

PENGARUH LIQUIDITY, FIRM SIZE, GROWTH OPPORTUNITY, FINANCIAL DISTRESS, DAN MANAGERIAL OWNERSHIP TERHADAP KEPUTUSAN LINDUNG NILAI (HEDGING) DENGAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL MODERATING (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2014-2018)

Muhammad Affan, Prasetyono¹

Email: affanhdz11@yahoo.co.id

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

ABSTRACT

Globalization that we do not realize brings risks to every multinational company that trades across countries. The biggest risk that is often faced by companies conducting cross-border business transactions is the risk of changes in foreign exchange exposure. The impact of unexpected changes in foreign exchange exposure can provide large losses for the company. An alternative strategy to minimize foreign exchange risk can be done by hedging. This study aims to analyze the effect of liquidity, firm size, growth opportunity, financial distress, and managerial ownership on hedging decision making with leverage as a moderating variable. The population in this research are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2014-2018 period. The sample in this research amounted to 57 companies selected using the purposive sampling technique. Sample data are collected from IDX and the company's annual report. Logistic regression analysis was used in this research model because the type of data is binary data. By logistic regression analysis, it can be seen how the independent variables affect the probability of the company to hedge. The results of this research provide empirical evidence that variable liquidity (CR), firm size (SIZE), growth opportunity (MBVE), financial distress (GScore), and Managerial Ownership (MO) have no effect on hedging decision making. The results also showed that the Leverage as a moderating variable had no effect on the relationship between liquidity on hedging decisions and also had no effect between growth opportunity on hedging decisions but influenced the relationship between financial distress on hedging decisions. From the test result of logistic regression showed that the variable of liquidity, firm size, growth opportunity, financial distress, and managerial ownership in explaining the probability of using derivative hedging was 15% and the rest is explained by other variables outside the model. Group.

Keywords: Risk Management, Hedging, Derivative Instrument, Financial Distress, Leverage, Liquidity, Growth Opportunity, Firm Size, Managerial Ownership

PENDAHULUAN

Era globalisasi dimana terjadi perkembangan dengan diiringi kemajuan pada bidang teknologi, infrastruktur transportasi, telekomunikasi dan ilmu pengetahuan kini mampu menjadikan peran negara atau batas ruang suatu negara seakan menghilang. Globalisasi telah mengubah cara perusahaan dalam berbisnis dari lingkup pasar tradisional ke pasar yang berskala luas (global) yang bebas (Fitria, 2018). Dengan tidak adanya batasan, informasi dapat diakses dengan cepat, terciptanya praktik liberalisasi perdagangan dan investasi bebas, hilangnya rintangan bagi capital inflow, produk serta jasa untuk menjalankan kegiatan perekonomian sehingga terciptanya perdagangan lintas negara. Perdagangan lintas negara pada dasarnya melakukan kegiatan ekspor dengan membuka peluang pasar baru ke negara lain atau impor untuk membeli suatu produk dari negara lain guna memenuhi kebutuhan dasar dalam negeri.

Menjalankan suatu kegiatan bisnis baik domestik maupun internasional, perusahaan pasti dihadapkan dengan berbagai risiko. Risiko memiliki karakteristik yaitu, pertama adanya ketidak-

¹ *Corresponding Author*

stian atas peristiwa yang bisa timbul di masa mendatang, kedua adalah timbulnya kerugian akibat ketidakpastian atas peristiwa di masa mendatang (Djojosoedarso, 2003) Ketidakberdayaan perusahaan dalam mencapai sasaran perusahaan adalah risiko (Susilo dan Kaho, 2017:1). Risiko kurs valas, *interest rate*, serta *commodity price* merupakan risiko yang akan dihadapi perusahaan dalam transaksi bisnis lintas negara

Beberapa strategi manajemen risiko dapat dilakukan oleh perusahaan yang melakukan perdagangan lintas negara guna membatasi risiko yang muncul akibat dampak signifikan dari eksposur valuta asing, salah satunya menggunakan teknik kontraktual dengan menerapkan strategi lindung nilai (*hedging*) derivatif. Instrumen derivatif sebagai alat pengendali risiko atau biasa disebut *derivatifs as a risk management technique*.

