

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN *HEDGING* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013-2015**

Skripsi

**Oleh
SITI HAFIDOH**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2017**

ABSTRAK

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEPUTUSAN *HEDGING* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDATAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013 -2015

Oleh

Siti Hafidoh

Lindung nilai atau *hedging* melalui instrumen derivatif merupakan salah satu alternatif dari manajemen risiko yang bertujuan untuk melindungi aset yang dimiliki perusahaan dari kerugian yang diakibatkan oleh risiko yang terjadi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015. Motivasi yang memengaruhi perusahaan mengambil keputusan *hedging* adalah *financial distress problem*, *underinvestment problem*, dan *asset substitution problem*. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diunduh dari situs Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Sedangkan sampel penelitian ini sejumlah 96 perusahaan yang memiliki eksposur transaksi. Analisis regresi logistik dengan metode *stepwise* digunakan untuk menguji hipotesis.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model analisis menghasilkan ketepatan 60,2 %. Proksi dari variabel independen yaitu *leverage*, *growth opportunity*, *firm size*, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan tingkat signifikansi 5%, sedangkan *financial distress*, profitabilitas dan *dividend policy* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging*. Kesimpulan dari penelitian ini adalah *financial distress problem* dengan proksi *leverage*; *underinvestment problem* dengan proksi *growth opportunity* dan *firm size*; serta *asset substitution problem* dengan proksi likuiditas berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Kata kunci: Lindung nilai, instrumen derivatif, manajemen risiko.

ABSTRACT

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING HEDGING DECISION IN THE MANUFACTURE COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE IN 2013-2015

By

Siti Hafidoh

Hedging using derivative instrument is an alternative of risk management that aims to protect the assets of company from losses caused by the risk. The objective of the study was to know the factors which influence hedging decision at manufacture companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2013-2015. Motivation that affect the company took the hedging decision is financial distress problem, underinvestment problem, and asset substitution problem. The data of the research were secondary data which was downloaded from the Indonesia Stock Exchange website. The population of the study was all manufacture companies listed in Indonesia Stock Exchange in the period of 2013-2015. There were 96 companies which had the transaction exposure data for analysis. The data were analyzed by Logistic Regression with stepwise methode to test the hypothesis.

The test result showed that analysis model gave the accuracy 60.2% and Proxy of independent variables are leverage, growth opportunity, firm size and liquidity, significantly influenced the probability prediction of hedging activity with 5% level of significancy, while the research variables financial distress, profitability and dividend policy did not give significant influence. The conclusion there is a significant positive correlation between financial distress problem with proxy leverage; underinvestment problem with proxy growth opportunity and firm size; and assets substitution problem proxy liquidity affecting on hedging decisions.

Keywords: Hedging, derivative instrument, risk management.

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEPUTUSAN *HEDGING* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013-2015**

Oleh

SITI HAFIDOH

Sripsi

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
SARJANA EKONOMI

Pada

**Jurusan Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2017**

Tesis

**: ANALISIS FAKTOR – FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEPUTUSAN HEDGING
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR PADA BURSA EFEK
INDONESIA TAHUN 2013 – 2015**

Nama Mahasiswa

: Siti Hafidoh

Nomor Pokok Mahasiswa : 1311011155

Jurusan

: Manajemen

Fakultas

: Ekonomi dan Bisnis



Pembimbing I

Pembimbing II

Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.
NIP. 19691128 200012 2 001

Prakarsa Panjinegara, S.E., M.E.
NIP. 19740501 200801 1 007

MENGETAHUI
Ketua Jurusan Manajemen

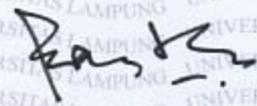
Dr. R.R. Erlina, S.E., M.Si.
NIP 19620822 198703 2 002

MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

Ketua

: Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.



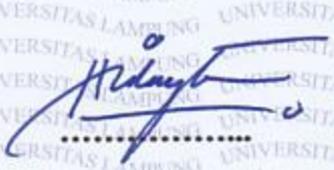
Sekretaris

: Prakarsa Panjinegara, S.E., M.E.



Penguji Utama

: Hidayah Wiweko, S.E., M.Si.

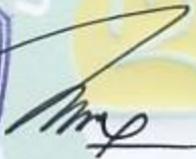


2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si

NIP 19610904 198703 1 011



Tanggal Lulus Ujian Skripsi : 16 Juni 2017

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Saya yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa skripsi ini telah ditulis dengan sungguh-sungguh dan tidak merupakan penjiplakan hasil karya orang lain. Apabila dikemudian hari pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi sesuai peraturan yang berlaku."

Bandar Lampung, 03 Juni 2017

Penulis,



Siti Hafidoh

RIWAYAT HIDUP

Penulis dilahirkan di Tanjung Gading, Kecamatan Rajabasa, Kabupaten Lampung Selatan pada tanggal 22 Agustus 1995, sebagai anak kedua dari tiga bersaudara dari Bapak Hamdani dan Ibu Indri Yuwati.

Penulis menempuh Pendidikan Taman Kanak-Kanak (TK) Dharma Wanita Air Panas Kalianda pada tahun 1999-2001. Penulis melanjutkan pendidikan di SD Negeri 1 Tanjung Gading pada tahun 2001 hingga tahun 2007. Penulis melanjutkan pendidikan di SMP Negeri 1 Kalianda pada tahun 2007 hingga tahun 2010, kemudian melanjutkan pendidikan di SMA Negeri 9 Bandar Lampung pada tahun 2010 hingga tahun 2013.

Pada tahun 2013 penulis melanjutkan pendidikan di Universitas Lampung Fakultas Ekonomi dan Bisnis Jurusan Manajemen, konsentrasi Keuangan, Universitas Lampung.

MOTTO

“Maka, sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan. Maka apabila engkau telah selesai (dari sesuatu urusan), tetaplah bekerja keras (untuk urusan yang lain). Dan hanya kepada Tuhanmulah engkau berharap.”

(QS. Al-Insyiroh: 5-8)

“Keep Pray, Stay Focus, and Enjoy The Show”

(Adam Damanik)

PERSEMBAHAN

*Kupersembahkan hasil karyaku ini untuk ibu, ayah, kakak dan adik tercinta
sebagai tanda bukti dan cinta kasih sayangku yang dengan tulus selalu
mendo'akan dan memberi motivasi serta masukan untukku,
terimakasih ku ucapkan.*

SANWACANA

Puji syukur kehadiran Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul : “Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Keputusan *Hedging* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 – 2015. Penulisan skripsi ini merupakan syarat untuk memperoleh gelar Sarjana (S1) pada jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Penulis telah mendapatkan bimbingan, bantuan, serta dorongan dari berbagai pihak dalam penulisan skripsi ini, dan pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Keluarga tercinta. Ayah dan ibuku yaitu Bapak Hamdani dan Ibu Indri Yuwati serta kakak dan adikku yaitu Irwan Sanusi dan Alfa Projustitia yang telah memberikan seluruh dukungan baik dalam bentuk doa, materi maupun berupa kasih sayang, semangat, serta nasihat yang tak terbatas kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan apa yang menjadi kewajiban penulis serta dapat mengejar cita-cita penulis.
2. Bapak Prof. Dr. H. Satria Bangsawan, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Dr. Rr. Erlina, S.E., M.Si., selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Ibu Yuningsih, S.E., M.M., selaku Sekretaris Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

5. Ibu Dr. Dorothy Rouly Pandjaitan, S.E., M.Si., selaku Pembimbing Akademik.
6. Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Utama atas kesediaannya yang telah banyak memberikan waktu, pengetahuan, bimbingan, serta saran dan kritik dalam proses penyelesaian skripsi ini.
7. Bapak Prakarsa Panjinegara, S.E., M.M., selaku Dosen Pembimbing Pendamping atas kesediaannya yang telah banyak memberikan waktu, pengetahuan, bimbingan, serta saran dan kritik dalam proses penyelesaian skripsi ini.
8. Bapak Hidayah Wiweko, S.E., M.Si., selaku Dosen Penguji Utama atas kesediaannya yang telah banyak memberikan waktu, pengetahuan, bimbingan, serta saran dan kritik dalam proses penyelesaian skripsi ini.
9. Bapak dan Ibu dosen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Terima Kasih atas semua ilmu, pelajaran, waktu, dan kesabaran yang telah diberikan selama ini.
10. Ibu Siti Aminah, Bapak Aziz Jamil, Lilik Pupah, Lilik Wiji, Ibu Murdiah, Bapak Mas'ad, Mba Hiday dan Kak Santi. Terimakasih atas doa, dukungan dan semangat yang diberikan kepada penulis.
11. Sahabat – sahabatku Rafiqa, Rifka, Shara, Rianti, Nita, Gusti, Mba Rianti, Mba Winni, Tiwi, Azni, Ridho, Leo, Mas Hafiz, Cahyo, Ika, Lilik, Eli, Mba Astri, Mba Isma, Mba Tantri, Mba Novi, Dewi, Afifah, Mba Dewi, Mba Nina, Atika, Armania, Fitriacia, Nova, Indah, Uus, Tri Indah, Ratu, Rachma, Lisna, Syarifa, Armeita, Ani, Septi, dan yang lainnya yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu. Terima kasih atas perhatian,

kesetiaan, keikhlasan dalam setiap waktu kebersamaan yang telah kita lewati.

12. Seluruh pihak yang secara langsung dan tidak langsung ikut membantu dalam penyusunan laporan akhir ini.

13. Almamater tercinta, Universitas Lampung.

Semoga Allah SWT membalas kebaikan, dukungan dan bantuan jauh lebih baik dari yang telah penulis terima. Penulis menyadari adanya kekurangan maupun kesalahan dalam skripsi ini, oleh karena itu kritik dan saran yang bersifat membangun sangat penulis harapkan dari semua pihak. Semoga skripsi yang sederhana ini dapat bermanfaat bagi penulis khususnya dan bagi pembaca serta masyarakat pada umumnya. Amin.

