



FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI AKTIVITAS *HEDGING* DENGAN INSTRUMEN DERIVATIF VALUTA ASING

Fay Guniarti 

Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Desember 2013
Disetujui Februari 2014
Dipublikasikan Maret 2014

Keywords:
Hedging with foreign;
Currency derivative;
Instruments;
Transaction exposure;
Leverage;
Liquidity;
firm size;
financial distress.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diunduh dari website Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2012. Sedangkan sampel penelitian ini sejumlah 77 perusahaan yang memiliki eksposur transaksi dan memiliki kelengkapan data untuk diteliti. Dari sampel tersebut sebanyak 28 perusahaan melakukan aktivitas *hedging* selama periode pengamatan dan 49 perusahaan tidak melakukan aktivitas *hedging*. Analisis *Logistic Regression* digunakan untuk menguji hipotesis. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model analisis menghasilkan ketepatan 79.2% dan variabel *leverage*, *liquidity*, *firm size* dan *financial distress* berpengaruh signifikan terhadap prediksi probabilitas aktivitas *hedging* dengan tingkat signifikansi 5%, sedangkan variabel *firm value* dan *growth opportunity* berpengaruh tidak signifikan.

THE FACTORS WICH INFLUENCE THE *HEDGING* ACTIVITIES WITH FOREIGN CURRENCY DERIVATIVE INSTRUMEN

Abstract

The objective of the study was to know the factors which influence the hedging activity with foreign currency derivative instruments at non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2010-2012. The data of the research were secondary data which was downloaded from the Indonesia Stock Exchange website. The population of the study was all companies listed in Indonesia Stock Exchange in the period of 2010-2012. There were 77 companies which had the transaction exposure and complete data for analysis. From those samples, only 28 companies did hedging activities during the period of observation and 49 companies did not do hedging activities. The data were analyzed by Logistic Regression Analysis to test the hypothesis. The test result showed that analysis model gave the accuracy 79.2% and the research variables; leverage, liquidity, firm size, and financial distress significantly influenced the probability prediction of hedging activity with 5% level of significancy, while the research variables; firm value and growth opportunity did not give significant influence.

JEL Classification: E4, E42

PENDAHULUAN

Perdagangan internasional atau perdagangan antar negara, saat ini telah berkembang dengan pesat. Perkembangan tersebut dapat kita ketahui dari semakin banyaknya transaksi bisnis antara pihak-pihak yang berasal dari lebih satu negara, misalnya pembelian barang dari satu negara dan mengirimkannya ke negara lain.

Perdagangan internasional terjadi karena didorong oleh beberapa faktor seperti dorongan untuk memenuhi kebutuhan barang dan jasa dalam negeri, keinginan memperoleh keuntungan dan meningkatkan pendapatan negara, adanya perbedaan kemampuan penguasaan ilmu pengetahuan dan teknologi dalam mengolah sumber daya ekonomi, serta terjadinya era globalisasi sehingga tidak satu negara pun di dunia dapat hidup sendiri (Ball, 2004).

Transaksi perdagangan internasional berbeda dengan transaksi perdagangan dalam negeri karena pada transaksi perdagangan internasional melibatkan beberapa negara (Griffin & Pustay, 2005). Perbedaan dapat dilihat pada penggunaan mata uang, budaya, hukum serta ketersediaan sumber daya dalam setiap negara. Perbedaan penggunaan mata uang dalam perdagangan internasional dapat menyebabkan terjadinya risiko perubahan nilai tukar mata uang. Risiko ini akan semakin besar ketika kurs mata uang yang bersangkutan berfluktuasi nilainya. Penerapan sistem nilai tukar mengambang di Indonesia juga menambah besar risiko fluktuasi tersebut. Sejak periode 1970 hingga sekarang, sistem nilai tukar yang berlaku di Indonesia telah mengalami perubahan sebanyak tiga kali, yaitu sistem nilai tukar tetap, sistem nilai tukar mengambang terkendali, dan terakhir sistem nilai tukar mengambang bebas.