Lindung nilai (*hedging*) sebagai kunci untuk meminimalisir terjadinya risiko usaha baik secara langsung maupun tidak langsung berdampak pada kondisi perusahaan yang dapat mengancam posisi perusahaan, dengan tetap memperoleh keuntungan dari investasi (Aslikan dan Rokhmi, 2017). Tindakan menstabilkan nilai laba perusahaan dengan menghilangkan risiko perubahan nilai tukar (*foreign exchange rate exposure*) didefinisikan sebagai *hedging* (Guniarti, 2014).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Keputusan *Hedging*

Konsep *hedging* dipresentasikan secara modern pada awal abad ke-20 oleh John Keynes dalam *A Treatise on Money*, yang digambarkan sebagai *normal backwardation*, sebuah metode transfer risiko, di mana *hedger* bersedia membayar premi risiko dalam rangka untuk membebaskan diri dari risiko harga (L. Johnson, 1960). Smith dkk (1992) menegaskan lindung nilai sebagai proses melakukan investasi dalam satu aset dan mengambil posisi di aset lain untuk mengurangi risiko kerugian. Fitur penting dari aktivitas *hedging* adalah mengambil posisi di dua pasar: satu pasar untuk pengiriman segera, yaitu pasar “spot” atau “tunai”, sedangkan yang lainnya pasar *futures* (L. Johnson, 1960). Tinjauan teoritis tentang lindung nilai (*hedging*) telah ada selama 20 tahun terakhir yang menunjukkan seberapa luas perusahaan besar dapat melakukan lindung nilai untuk: (1) meminimalisir biaya yang terjadi dari kesulitan keuangan (*financial distress*), (2) mengurangi biaya lain seperti yang terkait dengan masalah keagenan terkait utang dan informasi asimetris, dan (3) meningkatkan tingkat arus kas setelah pajak yang diharapkan. Lindung nilai di tingkat perusahaan (bukan oleh investor individu) mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan dengan meminimalisir biaya terkait dengan ketidaksempurnaan pasar.

Teori Keagenan (Agency Theory)

Dalam teori keagenan memberikan kerangka konseptual utama di mana peneliti dan praktisi sama-sama telah menafsirkan fenomena aktivisme lindung nilai. Teori keagenan mengemukakan perlunya tata kelola dalam situasi apa pun di mana pemilik aset atau prinsipal, mendelegasikan sebagian wewenangnya ke agen atau manajer yang kinerjanya hanya dapat diamati secara tidak langsung oleh prinsipal (Ross, 1973).

Standar teori keagenan yang berorientasi pada pemegang saham, yang memiliki sejumlah konotasi termasuk klaim bahwa "kontrol akhir atas perusahaan harus berada di tangan kelas pemegang saham" dan bahwa "manajer korporasi harus dibebani kewajiban untuk mengelola korporasi demi kepentingan pemegang sahamnya" (Hansmann & Kraakman, 2001: 440–441).

Teori Nilai Pemilik Saham (*Shareholder Value Maximization Theory*)

Teori maksimalisasi kekayaan pemilik saham mewakili seluruh tujuan manajer keuangan. Dalam kerangka teori nilai pemegang saham, manajer harus mampu menentukan antara aset dan struktur modal serta membuat keputusan terkait maksimalisasi kekayaan jangka panjang. Ukuran umum dari kekayaan ini berupa harga saham. Pentingnya pengetahuan tentang harga saham, risiko dan return, efisiensi pasar, dan arus kas perusahaan dalam investasi jangka panjang. Pentingnya menjalankan manajemen risiko agar perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan.

Teori Kepuasan Manajer (*Managerial Utility Maximization Theory*)

Teori kepuasan manajer dicetuskan oleh O.E. Williamson. Berdasar model perilaku perusahaan yang menyatakan "*focused on the self-interest-seeking behaviour of corporate managers*". Yang artinya berfokus mencari kepentingan sendiri dari manajer perusahaan. Dalam teori utilitas manajer menyebutkan bahwa pemegang saham dan manajer merupakan entitas yang terpisah. Terdapatnya kesenjangan antara pemegang saham dan manajer, memungkinkan manajer bertindak sendiri dalam menetapkan tujuan perusahaan. Alih-alih memaksimalkan keuntungan pemegang saham, disisi lain manajer mengamankan kepentingan mereka sendiri dalam perusahaan.