Bandar Lampung, 03 Juni 2017

Penulis

Siti Hafidoh

DAFTAR ISI

Halaman

COVER	
DAFTAR ISI	i
DAFTAR GAMBAR	iv
DAFTAR TABEL	v
DAFTAR LAMPIRAN	vi

I. PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	8
C. Tujuan Penelitian	9
D. Manfaat Penelitian	9

II. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	10
A. <i>Shareholder Value Maximization Theory</i>	10
B. Risiko Dan Manajemen Risiko.....	12
C. Jenis-Jenis Eksposur Valuta Asing	14
1. Eksposur Translasi	14
2. Eksposur Traksaksi	14
3. Eksposurf Ekonomi	14
D. <i>Hedging</i>	15
E. Instrumen Derivatif	16
1. Kontrak <i>Option</i>	16
2. Kontrak <i>Forward</i>	16
3. Kontrak <i>Futures</i>	17
4. Kontrak <i>Swap</i>	17
F. <i>Financial Distress</i>	18
G. <i>Leverage</i>	18
H. Profitabilitas	19
I. <i>Growth Opportunity</i>	19
J. <i>Firm Size</i>	20
K. Likuiditas	21
L. <i>Dividend Policy</i>	21
M. Penelitian Terdahulu	22
N. Rerangka Pemikiran	24
O. Pengembangan Hipotesis	25
1. Pengaruh <i>Financial Distress Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	25
1.1 Pengaruh <i>Financial Distress</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	25
1.2 Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	26
1.3 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	26

2. Pengaruh <i>Underinvestment Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	27
2.2 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	27
2.3 Pengaruh <i>Firm Size</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	27
3. Pengaruh <i>Asset Substitution Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	28
3.2 Pengaruh Likuiditas Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	28
3.3 Pengaruh <i>Dividend Policy</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	28
III. METODE PENELITIAN	29
A. Jenis dan Sumber Data	29
B. Metode Pengumpulan Data	29
C. Populasi dan Sampel	30
D. Definisi Operasional Variabel	30
1. Variabel Dependen	31
2. Variabel Independen	31
2.1 <i>Financial distress problem</i>	31
2.1.1 <i>Financial distress</i>	31
2.1.2 <i>Leverage</i>	32
2.1.3 Profitabilitas	32
2.2 <i>Underinvestment problem</i>	33
2.2.1 <i>Growth Opportunity</i>	33
2.2.2 <i>Firm Size</i>	33
2.3 <i>Asset Substitution</i>	34
2.3.1 Likuiditas	34
2.3.2 <i>Dividend Policy</i>	34
E. Metode Analisis Data	35
1. Analisis Statistik Deskriptif	36
2. Analisis Regresi Logistik	36
2.1 Uji Kelayakan Model (<i>Hosmer and Lemeshow's Goodness of fit</i>)	37
2.2 Uji Keseluruhan Model (<i>Overall Fit Model</i>)	37
2.3 Uji Koefisien Determinasi (<i>Nilai Nagelkarke (R²)</i>)	38
2.4 Uji Koefisien Regresi Logistik dan Pengujian Hipotesis (<i>Uji Wald</i>)	39
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	40
A. Analisis Data	40
B. Hasil Analisis	40
1. Statistik Deskriptif	40
2. Analisis Regresi Logistik	44
2.1 Hasil Uji Kelayakan Model (<i>Hosmer and Lemeshow's Goodness of fit</i>)	44
2.2 Hasil Uji Keseluruhan Model (<i>Overall Fit Model</i>)	44
2.3 Hasil Uji Koefisien Determinasi (<i>Nilai Nagelkarke (R²)</i>)	46
2.4 Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik & Pengujian Hipotesis (<i>Uji Wald</i>)	46
C. Pembahasan	52
1. Pengaruh <i>Financial Distress Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	53

1.1	Pengaruh <i>Financial Distress</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	53
1.2	Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	54
1.3	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	55
2.	Pengaruh <i>Underinvestment Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	55
2.1	Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	55
2.2	Pengaruh <i>Firm Size</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	57
3.	Pengaruh <i>Asset Substitution Problem</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	58
3.1	Pengaruh Likuiditas Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	58
3.2	Pengaruh <i>Dividen Policy</i> Terhadap Keputusan <i>Hedging</i>	59
V.	SIMPULAN DAN SARAN	61
A.	Simpulan	61
B.	Saran	62

DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Rerangka Pemikiran	24

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Daftar Sampel Penelitian	L-1
2. Hasil Perhitungan Variabel <i>Hedging</i>	L-4
3. Hasil Perhitungan Variabel <i>Financial Distress</i>	L-7
4. Hasil Perhitungan Variabel <i>Leverage</i>	L-10
5. Hasil Perhitungan Variabel Profitabilitas	L-13
6. Hasil Perhitungan Variabel <i>Growth Opportunity</i>	L-16
7. Hasil Perhitungan Variabel <i>Firm Size</i>	L-19
8. Hasil Perhitungan Variabel Likuiditas	L-22
9. Hasil Perhitungan Variabel <i>Dividend Policy</i>	L-25
10. Hasil Analisis Deskriptif.....	L-28
11. Hasil Uji Kelayakan Model (<i>Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit</i>)..	L-29
12. Hasil Uji Menilai Keseluruhan Model (<i>Overall Model Fit</i>)	L-30
13. Hasil Uji Koefisiensi Regresi Logistik & Pengujian Hipotesis (Uji <i>Wald</i>)...	L-31
14. Nilai <i>Chi Square</i>	L-33

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Penelitian Terdahulu	22
2. Penarikan Sampel Penelitian	30
3. Definisi Operasional Variabel	35
4. Hasil Analisis Deskriptif	41
5. Nilai <i>Hosmer and Lemeshow's Goodness of fit</i>	44
6. Nilai Nilai <i>-2 Log Likelihood (Block Number =0)</i>	45
7. Nilai <i>-2 Log Likelihood (Block Number =1)</i>	45
8. Variabel yang Masuk dalam Model Regresi.....	47
9. Variabel yang Keluar dari Model Regresi	48
10. Nilai <i>Chi Square</i>	49

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perdagangan internasional saat ini telah berkembang dengan sangat pesat. Perkembangan tersebut diketahui dari semakin banyaknya transaksi bisnis yang dilakukan antara pihak-pihak yang berasal dari negara yang berbeda, misalnya melakukan transaksi pembelian barang dari satu negara dan mengirimkannya ke negara lain. Transaksi dalam perdagangan internasional tentunya tidak lepas dari risiko, salah satu risiko yang dihadapi yaitu perbedaan mata uang yang digunakan dari setiap negara, sehingga dapat menyebabkan terjadinya risiko perubahan nilai tukar mata uang. Risiko tersebut dapat diminimalisir dengan menerapkan manajemen risiko melalui beberapa proses diantaranya, identifikasi risiko, evaluasi dan pengukuran risiko, dan pengelolaan risiko (Sunaryo, 2009).

Menurut Guniarti (2014) fluktuasi kurs valuta asing merupakan risiko terbesar dari transaksi multinasional. Fluktuasi tersebut berdampak langsung pada penjualan, penetapan produk, serta laba eksportir dan importir. Fluktuasi kurs valuta asing juga menyebabkan ketidakpastian nilai aset dan kewajiban, serta dapat mengancam kelangsungan hidup suatu perusahaan sehingga dapat berujung pada kebangkrutan. Perusahaan dapat mengantisipasi dampak negatif dari risiko fluktuasi kurs valuta asing serta melindungi kepentingan pemegang saham dengan melakukan pengambilan keputusan *hedging* melalui instrumen derivatif.

Instrumen derivatif merupakan salah satu alternatif dalam pasar modal yang cukup berperan. Derivatif adalah instrumen finansial yang imbalan dan nilainya berasal dari, atau tergantung pada sesuatu yang lain yang dikenal dengan sebutan *underlying*. *Underlying instruments* dalam derivatif tidak terbatas pada finansial saja, seperti saham, *warrants*, dan obligasi, tetapi bisa terdapat pada komoditas, logam berharga, indeks saham, tingkat suku bunga, dan kurs nilai tukar. Derivatif yang paling umum digunakan untuk aktivitas *hedging* adalah kontrak *options*, kontrak *forward*, kontrak *future*, dan kontrak *swap*. Perusahaan menggunakan instrumen derivatif dalam aktivitas *hedging* karena derivatif merupakan alat untuk merubah atau meningkatkan eksposur keuangan perusahaan (Sherlita, 2006).

Pengambilan keputusan *hedging* dipengaruhi oleh faktor - faktor yang berasal dari eksternal perusahaan dan juga internal perusahaan. Berikut ini penjelasan mengenai faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi aktivitas *hedging* antara lain BI *rate*, nilai tukar, dan inflasi yang menjadi acuan perusahaan dalam melakukan aktivitas *hedging* (Sunaryo, 2009).

Faktor eksternal yang pertama adalah BI *rate* yang merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik (www.bi.go.id). Fluktuasi BI *rate* membuat beberapa perusahaan akan mengalami kesulitan dengan suku bunga pinjaman yang berhubungan dengan suku bunga acuan, karena tingkat BI *rate* yang cenderung tidak stabil.

Faktor eksternal kedua adalah nilai tukar yang merupakan jumlah unit dari satu jenis mata uang dapat dibeli dengan unit mata uang berbeda lainnya (Sunaryo,

2009). Fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi inflasi, sebagai contoh ketika nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing melemah akan berdampak pada harga barang. Meningkatnya harga barang akan menyebabkan inflasi. Fluktuasi nilai tukar merupakan risiko yang dapat diminimalisir menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging* untuk menutupi kerugian yang akan timbul dari risiko nilai tukar.