Nilai tukar mengambang bebas merupakan sistem dimana pemerintah tidak mencampuri tingkat nilai tukar sama sekali sehingga nilai tukar diserahkan pada permintaan

dan penawaran valuta asing (Schubert, 2011). Penerapan sistem ini dimaksudkan untuk mencapai penyesuaian yang lebih berkesinambungan pada posisi keseimbangan eksternal (*external equilibrium position*). Tetapi kemudian timbul indikasi bahwa beberapa persoalan akibat dari kurs yang fluktuatif akan timbul, terutama karena karakteristik ekonomi dan struktur kelembagaan pada negara berkembang masih sederhana.

Fenomena menunjukkan bahwa terjadi fluktuasi nilai piutang dan hutang pada beberapa perusahaan yang berdenominasi mata uang asing (US dolar), sehingga mengalami pergerakan nilai saat dikonversi ke dalam mata uang lokal (rupiah). Selama tahun 2010-2012, nilai tukar rupiah cenderung mengalami depresiasi/melemah terhadap nilai US dolar, sehingga terjadi kenaikan nilai piutang dan hutang setelah dilakukan konversi. Dari sisi hutang tentu saja depresiasi nilai tukar rupiah akan merugikan perusahaan karena nilai hutang mengalami kenaikan tetapi dari sisi piutang akan menguntungkan perusahaan karena nilai pengembalian piutang meningkat setelah dikonversi ke mata uang rupiah.

Pada dasarnya tidak ada perusahaan yang tidak terkait dengan pasar internasional. Hanya perusahaan di negara tertutup yang tidak akan terkena dampak aktivitas negara lain (Aretz, 2008). Dengan demikian, praktis semua perusahaan di dunia ini baik secara langsung maupun tidak langsung akan terkena dampak aktivitas luar negeri karena tidak ada negara yang tertutup sepenuhnya dari aktivitas luar negeri sehingga akan terdapat risiko akibat ekposur valuta asing. Sehingga dalam penelitian ini akan difokuskan pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai 2012 yang memiliki ekposur valuta asing.

Eksposur merupakan tingkat di mana aliran kas (*cash flow*) perusahaan dipengaruhi oleh perubahan kurs. Ekposur valuta asing akan dialami oleh perusahaan yang melakukan pembayaran dan atau menerima pendapatan dalam valuta asing. Ekposur valuta asing timbul

karena kurs valuta asing selalu berubah (Hocht et al., 2009). Untuk mengantisipasi risiko penyimpangan aliran kas (*cash flow*) akibat dari fluktuasi nilai tukar mata uang, perusahaan dapat menempuh strategi pemagaran risiko (*hedging*).

Hedging merupakan suatu tindakan melindungi perusahaan untuk menghindari atau mengurangi risiko kerugian atas *valuta* asing sebagai akibat dari terjadinya transaksi bisnis. *Hedging* untuk risiko valuta asing biasanya dilakukan dengan membentuk portofolio dengan menggunakan instrumen derivatif valuta asing sehingga perusahaan dapat melakukan penjualan atau pembelian sejumlah mata uang, untuk menghindari risiko kerugian akibat selisih *kurs* yang terjadi karena adanya transaksi bisnis yang dilakukan perusahaan tersebut.

Hedging dengan derivatif valas sangat bermanfaat bagi perusahaan yang memiliki usaha dan kerap bertransaksi yang berkaitan dengan nilai tukar. *Hedging* juga dapat mengurangi kemungkinan bangkrut, memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan kredit dari kreditor dengan lebih mudah, menjalin kerjasama yang lebih baik dengan pemasok, dan barangkali memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dengan suku bunga yang lebih rendah. *Hedging* juga memungkinkan perusahaan untuk meramalkan pengeluaran dan penerimaan kas di masa depan dengan lebih akurat, sehingga dapat mempertinggi kualitas dari keputusan penganggaran kas (Zhu, 2010).