Financial Distress Cost Theory

Penerapan *hedging* di suatu perusahaan untuk meminimalisir terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) dan *bankruptcy cost* (Smith dan Stulz, 1985). *Financial distress* dapat menimbulkan kerugian pada arus kas perusahaan yang secara signifikan tanpa terjadinya kebangkrutan (Purnanandam, 2003). Muncul pertanyaan, bagaimana *hedging* mempengaruhi kemungkinan timbulnya *financial distress* bagi perusahaan. Menurut Stulz (1996) memaksimalkan nilai perusahaan dan menghilangkan *bankruptcy cost* dapat menghindari perusahaan dari *financial distress*. Dengan demikian, pergerakan linier antara *financial distress* dan maksimalisasi nilai perusahaan dapat tercapai dengan adanya *hedging*.

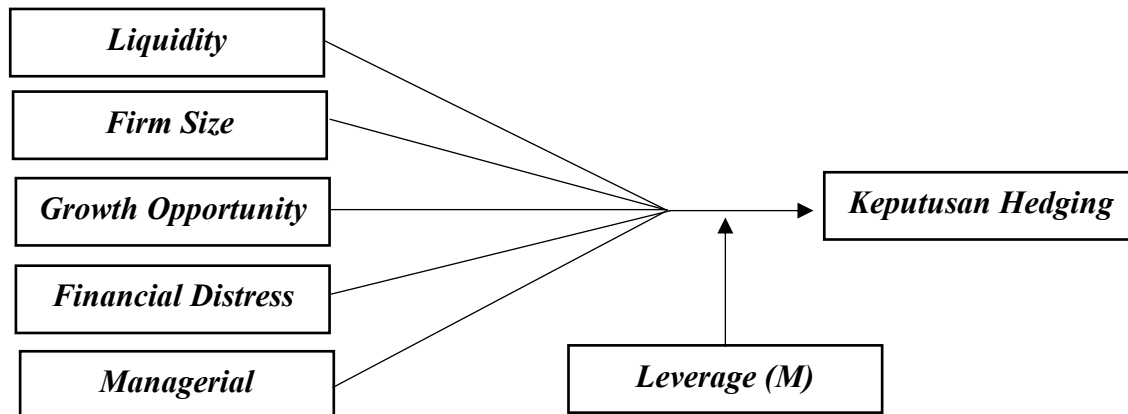
Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang menjelaskan alur berfikir dan hubungan yang menunjukkan kaitan antar variabel yang satu dengan variabel yang lainnya yang ada dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *liquidity* (X1), *firm size* (X2), *growth opportunity* (X3), *financial distress* (X4), *managerial ownership* (X5), *leverage* memoderasi *liquidity* keputusan *hedging* (X6), *leverage* memoderasi *growth opportunity* terhadap *hedging* (H7), *leverage* memoderasi *financial distress* terhadap *hedging* (X8)

Sementara itu, Grand Theory dalam penelitian ini adalah *Agency Theory*, yaitu teori mengenai adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Perbedaan kepentingan ini menyebabkan timbulnya *information asymetri* (kesenjangan informasi) antara pemegang saham (*stakeholder*) dan organisasi. Karena perbedaan kepentingan ini jugalah masing-masing pihak berusaha untuk memperbesar keuntungan bagi diri mereka sendiri. Pemegang saham menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang mereka tanamkan pada perusahaan, sedangkan manajer

menginginkan kepentingannya diakomodir dengan pemberian kompensasi/bonus/insentif yang memadai dan sebesar-besarnya atas kinerjanya

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



Interpretasi:

- H1:** *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* {Chaudry et al (2014); Guniarti (2014); Dewi & Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Artini (2020)}
- H2:** *Firm size* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* {Chaudry et al (2014); Guniarti (2014); Arnold et al (2014); Sianturi & Pangestuti (2015); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Saraswati & Suryantini (2019)}
- H3:** *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* {Chaudry et al (2014); Arnold et al (2014); Dewi & Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Yustika et al (2019); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Luh (2020)}
- H4:** *Financial distress* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* {Guniarti (2014); Nuzul & Lautania (2015); Krisdian & Badjra (2017) Ayuningtyas et al (2019)}
- H5:** *Managerial Ownership* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* {Tai et al (2014); Yustika et al (2019)}
- H6:** Moderasi *leverage* pada pengaruh *liquidity* terhadap keputusan *hedging* {Guniarti (2014); Arnold et al (2014); Nuzul & Lautania (2015); Sianturi & Pangestuti (2015); Krisdian & Badjra (2017); Saraswati & Suryantini (2019); Ayuningtyas et al (2019)}
- H7:** Moderasi *leverage* pada pengaruh *growth opportunity* terhadap keputusan *hedging* {(Guniarti, 2014; Arnold et al., 2014; Nuzul & Lautania, 2015; Sianturi & Pangestuti, 2015; Krisdian & Badjra, 2017; Saraswati & Suryantini, 2019; Ayuningtyas et al., 2019)}
- H8:** Moderasi *leverage* pada pengaruh *financial distress* terhadap keputusan *hedging* {(Guniarti, 2014; Arnold et al., 2014; Nuzul & Lautania, 2015; Sianturi & Pangestuti, 2015; Krisdian & Badjra, 2017; Saraswati & Suryantini, 2019; Ayuningtyas et al., 2019)}