Faktor eksternal yang ketiga Inflasi yang merupakan suatu keadaan meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus (www.bi.go.id). Fluktuasi pada tingkat inflasi dapat menimbulkan risiko bagi perusahaan, contohnya perusahaan manufaktur yang dalam operasionalnya membutuhkan bahan baku untuk memproduksi barang. Fluktuasi inflasi akan membuat harga bahan baku yang dibutuhkan perusahaan tidak stabil. Kenaikan inflasi menyebabkan harga bahan baku meningkat dan membuat perusahaan membayar lebih dari jumlah yang seharusnya dibayarkan. Risiko tersebut dapat diminimalisir dengan menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*. Perusahaan dapat menentukan harga transaksi untuk jangka waktu tertentu untuk menghindari fluktuasi harga yang disebabkan oleh inflasi.

Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging* tidak hanya berasal dari faktor eksternal saja, tetapi keputusan *hedging* juga dipengaruhi dari faktor internal suatu perusahaan. Faktor internal yang mendorong perusahaan melakukan keputusan *hedging* diantaranya yaitu untuk mengatasi *financial distress problem*, *underinvestment problem* dan *asset substitution problem* (Mian, 1996). Berikut penjelasan dari faktor internal perusahaan yang melakukan keputusan *hedging*.

Faktor internal yang pertama *financial distress problem* yaitu kondisi perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Menurut Guniarti (2014) dan Paranita (2011) bahwa *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan yang mengalami indikasi kesulitan keuangan akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya sehingga terdorong untuk melindungi diri dari berbagai risiko termasuk risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Alat hitung yang digunakan adalah *interest coverage ratio*, ketika hasil nilai perhitungan menurun perusahaan akan berhati-hati dalam mengelola keuangannya dan terdorong untuk melindungi perusahaan dari risiko dengan mengambil kebijakan *hedging*, tetapi menurut Afza dan Alam (2011) bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging*.

Menurut Paranita (2011) bahwa *leverage* perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya. Ketersediaan dana membuat perusahaan mampu untuk menjalankan kegiatan operasionalnya. Penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan dengan kuantitas modal yang dimiliki perusahaan menyebabkan berbagai risiko yang berujung pada kebangkrutan perusahaan, dengan semakin tingginya pemenuhan kewajiban maka perusahaan perlu melakukan tindakan keputusan *hedging*. Penelitian lain dengan hasil yang sama juga diteliti oleh Bartram *et al.* (2009), Guniarti (2014), dan Nuzun dan Lautina (2015), tetapi menurut hasil penelitian Afza dan Alam (2011) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa variabel *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Menurut Jiwandana (2016) Perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas yang tinggi berarti menghadapi risiko *financial distress problem* yang lebih rendah, sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk tidak melakukan *hedging*, namun bagi perusahaan yang memiliki tingkat rasio profitabilitas yang rendah berarti menghadapi risiko kesulitan keuangan, sehingga perusahaan akan cenderung melakukan *hedging* untuk menghindari risiko tersebut. Hasil penelitian Chaundry *et al.* (2014) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Faktor internal yang kedua yaitu *underinvestment problem*. Perusahaan yang melakukan *hedging* dapat mengurangi *underinvestment problem* yaitu masalah menurunnya kemampuan perusahaan dalam mendanai investasi karena faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi aliran arus kas internal perusahaan. Faktor eksternal tersebut yaitu fluktuasi kurs, tingkat suku bunga dan inflasi. *Hedging* dapat melindungi nilai aset dan tingkat hutang akibat fluktuasi kurs, sehingga fluktuasi aliran arus kas dapat dikurangi dan perusahaan dapat mempertahankan kemampuannya dalam mendanai suatu investasi. *Underinvestment problem* dapat diproksikan dengan *growth opportunity* dan *firm size* (Paranita, 2011).

Menurut Guniarti (2014) *growth opportunity* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang pesat akan menghadapi *underinvestmen cost* yang lebih besar, sehingga perusahaan lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging* untuk melindungi ase-aset perusahaan, tetapi menurut Chaundry *et al.* (2014) *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan *hedging*.

Menurut Guniarti (2014) *firm size* atau ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan besar akan cenderung untuk melakukan keputusan *hedging* dibandingkan dengan perusahaan kecil karena perusahaan besar menikmati skala ekonomi yang lebih luas. Ukuran perusahaan yang semakin besar maka akan semakin bertambahnya aktivitas yang terjadi di dalam suatu 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 fluktuasi kurs valuta asing. Penelitian dengan hasil yang sama juga dilakukan oleh Chaundry *et al.* (2014), tetapi hasil penelitian yang dilakukan oleh Bartram *et al.* (2009) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Faktor internal yang ketiga yaitu *asset substitution problem*, merupakan masalah yang berkaitan dengan *agency problem* yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan antara pihak agen dan prinsipal, untuk mengurangi konflik kepentingan ini salah satunya dengan meningkatkan sumber pendanaan melalui hutang, tetapi pembiayaan dengan hutang membuat pemegang saham cenderung memilih proyek yang lebih berisiko. Kreditur beranggapan bahwa pemegang saham telah berlaku oportunistik dan membebaninya dengan tingkat suku bunga yang tinggi, sehingga akan menaikkan biaya modal dan mengurangi *net present value* proyek serta lebih berisiko gagal bayar (Paranita, 2011). Perusahaan dapat melakukan aktivitas *hedging* untuk dapat mempertahankan jumlah hutangnya dan tetap dapat melakukan pendanaan melalui hutang, sehingga dapat mengurangi biaya agensi dan mensejajarkan kepentingan kreditur dan pemegang saham.

Menurut Paranita (2011) perusahaan yang memiliki aset yang likuid cenderung tidak terbebani *assets substitution problem* sehingga perusahaan tersebut tidak memerlukan tindakan untuk melakukan keputusan *hedging*. Perusahaan dengan tingkat rasio likuiditas yang tinggi berarti perusahaan tidak kesulitan dalam membayarkan kewajibannya kepada kreditur, maka perusahaan dapat mensejajarkan kepentingan antara kreditur dan pemegang saham. Menurut Bartram *et al.* (2009) bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*, namun pendekatan yang digunakan berbeda, menurutnya perusahaan yang semakin likuid berarti perusahaan tersebut tidak mengalami *financial distress* sehingga perusahaan tidak memerlukan keputusan *hedging*. Penelitian Guniarti (2014) menyatakan hal yang berbeda, bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Menurut Klingeberg *et al.* (2015) *dividend policy* atau kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Kebijakan dividen sebagai substitusi dari aktivitas manajemen risiko, ketika perusahaan lebih sering membagikan dividen yang dapat ditunjukkan dengan semakin tingginya *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami *asset substitution problem*, karena ketika perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham berarti perusahaan tersebut juga sudah menyelesaikan kewajibannya terlebih dahulu kepada kreditur. Hal tersebut menyebabkan perusahaan akan cenderung tidak melakukan keputusan *hedging*. Menurut Bartram *et al.* (2009) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Perusahaan dengan rasio DPR yang tinggi membutuhkan keputusan *hedging* untuk melindungi aset perusahaan.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging*. Penelitian ini hanya berfokus pada faktor internal perusahaan, alasan tidak meneliti faktor eksternal karena semua perusahaan memiliki data faktor eksternal dengan nilai yang sama, sehingga menyebabkan faktor eksternal tidak akan berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu keputusan *hedging*. Selain itu berbagai buku literatur juga seperti Sunaryo (2009), Madura (2006) dan Faisal (2001) mendukung bahwa perusahaan melakukan *hedging* dikarenakan faktor-faktor eksternal, sedangkan untuk faktor-faktor internal masih terdapat perbedaan hasil dari penelitian sebelumnya sehingga penelitian ini berfokus pada faktor internal perusahaan. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2013 - 2015, karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang sangat produktif dan aktif melakukan transaksi ekspor dan impor. Berdasarkan alasan-alasan yang telah dikemukakan, maka akan dilakukan penelitian dengan judul **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Hedging pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015”**.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *financial distress problem* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*?
2. Apakah *underinvestment problem* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*?
3. Apakah *asset substitution problem* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan dilakukannya penelitian ini adalah

1. Untuk mengetahui pengaruh *financial distress problem* terhadap keputusan *hedging*.
2. Untuk mengetahui pengaruh *underinvestmen problem* terhadap keputusan *hedging*.
3. Untuk mengetahui pengaruh *asset substitution problem* terhadap keputusan *hedging*.

D. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini dimaksudkan bermanfaat kepada:

1. Bagi perusahaan hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi pedoman untuk mengambil strategi dalam pengambilan keputusan *hedging* untuk melindungi aset-aset perusahaan.
2. Bagi investor hasil dari penelitian ini dapat dijadikan referensi ketika hendak berinvestasi, karena dapat mengetahui perusahaan mana yang tanggap terhadap perlindungan asetnya.
3. Bagi akademisi hasil dari penelitian ini diharapkan menjadi referensi dalam mengembangkan penelitian selanjutnya dan menjadi pedoman pembelajaran serta menjadi sumber untuk memperluas wawasan ilmu pengetahuan terutama dalam bidang manajemen keuangan.

II. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

A. *Shareholder Value Maximization Theory*

Rasionalitas kebijakan *hedging* didasarkan pada dua *mainstream* yaitu *shareholder value maximization theory* dan *manager's utility maximization theory*. *Shareholder value maximization theory* menjelaskan bahwa rasionalitas kebijakan *hedging* adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang sahamnya dengan cara mengatasi *financial distress problem*, *underinvestment problem*, dan *assets substitution problem*. *Mainstream* kedua adalah *manager's utility maximization theory* yang menjelaskan bahwa rasionalitas kebijakan *hedging* adalah untuk memaksimalkan kepentingan manajer perusahaan (Mian, 1996). Penelitian ini akan menganalisis berdasarkan *mainstream* pertama sehingga tinjauan pustaka hanya mengacu pada *mainstream* pertama. *Shareholder value maximization theory* bertolak dari tiga pemikiran berikut :

1. Faktor pertama perusahaan melakukan keputusan *hedging* adalah motivasi untuk mengatasi *financial distress problem* yang meliputi biaya legalitas, biaya administrasi kebangkrutan, biaya pengawasan dan biaya kontrak, yang dapat mengikis nilai pasar perusahaan. Kebijakan *hedging* dapat menurunkan probabilitas terjadinya biaya kesulitan finansial, dengan cara mengurangi fluktuasi arus kas. Pada penelitian ini *financial distress problem* akan diproksikan dengan rasio *financial distress*, *leverage* dan profitabilitas.

