



KEBIJAKAN *HEDGING* DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA (Studi Empiris Pada Perusahaan Non Finansial yang Terdaftar Di BEI Periode 2012-2014)

Fernando Goklas, Sugeng Wahyudi¹
fgoklas10@gmail.com

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

Abstract: ABSTRACT

Foreign exchange risk is one of the biggest risks facing the company in its activities in international trade. Changes in foreign currency exchange rates may result in losses to the company. Therefore, companies must anticipate doing risk management one of which is through hedging policy. This study aimed to analyze the effect of liquidity, managerial ownership, dividend policy, leverage, cash flow volatility, growth opportunity and control variables company size on the derivative instruments hedging policy on non-financial companies listed on the Stock Exchange 2012-2014.

This study using purposive sampling method in order to obtain a total of 27 sample companies. This study used logistic regression analysis to determine the variables that affect the use of derivative instruments as hedging policy tool. Tests using logistic regression analysis only Overall Model Fit Test, Cox and Snell's R Square and Nagelkerke's R Square, Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test, Classification Table and logistic regression analysis, so it does not require normality test.

The results showed empirical evidence there are two variables that significantly influence the policy of hedging derivative instruments. Variable liquidity and volatility of cash flow positive and significant effect and in accordance with the predicted against the policy of hedging with derivatives insturmen. As for the other independent variables that significantly affect dividend policy does not however have the effect as predicted direction. In variable managerial ownership, leverage and growth opportunity not show direction as predicted. Control variables firm size did not show significant results on the dependent variable..

Keywords : *Hedging, Derivatives Liquidity, Managerial Ownership, Dividend Policy, Leverage, Cash Flow Volatility, Growth Opportunity, Size.*

PENDAHULUAN

Perdagangan antar negara telah berkembang dengan pesat. Hal ini ditandai dengan makin banyaknya pihak yang melakukan transaksi bisnis dari satu negara ke negara lain seperti penjualan maupun pembelian. Dengan melakukan transaksi bisnis secara internasional kepada pihak di luar negeri maka perusahaan akan menghadapi risiko yang lebih rumit dan kompleks dibandingkan dengan perusahaan yang kegiatan bisnisnya hanya di dalam negeri saja. Salah satu risiko yang dihadapi perusahaan yang melakukan transaksi bisnis antar negara adalah risiko fluktuasi valuta asing (valas)

Fluktuasi nilai tukar valas bisa menyebabkan ketidakpastiaan nilai asset dan kewajiban serta mempengaruhi pada penjualan, harga produk, ongkos kirim, dan laba perusahaan. Dalam mengantisipasi ketidakpastiaan ini perusahaan dapat melakukan suatu kebijakan yang bisa meminimalisir dampak yang ditimbulkan yakni dengan melakukan kebijakan *hedging* (lindung nilai). *Hedging* adalah tindakan yang dilakukan untuk mengurangi risiko yang timbul maupun diperkirakan akan timbul akibat adanya fluktuasi harga di pasar keuangan. *Hedging* dapat dilakukan dengan menggunakan instrument derivative seperti *forward*, *futures*, opsi, dan *swap*.

Tingkat penggunaan instrumen derivatif sebagai metode melakukan kebijakan *hedging* dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan. Faktor eksternal yang bisa mempengaruhinya adalah tingkat suku bunga, tingkat nilai tukar, dan tingkat utang dengan denominasi mata uang luar negeri. Sedangkan dari internal perusahaan dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti likuiditas, tingkat utang perusahaan, kepemilikan saham oleh direksi, dan lain-lain.

Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan dengan karakteristik non financial saja. Hal ini dikarenakan beberapa temuan berdasar data yang ada dan tinjauan penelitian sebelumnya. Dari rentang 2010-2014 perusahaan non financial yang tidak melakukan *hedging* mengalami peningkatan dari 79,59% (2010), 80,05% (2011), 80,57% (2012), 80,78% (2013), dan 81,30% (2014). Sedangkan pada perusahaan financial menunjukkan penurunan dari 60% (2010), 61,04% (2011), 59,76% (2012), 54,33% (2013), dan 51,25% (2014). Penurunan penggunaan kebijakan *hedging* pada perusahaan non financial diteliti karena *hedging* mampu mengantisipasi risiko nilai tukar namun perusahaan yang melakukan *hedging* mengalami penurunan.

Berdasarkan literatur-literatur terdahulu, para peneliti tidak mengikutsertakan perusahaan financial dikarenakan perusahaan ini berperan sebagai *market-makers* derivatif, memiliki motivasi yang berbeda dari perusahaan non financial, dan memiliki tujuan spekulasi dan bukan untuk mengantisipasi risiko (Allayannis dan Ofek, 2001) (Triki, 2005) (Spric dan Sevic, 2012), (Hany et al, 2014).

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel internal perusahaan dalam melihat seberapa besar kebijakan *hedging* diterapkan. Variable yang digunakan antara lain likuiditas, kepemilikan manajerial, dividen payout, leverage, volatilitas arus kas, growth, dan variabel kontrol ukuran perusahaan. Dari alasan yang telah diuraikan maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian tentang kebijakan *hedging* dengan judul **“KEBIJAKAN HEDGING DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA (Studi Empiris Pada Perusahaan Non Finansial yang Terdaftar Di BEI Periode 2012-2014)”**.