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini yang berperan sebagai variabel independen adalah *liquidity* (X1), *firm size* (X2), *growth opportunity* (X3), *financial distress* (X4), *managerial ownership* (X5) Dalam penelitian ini yang berperan sebagai variabel dependen adalah keputusan *hedging*. Sedangkan variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *leverage*. Populasi yang ditentukan adalah Perusahaan Manufaktur yang *listing* di Bursa Efek

Indonesia Periode 2014-2018 yang berjumlah 148 perusahaan. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive random sampling*. Pada penelitian ini, metode pengumpulan data dilakukan dengan cara pengumpulan data dari laporan keuangan perusahaan manufaktur periode 2014-2018. Metode analisis data yang digunakan adalah metode regresi logistik dengan program SPSS 26.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Logistik

Dalam penelitian ini digunakan analisis Regresi logistik biner, dikarenakan variabel dependen terdiri dari 2 kategori, yaitu perusahaan yang tidak melakukan *hedging* dan perusahaan yang melakukan *hedging*. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari *Liquidity*, *Firm Size*, *Growth Opportunity*, *Financial Distress* dan *Managerial Ownership* terhadap Keputusan *Hedging* dengan moderasi dari *Leverage*. Teknik analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas data pada variabel bebasnya (Ghozali,2016) dan mengabaikan heteroskedastisitas (Gujarati,2003). Sebelum dilakukan hasil uji pengaruh dengan regresi logistik biner, maka akan dijelaskan mengenai asumsi yang mendasarinya:

Uji Kelayakan Keseluruhan Model (*Overall fit Model*)

Penilaian *overall fit model* dilakukan dengan membandingkan model tanpa variabel independen dan model dengan variabel independen. Analisis pertama yang dilakukan adalah menguji keseluruhan model (*overall fit model*). Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai antara $-2 \text{ Log Likelihood } (-2LL)$ awal (step 0) dengan $-2 \text{ Log Likelihood } (-2LL)$ pada model final (step1). Menurut Ghozali (2016) Jika terdapat hasil penurunan dari step 0 ke step 1 maka model dikatakan baik. Berikut akan dijabarkan model -2Log Likelihood pada penelitian ini

Tabel 11 Iteration History

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients Constant	
Step 1	330.897	-.933	
0	2	330.552	-1.010
	3	330.552	-1.012
	4	330.552	-1.012

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Tabel 2 Model Summary

Step	-2 Log likelihood
1	299.560 ^a

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Berdasarkan tabel di atas, terdapat penurunan -2LogLL dari Step 0 *Iteration History* (330.552) dan Step 1 *Model Summary* (299.560) sebesar 30.992 (330.552-299.560) Sehingga model dapat dikatakan lolos uji kelayakan (*Overall-fit Model*)

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit Model*)

Goodness of fit test digunakan untuk menguji kesesuaian data dengan model yang digunakan sehingga model dikatakan fit dengan data. Atau dengan kata lain untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan antara hasil observasi dengan hasil prediksi. Model dikatakan sesuai apabila tidak terdapat perbedaan antara hasil observasi dengan hasil prediksi. Hal itu ditunjukkan dengan nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* diatas

0,05 dan nilai signifikansi *Omnibus Test* dibawah 0,005. Berikut tabel dari hasil *Goodnes of Fit Model*:

Tabel 3 Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	30.992	6	.000
	Block	30.992	6	.000
	Model	30.992	6	.000

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Tabel 4 Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	10.264	8	.247

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Berdasarkan tabel diatas Hasil Omnibus (uji F) memenuhi kriteria *goodness of fit* yaitu *chi square* sebesar 30,0992 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang artinya berada dibawah 0,05 sedangkan Hasil Hosmer memenuhi kriteria *goodness of fit* yaitu nilai *chi square* sebesar 10,264 dengan signifikansi 0,247 artinya lebih besar dari 0,05. Sehingga model dapat dikatakan lolos uji *Goodness-fit Model*.