Selain didorong oleh faktor-faktor eksternal, perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing juga terdorong melakukan *hedging* karena beberapa faktor internal. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor internal yang mempengaruhi aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. Variabel *growth opportunity* dinyatakan berhubungan positif dengan *hedging* (Nance et al., 1993), serta dinyatakan berpengaruh signifikan oleh Ameer (2010) sedangkan Judge (2006) menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara *growth opportunity* dan *hedging*.

Kedua variabel *leverage*, dinyatakan berpengaruh positif terhadap *hedging* (Zhu, 2010), sedangkan Schubert (2011) menyatakan bahwa *hedging* berhubungan negatif terhadap *leverage* serta penelitian Clark et al. (2006) dan Bartram et al. (2006) yang hanya menyatakan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh antara *leverage* dengan *hedging*.

Ketiga, Clark dan Ngai (2006) menyatakan bahwa variabel *liquidity* memiliki hubungan dengan *hedging*, sedangkan penelitian Ameer (2010) menunjukkan terdapat hubungan signifikan antara *hedging* dan *liquidity* serta penelitian Zhu (2010) yang menunjukkan terdapat hubungan negatif antara *hedging* dan *liquidity*. Yang keempat, variabel *firm size* dinyatakan berhubungan positif dengan *hedging* oleh Nance et al. (1993), Judge (2006) dan Zhu (2010), menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara variabel *firm size* dan *hedging*. Kelima, *financial distress* merupakan alasan untuk melakukan aktivitas *hedging* oleh Zhu (2010) tetapi berbeda dengan penelitian Nance et al. (1993) dan Schubert (2011) yang menunjukkan hubungan negatif, sementara penelitian Judge (2006) yang menunjukkan hasil hubungan yang positif.

Berdasarkan fenomena empiris dan *research gap* hasil penelitian terdahulu maka permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh instrumen derivatif sebagai faktor internal terhadap *hedging*. Sedangkan tujuannya untuk menganalisis pengaruh antar variabel tersebut.

Ada berbagai macam faktor yang mempengaruhi kebijakan dan aktivitas *hedging* yang dilakukan oleh perusahaan. Dalam penelitian ini akan dilakukan pengamatan pada faktor-faktor yang diduga mempengaruhi aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif seperti kesempatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*), tingkat hutang (*leverage*), tingkat likuiditas (*liquidity*), ukuran perusahaan (*firm size*), dan *financial distress*.

Growth opportunity yang tinggi menunjukkan perusahaan yang maju dengan kecenderungan kebutuhan dana dalam

jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang. Oleh karena itu, perusahaan akan mempertahankan pendapatannya yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali dan pada waktu bersamaan perusahaan akan diharapkan tetap mengandalkan pendanaan melalui utang yang lebih besar (Baskin, 1989). Pada tingkat pertumbuhan yang rendah, suatu perusahaan tidak membutuhkan pembiayaan eksternal tetapi jika suatu perusahaan tumbuh lebih pesat maka modal dari sumber eksternal harus diusahakan.

Proksi pengukuran *growth opportunities* dalam penelitian ini adalah perbandingan antara MVE (*market value of equity*) dan BVE (*book value of equity*) (Zhu, 2010), dimana MVE adalah hasil dari perbandingan antara EAT (*earning after tax*) dan EPS (*earning per share*) dikalikan harga penutupan (*closing price*). Sedangkan BVE adalah hasil pengurangan antara total aset dan total hutang jangka panjang (*long term liabilities*).