TINJAUAN PUSTAKA

Risiko dan Manajemen Risiko

Risiko didefinisikan sebagai bentuk ketidakpastiaan. Ketidakpastiaan sendiri dapat diklasifikasikan ke dalam ketidakpastian ekonomi, ketidakpastian alam, dan ketidakpastian kemanusiaan. Djojosoedarso (1999) menyimpulkan bahwa risiko adalah hal yang selalu dihubungkan dengan kemungkinan terjadinya sesuatu yang merugikan yang tidak diduga/tidak diinginkan. Vaughan (1978) mengemukakan beberapa definisi risiko di antaranya risiko adalah kans kerugian, risiko adalah kemungkinan kerugian, risiko adalah ketidakpastian.

Manajemen risiko merupakan suatu usaha untuk mengetahui, menganalisis, serta mengendalikan risiko dalam setiap kegiatan perusahaan dengan tujuan untuk memperoleh efektifitas dan efisiensi yang lebih tinggi (Darmawi, 2005). Menurut Lam, James dan Wiley (dalam Mamduh, 2009) manajemen risiko adalah kerangka yang komprehensif, terintegrasi, untuk mengelola risiko kredit, risiko pasar, modal ekonomis, transfer risiko, untuk memaksimalkan nilai perusahaan

Eksposur Valuta Asing

Menurut Faisal (2005) Eksposur valuta asing adalah kepekaan perubahan dalam nilai riil asset, kewajiban atau pendapatan operasi yang dinyatakan dalam mata uang domestik terhadap perubahan kurs yang tidak terantisipasi. Perubahan nilai tukar merupakan asal dari terjadinya suatu eksposur valuta asing. Ditinjau dari penyebab dan

pengaruhnya, exposure dalam fluktuasi nilai tukar memiliki tiga bentuk yaitu eksposur transaksi, eksposur ekonomi dan translasi.

Eksposur transaksi mengukur perubahan dalam nilai kewajiban keuangan yang jatuh tempo yang terjadi sebelum terjadinya perubahan nilai tukar akan tetapi belum bisa terselesaikan sampai terjadinya perubahan pada nilai tukar (Eiteman et al, 2010). Eksposur operasional adalah perubahan nilai suatu perusahaan yang mengiringi perubahan nilai tukar yang tidak diantisipasi. Madura (2000:285). Dan Eksposur translasi merupakan perubahan laba akuntansi dan neraca yang disebabkan oleh perubahan nilai tukar (Horne dan Wachowicz, 2005)

Pengaruh Likuiditas terhadap kebijakan *hedging*

Kasmir (2008:129) mengatakan bahwa likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk menggambarkan kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban (utang) jangka pendek. Likuiditas diproksikan dengan *current ratio* pada penelitian ini. Suatu perusahaan dengan tingkat likuiditas yang besar maka akan semakin kecil kemungkinannya untuk mengalami permasalahan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Sebaliknya perusahaan yang dengan tingkat likuiditas kecil akan cenderung lebih sering mengalami permasalahan dalam penyelesaian kewajiban jangka pendeknya. Sehingga, semakin likuid perusahaan maka kecenderungannya untuk menerapkan kebijakan *hedging* akan semakin kecil juga Ameer (2010), Paranita (2011), Dewi dan Purnawati (2016). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan *hedging*

Kepemilikan manajerial (*Managerial ownership*) diartikan sebagai seberapa besar proporsi saham yang beredar dan yang juga dimiliki oleh pihak manajemen internal di dalam perusahaan tersebut. Hedging sangat dipengaruhi oleh keinginan dan keputusan oleh manajer, kecenderungan untuk menghindari risiko yang mengakibatkan kerugian perusahaan dan menurunnya nilai saham yang dipegang menjadi motif bagi manajer untuk melakukan kebijakan yang meminimalisir risiko. Hal tersebut mengindikasikan bahwa tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi makin mempengaruhi tingkat penggunaan *hedging* Spric dan Sevic (2012), Ameer (2010), Afza dan Alam (2011). Berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu maka diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H2: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap kebijakan *hedging*

Dividend payout ratio adalah rasio untuk mengukur presentase laba perusahaan yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham secara tunai. Ketersediaan dana perusahaan yang bisa menjadi substitusi kebijakan hedging akan berkurang ketika tingkat dividen yang dibayarkan semakin tinggi ke pemegang saham. Maka ketika ketersediaan dana yang menjadi substitusi hedging ini semakin menipis maka dorongan untuk melakukan hedging semakin besar. Maka dari itu disimpulkan semakin besar tingkat DPR perusahaan maka akan memicu probabilitas menggunakan hedging semakin besar juga Nguyen dan Faff (2002), (Berkman dan Bradbury, 1996), Afza dan Alam (2011). Berdasarkan uraian diatas diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H3: *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*

Pengaruh *Leverage* terhadap kebijakan *hedging*

BOPO dan ROA memiliki hubungan positif atau berbanding lurus. Semakin tinggi tingkat leverage perusahaan yang menggunakan rasio *debt to equity ratio*, maka semakin

tinggi tingkat profitabilitas perusahaan untuk melakukan kebijakan *hedging*. Hal ini dikarenakan utang yang semakin tinggi dapat menimbulkan risiko-risiko keuangan bagi perusahaan dan mampu menimbulkan kerugian. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian (Batram, 2009), Guniarti (2011), Reynolds dan Boyle (2009). Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H4: Leverage berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Pengaruh Volatiltas Arus Kas terhadap kebijakan *hedging*