Model Uji Regresi Logistik

Regresi logistik digunakan untuk menguji penelitian dengan variabel dependen memiliki skala biner atau dua opsi. Uji regersi logistik pada penelitian menggunakan aplikasi atau software SPSS 26. Berikut ini merupakan tabel hasil pengujian regresi logistik:

Tabel 25 Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Liquidity	.144	.060	5.850	1	.016	1.155
	Firm Size	-.145	.045	10.614	1	.001	.865
	GO	.049	.120	.166	1	.683	1.050
	FD	-.657	.298	4.857	1	.028	.518
	MO	-.216	.088	6.040	1	.014	.806
	Leverage	.008	.233	.001	1	.972	1.008
	Constant	2.974	1.234	5.810	1	.016	19.561

a. Variable(s) entered on step 1: *Liquidity, Firm Size, Growth Opportunity, Financial distress, Managerial Ownership, Leverage.*

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Berdasarkan tabel diatas maka Model uji regresi logisitik pada penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$\ln \frac{H}{1-H} = 2.974 + 0,144L - 0,145FS + 0,49GO - 0,657FD - 0,216MO + 0,008ML + e$$

Terdapat pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*

Nilai Likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap *hedging* dengan koefisien beta sebesar 0,144 dan nilai signifikansi sebesar dan nilai signifikansi sebesar 0,016 lebih kecil dari 0,05 artinya terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* berdasarkan likuiditas sehingga H0 diterima dan Ha ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaudry et al (2014); Guniarti (2014); Dewi

& Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Artini (2020) yang menemukan bahwa liquidity berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Berdasarkan *liquidity asset theory* yang didasarkan konsep bahwa arus kas perusahaan terhadap kewajiban lancar menjadi standar utama perusahaan dalam menggambarkan kondisi perusahaan. Perusahaan yang tidak memiliki kecukupan arus kas memadai tidak dapat melakukan pinjam dari pasar modal. Dengan begitu perusahaan akan mengalami risiko gagal bayar. Perusahaan yang memiliki arus kas bersih bernilai negatif akan diperkirakan menghadapi kebangkrutan. Sedangkan perusahaan yang mempunyai arus kas bernilai positif dapat meningkatkan modal dan melakukan pinjaman dari pasar modal

Terdapat Pengaruh positif signifikan *firm size* terhadap keputusan *hedging*

Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap *hedging* dengan koefisien beta sebesar -0,145 dan nilai signifikansi sebesar 0,01 lebih kecil dari 0,05 artinya terdapat pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* berdasarkan *firm size* sehingga H₀ diterima dan H_a ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaudry et al (2014); Guniarti (2014); Arnold et al (2014); Sianturi & Pangestuti (2015); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Saraswati & Suryantini (2019) yang menemukan bahwa *firm size* berpengaruh positif. Hal ini berdasarkan *signalling theory* yang dikembangkan oleh Ross (1977) menjelaskan bahwa teori pensinyalan (*signaling theory*) mampu menyediakan tanda-tanda yang positif kepada para penanam modal dan juga bagi para calon penanam modal, karena jika ukuran perusahaan (*firm size*) semakin besar maka jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham (*stakeholders*) juga besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan mempunyai aset yang dapat dipergunakan untuk memperoleh keuntungan.

Terdapat Pengaruh positif signifikan *growth opportunity* terhadap keputusan *hedging*

Growth opportunity berpengaruh positif terhadap *hedging* dengan koefisien beta sebesar 0,49 dan nilai signifikansi sebesar 0,683 artinya terdapat pengaruh positif terhadap keputusan *hedging* berdasarkan *growth opportunity* namun tidak signifikan karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga H₀ diterima dan H_a ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaudry et al (2014); Arnold et al (2014); Dewi & Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Yustika et al (2019); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Luh (2020) yang menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini berdasarkan *Signalling Theory* dengan penjelasan bahwasanya setiap keputusan investasi didasarkan atas keperluan investor dalam menerima informasi yang relevan dan akurat. Apabila informasi yang dipublikasikan bernilai positif maka diharapkan pasar juga dapat menerima informasi positif tersebut (Novalia & Nindito, 2016). Publikasi peningkatan saham memiliki pengaruh yang positif bagi investor karena akan meningkatkan kepercayaannya kepada perusahaan, dimana investor dapat beranggapan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang lancar sehingga dapat meningkatkan dividennya (Suci, 2016). Dikaitkan dengan penelitian ini, perusahaan yang memiliki pengaruh untuk *hedging* akan memberikan sinyal positif kepada pemilik saham. Hal ini dikarenakan secara otomatis jika menerapkan *hedging*, maka laba yang akan diperoleh juga akan meningkat dan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan dengan meningkatkan dividen bagi para principalnya. Selain itu, peningkatan penerapan *hedging* juga dapat meningkatkan peluang pertumbuhan