Perusahaan yang memiliki tingkat *financial distress* dan *leverage* yang tinggi cenderung akan melakukan *hedging* (Paranita, 2011), sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi berarti tidak mengalami kesulitan keuangan, sehingga perusahaan cenderung tidak melakukan *hedging* (Chaundry *et al.*, 2014).

2. Faktor kedua motivasi perusahaan melakukan keputusan *hedging* untuk dapat mengurangi *underinvestment problem* yang merupakan masalah ketika perusahaan melihat ada peluang investasi namun tidak dimanfaatkan secara optimal. Masalah ini timbul ketika pembiayaan eksternal mahal sehingga perusahaan harus mengurangi investasinya ketika arus kas internal tidak cukup untuk mendanai proyek yang prospektif. *Underinvestment cost* mencerminkan *net present value* proyek yang mestinya positif jika tersedia pembiayaan internal (Sunarsih, 2004). Perusahaan yang melakukan *hedging* dapat diproteksi dari fluktuasi arus kas sehingga yakin bahwa arus kas internal memadai untuk mendanai investasi (Penings, 2002). *Underinvestment problem* dapat diproksikan dengan *growth opportunity* dan ukuran perusahaan. Perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan dan ukuran perusahaan yang lebih besar akan menghadapi *underinvestment cost* yang lebih besar, sehingga akan lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Paranita, 2011).
3. Faktor ketiga motivasi perusahaan melakukan *hedging* adalah *assets substitution problem*. Masalah ini berkaitan dengan *agency problem* yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan antara kreditur dan pemegang saham. Hal ini terjadi jika hutang perusahaan mencapai jumlah yang signifikan

dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda melakukan substitusi aset, sehingga membuat pemegang saham cenderung memilih proyek yang lebih berisiko, karena investasi yang berisiko berpotensi meningkatkan laba pemegang saham. Kreditur atau pemegang obligasi akan beranggapan bahwa pemegang saham telah berlaku oportunistik dan membebaninya dengan tingkat suku bunga yang tinggi, sehingga akan menaikkan biaya modal dan mengurangi *net present value* proyek serta lebih berisiko gagal bayar (Paranita, 2011). *Assets substitution problem* dapat diproksikan dengan likuiditas dan *dividend policy*. Likuiditas yang tinggi melalui perhitungan *current ratio* yang mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya, semakin likuid suatu perusahaan semakin terhindar dari *assets substitution problem* (Paranita, 2011). Perusahaan yang sering membagikan dividen yang dapat ditunjukkan dengan tingginya *Dividend Payout Ratio* (DPR) berarti perusahaan dapat mensejahterakan pemegang saham dan juga tidak mengalami kesulitan dalam mengembalikan utang kepada kreditur sehingga menyebabkan perusahaan akan lebih sedikit melakukan aktivitas *hedging* (Klingeberg *et al.*, 2015).

B. Risiko dan Manajemen Risiko

Risiko adalah kerugian akibat kejadian yang tidak dikehendaki. Risiko dapat diidentifikasi berdasarkan faktor penyebabnya, yaitu risiko karena pergerakan harga pasar dikategorikan sebagai risiko pasar. Risiko karena mitra transaksi gagal bayar dikategorikan sebagai risiko kredit. Sementara itu, risiko karena kesalahan atau kegagalan orang, sistem, proses dan faktor eksternal disebut risiko operasional (Sunaryo, 2009).

Risiko juga memiliki tiga komponen utama yaitu kemungkinan (*probability*), kejadian (*event*), dan kerugian (*loss*). Apabila salah satu dari ketiga komponen tersebut tidak ada, maka dikatakan bahwa risiko tidak terjadi. Risiko dapat diartikan juga sebagai ketidakpastian (*uncertainty*) dan memiliki objek risiko atau eksposur. Risiko tidak dapat dihindari namun risiko tersebut dapat diminimalisir dengan melakukan strategi untuk meminimalisir risiko (Putro, 2012).

Jenis risiko bermacam-macam antara lain risiko kredit, risiko pasar, risiko likuiditas, risiko operasional, risiko keuangan, risiko hukum, risiko reputasi, risiko strategik, dan risiko kepatuhan. Salah satu risiko yang dapat dikurangi dalam manajemen risiko adalah risiko keuangan. Bentuk risiko keuangan sendiri bermacam-macam dan salah satunya adalah berubahnya nilai tukar mata uang terhadap mata uang asing (Utomo, 2000).

Manajemen risiko adalah pengidentifikasian peristiwa-peristiwa yang dapat memberikan konsekuensi keuangan yang merugikan dan kemudian mengambil tindakan untuk mencegah dan atau meminimalkan kerugian yang diakibatkan oleh peristiwa-peristiwa tersebut (Brigham dan Houston, 2006). Beberapa alasan perusahaan perlu melakukan pengelolaan risiko menurut Brigham dan Houston (2006) yakni :

1. Kepastian utang, manajemen risiko dapat mengurangi ketidakstabilan arus kas sehingga akan menjaga nilai perusahaan tidak menurun dan dapat mengurangi risiko kebangkrutan.
2. Dampak perpajakan, pajak yang tinggi akan menurunkan laba perusahaan dan disisi lain pajak selalu berfluktuasi sesuai dengan tingkat pendapatan.

C. Eksposur Valuta Asing

Eksposur valuta asing adalah kepekaan perubahan nilai riil aset kewajiban atau pendapatan operasi yang dinyatakan dalam mata uang domestik terhadap perubahan kurs yang tidak terantisipasi (Levi, 2001). Eksposur dikelompokkan ke dalam tiga tipe yaitu eksposur translasi, eksposur ekonomi, dan eksposur transaksi. Berikut ini penjelasannya menurut Horne dan Warchowizh (2007) :

1. Eksposur Translasi

Eksposur translasi merupakan perubahan laba akuntansi dan neraca yang disebabkan oleh perubahan nilai tukar. Perusahaan yang menggunakan mata uang lokal, semua aktiva dan kewajiban ditranslasikan pada nilai tukar saat ini. Keuntungan dan kerugian translasi tidak tercermin dalam laporan laba rugi, namun diakui di ekuitas pemilik sebagai penyesuaian translasi.

2. Eksposur Transaksi

Eksposur transaksi mencakup keuntungan dan kerugian yang terjadi ketika menyelesaikan transaksi luar negeri tertentu yang berhubungan dengan penyelesaian transaksi tertentu. Eksposur transaksi biasanya digunakan dalam hubungan perdagangan luar negeri, yaitu impor atau ekspor tertentu dengan menggunakan kredit rekening terbuka atau *open-account credit*.

3. Eksposur Ekonomi

Eksposur ekonomi adalah perubahan nilai suatu perusahaan yang mengiringi perubahan nilai tukar yang tidak diantisipasi. Eksposur ekonomi tidak memiliki

deskripsi sejelas eksposur translasi maupun transaksi. Eksposur ekonomi bergantung pada apa yang terjadi pada arus kas yang diharapkan di masa mendatang, sehingga subjektivitas perlu dilibatkan.

D. Hedging

Hedging atau lindung nilai adalah strategi yang digunakan untuk melindungi nilai dari aset-aset yang dimiliki oleh perusahaan dari kerugian yang terjadi akibat risiko-risiko yang ada. Prinsip dasar *hedging* adalah menutupi kerugian yang timbul pada posisi aset awal dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging*. Sebelum melakukan *hedging*, *hedger* hanya memegang sejumlah aset awal, setelah melakukan *hedging*, *hedger* memegang sejumlah aset awal dan sejumlah aset instrumen *hedging* (Sunaryo, 2009).

Hedging sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar atau yang diterima di masa mendatang tidak terpengaruh oleh fluktuasi kurs valuta asing (Fitriasari, 2011). Berikut contoh dari transaksi *hedging*, pada tanggal 12 Maret 2012 sebuah perusahaan meminjam sejumlah uang dalam mata uang asing kepada perusahaan keuangan internasional dan difasilitasi dengan kontrak *hedging*, kurs yang disepakati saat itu adalah Rp. 11.500 per USD dan akan jatuh tempo pada 8 Maret 2017. Saat jatuh tempo kurs yang sedang berlaku adalah Rp. 13.200 per USD, namun karena sudah ada kesepakatan di antara kedua belah pihak, maka saat perusahaan tersebut akan membayar kewajibannya, kurs yang dikenakan kepada perusahaan untuk membayar adalah Rp. 11.500 per USD, sehingga transaksi tersebut membuat perusahaan terbebas dari fluktuasi kurs selama lima tahun (Madura, 2006).

E. Instrumen Derivatif

Instrumen derivatif merupakan kontrak perjanjian antara dua pihak untuk menjual atau membeli sejumlah barang baik berupa finansial maupun komoditas pada tanggal tertentu di masa datang dengan harga yang telah disepakati saat ini oleh kedua belah pihak tersebut. Instrumen derivatif dibagi menjadi empat alternatif yaitu kontrak *option*, kontrak *forward*, kontrak *futures*, dan kontrak *swap* (Utomo, 2000). Berikut ini penjelasan jenis-jenis instrumen derivatif:

1. Kontrak Option

Kontrak *option* adalah kontrak antara dua belah pihak yaitu pihak penjual dan pembeli, yang memberikan pembeli hak, tapi bukan kewajiban, untuk membeli atau menjual sesuatu pada kemudian hari dengan harga yang ditentukan saat ini. Pembeli opsi membayar penjual sejumlah uang yang disebut *premium*, penjual opsi siap untuk menjual atau membeli sesuai dengan kontrak jika pembeli ingin menggunakan kontrak tersebut. Opsi berisi dua jenis yaitu (Putro, 2012):

1. Opsi beli (*call options*) adalah opsi yang digunakan untuk membeli sebuah aset dalam harga tertentu pada tanggal tertentu sampai batas jatuh tempo.
2. Opsi jual (*put options*) adalah opsi yang digunakan untuk menjual sejumlah aset seperti saham dan sebagainya. Opsi jual memungkinkan pemegangnya untuk menjual dengan harga tetap.