Volatilitas arus kas mengindikasikan bahwa ketidakpastian akan pendapatan bisnisnya sangat tinggi, ketidakpastian tersebut berpotensi untuk mendapatkan risiko keuangan, seperti biaya kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas yang dengan tingkat yang tinggi memiliki dorongan yang lebih besar dalam mengambil manfaat atas kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif. Arus kas dalam perusahaan sendiri dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar maupun oleh kegiatan operasional perusahaan (ekspor dan impor) Ameer (2010). Berdasarkan uraian diatas diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H5: Volatilitas Arus Kas berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap kebijakan *hedging*

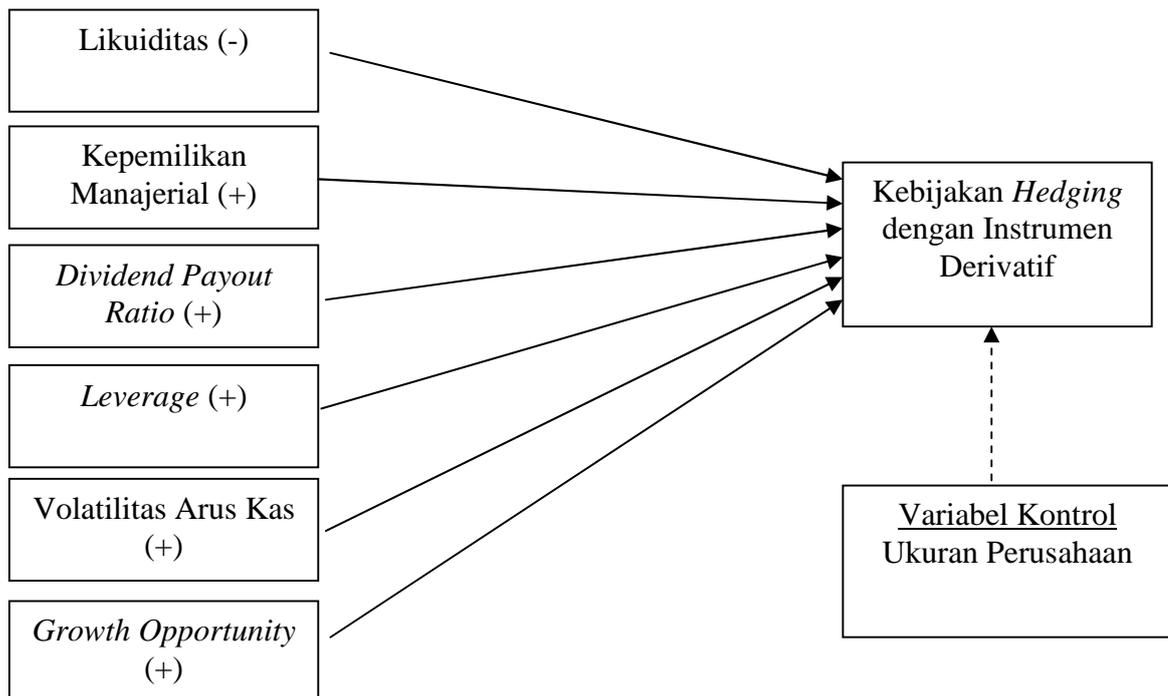
Kesempatan pertumbuhan yang tinggi merupakan keinginan para investor maupun pemilik perusahaan untuk bisa membuat perusahaan lebih besar. Perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang lebih besar akan menghadapi *underinvestment costs* yang lebih besar, sehingga lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging*. *growth opportunities* perusahaan yang juga tinggi, di dalam membiayai pertumbuhan yang sedang dialami perusahaan tersebut perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan pinjaman dari pihak lain sehingga bisa menimbulkan risiko yang dihadapi perusahaan. Maka dari itu untuk meminimalkan risiko tersebut perusahaan dapat menggunakan *hedging* untuk melindungi nilai hutangnya Allayannis dan Ofek (2001), (Paranita, 2011), (Batram, 2009), (Afza dan Alam, 2011). Berdasarkan uraian diatas diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H6: *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Pengaruh Variabel kontrol Ukuran Perusahaan terhadap kebijakan *hedging*.

Beberapa penelitian sebelumnya menemukan adanya ambiguitas dalam meneliti pengaruh ukuran perusahaan dengan *hedging*. Ameer (2010) menemukan hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan dengan biaya kebangkrutan perusahaan (*direct bankruptcy cost*) mengatakan bahwa perusahaan yang cenderung lebih kecil memiliki dorongan yang lebih besar untuk *hedging*. Sedangkan Reynolds dan Boyle (2005) mengatakan dengan prinsip *economies of scale* perusahaan yang lebih besar akan lebih cenderung untuk melakukan *hedging* dikarenakan skala transaksi perusahaan lebih besar. Lebih lanjut lagi, perusahaan yang besar ataupun perusahaan dengan skala multinasional juga akan lebih melakukan *hedging* dikarenakan kegiatan operasionalnya yang lebih kompleks. Maka dari itu penelitian ini membangun variabel kontrol ukuran perusahaan untuk melihat pengaruhnya yang lebih jelas terhadap kebijakan *hedging*.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Ameer (2010), Paranita (2011), Purnawati & Dewi (2016), Sprcic & Sevic (2012), Afza & Alam (2011), Guniarti (2011), Reynolds & Boyle (2005), Nguyen & Faff (2002), Repie & Sedana (2014)