Proksi ini dapat memberikan gambaran bagaimana investor menghargai perusahaan sehingga investor bersedia menanamkan modalnya di perusahaan. Perusahaan yang berpotensi tumbuh akan mempunyai nilai pasar relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Growth opportunity} = \frac{\text{MVE}}{\text{BVE}}$$

Dimana:

$$\text{MVE} = \frac{\text{EAT}}{\text{EPS}} \times \text{Closing Price}$$

$$\text{MVE} = \text{Total Aset} - \text{Total Liabilities}$$

Nilai pasar yang di dalamnya terkandung unsur laba bersih perusahaan dan modal perusahaan dapat mengalami penurunan nilai ketika perusahaan menderita ancaman kesulitan keuangan dan ancaman kebangkrutan yang lebih besar karena perusahaan memiliki

risiko fluktuasi nilai tukar mata uang dan memiliki eksposur valuta asing. Sedangkan dalam *book value* terdapat unsur hutang dimana hutang dalam denominasi mata uang asing yang dimiliki perusahaan dapat memberikan ancaman kesulitan keuangan dan kebangkrutan yang lebih besar pada perusahaan.

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat juga cenderung memilih hutang sebagai sumber pendanaan dibandingkan perusahaan yang memiliki laju pertumbuhan yang lambat juga diungkapkan oleh Aretz et al. (2008). Perusahaan juga cenderung mempertahankan pendapatannya untuk diinvestasikan kembali dan pada waktu yang bersamaan perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang yang lebih besar.

Perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan yang tinggi membutuhkan tambahan modal dari pihak eksternal dalam jumlah yang kuat untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan. Modal eksternal tersebut dapat diperoleh dari pihak luar negeri sehingga terdapat risiko perubahan nilai tukar mata uang. Ketika mata uang lokal (rupiah) terdepresiasi/ melemah terhadap mata uang asing (US\$ dolar), akan menyebabkan nilai hutang dalam denominasi mata uang asing (US\$ dolar) meningkat. Kejadian tersebut akan sangat merugikan perusahaan dalam memenuhi kewajiban hutang dan pembayaran bunga. Dengan demikian perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung menjadi *hedger* untuk melindungi perusahaannya (Nance et al., 1993 & Ameer, 2010) sehingga terdapat hubungan positif antara *growth opportunity* dan aktivitas *hedging*.

Leverage merupakan tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Schubert, 2011). Penelitian Horn dan Wachowich (2005), *financial leverage* merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap, dengan harapan akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya, sehingga keuntungan pemegang saham bertambah.

Alasan yang kuat menggunakan beban tetap adalah untuk meningkatkan pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham. *Leverage* juga merupakan sarana untuk mendorong peningkatan keuntungan atau pengembalian hasil/ nilai tanpa menambah investasi. Rasio *leverage* dihitung dengan rumus:

$$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Rasio yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan hutang yang tinggi yang berarti dapat meningkatkan profitabilitas tetapi di lain pihak juga meningkatkan risiko. Perusahaan yang memiliki eksposur transaksi akan memiliki hutang dalam denominasi mata uang asing (*US* dolar) sehingga memiliki risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Ketika mata uang lokal (rupiah) terdepresiasi, maka nilai hutang dalam denominasi mata uang asing (*US* dolar) akan meningkat. Peningkatan nilai hutang dapat merugikan perusahaan dalam usaha pemenuhan kewajiban hutangnya, yakni adanya risiko gagal bayar hutang.

Dengan risiko yang semakin besar maka perusahaan perlu melakukan manajemen risiko untuk mengurangi dampak buruk risiko tersebut pada perusahaan (Clark et al., 2006 & Bartram et al., 2006). Semakin tinggi *leverage* maka akan semakin besar tindakan *hedging* yang dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko sehingga aktivitas *hedging* berhubungan positif dengan *leverage* (Zhu, 2010).