2. Kontrak Forward

Kontrak *forward* adalah kontrak antara dua pihak yaitu penjual dan pembeli untuk membeli atau menjual sesuatu pada hari kemudian pada harga yang

ditentukan saat ini. Kontrak *forward* terdengar sama dengan kontrak opsi, akan tetapi pada kontrak *forward* antara kedua belah pihak memiliki kewajiban dan hak untuk perjanjian yang sudah disepakati oleh keduanya, sedangkan kontrak *option* hanya memiliki hak untuk perjanjian tersebut (Utomo, 2000).

3. Kontrak Futures

Kontrak *futures* adalah kontrak antara dua pihak pembeli dan penjual untuk menjual atau membeli sesuatu di kemudian hari dengan harga yang telah ditentukan saat ini. Kontrak *futures* dilakukan di bursa terorganisir yang biasa disebut *futures* market. Kontrak *futures* didalam transaksinya tidak ada penyerahan fisik yang terjadi. Kontrak *forward* maupun *futures*, keduanya memperbolehkan kedua pihak untuk menentukan suku bunga, harga komoditas, dan nilai tukar, sehingga dapat menghilangkan efek variabilitas dalam barang tersebut (Putro, 2012)

4. Kontrak Swap

Kontrak *Swap* adalah suatu perjanjian antara dua pihak untuk menukarkan pembayaran suku bunga selama jatuh tempo tertentu pada suatu jumlah yang disepakati (Putro, 2012). Ada dua jenis utama kontrak *swap* yaitu *coupon swap* dan basis *swap*, berikut ini penjelasan mengenai dua jenis kontak *swap* (Utomo, 2000):

1. *Coupon swap*, terdapat satu pihak membayar bunga pada tingkat tetap (*fixed rate*) pada saat perdagangan sebagai suatu spread terhadap suatu obligasi, sementara pihak lain membayar pada tingkat mengambang (*floating rate*) yang disesuaikan secara periodik sepanjang usia perjanjian.

2. Basis *swap*, yakni dua pihak saling menukar pembayaran bunga mengambang berdasarkan tingkat referensi yang berbeda, dengan demikian mekanisme yang berlangsung semacam ini, transaksi *swap* mengubah aliran aktiva, hutang, atau aliran kas dari satu jenis ke jenis lain dan dari mata uang ke mata uang lainnya

F. *Financial distress*

Financial distress merupakan suatu pengukuran yang mengindikasikan kesulitan dalam pengembalian kewajiban perusahaan kepada kreditur, atau dapat disebut sebagai pengukur kebangkrutan perusahaan. *Financial distress* biasanya dihadapi oleh perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi di banding dengan modal sendiri, selain itu *financial distress* juga dapat disebabkan oleh rendahnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari proses operasinya. Perusahaan yang memiliki rasio *financial distress* yang tinggi akan lebih cenderung melakukan keputusan *hedging* (Putro, 2012).

G. *Leverage*

Leverage memperlihatkan seberapa berat hutang perusahaan, sehingga dapat dikatakan rasio ini untuk mengetahui bagaimana kemampuan perusahaan dalam menggunakan uang yang dipinjam. Menurut Horne dan Wachowicz (2007) rasio *leverage* dibagi menjadi dua yaitu *debt to equity ratio* yang menunjukkan perbandingan total hutang perusahaan dengan ekuitas dan menunjukkan kemampuan ekuitas perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban, dan *debt to total asset ratio* yang menunjukkan perbandingan total utang perusahaan terhadap total aset perusahaan. Perusahaan dapat melakukan keputusan *hedging* untuk

dapat mempertahankan jumlah hutangnya dan tetap dapat melakukan pendanaan melalui hutang, sehingga dapat mengurangi biaya agensi dan dapat mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan kreditur untuk bersama-sama meningkatkan nilai perusahaan (Paranita, 2011).

H. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, total aktiva produktif maupun modal sendiri. Rasio profitabilitas ini akan memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas pengelolaan perusahaan. Profitabilitas yang semakin tinggi dapat meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan dan mengindikasikan perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan. Rasio profitabilitas terdiri dari dua jenis, yaitu rasio yang menunjukkan profitabilitas yang berkaitan dengan penjualan dan profitabilitas yang berkaitan dengan investasi. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung tidak akan melakukan keputusan *hedging* (Jiwandana, 2016).

I. *Growth Opportunity*

Growth opportunity yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk dapat memperbesar operasinya semakin besar. hal ini membuat perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya, sehingga untuk dapat menjawab kesempatan tersebut, kebutuhan dana dalam jumlah yang besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang sangat dibutuhkan. Perusahaan akan mempertahankan pendapatan yang diperoleh untuk investasikan kembali dan tetap menggunakan alternatif pendanaan melalui hutang (Guniarti, 2014).

Proksi yang digunakan untuk mengukur *growth opportunity* pada penelitian ini adalah menggunakan *market to book value* yaitu perbandingan antara *Market Value of Equity* (MVE) dan *Book Value of Equity* (BVE). Nilai pasar atau *market value of equity* didapat dari perhitungan unsur laba bersih perusahaan yang dapat mengalami penurunan nilai ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan karena pengeluaran dari berbagai macam jenis risiko seperti fluktuasi risiko mata uang asing, harga komoditas bahan baku yang mengalami kenaikan sehingga harga pokok produksi semakin besar. *Book value of equity* diharapkan memiliki nilai lebih kecil karena mengindikasikan bahwa penggunaan hutang pada perusahaan tersebut relatif kecil. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang semakin tinggi akan cenderung melakukan *hedging* untuk melindungi aset-aset perusahaan (Putro, 2012).

J. Firm Size

Firm size atau ukuran perusahaan pada dasarnya adalah pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kelompok, diantaranya perusahaan besar, sedang dan kecil. Ukuran perusahaan adalah skala perusahaan yang dilihat dari total aktiva perusahaan pada akhir tahun. Total penjualan juga dapat digunakan untuk mengukur besarnya perusahaan. Biaya-biaya yang mengikuti penjualan cenderung lebih besar, maka perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi cenderung memilih kebijakan akuntansi yang mengurangi laba. Perusahaan yang semakin besar menggambarkan bahwa perusahaan tersebut memiliki ekspansi yang lebih luas. Besar dan kecilnya perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total asset dan rata-rata tingkat penjualan. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan tersebut (Seftianne, 2011).

K. Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas diukur dengan rasio aktiva lancar dibagi dengan kewajiban lancar. Ukuran likuiditas perusahaan yang lebih menggambarkan tingkat likuiditas perusahaan ditunjukkan dengan rasio kas (kas terhadap kewajiban lancar). Rasio likuiditas antara lain terdiri dari *current ratio* yaitu membandingkan antara total aktiva lancar perusahaan dan kewajiban lancar perusahaan dan *quick ratio* yaitu membandingkan antara aktiva lancar dikurangi persediaan perusahaan dengan kewajiban lancar perusahaan. Likuiditas berkaitan dengan *asset substitution problem*, semakin likuid perusahaan maka perusahaan akan cenderung tidak melakukan *hedging*, sebaliknya perusahaan yang tingkat likuiditasnya rendah maka perlu melakukan *hedging* (Paranita, 2011).

L. Dividend Policy

Dividend policy atau Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam pendanaan. Aspek utama dalam kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba ditahan perusahaan. Kebijakan dividen dapat diproksikan melalui perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Variabel ini didefinisikan sebagai dividen tahunan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa sebagai bagian dari pendapatan perusahaan. *Dividend payout ratio* menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham secara tunai. Semakin tinggi *dividend payout ratio* perusahaan maka semakin rendah kebutuhan untuk melakukan *hedging* (Klingeberg *et al.*, 2015).

M. Penelitian Terdahulu

Terdapat penelitian terdahulu yang telah dilakukan yang berkaitan dengan faktor –faktor yang mempengaruhi keputusan *hedging*, diantaranya

TABEL 2.1 RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU

No	Nama	Variabel independen	Metode	Hasil Penelitian
1	Bartram <i>et al.</i> (2009)	<i>Leverage, liquidity, dividend payout ratio, dan firm size</i>	<i>Probit Regression</i>	<i>Leverage</i> yang dihitung dengan <i>debt to equity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . Kebijakan dividen yang dihitung dengan <i>dividend payout ratio</i> berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . Likuiditas yang dihitung dengan <i>current ratio</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . <i>Firm size</i> tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> perusahaan.
2	Paranita (2011)	<i>DER, interest coverage ratio, market to book value, firm size, current ratio</i>	Regresi logistik	Variabel <i>DER, interest coverage ratio, market to book value, firm size</i> dan <i>current ratio</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> perusahaan.
3	Putro (2012)	<i>Debt to equity ratio, financial distress, growth opportunity, likuiditas, dan firm size</i>	Regresi Logistik	Tiga variable berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan menggunakan instrument derivatif sebagai aktivitas <i>hedging</i> diantaranya <i>debt to equity ratio, growth opportunity, dan firm size</i> . Variabel <i>financial distress</i> dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i>

LANJUTAN TABEL 2.1

No	Nama	Variabel independen	Metode	Hasil Penelitian
4	Chaundry et al. (2014)	<i>Dividend per share, quick ratio, long term debt, ratio of market to book, earning before interest, market value, dan size</i>	<i>Mann-Whitney U test, OLS</i>	<i>Firm size, dividend per share berpengaruh signifikan terhadap keputusan hedging. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan hedging. Market to book value.tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan hedging.</i>
5	Guniarti (2014)	<i>Pertumbuhan perusahaan, leverage, likuiditas, ukuran perusahaan, financial distress</i>	Regresi Logistik	<i>Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan hedging. Leverage berpengaruh positif dan signifikan pada keputusan hedging. Likuiditas berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan.Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan hedging. Financial distress berpengaruh negatif terhadap keputusan hedging.</i>
6	Klingeberg et al. (2015)	<i>Dividend policy, interest coverage ratio, leverage, liquidity, profitability dan firm size</i>	Regresi logistik	<i>Dividend policy berpengaruh positif terhadap keputusan hedging. Interest coverage ratio tidak berpengaruh terhadap keputusan hedging. Leverage tidak berpengaruh terhadap keputusan hedging. Liquidity berpengaruh negatif terhadap keputusan hedging, profitability tidak berpengaruh terhadap keputusan hedging. Size berpengaruh terhadap keputusan hedging.</i>

LANJUTAN TABEL 2.1

No	Nama	Variabel Independen	Metode	Hasil Penelitian
7	Nuzun dan Lautina (2015)	<i>Leverage, financial distress, growth opportunity</i>	Regresi logistik	<i>Leverage</i> berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging, financial distress</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging, dan growth opportunity</i> berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i> pada perusahaan non keuangan di BEI.
8	Jiwandana (2016)	<i>Leverage dan profitabilitas</i>	Regresi logistik	<i>Leverage</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging, dan profitabilitas</i> berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i> .