perusahaan di masa depan yang akan memberikan sinyal positif berupa rasa kepercayaan pemilik saham terhadap perusahaan.

Terdapat Pengaruh positif signifikan *financial distress* terhadap keputusan *hedging*

Financial distress berpengaruh negatif terhadap *hedging* dengan koefisien beta sebesar -0,657 dan nilai signifikansi sebesar 0,028 lebih kecil dari 0,05 artinya terdapat pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* berdasarkan *financial distress* dan signifikan karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 sehingga H_a diterima dan H_0 ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaudry et al (2014); Arnold et al (2014); Dewi & Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Yustika et al (2019); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Luh (2020) yang menemukan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini sesuai berdasarkan teori kebijakan dividen yang menyebutkan bahwa untuk mengetahui apakah perusahaan berada dalam kondisi sehat atau mengalami *financial distress*. Kondisi perusahaan yang sehat ditunjukkan oleh perolehan laba dalam jangka waktu yang relatif lama. Salah satu rasio keuangan yang dapat digunakan untuk melihat kondisi kesehatan perusahaan adalah rasio kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan berapa laba yang harus dibagikan kepada pemegang saham dan berapa laba yang harus ditanam kembali (laba ditahan). Jika kebijakan dividen yang dibagikan perusahaan tidak tepat, akan menyebabkan kondisi *financial distress* bagi perusahaan.

Terdapat pengaruh positif *managerial ownership* terhadap keputusan *hedging*

Managerial Ownership berpengaruh negatif terhadap *hedging* dengan koefisien beta sebesar -0,216 nilai signifikansi sebesar 0,014 artinya terdapat pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* berdasarkan *managerial ownership* sehingga H_0 diterima dan H_a ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaudry et al (2014); Arnold et al (2014); Dewi & Purnawati (2016); Saragih & Musdholifah (2017); Aritonang (2018); Yustika et al (2019); Ayuningtyas et al (2019); Marhaenis & Luh (2020) yang menemukan bahwa MO berpengaruh positif dan signifikan. Hal ini sesuai berdasarkan *agency theory* yang menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengurangi konflik kepentingan adalah dengan menambah prosentase kepemilikan saham oleh manajer. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen dapat mensejajarkan kepentingan prinsipal dengan manajemen dan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang sahamnya, hal itu memaksa manajer untuk ikut menanggung semua konsekuensi dari tindakan mereka, dan jika satu satunya tujuan manajer adalah untuk kemakmuran pemegang saham maka *hedging* bukanlah pilihan utama.

Uji Moderasi

Uji moderasi dilakukan untuk melihat apakah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dijelaskan (dimoderasi) oleh variabel moderasi. Pada penelitian ini variabel moderasi adalah *leverage*. Berikut penjabaran hasil uji moderasi:

Tabel 6 Liquidity x Leverage Terhadap Keputusan Hedging

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Liquidit	.169	.092	3.372	1	.066	1.185
	y						
	Leverag	.230	.317	.527	1	.468	1.259
	e						
	M1	-.018	.067	.071	1	.789	.982
	Constant	-1.616	.350	21.304	1	.000	.199

a. Variable(s) entered on step 1: Liquidity, Leverage, M1.

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Leverage memoderasi pengaruh liquidity terhadap keputusan hedging

Berdasarkan tabel diatas didapatkan hasil koefisien beta negatif sebesar -0,18 dan signfikansi sebesar 0,789 lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 artinya variabel *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan antara likuiditas terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur, Maka H0 diterima dan Ha Ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya seperti Guniarti (2014); Arnold et al (2014); Nuzul & Lautania (2015); Sianturi & Pangestuti (2015); Krisdian & Badjra (2017); Saraswati & Suryantini (2019); Ayuningtyas et al (2019) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Tabel 7 Growth Opportunity x Leverage terhadap Keputusan Hedging

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Growth opporunity	-.106	.177	.362	1	.547	.899
	Leverage	-.063	.299	.044	1	.833	.939
	M2	.227	.190	1.427	1	.232	1.255
	Constant	-1.019	.307	10.994	1	.001	.361

a. Variable(s) entered on step 1: GO, Leverage, M2.