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan sumber daya jangka pendek yang tersedia untuk memenuhi kewajiban tersebut (Horne & Wachowicz, 2005). Rasio likuiditas yang mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan diproksi dengan *current ratio*. *Current ratio* merupakan salah satu rasio likuiditas yang bertujuan untuk melihat besarnya aktiva lancar relatif terhadap utang lancarnya. Rumus untuk rasio ini adalah:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Current ratio yang rendah menunjukkan bahwa likuiditas jangka pendek yang rendah dimana hutang lancar cukup tinggi sehingga terdapat risiko yang lebih tinggi pula. Sedangkan *current ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa terdapat kelebihan aktiva lancar (likuiditas tinggi dengan risiko rendah) dan memiliki pengaruh profitabilitas yang baik pada perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya akan semakin berat ketika terdapat hutang jangka pendek dalam denominasi mata uang asing (*US* dolar). Nilai hutang akan berfluktuasi seiring dengan pergerakan nilai tukar mata uang lokal (rupiah) terhadap *US* dolar. Ketika rupiah terdepresiasi maka nilai hutang akan meningkat dan ketika rupiah terapresiasi nilai hutang akan menurun. Keadaan ini menimbulkan risiko yang lebih besar untuk ditanggung perusahaan sehingga perusahaan terdorong untuk melakukan *hedging* yang dapat dilakukan dengan instrumen derivatif valuta asing.

Semakin likuid suatu perusahaan maka semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya sehingga ancaman kesulitan keuangan juga kecil yang akan berdampak pada menurunnya aktivitas *hedging* yang dilakukan perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang likuid akan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk mengembangkan usahanya sehingga dana yang dimiliki cenderung digunakan untuk aktivitas lain selain aktivitas *hedging* instrumen derivatif valuta asing.

Dengan demikian semakin tinggi nilai likuiditas maka semakin rendah aktivitas *hedging* yang dilakukan karena risiko yang muncul cenderung rendah dan sebaliknya (Clark et al., 2006 & Ameer, 2010).

Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal (Aretz et al.,

2008). Bahkan ukuran perusahaan dapat pula menciptakan hambatan masuk bagi perusahaan lain untuk memasuki industri tersebut. Perusahaan besar cenderung bertindak hati-hati dalam melakukan pengelolaan perusahaan dan cenderung melakukan aktivitas *hedging* yang lebih banyak. Perusahaan yang besar lebih diperhatikan oleh masyarakat sehingga mereka akan lebih berhati-hati dalam menjalankan perusahaan sehingga berdampak perusahaan tersebut melakukan manajemen risiko yang lebih ketat. Rumus dalam menghitung ukuran perusahaan adalah:

$$Firm\ Size = \ln\ total\ aset$$

Perusahaan yang lebih besar tentunya memiliki aktivitas operasional yang luas dan lebih berisiko karena adanya kemungkinan besar untuk bertransaksi hingga ke berbagai negara. Ketika perusahaan dengan ukuran yang besar beroperasi melintasi berbagai negara akan melibatkan beberapa mata uang yang berbeda. Dalam kegiatannya akan terdapat risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Oleh karena itu, perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko fluktuasi nilai tukar mata uang (Nance et al., 1993; Nguyen & Faff, 2007).

Penelitian Zhu (2010) menunjukkan, bahwa *financial distress* menjadi alasan dalam melakukan aktivitas *hedging* yang dilakukan perusahaan. Perlindungan terhadap risiko dengan melakukan *hedging* dapat mengurangi risiko terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang berujung pada kebangkrutan pada perusahaan.

Salah satu pengukuran *financial distress* dapat dilakukan dengan menggunakan *Z Score* yang dikemukakan oleh Edward I. Altman. Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan dalam memprediksi kebangkrutan. Dalam penelitian dengan metode *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) tersebut,