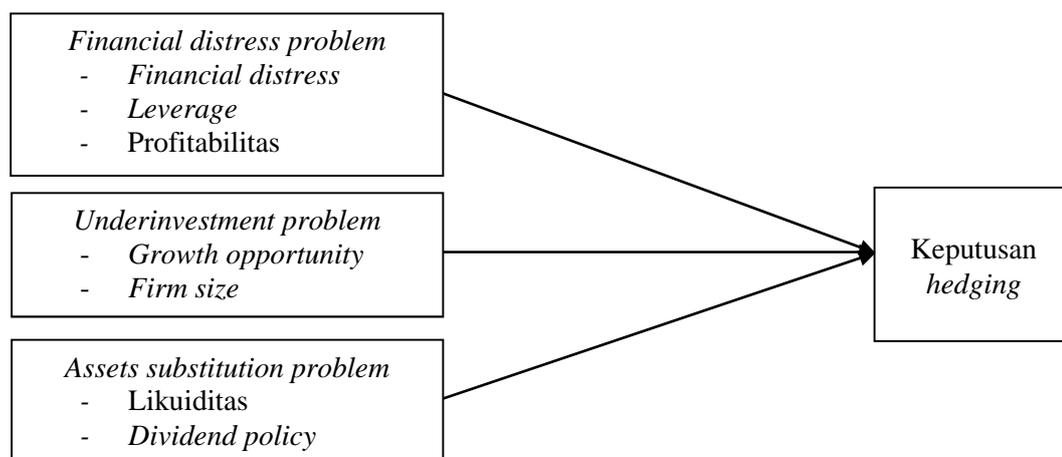
Sumber : literatur dan diolah penulis.

N. Rerangka Pemikiran

Hedging merupakan suatu tindakan melindungi perusahaan untuk menghindari atau mengurangi risiko kerugian atas valuta asing sebagai akibat terjadinya transaksi bisnis. *Hedging* sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing. *Hedging* untuk risiko valuta asing biasanya dilakukan dengan menggunakan instrumen derivatif (Putro, 2012).

Pengambilan keputusan *hedging* dipengaruhi oleh faktor-faktor yang berasal dari eksternal perusahaan dan internal perusahaan. Pada penelitian ini faktor internal perusahaan digunakan sebagai variabel independen yang terdiri *financial*

distress problem dengan menggunakan proksi *financial distress*, *leverage* dan *profitabilitas*; *underinvestment problem* dengan menggunakan proksi *growth opportunity* dan *firm size*; dan *assets substitution problem* dengan menggunakan proksi *likuiditas* dan *dividend policy*. Berdasarkan latar belakang, permasalahan dan kajian pustaka yang menjelaskan antara hubungan variabel, maka dapat digambarkan rerangka pemikiran sebagai berikut :



GAMBAR 2.1 RERANGKA PEMIKIRAN

O. Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh *financial distress problem* terhadap keputusan *hedging*

1.1 Pengaruh *financial distress* terhadap keputusan *hedging*

Perusahaan yang mengalami indikasi kesulitan keuangan yang tinggi maka perusahaan akan cenderung untuk melakukan lindung nilai agar terhindar dari berbagai risiko termasuk risiko fluktuasi kurs mata uang. *Financial distress* diukur menggunakan *interest coverage ratio*, semakin besar rasio tersebut berarti indikasi biaya kebangkrutan semakin rendah, hal tersebut akan mengurangi kecenderungan keputusan dari perusahaan untuk melakukan *hedging*. Pernyataan

ini juga diperkuat dari hasil penelitian oleh Paranita (2011) dan Guniarti (2014).

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H1 = *Financial distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

1.2 Pengaruh leverage terhadap keputusan hedging

Rasio *leverage* memperlihatkan seberapa berat hutang perusahaan, sehingga dapat dikatakan rasio ini dapat mengetahui bagaimana kemampuan perusahaan untuk menggunakan uang yang dipinjam. Ketika sebuah perusahaan memiliki rasio hutang yang tinggi, maka akan semakin besar keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging* untuk mengurangi risiko yang terjadi, karena apabila perusahaan tidak dapat menyelesaikan kewajibannya akan berakibat pada kerugian atau yang lebih buruk adalah kebangkrutan (Bartram *et al.*, 2009).

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H2 = *Leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

1.3 Pengaruh profitabilitas terhadap keputusan hedging

Rasio profitabilitas memberi gambaran tentang tingkat efisiensi pengelolaan perusahaan. Semakin besar tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka akan semakin baik, karena kemakmuran pemilik perusahaan meningkat dengan semakin besarnya profitabilitas. Semakin tinggi profitabilitas maka perusahaan akan menghadapi risiko biaya kebangkrutan yang lebih kecil sehingga perusahaan tidak perlu melakukan *hedging*, namun sebaliknya rendah rasio profitabilitas perusahaan maka perusahaan perlu untuk melakukan keputusan *hedging*.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H3 = Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

2. Pengaruh *underinvestment problem* terhadap keputusan *hedging*

2.1 Pengaruh *growth opportunity* terhadap keputusan *hedging*

Perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang lebih besar akan menghadapi *underinvestment cost* yang lebih besar, sehingga perusahaan lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging*. Masalah *underinvestment* merupakan masalah yang berkaitan dengan pembiayaan eksternal yang tentunya menimbulkan risiko gagal bayar. *Underinvestment problem* biasanya dialami perusahaan dengan oportunitas investasi yang besar. *Growth opportunity* yang semakin tinggi mengindikasikan semakin besar motivasi perusahaan untuk melakukan *hedging* (Paranita, 2011). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

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

2.2 Pengaruh *firm size* terhadap keputusan *hedging*

Firm size atau ukuran perusahaan yang semakin besar maka akan semakin bertambah 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 risiko fluktuasi kurs valuta asing, sehingga memungkinkan perusahaan akan melakukan *hedging*. Pernyataan ini diperkuat dari hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Paranita (2011), Putro (2012), dan Klingeberg *et al.* (2015). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H5 = *Firm size* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

3. Pengaruh *assets substitution problem* terhadap keputusan *hedging*

3.1 Pengaruh likuiditas terhadap keputusan *hedging*

Rasio likuiditas melalui perhitungan *current ratio* mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang semakin likuid akan semakin terhindar dari *asset substitution problem*, karena perusahaan cenderung mampu untuk memenuhi hutang-hutang jangka pendeknya tanpa memerlukan pendanaan eksternal yang lebih dalam mata uang asing yang akan menimbulkan risiko gagal bayar akibat fluktuasi nilai tukar mata uang sehingga tidak memerlukan mengambil keputusan *hedging*. Pernyataan ini diperkuat dari hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bartram *et al.* (2009). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H6 = Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*

3.2 Pengaruh *dividend policy* terhadap keputusan *hedging*

Dividend policy yang dapat ditunjukkan dengan tingginya *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham secara tunai dan juga menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami *asset substitution problem*, karena sebelum perusahaan membagikan dividen tentunya perusahaan juga telah menyelesaikan kewajibannya kepada kreditur sehingga perusahaan cenderung tidak akan melakukan keputusan *hedging*. Pernyataan ini diperkuat dari hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Chaundry *et al.* (2014). Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini:

H7 = *Dividend policy* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

III. METODE PENELITIAN

A. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif untuk menguji pengaruh *financial distress problem*, *underinvestment problem* dan *asset substitution problem* terhadap pengambilan keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur tahun 2013 - 2015. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh atau dicatat oleh pihak lain). Data sekunder yang digunakan berupa data laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur tahun 2013 - 2015 yang didapat dari situs Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

B. Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder, maka metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode:

1. Studi pustaka

Teori diperoleh dari buku, jurnal maupun skripsi. Metode ini digunakan untuk mempelajari dan memahami literatur-literatur berkaitan dengan penelitian ini.

2. Studi dokumentasi

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan dokumentasi yaitu mendokumenter laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2013-2015.

C. Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar Bursa Efek Indonesia dengan rentang waktu periode 2013-2015. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, karena sampel yang dipilih dalam penelitian ini sesuai dengan kriteria yang sudah ditentukan. Kriteria tersebut yaitu:

1. Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015.
2. Perusahaan Manufaktur yang tidak melakukan IPO diatas tahun 2013.
3. Perusahaan yang memiliki eksposur transaksi (hutang dan piutang dalam mata uang asing) selama tahun 2013-2015.

