bahwa variabilitas variabel keputusan *hedging* dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel *Debt to Equity Ratio*, *Interest Coverage Ratio*, *Growth Opportunity*, *Firm Size*, *Current Ratio*, *Foreign Liability*, *Managerial Ownership*, dan *Institutional Ownership* sebesar 32% sedangkan sisanya sebesar 68% dijelaskan oleh variabel diluar model penelitian.

Tabel 3
Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	4.143	8	.844

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2016

Berdasarkan tabel 3 diatas, menunjukkan bahwa nilai dari *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* adalah signifikan sebesar 0,844. Tingkat signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 maka, H_0 tidak dapat ditolak (diterima) yang berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena sesuai dengan data observasinya.

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
DER	.317	.142	5.006	1	.025	1.373
ICR	.609	.231	6.929	1	.008	1.839
GROWTH	.159	.074	4.586	1	.032	1.173
SIZE	.297	.135	4.843	1	.028	1.346
Step 1 ^a CR	-.659	.217	9.227	1	.002	.518
FOREIGN	-.338	.377	.805	1	.369	.713
MANOWN	-.045	.055	.686	1	.407	.956
INSTOWN	.023	.010	4.770	1	.029	1.023
Constant	-11.294	4.239	7.097	1	.008	.000

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2016

Dalam tabael 4 variabel *debt to equity ratio* (DER) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,317 dengan nilai signifikansi sebesar 0,025. Hasil tersebut menyatakan bahwa DER berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Paranita (2011) dan Tai et al (2014).

Variabel *interest coverage ratio* (ICR) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,609 dengan signifikansi sebesar 0,008. Hasil tersebut menyatakan bahwa ICR berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis kedua ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Paranita (2011). Keadaan ini disebabkan karakteristik unik perusahaan di Indonesia, di mana perusahaan dengan *interest coverage ratio* yang tinggi cenderung untuk menambah perolehan tambahan pinjaman baru sebagai sumber pendanaan bagi kegiatan operasional perusahaan, yang mana dengan bertambahnya pinjaman maka semakin tinggi risiko gagal bayar yang dihadapi, maka semakin tinggi perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* untuk mengurangi risiko gagal bayar.



Variabel *growth opportunity* (GROWTH) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,159 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,032. Maka dari hasil tersebut menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif signifikan, sehingga hipotesis ketiga diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ameer (2010), Paranita (2011), Spricic dan Sevic (2012) serta Repie dan Sedana (2014).

Variabel *firm size* (SIZE) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,297 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,028. Hasil tersebut menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*, maka hipotesis keempat diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wang dan Fan (2011), Judge (2003) dan Paranita (2011).

Variabel *current ratio* (CR) memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0,659 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,002. Maka dari hasil tersebut menyatakan bahwa *current ratio* berpengaruh negatif signifikan, sehingga hipotesis kelima diterima. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Paranita (2011) dan Ameer (2010).

Variabel *foreign liability* (FOREIGN) memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0,338 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,369. Hasil ini menyatakan bahwa *foreign liability* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan, maka hipotesis keenam ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Paranita (2011). Keadaan ini disebabkan karakteristik unik pasar modal Indonesia, di mana perusahaan dengan *foreign liability* yang tinggi cenderung menekan biaya-biaya operasional dan administrasi, sehingga tidak menganggarkan kebutuhan untuk melakukan *hedging*. Dalam prakteknya juga ditemukan bahwa perusahaan tidak hanya memiliki utang dalam mata uang asing namun juga memiliki aset dalam mata uang asing. Aset dalam mata uang asing dapat digunakan perusahaan untuk melunasi utang-utang yang terbilang dalam mata uang asing, sehingga mendorong perusahaan untuk tidak menerapkan kebijakan *hedging*.

Variabel *managerial ownership* (MANOWN) memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0,045 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,407. Hasil ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga menolak hipotesis ketujuh. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Spricic dan Sevic (2012). Hal ini sesuai dengan teori agen yang mana salah satu cara untuk mengurangi konflik kepentingan adalah dengan menambah presentase kepemilikan saham oleh manajer. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen dapat mensejajarkan kepentingan prinsipal dengan manajemen dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang sahamnya, hal itu akan memaksa manajer untuk ikut menanggung semua konsekuensi dari tindakan mereka (Jensen dan Meckling dalam Vo dan Nguyen, 2014), dan jika satusatunya tujuan manajer adalah kemakmuran pemegang saham maka *hedging* bukanlah pilihan utama.