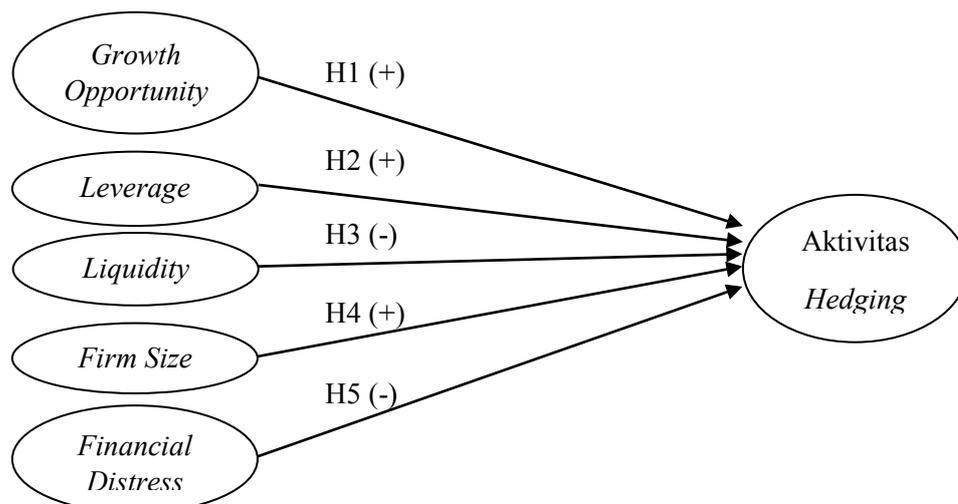
ia menemukan formula yang dapat digunakan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan dengan istilah yang sangat terkenal yaitu *Z Score*. *Z Score* adalah skor yang ditentukan dari lima rasio keuangan yang masing-masing dikalikan dengan bobot tertentu dan akan menunjukkan tingkat kemungkinan kebangkrutan perusahaan.

Nilai *Z* kritis yang ditemukan yaitu 1,2 sehingga jika *Z Score* kurang dari 1,2 maka termasuk perusahaan yang mempunyai kemungkinan bangkrut, jika *Z Score* antara 1,2-2,90 termasuk dalam *zone of ignorance*. Sedangkan jika *Z Score* lebih dari 2,90 maka termasuk dalam perusahaan yang tidak mempunyai kemungkinan bangkrut. Model tersebut kemudian dapat digunakan untuk perusahaan yang *go public* dan tidak *go public* (Thurner, 2011).

Ketika perusahaan yang memiliki eksposur transaksi mengalami indikasi kesulitan keuangan dari penghitungan *Z Score* Altman yang semakin rendah, perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya sehingga terdorong untuk melindungi diri dari berbagai risiko termasuk risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Adanya hutang dan piutang dalam denominasi mata uang asing (US dolar) dapat memperburuk keadaan keuangan perusahaan jika tidak dilakukan *hedging*.

Aktivitas *hedging* dilakukan perusahaan untuk mengurangi risiko perusahaan sehingga terhindar dari kesulitan keuangan yang ditunjukkan dengan nilai *Z Score* Altman yang menurun. Jadi ketika nilai *Z Score* Altman menurun perusahaan akan terdorong untuk melakukan aktivitas *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara aktivitas *hedging* dengan nilai *Z Score* Altman adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian Nance et al. (1993) dan Schubert (2011).

Berdasarkan latar belakang, permasalahan dan kajian pustaka yang menjelaskan anatar hubungan variabel, maka dapat disusun model penelitian seperti Gambar 1.



Gambar 1 . Model Penelitian

Sumber: Nance et al. (1993); Judge (2006); Batram et al. (2006); Clark et al. (2006); Ameer (2010); Schubert (2011)

METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang meliputi data variabel independen seperti pertumbuhan perusahaan, *leverage*, *liquidity*, *managerial ownership*, ukuran perusahaan, dan EPS serta data variabel dependen yakni lindung nilai (*hedging*) dengan instrumen derivatif valuta asing yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2010 sampai 2012. Informasi tentang seluruh data tersebut diperoleh dari Laporan Keuangan dan dari Catatan atas Laporan Keuangan Konsolidasi yang diunduh dari website BEI.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010 sampai 2012 yang berjumlah 322 perusahaan. Sedangkan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel dengan kriteria tertentu. Alasan menggunakan *purposive sampling* karena dalam penelitian ini meneliti aktivitas *hedging* pada perusahaan yang memiliki eksposur transaksi, sehingga perusahaan yang tidak memiliki eksposur transaksi tidak termasuk dalam sampel penelitian. Setelah dilakukan seleksi sampel

dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka diperoleh sampel sebanyak 77 perusahaan. Dengan menggunakan pengamatan selama 3 tahun, maka diperoleh sebanyak 231 pengamatan.