METODE PENELITIAN

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbagi atas tiga variabel, variabel independen yakni Likuiditas, Kepemilikan Manajerial, *Dividend Payout Ratio*, *Leverage*, Volatilitas Arus Kas, *Growth Opportunity*. Variabel kontrol yakni Ukuran Perusahaan. Dan variabel dependen yakni Kebijakan *Hedging*. Populasi penelitian ialah perusahaan non finansial di Indonesia dari tahun 2012 hingga 2014 yang terdaftar di BEI. Sampel yang dapat digunakan sebanyak 27 perusahaan non finansial.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder berupa rasio keuangan masing-masing perusahaan non finansial di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia www.idx.co.id.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melakukan analisis kuantitatif yang dinyatakan dengan angka-angka yang dalam perhitungannya menggunakan metode statistik yang dibantu dengan teknologi komputer, yaitu SPSS (Statistical and Service Solution) versi 21 dan microsoft excel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode analisis Regresi Logistik. Dalam melakukan analisis regresi linier berganda, metode ini mensyaratkan untuk melakukan uji asumsi klasik agar mendapatkan hasil regresi yang baik (Ghozali, 2011). Dimana pengujian hipotesis tersebut menggunakan uji Model Fit, Fungsi Likelihood, Cox dan Snell's R square, Hosmer dan Lemeshow's Goodness of Fit Test.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif dalam penelitian ini merujuk pada nilai rata-rata (*mean*) dan simpangan baku (*standard deviation*), nilai minimum dan maksimum serta dari seluruh variabel dalam penelitian ini yaitu Likuiditas (X1), Kepemilikan Manajerial (X2), *Dividend Payout Ratio* (X3), *Leverage* (X4), Volatilitas Arus Kas (X5), *Growth Opportunity* (H6), dan Ukuran Perusahaan selama periode pengamatan 2012 sampai 2014 sebagaimana ditunjukkan pada tabel 4.1 di bawah ini.

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LIKUIDITAS	81	.39	9.72	2.1843	1.51987
MO	81	.00	15.94	2.5870	4.28134
DPR	81	.20	85.00	36.7391	18.70161
LEV	81	.15	3.56	.9930	.77499
CFO	81	7.52	15.71	12.1446	1.81254
GROWTH	81	.14	6.94	2.6779	1.60390
SIZE	81	25.69	33.10	29.5231	1.78895
Valid N (listwise)	81				

Sumber: Data sekunder yang diolah dengan SPSS

Uji Model Fit

Uji Model Fit	Model Fit	Hasil Model 1	Hasil Model 2
-2 Likelihood	-2LLBlock Number:0	104,446	104,446
	-2LLBlock Number:1	60,842	61,131
Cox &Snell R Square	Cox &Snell R Square	0,416	0,414
Nagelkerke R Square	Nagelkerke R Square	0,575	0,572
Hosmer And Lemeshow's Test	Chi Square	10,091	9,886
	Signifikansi	0,259	0,273

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.3 adalah uji model fit dari variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen (Model 1) dan variabel independen terhadap variabel dependen (model 2) di dalam penelitian ini. Dari Tabel 4.3 menunjukkan bahwa model yang dihipotesakan menggambarkan data input yakni dengan melihat nilai dari *-2 Log LikelihoodBlock Number*, *Cox & Snell R Square*, *Nagelkerke R Square*, dan *Hosmer and Lemeshow Test*. Pada hasil model satu model fit dapat dinilai dari nilai statistik *-2 LogL* yaitu sebesar 104,446 tanpa memasukan variabel hanya konstanta saja. Setelah variabel dimasukkan, nilai *-2 Log L* turun menjadi sebesar 60,842 dan terjadi penurunan sebesar 43,604. Sedangkan pada hasil di model dua, model fit dapat dinilai dari nilai statistik *-2 LogL* yaitu sebesar 104,446 tanpa memasukan variabel hanya konstanta saja. Setelah variabel dimasukkan nilai *2 Log L* turun menjadi sebesar 61,131 dan terjadi penurunan sebesar 43,315.

Pada model satu nilai *Cox Snell's R Square* 0,416 dan nilai *Nagelkerke R Square* adalah 0,575. Dan pada model dua nilai *Cox Snell's R Square* 0,414 dan nilai *Nagelkerke R Square* 0,572. Hasil yang berbeda ketika variabel kontrol disertakan dan ketika tidak. Tingkat peramalan terhadap variabel dependen ketika variabel independen dan variabel kontrol disertakan adalah 0,575 atau 57,5% dan ketika variabel yang diikutsertakan hanya variabel independen saja sebesar Hasil yang berbeda ketika variabel kontrol disertakan dan

ketika tidak. Tingkat peramalan terhadap variabel dependen ketika variabel independen dan variabel kontrol disertakan adalah 0,575 atau 57,5%. Meskipun perbedaannya kecil namun model peramalan variabel dependen yang mengikutsertakan variabel independen dan variabel kontrol lebih baik.

Berikutnya adalah menilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit*. SPSS menampilkan bahwa pada output dari model satu *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sebesar 10,091 dengan probabilitas signifikansi 0,259 yang nilainya jauh diatas 0,05 dan pada model dua *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sebesar 9,886 dan dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,273 yang nilai jauh diatas nilai 0,05 . Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa **model satu maupun dua dapat diterima.**

Tabel Klasifikasi

Tabel klasifikasi bertujuan untuk mengukur sejauh mana ketepatan model untuk memprediksi kondisi yang terjadi. Berikut adalah tabel klasifikasi pada model pertama.