TABEL 3.1 PENARIKAN SAMPEL PENELITIAN

NO	KRITERIA SAMPEL	JUMLAH
1	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2015.	128
2	Perusahaan Manufaktur yang melakukan IPO diatas tahun 2013	(13)
3	Perusahaan yang tidak memiliki eksposur transaksi (hutang dan piutang dalam mata uang asing)	(19)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel		96

Sumber: data diolah dari www.idx.co.id

Berdasarkan pada kriteria yang telah ditentukan terdapat total 96 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel dalam penelitian ini.

D. Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen yaitu keputusan *hedging* dan tiga variabel independen yaitu *financial distress problem* dengan menggunakan proksi *interest coverage ratio*, *leverage*, dan *profitabilitas*;

underinvestment problem dengan menggunakan proksi *growth opportunity* dan *firm size*; dan *asset substitution problem* dengan menggunakan proksi likuiditas dan *dividend policy*.

1. Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah keputusan *hedging* perusahaan. *Hedging* dalam penelitian ini merupakan lindung nilai yang dilakukan perusahaan untuk menanggulangi dampak buruk dari exposure transaksi (hutang dan piutang yang menggunakan valuta asing) dengan instrumen derivatif valuta asing (*forward, future, option, dan swap*). Perusahaan yang melakukan *hedging* dengan akan diberi skor 1 dan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* dengan akan diberi skor = 0.

2. Variabel Independen

2.1 Financial Distress Problem

2.1.1 Financial Distress

Perlindungan terhadap risiko dengan melakukan *hedging* dapat mengurangi risiko terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang berujung pada kebangkrutan pada perusahaan (Guniarti, 2014). *Financial distress* pada penelitian ini diformulasikan dengan perhitungan *interest coverage ratio*, alasan menggunakan *interest coverage ratio* adalah karena pada penelitian sebelumnya banyak yang menggunakan alat ukur *Z score* Altman sehingga peneliti ini mencoba untuk menggunakan alat ukur yang berbeda. Semakin besar nilai rasio yang dihasilkan maka mengindikasikan bahwa biaya *financial distress* lebih

rendah, sehingga semakin rendah motivasi perusahaan melakukan *hedging*. *Interest coverage ratio* diformulasikan sebagai berikut (Klingeberg *et al.*, 2015)

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{EBIT}{\text{Interest expenses}}$$

2.1.2 Leverage

Leverage adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Keputusan *hedging* akan dapat mengurangi kemungkinan perusahaan dalam kesulitan keuangan. Penelitian ini menggunakan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu dengan membandingkan total hutang perusahaan dan total modal perusahaan. Semakin tinggi rasio DER maka diasumsikan perusahaan memiliki risiko yang semakin tinggi terhadap likuiditasnya. DER diformulasikan sebagai berikut (Brigham dan Houtson, 2006)

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total modal}}$$

2.1.3 Profitabilitas

Variabel profitabilitas dalam penelitian ini dihitung dengan *Return on Asset* (ROA), yang merupakan salah satu bentuk rasio profitabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan membandingkan antara laba bersih setelah pajak dengan total aktiva perusahaan yang ada dan setelah biaya-biaya modal dikeluarkan dari analisis. ROA merupakan salah satu teknik yang lazim digunakan untuk mengukur profitabilitas. ROA dapat di hitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Keown *et al.*, 2011)

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total asset}}$$

2.2 Underinvestment Problem

2.2.1 Growth Opportunity

Kesempatan tumbuh yang tinggi dari sebuah perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki nilai pasar yang baik di antara perusahaan lainnya. Perusahaan yang sedang berkembang cenderung menggunakan banyak alternatif dalam pendanaannya. Proksi yang digunakan untuk mengukur kesempatan tumbuh perusahaan atau *growth opportunity* adalah MVE/BVE yaitu perbandingan antara *market value of equity* dan *book value of equity*, rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya, adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan tumbuh perusahaan. *Growth opportunity* diformulasikan sebagai berikut (Chaundry *et al.*, 2014)

$$\text{Market to Book Value} = \frac{\text{lembar saham beredar} \times \text{closing price}}{\text{Total ekuitas}}$$

2.2.2 Firm Size

Ukuran sebuah perusahaan membuat pengambilan keputusan terhadap risiko yang dihadapi berbeda-beda. Ukuran perusahaan cenderung mempengaruhi manfaat manajemen risiko yang didapat oleh sebuah perusahaan. Perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar cenderung menggunakan *hedging* untuk melindungi asetnya karena risiko yang ditanggung oleh perusahaan tersebut lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki ukuran lebih kecil. Ukuran perusahaan merupakan skala perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva perusahaan. Ukuran perusahaan diformulasikan sebagai berikut (Klingeberg *et al.*, 2015)

$$\text{Firm Size} = \text{Ln Total asset}$$

2.3 Asset Substitution Problem

2.3.1 Likuiditas

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi. Perusahaan yang memiliki aset yang likuid cenderung tidak terbebani *assets substitution problem* dan kurang membutuhkan instrumen *hedging* karena memiliki substitusi *hedging*, namun perusahaan dengan rasio likuiditas yang rendah perlu melakukan keputusan *hedging* (Paranita, 2011). Likuiditas pada penelitian ini diproksikan dengan *current ratio* dan diformulasikan sebagai berikut (Brigham dan Houtson, 2006)

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

2.3.2 Dividend Policy

Aspek utama dalam kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pemabayaran dividen dengan penambahan laba yang ditahan diperusahaan. Kebijakan dividen pada penelitian ini diproksikan melalui *dividend payout ratio* (DPR) yaitu rasio dividen tahunan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa sebagai bagian dari pendapatan setelah bunga dan pajak. Perusahaan dengan nilai rasio DPR yang semakin tinggi tidak perlu melakukan keputusan *hedging* karena perusahaan tersebut tidak mengalami masalah substituti aset. *Dividend payout ratio* dihitung dengan membandingkan antara *dividend per share* dan *earning per share*. *Dividend payout ratio* diformulasikan sebagai berikut (Keown *et al.*, 2011)

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

TABEL 3.2 DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

No	Variabel	Definisi	Pengukuran
1	Keputusan <i>hedging</i> (HEDG)	Instrumen derivatif sebagai alternatif melakukan <i>hedging</i> .	Melakukan <i>hedging</i> = 1 Tidak melakukan <i>hedging</i> = 0
2	<i>Financial distress</i> (FND)	Perbandingan antara EBIT dan <i>interest expenses</i> .	$Interest\ coverage\ ratio = \frac{EBIT}{Interest\ expenses}$
3	<i>Leverage</i> (LEV)	Perbandingan antara total hutang dan total modal.	$DER = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Modal} \times 100\ %$
4	Profitabilitas (PRFT)	Perbandingan antara laba setelah pajak dan total aset	$ROA = \frac{Laba\ bersih\ setelah\ pajak}{Total\ Asset}$
5	<i>Growth opportunity</i> (GRWT)	Perbandingan Antara <i>Market Value to Equity</i> (MVE) dan <i>Book Value to Equity</i> (BVE)	$MTBV = \frac{jumlah\ lembar\ saham \times closing\ price}{Total\ ekuitas}$
6	<i>Firm size</i> (SIZ)	Rasio keseluruhan <i>total asset</i>	$Firm\ Size = \ln\ Total\ Asset$
7	Likuiditas (LIQ)	Rasio antara aset lancar dan hutang lancar.	$Current\ Ratio = \frac{Current\ assets}{Current\ liabilities}$
8	<i>Dividend policy</i> (DIV)	Perbandingan antara <i>dividen per share</i> dan <i>earning per share</i>	$Dividen\ payout\ ratio = \frac{dividen\ per\ share}{earning\ per\ share}$

Sumber: Berbagai buku dan jurnal.

E. Metode Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan statistik deskriptif dan analisis regresi logistik metode *stepwise* dengan pengolahan data melalui *software SPSS (Statistical Package for Social Science) 22.0*.

1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum dan minimum. Analisis ini digunakan untuk melihat apakah data dari variabel yang digunakan terdistribusi secara normal atau tidak (Ghozali, 2013).

2. Analisis Regresi Logistik

Pengujian hipotesis ini menggunakan regresi logistik dengan metode *stepwise*. Regresi logistik digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Penelitian ini menggunakan regresi logistik karena variabel dependen yang digunakan berupa variabel *dummy* yang terdiri dari 1 untuk perusahaan yang melakukan *hedging* dan 0 untuk perusahaan yang tidak melakukan *hedging*. Metode yang digunakan untuk menyeleksi model dalam penelitian ini adalah metode *stepwise* yaitu dengan memasukkan satu persatu proksi variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Proksi variabel yang berpengaruh signifikan akan masuk ke dalam model penelitian, sedangkan yang tidak berpengaruh signifikan akan keluar dari model penelitian.

Ghozali (2013) menyatakan teknik analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas dan asumsi klasik. Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas artinya variabel penjelasannya tidak harus memiliki distribusi normal, linier, maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup. Regresi logistik mengabaikan *heteroscedacity* artinya variabel dependen tidak memerlukan *homoscedacity* untuk masing-masing variabel independen.

Model regresi ini dapat ditaksir dengan menggunakan tahap-tahap sebagai berikut (Ghozali, 2013):

2.1 Uji kelayakan Model (*Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit*)

Uji *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan *fit*). Jika nilai *statistics Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit* lebih besar dari 0.05, berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.

2.2 Uji Keseluruhan Model (*Overall Fit Model*)

Langkah pertama adalah menilai *overall fit model* terhadap data. Hipotesis untuk menilai model yang *fit* adalah:

H_0 = model yang dihipotesiskan *fit* dengan data.

H_a = model yang dihipotesiskan tidak *fit* dengan data.

Pengujian hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\log L$, lalu kemudian dibandingkan antara nilai $-2\log L$ pada awal (*block number* = 0) model hanya memasukan konstanta dengan $-2\log L$ setelah model memasukan variabel bebas (*block number* = 1). Hasil pengujian dari fungsi *log-likelihood* ini dapat disimpulkan apabila nilai $-2\log L$ *block number* = 0 > nilai $-2\log L$ *block number* = 1 maka menunjukkan model regresi yang baik. Sebaliknya jika nilai $-2\log L$ *block number* = 0 < nilai $-2\log L$ *block number* = 1 maka menunjukkan model regresi yang buruk.