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Leverage memoderasi pengaruh growth opportunity terhadap keputusan hedging

Berdasarkan tabel diatas didapatkan hasil koefisien beta positif sebesar 0,227 dan signfikansi sebesar 0,232 lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 artinya variabel *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan antara likuiditas terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur, Maka H0 diterima dan Ha Ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya seperti Guniarti, 2014; Arnold et al., 2014; Nuzul & Lautania, 2015; Sianturi & Pangestuti, 2015; Krisdian & Badjra, 2017; Saraswati & Suryantini, 2019; Ayuningtyas et al., 2019) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Tabel 8 Financial Distress x Leverage terhadap Keputusan hedging

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Financia l distress	.036	.360	.010	1	.919	1.037
	Leverage	.298	.265	1.269	1	.260	1.348
	M3	-2.321	.683	11.549	1	.001	.098
	Constant	-.875	.307	8.133	1	.004	.417

a. Variable(s) entered on step 1: FD, Leverage, M3.

Sumber: Data diolah (SPSS 26)

Leverage memoderasi pengaruh financial distress terhadap keputusan hedging

Berdasarkan tabel diatas didapatkan hasil koefisien beta positif sebesar -2,321 dan signfikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05 artinya variabel *leverage* mampu memoderasi hubungan antara likuiditas terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur, Maka Ha diterima dan H0 Ditolak. Hasil penelitian ini sejalan

dengan penelitian sebelumnya seperti Guniarti, 2014; Arnold et al., 2014; Nuzul & Lautania, 2015; Sianturi & Pangestuti, 2015; Krisdian & Badjra, 2017; Saraswati & Suryantini, 2019; Ayuningtyas et al., 2019).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara bersama-sama antara seluruh variabel independen *financial distress*, *growth opportunity*, *leverage*, *firm size*, *liquidity*, *managerial ownership* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikansi uji F sebesar 0.247
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *liquidity* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0.016 dan nilai koefisien (B) sebesar 0.144.
3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *firm size* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0.683 dan nilai koefisien (B) sebesar 0.049
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *growth opportunity* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0.028 dan nilai koefisien (B) sebesar 0.657.
5. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif dan signifikan *financial distress* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0,014 dan nilai koefisien(B)sebesar -0,216.
6. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *managerial ownership* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan senilai 0,014
7. dan nilai koefisien (B) sebesar -0,126.
8. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *liquidity* yang dimoderasi dengan *leverage* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0,789 dan nilai koefisien (B) sebesar -0,18.
9. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh *growth opportunity* yang dimoderasi *leverage* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0,232 dan nilai koefisien (B) sebesar 0.232.
10. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh *financial distress* yang dimoderasi *leverage* terhadap keputusan *hedging* dengan nilai signifikan sebesar 0,001 dan nilai koefisien (B) sebesar -2,321.

REFERENSI

- Ameer, R. (2010). Determinants of corporate hedging practices in Malaysia. *International Business Research*, 120-130.
- Aritonang. (2018). Faktor-Faktor Dalam Pengambilan Keputusan Hedging pada Instrumen Derivatif Valuta Asing. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Daerah*.
- Arnold, M. M., Rathgeber, A. W., & Stöckl, S. (2014). Determinants of corporate hedging: A (statistical) meta-analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 443-458.
- Ayuningtyas, V., Warsini, S., & Mirati, E. (2019). Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Pengambilan Keputusan Hedging Menggunakan Instrumen Derivatif Valuta Asing. *ACCOUNT: Jurnal Akuntansi Keuangan dan Perbankan*.