Classification Table^{a,b}

		Observed	Predicted		
			HEDGING		Percentage Correct
			.00	1.00	
Step 1	HEDGING .00	45	8	84.9	
	1.00	9	19	67.9	
		Overall Percentage		79.0	

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is .500

Dan berikut adalah tabel klasifikasi model yang kedua

Classification Table^{a,b}

		Observed	Predicted		
			HEDGING		Percentage Correct
			.00	1.00	
Step 1	HEDGING .00	45	8	84.9	
	1.00	11	17	60.7	
		Overall Percentage		76.5	

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is .500

Adapun hasil dari kedua tabel klasifikasi ini menunjukkan bahwa tingkat memprediksi kondisi yang terjadi sebenarnya lebih baik pada model satu yang menggunakan variabel independen dan variabel kontrol dengan *overall percentage* sebesar 79% daripada *overall percentage* model kedua yang hanya menggunakan variabel independen saja sebesar 76,5%.

Hasil Pengujian Uji Hipotesis dengan Regresi Logistik Dengan Dua Model

Tabel berikut merupakan ouput SPSS yang menunjukkan estimasi parameter interpretasinya pada dua model yang dibangun dalam penelitian ini

Variabel	Model 1			Model 2		
	B	Sig	Exp	B	Sig	Exp
Konstanta	-15.042	0.047	.000	-11.532	0.002	.000
Likuiditas	-1.191	0.021	.304	-1.060	0.021	.313
Kepemilikan Manajerial	-0.035	0.687	.965	-0.030	0.725	.971
Kebijakan Dividen	0.028	0.154	1.028	0.027	0.159	1.027
<i>Leverage</i>	-0.363	0.438	.696	-0.425	0.352	.654
Volatilitas Arus Kas	0.975	0.005	2.650	1.087	0.000	2.965
<i>Growth Opportunity</i>	-0.404	0.061	.667	-0.406	0.058	.666
Ukuran Perusahaan	0.164	0.584	1.178	-	-	-

Interpretasi Hasil

Berdasarkan uji signifikansi dapat diketahui bahwa variabel Likuiditas dan Volatilitas Arus Kas secara simultan mempunyai pengaruh yang sesuai diprediksi dan signifikan terhadap profitabilitas kebijakan *hedging* perusahaan pada dua model peramalan yang diuji dalam penelitian ini. Sedangkan variabel Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, *Leverage* dan *Growth Opportunity* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan *hedging*. Dan pada variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh positif namun tidak signifikan. Berikut penjelasan dari hasil analisis:

1) Pengaruh Likuiditas terhadap kebijakan *hedging*.

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa *current ratio* sebagai proksi likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *kebijakan hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar tingkat rasio lancar perusahaan maka probabilitas *hedging* menjadi rendah. Ini dikarenakan ketika cadangan rasio lancar perusahaan tinggi maka ketersediaan dana ini yang digunakan untuk mengantisipasi risiko dan bukan melalui kebijakan *hedging*. Hasil Penelitian ini konsisten dengan penelitian Ameer (2010) dan Paranita (2011). Tetapi tidak sesuai dengan Nance et al (1993) dan Clark & Judge (2005).

2) Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan *hedging*.

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan *hedging*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki juga oleh para direksi tidak memperbesar probabilitas kebijakan *hedging* dilakukan dalam suatu perusahaan.

Hasil Penelitian ini konsisten dengan penelitian Getzy et al (1997) dan Haushalter (2000), tetapi tidak sesuai dengan Ameer (2010) dan Afza dan Alam (2011). Salah satu alasan kenapa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif adalah meskipun keputusan *hedging* diputuskan secara endogen (berasal dari dalam) tetapi karakter manajer yang berbeda-beda menjadi satu hal yang tidak bisa diteliti langsung, salah satu contohnya adalah dalam meramalkan harga minyak dan gas di masa depan. Jika para manajer yang memiliki pandangan optimis terhadap harga minyak dan gas tidak akan mengalami kenaikan maka manajer dengan kepemilikan saham lebih dominan tidak akan melakukan kebijakan *hedging* bagi perusahaannya (Haushalter, 2000).

3) Pengaruh *dividend payout ratio* terhadap kebijakan *hedging*.

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* (DPR) memiliki hubungan yang positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan *hedging*. bahwa jika sebuah perusahaan memiliki

tingkat pembagian dividen yang tinggi kepada para pemegang sahamnya maka probabilitas perusahaan melakukan kebijakan *hedging* derivatif akan meningkat. Hasil Penelitian ini konsisten dengan penelitian Batram (2009) dan Afza dan Alam (2011), tetapi tidak sesuai dengan Spric & Sevis (2012) dan Haushalter (2000). Salah satu alasan kenapa kebijakan dividen berpengaruh positif adalah hal ini dikarenakan semakin tinggi rasio *dividend payout ratio* sebuah perusahaan maka yang sering melakukan pembagian dividen maka kas yang tersedia untuk ekspansi usaha akan lebih sedikit dan dampaknya kekhawatiran perusahaan terhadap terjadinya risiko atas tidak tercapainya tujuan ekspansi usaha akibat perubahan-perubahan yang terjadi memicu perusahaan untuk melakukan kebijakan *hedging*.

4) Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan *hedging*

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa hipotesis keempat pada penelitian ini ditolak yaitu *leverage* dengan proksi *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*. Hal ini menunjukkan bahwa jika sebuah perusahaan memiliki tingkat hutang yang semakin tinggi maka probabilitas penerapan kebijakan *hedging* perusahaan akan semakin menurun atau dengan kata lain semakin tinggi *leverage* maka akan menyebabkan probabilitas kebijakan *hedging* menjadi rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan Allayannis & Ofek (2001) dan Ameer (2010). *Leverage* keuangan digunakan sebagai pengungkit laba perusahaan dengan maksud meningkatkan nilai pemegang saham melalui *EPS* (Earning per share). Selama peningkatan biaya bunga lebih kecil daripada peningkatan pendapatan dari pendanaan eksternal (*leverage* meingkat) maka rasio *leverage* tidak menimbulkan risiko yang besar. Daya ungkit perusahaan yang besar (kapasitas utang) mengarah pada rasio *leverage* yang meningkat, peningkatan *leverage* juga bermanfaat bagi pengurangan pajak perusahaan akibat beban bunga yang meningkat.