2.3 Uji Koefisien Determinasi (Nilai Nagel Karke (R^2))

Nagel Karke R Square pada tabel model summary merupakan modifikasi dari koefisien *Cox dan Snell's* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 sampai 1. Dilakukan dengan cara membagi nilai *Cox and Snell's R Square* dengan nilai maksimumnya. Nilai *nagelkerke's* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*. Tujuan pengujian ini untuk mengetahui seberapa besar kombinasi variabel independen yang terdiri dari *financial distress*, *leverage*, profitabilitas, *growth opportunity*, *firm size* likuiditas dan *dividend policy* mampu menjelaskan variabel dependen yaitu keputusan *hedging*.

2.4 Uji Koefisien Regresi Logistik dan Pengujian Hipotesis (Uji Wald)

Pengujian koefisien regresi dilakukan untuk menguji seberapa jauh variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikatnya. Regresi logistik menggunakan *wald statistic* (seperti uji t) yang memiliki distribusi khusus yaitu *chi-square distribution*. Penolakan dan penerimaan H_0 dapat ditentukan dengan *wald statistic* dan nilai probabilitas (*sig*), dengan cara nilai *wald statistic* dibandingkan dengan *chi-square* sedangkan nilai probabilitas (*sig*) dibandingkan dengan tingkat signifikansi 5 % dengan kriteria :

- a. H_0 diterima apabila *wald statistic* < *chi-square* dan nilai probabilitas (*sig*) > tingkat signifikansi (α), hal ini berarti H_a ditolak atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat ditolak.
- b. H_0 ditolak apabila *wald statistic* > *chi-square* dan nilai probabilitas (*sig*) < tingkat signifikansi (α), hal ini berarti H_a diterima atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat diterima.

Model analisis ini dapat dinyatakan sebagai berikut (Ghozali, 2013)

$$\begin{aligned}
 \mathbf{Hedging}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{FND}_{it} + \beta_2 \mathbf{LEV}_{it} + \beta_3 \mathbf{PRFT}_{it} + \beta_4 \mathbf{GRWT}_{i,t} + \beta_5 \mathbf{SIZ}_{it} \\
 & + \beta_6 \mathbf{LIQ}_{it} + \beta_7 \mathbf{DIV}_{it} + e_{i,t}
 \end{aligned}$$

Keterangan :

$\mathbf{Hedging}_{i,t}$ = Keputusan *hedging* perusahaan, variabel ini diukur dengan pemberian nilai 1 untuk perusahaan yang melakukan *hedging*, dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak melakukan *hedging*.

\mathbf{FND} = *Financial distress* yang dihitung dengan *interest coverage ratio*.

\mathbf{LEV} = *Leverage* yang dihitung dengan *debt to equity ratio*.

\mathbf{PRFT} = Profitabilitas dihitung dengan *return on asset ratio*.

\mathbf{GRWTH} = *Growth opportunity* yang dihitung dengan *market to book value*.

\mathbf{SIZE} = *Firm size* yang dihitung dengan *ln total asset*.

\mathbf{LIQ} = Likuiditas yang dihitung dengan *current ratio*.

\mathbf{DIV} = *Dividend policy* yang dihitung dengan *dividend payout ratio*.

e = *Error*.

V. SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *financial distress problem* dengan proksi *financial distress*, *leverage* dan profitabilitas; *underinvestment problem* dengan proksi *growth opportunity* dan *firm size*; serta *asset substitution problem* dengan proksi likuiditas dan *dividend policy* terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Jumlah sampel 96 perusahaan yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*, sehingga diperoleh data pengamatan sebanyak 288 data dan dianalisis menggunakan regresi logistik metode *stepwise*. Simpulan yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

1. *Financial distresses* yang diukur dengan *interest coverage ratio* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis satu ditolak.
2. *Leverage* yang diukur dengan *debt to equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis dua diterima.
3. Profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis tiga ditolak.
4. *Growth opportunity* yang diukur dengan *market to book value* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis empat diterima.

5. *Firm size* yang diukur dengan *Ln total asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis lima diterima.
6. Likuiditas yang diukur dengan *current asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis enam diterima.
7. *Dividend poilicy* yang diukur dengan *dividend payout ratio* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, sehingga hipotesis tujuh ditolak.

Penelitian ini mendukung *shareholder value maximization theory* yaitu motivasi perusahaan menerapkan keputusan *hedging* untuk mengatasi *financial distress problem*, *underinvestment problem* dan *asset substitution problem*.

B. Saran

Berdasarkan dari hasil simpulan yang diperoleh, maka penulis ingin memberikan saran bagi pihak yang berkepentingan yaitu sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan manufaktur yang akan melakukan pengambilan keputusan *hedging* diharapkan untuk memperhatikan informasi internal perusahaan yaitu rasio *leverage*, *growht opportunity*, *firm size* dan likuiditas. Hal ini perlu dilakukan untuk mencegah perusahaan mendapat risiko eksposur valuta asing yang seharusnya dapat dialihkan oleh penggunaan instrumen derivatif sebagai sarana *hedging*, dan mencegah perusahaan untuk mengeluarkan biaya derivatif dengan tidak memberikan manfaat yang diharapkan.
2. Bagi investor yang akan melakukan investasi ke perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk dapat melakukan *investment selection* atau seleksi investasi terlebih dahulu dengan memperhitungkan rasio

leverage, growth opportunity, firm size, dan likuiditas yang dimiliki perusahaan tersebut. Bagi investor juga dapat mempertimbangkan bahwa ketika perusahaan melakukan *hedging* berarti perusahaan tersebut memiliki ketanggapan dalam melindungi aset-aset perusahaannya.

3. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah variabel internal perusahaan lainnya atau dapat menggunakan variabel yang sama dalam penelitian ini namun menggunakan alat ukur yang berbeda, dan disarankan juga agar dapat menambah objek penelitian dengan menggunakan seluruh perusahaan *non* keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia atau dengan menggunakan industri yang berbeda serta memperpanjang periode penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, Talat dan A. Alam. 2011. "Determinants of Extens of Financial Derivatif Usage". *Journal Business Management*. Vol. 5 (20), pp. 8331-8336.
- Bartram, S.M., Brown G.W. dan Fehle, F. 2009. "International Evidence on Financial Derivatives Usage". *Journal Financial Management*. No. 38, 185
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Buku Dua. Terjemahan dari Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Erlangga.
- Chaundry, Iqbal, Mian Saqib dan Mehmod Asef. 2014. "Determinants of Corporate Hedging Policies and Derivatives Usage In Risk Management Practices of Non-financial". *Journal Munich Personal REPEC Archive (MPRA)*. No. 57562.
- Faisal, M. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fitriasari, F. 2011. "Value Drivers Terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan yang Hedging di Derivatif Valuta Asing yang Terdapat pada BEI". *Jurnal Manajemen Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Malang*. 1(1): 89-92.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Semarang: BP Undip.
- Guniarti, Fay. 2014. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing". *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 5, No. 1, pp: 46 -79.
- Horne, James C. V. dan Jhon M. Wachowicz. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Buku Dua. Edisi Kedua belas. Jakarta: Salemba Empat.
- Jiwandana, Satwika. 2016. "Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging perusahaan Manufaktur di BEI". *E-Jurnal Manajemen Unud*. Vol. 5, No. 1, hal: 31-58.
- Keown, Arthur J., et al. 2011. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Edisi Kesepuluh Jilid I. Jakarta: Indeks.

- Klingeberg, J., Hang M. dan Rathgeber A. 2015. "What Do We Really Know About Corporate Hedging? A Multimethod Meta-Analytical Study". *The Journal of Finance*. G30, C3246.
- Levi, Maurice. 2001. *Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Andi Yogyakarta
- Madura, Jeff. 2006. *Keuangan Perusahaan Internasional*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Salemba Empat.
- Mian, Shenzhad. 1996. "Evidence on Corporation Hedging Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 31, No. 3, hal: 419-439.
- Nuzun, H. dan Launtina. 2015. "Pengaruh Leverage, Financial Distress dan Growth Options Terhadap Aktivitas Hedging pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 2, hal: 104-113.
- Paranita, Ekayana. 2011. "Kebijakan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing pada Perusahaan Publik Di Indonesia". *Jurnal Seminar Ekonomi Terapan*. Unimus.
- Penings, Joost. 2002. "Hedging Behavior in Small and Medium Enterprises: The Role of Unobserver Heterogeneity". *Journal of Banking and Finance*. Vol 20: 52.
- Putro, Septama. 2012. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging pada Perusahaan Automotive and Allied yang terdaftar di BEI". *E- Journal Business Review Diponegoro*. Vol: 1, No: 1, Hal: 1-11.
- Seftianne, H. 2011. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 1, hal: 39-56.
- Sherlita, E. 2006. "Peranan Aktivitas Lindung Nilai dalam Menurunkan Risiko Perdagangan Internasional". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 8, hal: 1227-1238
- Sunarsih. 2004. "Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang serta Faktor - Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 9: 0853-7665.
- Sunaryo, T. 2009. *Manajemen Risiko Finansial*. Jakarta: Salemba Empat .
- Utomo, Linawati. 2000. "Instrumen Derivatif: Pengenalan dalam Strategi Manajemen Resiko Perusahaan". *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 2. No. 1, Mei, pp. 53-68.

Widarjo, W. dan Doddy Setiawan. 2009. "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress pada Perusahaan Otomotif". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11, No. 2, hal: 107-119.

Yuanita. 2010. "Prediksi Financial Distress dalam Industri Textile dan Garment (Bukti Empiris di BEI)". *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Politeknik Negeri Padang. Vol.5.

-----, (2016). www.bi.go.id (diakses November 2016)

-----, (2017). www.idx.co.id (diakses Januari 2017)

-----, (2017). www.ksei.co.id (diakses Januari 2017)