Variabel *institutional ownership* (INSTOWN) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,024 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,029. Maka dari hasil tersebut menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis kedelapan ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Tai et al (2014) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan *hedging*. Sebab besarnya presentase kepemilikan institusi pada suatu perusahaan akan mendorong institusi memainkan peran penting sebagai pengawas aktif bagi manajer dan mendorong manajer untuk berinvestasi layaknya orang bijaksana, hal itu pula yang memotivasi investor institusi untuk mengurangi risiko yang ada dalam perusahaan yang diinvestasikan sehingga investor institusi ikut melakukan fungsi pengawasan dalam kesediaannya untuk perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*. Umumnya juga kepemilikan institusi memiliki presentase kepemilikan saham yang besar pada suatu perusahaan, hal itu pula yang mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging*, sebab presentase kepemilikan saham dengan jumlah yang besar sangat berisiko bagi institusi, sehingga untuk menghindari risiko kerugian institusi menuntut perusahaan untuk melakukan *hedging*, maka semakin besar presentase kepemilikan saham oleh institusi semakin tinggi perusahaan melakukan *hedging*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *debt to equity ratio* (DER), *interest coverage ratio* (ICR), *growth opportunity* (GROWTH), *firm size*, *current ratio* (CR), *foreign*



liability (FOREIGN), *managerial ownership* (MANOWN), dan *institutional ownership* (INSTOWN) terhadap pengambilan keputusan *hedging*.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang berjumlah 82 perusahaan dengan titik observasi sejumlah 328 titik observasi, yang dikategorikan 266 titik observasi yang tidak melakukan *hedging* dan 62 titik observasi yang melakukan *hedging* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2014.

Berdasarkan hasil analisis dan pengujian hipotesis, maka dapat disimpulkan bahwa terdapat empat hipotesis yang diterima yaitu pengujian hipotesis terhadap variabel *debt to equity ratio* (DER), *growth opportunity* (GROWTH), *firm size* dan *current ratio* (CR), sedangkan pengujian hipotesis terhadap variabel *interest coverage ratio* (ICR), *foreign liability* (FOREIGN), *managerial ownership* (MANOWN), dan *institutional ownership* (INSTOWN) ditolak.

KETERBATASAN

Nilai Nagelkerke R Square dalam penelitian ini adalah 0,318 yang artinya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan dan mempengaruhi variabel dependen dalam model hanya sebesar 32% dan sisanya sebesar 68% dapat dijelaskan oleh faktor lain dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa hipotesis yang dapat dibuktikan hanya variabel DER, *Growth Opportunity*, *Firm Size* dan CR. Sedangkan untuk variabel ICR, *Foreign Liability*, *Managerial Ownership* dan *Institutional Ownership* tidak dapat dibuktikan.

Faktor—faktor yang menjadi variabel independen yang diduga mempengaruhi keputusan *hedging* dalam penelitian ini hanya menggunakan faktor internal tanpa memperhatikan faktor eksternal.

SARAN

Saran Untuk Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam mengelola risiko-risiko yang dapat merugikan perusahaan. Dalam penelitian ini *current ratio* memiliki pengaruh yang paling dominan dalam mempengaruhi perusahaan menerapkan keputusan *hedging*. Variabel *current ratio* dapat menjadi acuan bagi perusahaan untuk menerapkan kebijakan *hedging*, perusahaan dengan *current ratio* yang rendah seharusnya menerapkan kebijakan *hedging* agar risiko-risiko gagal bayar dapat dihindari, sebab *current ratio* yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan tidak memiliki cukup aset yang likuid yang dapat digunakan untuk membayar kewajiban-kewajibannya dan sangat rentan akan risiko gagal bayar.

Saran Untuk Penelitian

Nilai Nagelkerke R Square dalam penelitian ini adalah 0,318 yang artinya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan dan mempengaruhi variabel dependen dalam model hanya sebesar 32% dan sisanya sebesar 68% dapat dijelaskan oleh faktor lain dalam penelitian ini. Hasil ini perlu diuji kembali dengan menambah variabel lain yang belum digunakan dalam penelitian ini, sebab masih banyak variabel independen yang seharusnya berpengaruh terhadap kebijakan *hedging*, antara lain variabel *Loan to Deposit Ratio*, *Foreign Asset*, *Dividen Payout Ratio*, *Price to Book Value* sehingga kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen dapat berpengaruh lebih baik.

Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel perusahaan pada sektor lain atau memperluas sampel dikarenakan dalam penelitian ini sampel yang digunakan hanya perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.



REFERENSI

- Ameer, R. 2010. "Determinant of Corporate Hedging in Malaysia". *International Business Research*." Vol. 3, No. 2, h. 120-130.
- Arnold, M.M., A.W. Rathgeber, dan S. Stockl. 2014. *Determinants of Corporate Hedging: A (Statistical) Meta-Analysis*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 54, h. 443-458.
- Bartram, S.M, G.W. Brown and F.R. Fehle. 2003. "International Evidence of Financial Derivatives Usage". Working Paper, Lancaster University, Lancaster, UK.
- Bathala, C.T., K.p. Moon, and R.P. Rao. 1994. *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings. An Agency Perspective*. *Financial Management*. Vol. 23, No. 3.
- Belghitar, Y., E. Clark, and S. Mefteh. 2013. *Foreign Currency Derivative Use and Shareholder Value*. *International Review of Financial Analysis*, Vol 29, h. 283- 293.
- Darmawi, H. 2006. *Pasar Finansial & Lembaga-Lembaga Finansial*. Bumi Aksara, Jakarta.
- Eiteman, D.K, A.I. Stonehill and M.H. Moffett. 2010. *Manajemen Keuangan Multinasional*. Edisi Kesebelas. Erlangga, Jakarta.
- Fahmi, Irham. 2011. *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta, Lampulo.
- Fox, R.C.W, C. Carroll and M.C. Chiou. 1997. "Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit". *Journal of Economics and Business*, h. 569-585. Temple University.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21 (edisi ketujuh)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Judge, A 2003. "The Determinants of Foreign Currency Hedging by UK Non Financial Firms". Working Paper, Middlesex University, London, UK.
- Junior, J.L.R. 2011. *Hedge or Speculation? Evidence of The Use of Derivatives by Brazilian Firms during The Financial Crisis*. Insper Working Paper.
- Kasmir. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta.: Rajawali Pers
- Paranita, E.S. 2011. *Kebijakan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing pada Perusahaan Publik di Indonesia*. *Jurnal Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan, Fakultas Ekonomi UNIMUS*, h. 228-237.
- Peraturan Bank Indonesia Nomor 15/ 8 / PBI/ 2013 Tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank.
- Peraturan Bank Indonesia Nomor : 7 / 36 / PBI / 2005 Tentang Transaksi Swap Lindung Nilai.
- Purnomo, S.D, C.Y. Serfiyani dan I. Hariyani. 2013. *Pasar Uang & Pasar Valas*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- 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). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 1, No. 1, h. 1-11.
- Repie, R.Rdan I.B.P. Sedana. 2014. *Kebijakan Hedging dengan Instrumen Derivatif dalam Kaitan dengan Underinvestment Problem di Indonesia*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, h. 384-398.
- Riyadi, Selamet. 2006. *Banking Assets and Liability Management*. Edisi Ketiga. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta.
- Samsul, M. 2010. *Pasar Berjangka Komoditas & Derivatif*. Jakarta: Salemba Empat.



- Sprcic, D.M. and 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.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta, Bandung.
- Sunaryo, T. 2009. *Manajemen Risiko Financial*. Salemba Empat, Jakarta
- Supanvanij, J. dan J. Strauss. 2006. “*The Effects of Management Compensation on Firm Hedging: Does SFAS 133 Matter?*”. Journal of Multinational Financial Management. Vol. 16, h. 475-493.
- Tai, V.W, Y.H Lai and L. Lin. 2014. “*Local Institutional Shareholders and Corporate Hedging Policies*”. North American Journal of Economics and Finance Vol. 28, h. 287-312.
- Utomo, Lisa Linawati. 2000. *Instrumen Derivatif: Pengenalan dalam strategi Manajemen Risiko Keuangan*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol 2 No 1 (53-68).
- Van Horne, J.C and J.M Machowicz JR. 2010. “*Fundamentals of Fianancial Management*”. Edisi Keduabelas. Salemba Empat, Jakarta.
- Vo, D.H. and V.T.Y. Nguyen. 2014. *Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam’s Listed Firms*. International Journal of Economics and Finance, Vol. 6, No. 5, h. 274-284.
- Wang, X. and L. Fan. 2011. “*The Determinants of Corporate Hedging Policies*”. International Journal of Business and Social Science. Vol. 2, No. 6, h. 29-38. Lakehead University. Canada.