5) Pengaruh volatilitas arus kas terhadap kebijakan *hedging*

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa hipotesis kelima pada penelitian ini diterima yaitu volatilitas arus kas dengan proksi Standar deviasi (σ) dari *net cash inflow* operasi selama tiga tahun sebelum tahun amatan berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif. Adapun tanda koefisien dari variabel ini adalah positif yang memberi arti bahwa jika sebuah perusahaan memiliki volatilitas arus kas yang semakin tinggi maka probabilitas penerapan kebijakan *hedging* perusahaan akan semakin meningkat. Koefisien CFO yang positif ini sesuai dengan hipotesis yang dibangun. Dan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ameer (2010).

6) Pengaruh *growth opportunity* terhadap kebijakan *hedging*

Hasil Pengujian pada kedua model peramalan variabel dependen yang dibangun menunjukkan bahwa hipotesis keenam pada penelitian ini ditolak yakni *growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan maupun menunjukkan arah sesuai hipotesis yang dibangun. Tanda koefisien dari variabel ini adalah negatif yang memberi arti bahwa jika sebuah perusahaan memiliki kesempatan tumbuh yang semakin tinggi maka probabilitas penerapan kebijakan *hedging* perusahaan akan semakin menurun. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Widyacoga dan Lestari (2016) dan Ameer (2010). Salah satu alasan kenapa *growth opportunity* berpengaruh negatif adalah perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi dalam menjalankan perusahaannya akan lebih baik menggunakan ekuitas untuk membiayai segala keperluan dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan agar biaya keagenan tidak terjadi antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal.³

7) Pengaruh Variabel Kontrol terhadap kebijakan *hedging*

Hasil Pengujian dari variabel kontrol ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif pada perusahaan non finansial. Adapun hasil ini memberi gambaran bahwa perusahaan dalam sampel penelitian ini akan melakukan kebijakan *hedging* namun hal tersebut tidak ditemukan secara signifikan di perusahaan dengan ukuran yang cenderung besar maupun perusahaan dengan ukuran kecil. Selain itu dari hasil penelitian ini baik dengan maupun tanpa menggunakan variabel kontrol menunjukkan hasil yang konsisten pada semua variabel independen terhadap variabel dependen

KESIMPULAN

1. Variabel likuiditas dengan proksi *current ratio* berpengaruh negative signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*
2. Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*.
3. Variabel kebijakan dividen dengan proksi *dividend payout ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*
4. Variabel leverage dengan proksi *debt to equity ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*.
5. Variabel volatilitas arus kas dengan proksi Standar deviasi (σ) dari *net cash inflow* operasi selama tiga tahun sebelum tahun amatan berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*.
6. Variabel *growth opportunity* dengan proksi *market value equity/book value equity* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*.
7. Variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan *hedging*. Penggunaan variabel kontrol ini juga tidak memberi perbaikan tingkat peramalan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen

KETERBATASAN

1. Meskipun populasi perusahaan non finansial jumlahnya banyak, namun dalam penelitian ini hanya bisa meneliti 27 sampel perusahaan yang ada. Hal ini dikarenakan penelitian ini mengharuskan kontinuitas data dari variabel kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) secara berturut-turut di setiap tahun amatan meskipun tidak semua perusahaan membagikan dividennya setiap tahun.
2. Tahun amatan dalam penelitian ini tidak terlalu panjang, hanya dari tahun 2012-2014. Hal ini dilakukan untuk bisa mendapatkan data yang cukup dari keseluruhan variabel terutama data *dividend payout ratio*.
3. Beberapa variabel independen menunjukkan hubungan yang berbeda arah sehingga tidak sesuai dengan hipotesis yang dibangun oleh peneliti, diantaranya adalah variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, dan *growth opportunity*.
4. Faktor-faktor yang menjadi variabel independen yang diduga mempengaruhi aktivitas *hedging* derivatif dalam penelitian ini hanya faktor internal perusahaan tanpa memperhatikan faktor eksternal.

SARAN

1. Hasil penelitian ini menghasilkan informasi bahwa *current ratio* dari perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging* yang berguna mengantisipasi risiko valuta asing, sehingga menjadi penting bagi perusahaan menjaga kecukupan *current rasionya* agar terhindar dari risiko dan biaya-biaya yang muncul akibat naiknya nilai mata uang asing.