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan: Essensial of Financial Management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chaudhry, D., Mehmood, M. S., & Mehmood, A. (2014). Determinants of corporate hedging policies and derivatives usage in risk management practices of non-financial firms. *Wulfenia Journal*, 293-310.
- Dewi, K. R., & Purnawati, K. (2016). Pengaruh market to book value dan likuiditas terhadap keputusan hedging pada perusahaan manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 355-384.
- Djojosoedarso, S. (1999). *Prinsip-prinsip Manajemen Risiko dan Asuransi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Feriyanto, A., & Triana, E. S. (2015). *Pengantar manajemen (3 IN 1)*. Kebumen: Mediatara.
- Fitria, A. (2018). Faktor Pendorong Penggunaan Derivatif: Studi dari Indonesia. *Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis* 9.1, 70-83.
- Guniarti, F. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)* 5.1, 64-79.
- Hull, J. C. (2008). *Fundamentals Of Future And Options Markets. Sixth Edition*. New Jersey: Penerbit Pearson Prentice Hall.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3.4, 305-360.
- Kasmir. (2010). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Krisdian, N. P., & Badjra, I. B. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tingkat Hutang, dan Kesulitan Keuangan Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 1452-1477.
- Madura, J. (2000). Manajemen keuangan internasional. *Alih bahasa: Emil Salim*.
- Mahmood, H., & Abdul Waheed, a. S. (2014). Role of Macroeconomic Indicators in Banking Crisis. *Academic Research International* 5.2, 205-213.
- Marhaenis, L., & L, A. (2020). Pengaruh Financial Distress, Growth Opportunities Dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Pertambangan Bei. *E-Jurnal Manajemen*, 1778-1797.
- Modigliani, F., & MH, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- Moffett, D. K., & Michael, H. (2010). *Manajemen Keuangan Multinasional Edisi Kesebelas*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Nance, D., Smith, C., & Smithson, C. (1993). On the determinants of corporate hedging. *The Journal of Finance*, 267-284.
- Nguyen, H., & Faff, R. (2003). Can the use of foreign currency derivatives explain variations in foreign exchange exposure?: Evidence from Australian companies. *Journal of Multinational Financial Management* 13.3 , 193-215.
- Nuzul, H., & Lautania, M. F. (2015). Pengaruh Leverage, Financial Terhadap Distress Dan Growth Options Terhadap Aktivitas Hedging Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akutansi dan Bisnis*, 104-113.
- Paranita, E. E. (2011). Kebijakan Hedging Dengan Derivatif Valuta Asing Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan Fakultas Ekonomi UNIMUS*, 228-237.
- Rahmadini, M., Darminto, D. P., & Suyanto. (2020). Struktur Modal dan Determinasi Keputusan Hedging pada Perusahaan Automotive and Allied Products. *JRAP (Jurnal Riset Akutansi dan Perpajakan)*, 35-42.
- Ross, E. A. (2009). *Modern Financial Management, 8th edition*. Singapore: McGrawHill Inc.
- Saragih, F., & Musdholifah. (2017). Pengaruh Growth Opportunity, Firm Size, dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Perbankan Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 5 No 2 - Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya*.

- Saraswati, A. P., & Suryantini., N. P. (2019). Pengaruh Leverage, Firm Size, Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 8.5, 2999-3027.
- Sevic, D. S. (2012). Determinants of Corporate Hedging Decision: Evidence from Croatian and Slovenian Companies. *Research in International Business and Finance* , 1-25.
- Sianturi, C. N., & Pangestuti, I. R. (2015). Pengaruh Liquidity, Firm Size, Growth Opportunity, Financial Distress, Leverage Dan Managerial Ownership Terhadap Aktivitas Hedging Dengan Instrumen Derivatif (Studi Kasus Pada Perusahaan Nonfinansial Yang Terdaftar Di BEI Periode 2010-2014). *Fakultas Ekonomika dan Bisnis*.
- Sunaryo, T. (2007). *Manajemen Risiko Finansial*. Penerbit Salemba.
- Tai, V. W., Lai, Y.-H., & Lin, L. (2014). Local institutional shareholders and corporate hedging policies. *the North American Journal of Economics and Finance* 28, 287-312.
- Triki, T. (2005). *Three Essays on Risk Management*. Canada: Universitas de Montreal.
- Widyagoca, I. G., & Lestari, P. V. (2016). Pengaruh Leverage, Growth Opportunities, dan Liquidity terhadap Pengambilan Keputusan Hedging PT. Indosat Tbk. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 1282-1308.
- Wulandari, Y., & Kusairi, S. (2017). The impact of macroeconomic and internal factors on banking distress. *International Journal of Economics and Financial Issues* 7.3, 429-436.
- Yustika, D., Cheisviyanny, C., & Helmayunita, N. (2019). Pengaruh Financial Distress, Growth Options, Institutional, Ownership Terhadap Aktivitas Hedging. *JURNAL EKSPLORASI AKUNTANSI (JEA)* 1.1, 388-403.