2. Variabel volatilitas arus kas dengan Standar deviasi (σ) dari *net cash inflow* operasi selama tiga tahun sebelum tahun amatan berpegaruh positif terhadap kebijakan hedging, sehingga perusahaan perlu menjaga arus kasnya agar tidak mengalami volatilitas/fluktuatif yang terlalu besar agar dapat menjaga kepastiaan arus kas yang masuk sehingga mampu mengurangi kemungkinan terjadinya risiko beserta dampaknya yang mampu mengancam arus kas keuangan perusahaan.
3. Variabel kontrol ukuran perusahaan dalam penelitian ini belum mampu mengubah tingkat peramalan dari variabel independen terhadap variabel dependennya menjadi lebih baik. Sehingga diharapkan pada penelitian selanjutnya menggunakan variabel kontrol tambahan seperti profitabilitas.
4. Pada penelitian selanjutnya yang hendak menggunakan data dari dividen payout ratio (DPR) sebaiknya tidak memerlukan kontinuitas dari data DPR yang tersedia.
5. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan mampu menggunakan variabel-variabel lain yang tidak dibangun dalam kerangka penelitian ini. Variabel lain diantaranya adalah *foreign sales* (Allayannis, 2001), *tax* (Singh dan Upneja, 2009), *interest coverage ratio* (Paranita, 2011), dan ROA (Ramlall, 2009) untuk mampu meningkatkan nilai R Square menjadi lebih baik lagi.

REFERENSI

- Abdullah, Faisal, 2005, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Malang: UMM Press.
- Afza, Talat. Alam, Atia. 2011. "Determinants of corporate hedging policies: A case of foreign exchange and interest rate derivative usage". *African Journal of Business Management* Vol. 5(14), pp. 5792-5797, 18 July
- Hany, Ahmed. Alcino, Azevedo, Yilmaz, Guney. 2014. "The Effect of Hedging on Firm Value and Performance: Evidence from the Nonfinancial UK Firms".
- Ali, Masyhud Drs. H., M.B.A., M.M *Manajemen Risiko : Strategi Perbankan dan Dunia Usaha Menghadapi Tantangan Globalisasi Bisnis 2006* Rajawali Press
- Allayannis, George. Ofek, Eli. 2001. "Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives". *Journal of International Money and Finance*.20 (2001) 273–296
- AMEER, Rashid Dr. 2010. "Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia". *International Business Research*. Vol. 3, No. 2; April
- Ang, Robert. 1997. *Buku pintar pasar modal Indonesia*. Mediasoft . Jakarta
- Anggraeni, V. (2007). *Pengaruh Tingkat Disclosure dan Nilai Pasar Ekuitas Terhadap Biaya Ekuitas*. Universitas Kristen Petra. Surabaya. Jurusan Ekonomi Akuntansi, Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 5 No.2. Nopember 2003: 150-168
- Ardi Murdoko Sudarmadji dan Lana Sularto, 2007. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan", *Proceeding PESAT*, Volume 2
- Bambang, Riyanto, 2001. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Baridwan, Zaki. 2004. *Intermediate Accounting "Pengantar Akuntansi"*, Buku 2, Edisi 21, Salemba Empat. Jakarta
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of The Packing Order Hypothesys. *Financial Management Journal*. 18: 26-35.
- Batram et al. 2006. International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Journal of International Finance*.
- Brealy, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen, Franklin. 2011. *Principles of Discussion*. *Insead Technology Management*. Vol. 12

- Brigham, Eugene F and Joel F. Houston. 2006. “Dasar-Dasar Manajemen Keuangan” Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku Satu, Edisi 10. Jakarta Salemba Empat
- Chance, D.M.2004.“*An Introduction to Derivatives & Risk Management*”.USA: ThomsonSouth-Western
- Chisholm , Andrew M. 2004. *Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options (The Wiley Finance Series)*; Publisher: Wiley
- Darmawi, Herman. 2005. *Manajemen Risiko*. Bumi Aksara. Jakarta
- Djosoedarso, Soeisno. 1999. *Prinsip- Prinsip Manajemen Risiko dan Asuransi*. Salemba Empat
- Eiteman, David K., Arthur I.S., dan Michael H.M.2010. *Manajemen Keuangan Multinasional*.Edisi 11.Jakarta : Erlangga
- Froot, K.A., D.S. Scharfstein dan J.C. Stein (1993), *Risk Management : Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*, *Journal of Finance* 48 (5), pp.1629-1658.
- Getzy, C., Minton, B.A., Schrand, C., 1997. Why firms use currency derivatives. *The Journal of Finance* 52 (4), 1323–1354.
- Ghozali, Imam. 2011. “Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Program IBM SPSS20 Edisi 6” Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- John R. Graham , Daniel A. Rogers. 2000. Is Corporate Hedging Consistent with Value-Maximization? An Empirical Analysis. Working paper, Fuqua School of Business, Duke University, January 2000
- Gujarati, D. N. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga
- Guniarti, Fay. 2014. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas *Hedging* Dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing. *JDM Vol. 5, No. 1, 2014*, pp: 64-79
- Hair, Jr., Joseph, F., Anderson, R. E., Tatman, R. L & Black, W. C. 1995. *Multivariate Data Analysiswith Reading 5th ed*. New York: MacMilan Publishing Company.
- Hanafi, M. Mamduh dan Halim, Abdul, 2009, *Analisis laporan keuangan*, edisi empat, Penerbit: UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- Haushalter.G David. 2000. “Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers. *The Journal of Finance*.Vol. LV, No. 1
- Horcher, Karen. A. 2005. *Essentials of Financial Risk Management*.John Wiley & Sons,Inc
- Horne, J.C.V. dan J.M. Wachowicz. 2005. “Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1Edisi 12”. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Horne, J.C.V. dan J.M. Wachowicz. 2007. . “Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan, Buku 2 Edisi 12”. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Hull, John C. 2008. “*Fundamentals of Future and Option Market*”. Eight Edition. New York:John Willey & Son, Inc
- Indrajaya, Herlina, dan Setiad. 2011.*Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007*. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 2 (06)
- Jiwandhana, R.M.S.P. Triaryarti. N. 2016. Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No.1, 2016: 31-58
- Judge, Amrit. 2006. The Determinants of Foreign CurrencyHedging by U.K. Non-Financial Firms. *Multinational Finance Journal*, 2006, vol. 10, no. 1/2, pp. 1–41
- Kasmir. 2004. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada

- Kasmir. 2008. Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya. Edisi Revisi. PT Rajagrafindo Persada Jakarta
- Klimczak, K. M. 2008. Corporate Hedging and Risk Management Theory: Evidence from Polish listed companies. *The Journal of Risk Finance*, 9(1), 20–39.
- Kuncoro, Mudrajad. 1996. “Manajemen Keuangan Internasional : Pengantar Ekonomi dan Binsis Global”. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta
- Lestari.P.V. Widyacoga, I.G.P.A. 2016. Pengaruh Leverage, Growth, dan Liquidity Terhadap Pengambilan Keputusan Hedging PT Indosat Tbk. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No. 2, 2016: 1282-1308
- Levi, M.D. (1996), *International Finance*, McGraw-Hill, New York, NY
- Lupiyoadi , Rambatdan Ikhsan, Ridho Bramulya. *Praktikum Metode Riset Bisnis*, 2015, edisi pertama, penerbit: Salemba empat
- Madura, Jeff. 2000. “Manajemen Keuangan Internasional”, Edisi 4. Jilid 1. Jakarta : Erlangga
- Munawir, S. 2002. *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Kedua, YPKN, Yogyakarta
- Nachrowi, Nachrowi Djalal, dan Hardius Usman (2002), *Penggunaan Teknik Ekonometri: Pendekatan Populer dan Praktis Dilengkapi Teknik Analisis & Pengolahan Data dengan Menggunakan Paket Program SPSS*, PT RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Nance et al. 1993. On The Determinants of Corporate Hedging. *The Journal of Finance*, Volume 48, Issue 1 (Mar.1993), 267-284
- Nguyen, Hoa. Faff, Robert. 2002. On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies. *Australian Journal of Management*, Vol. 27, No.1, June
- Norpratiwi, M.V. Agustina. 2007. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 18(1): h:9-22.
- Palepu, K.G., Healy, P. and Bernard, V. (2004), *Business Analysis and Valuation*, 3rd ed., South-Western College Publishing, Mason, OH.
- Paranita , Ekayana Sangkasari. 2011. Kebijakan Hedging Dengan Derivatif Valuta Asing Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. Lembaga Penelitian Universitas Muhammadiyah
- Purnawati, N.K. Dewi, N.K.R.U. 2016. Pengaruh Market To Book Value dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No.1, 2016: 355 – 384
- Rae, Dian Ediana. Dr SH., LLM. 2008. *Transaksi Derivatif dan Masalah Regulasi Ekonomi di Indonesia*. Elex Media Komputindo Kompas Gramedia
- Ramlall, Indranarain. 2009. Determinants of Hedging: An Empirical Investigation for Mauritius. *The IUP Journal of Financial Risk Management*, Vol. VI, Nos. 3 & 4, 2009
- Repie, R. Reynaldi dan Sedana, I.B.P. 2015. Kebijakan Hedging Dengan Instrumen Derivatif dalam Kaitan Dengan Underinvestment Problem di Indonesia. *Jurnal Manajemen Universitas Udayana*. Vol 4, No.2
- Reynolds, Murray. Boyle, Glenn. 2005. *Derivative use and investment: An Empirical Analysis of New Zealand Listed Companies*.
- Rustiarini, Ni Wayan. 2009. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham pada Pengungkapan Corporate Social Responsibility”. Universitas Mahasaraswati Denpasar
- Saunders, A., E. Strock and N. G. Travlos (1990), ‘Ownership structure, deregulation, and bank risk taking’, *Journal of Finance* 45, 643–654.



- Siahaan, Hinsa. 2009. *Manajemen Risiko pada Perusahaan dan Birokrasi*. Editor: Rayendra.L. Toruan. Penerbit: PT. Elex Media Komputindo. Jakarta. Cetakan ke-2
- Singh, Amrik. Upneja, Arun. 2007. Extent of hedging in the US lodging Industry. *Hospitality Management* 26 (2007) 764–776
- Sprcic, D.M. Sevic, Z. 2012. Determinants of corporate hedging decision: Evidence from Croatian and Slovenian companies. *Research in International Business and Finance* 26 (2012) 1– 25
- Stefan, Bernstein, *Understanding Derivatives in a Day*, third edition, (England: Take That Ltd., 2001)
- Sujianto. 2001. *Dasar-dasar manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE
- Susan Irawati. 2006. *Manajemen Keuangan*. Pustaka: Bandung.
- T. Sunaryo. 2009. *Manajemen Risiko Finansial*. Jakarta : Salemba Empat
- Triki, Thouraya. 2005. Research on Corporate Hedging Theories: A Critical Review of the Evidence to Date. *The Journal of Finance* 51, 4, 1097-1137.
- Triyono. 2008. Analisis Perubahan Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. Vol. 9, No. 2, 156-167. Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Utomo, Lisa L. 2000. 'Instrumen Derivatif: Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Perusahaan.: *Jurnal AKuntansi & Keuangan* Vol. 2, No. 1
- Vaughan, E. J. dan Elliot, C. M 1978. *Fundamentals of Risk and Insurance* (2nd,ed). Santa Barbara: John Wiley & Son, Inc.
- Weston, J. Fred., Dan Thomas E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi 8. Jilid 1. Alih Bahasa: Jaka Wasana dan Kirbrandoko. Gelora Akasara Pratama, Jakarta