Jenis variabel, definisi operasional dan pengukuran dari variabel-variabel yang digunakan didalam penelitian ini dapat digambarkan pada Tabel 1.

Metode pengumpulan data yang digunakan dengan cara *documenter study* dari laporan keuangan tahunan beserta catatannya dari tahun 2010 sampai 2012. Untuk kepentingan analisis maka digunakan *pooled data (data pooled)* selama 3 tahun dari perusahaan yang dijadikan sampel. Dengan demikian, didapat 231 pengamatan.

Metode analisis data menggunakan analisis regresi logistik. Regresi logistik dilakukan ketika peneliti ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel bebasnya (Ghozali, 2006). Teknik analisis ini tidak memerlukan lagi uji normalitas dan uji asumsi klasik pada variabel bebasnya.

Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel independen yang digunakan dalam model artinya variabel

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Jenis Variabel	Keterangan	Simbol	Skala	Pengukuran
Dependen	<i>Hedging</i> dengan <i>derivatif</i>	HEDG	Rasio	Tidak melakukan aktivitas <i>hedging</i> = 0
				Melakukan aktivitas <i>hedging</i> = 1
Independen	<i>Growth opportunity</i>	GW	Rasio	$\frac{MVE}{BVE}$
	<i>Leverage</i>	LEV	Rasio	$\frac{Total\ Hutang}{Total\ Aktiva}$
	<i>Liquidity</i>	LIQ	Rasio	$\frac{Aktifa\ Lancar}{Hutang\ Lancar}$
	<i>Firm size</i>	FS	Rasio	Ln total aset
	<i>Financial distress</i>	FD	Rasio	Z Score Altman

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

penjelasannya tidak harus memiliki distribusi normal, linier maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup. Penelitian Gujarati (2003) menyatakan bahwa, regresi logistik mengabaikan *heteroscedacity* artinya variabel dependen tidak memerlukan *homoscedacity* untuk masing-masing variabel independen.

Regresi logistik digunakan karena memiliki beberapa kelebihan, Hair et al. (1995) menyatakan bahwa, yang pertama regresi logistik mengandalkan ketelitian pertemuan asumsi normalitas multivariat dan kesamaan varian kovarian matrik semua kelompok, dimana situasi ini sulit ditemukan. Kedua, bahkan jika asumsi ini ditemukan, banyak peneliti lebih menyukai logit analisis karena logit analisis sama dengan regresi dengan uji statistik *straight forward* dan metode regresi logistik memiliki kemampuan untuk menggabungkan pengaruh nonlinier. Ketiga, regresi logistik sama dengan diskriminan analisis namun lebih tepat digunakan dalam kondisi-kondisi tertentu seperti data tidak normal, terdapat multikolinieritas antar variabel independen dan pelanggaran asumsi klasik lainnya. Model umum regresi logistik menurut Hair et al. (1995) :

$$p = \frac{1}{1 + e^{(b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n)}}$$

atau

$$\ln \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

Keterangan :

p = probabilitas variabel dependen

e = logaritma natural

b₀ = konstanta regresi

b₁, b₂, ..., b_n = koefisien regresi

X₁, X₂, X_n = variabel independen

Analisis pengujian model regresi logistik adalah: (Ghozali, 2006 & Gujarati, 2003). Pertama, menilai model regresi. *Logistic regression* adalah model regresi yang sudah mengalami modifikasi sehingga karakteristiknya sudah tidak sama lagi dengan model regresi sederhana atau berganda. Oleh karena itu, penentuan signifikansinya secara statistik berbeda.

Dalam menilai model regresi logistik (termasuk probit dan tobit) dapat dilihat dari pengujian *Hosmer and Lemeshow's goodness of*

fit. Pengujian ini dilakukan untuk menilai model yang dihipotesiskan agar data empiris cocok atau sesuai dengan model. Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's goodness of fit test* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak. Sedangkan jika nilainya lebih besar dari 0,05 maka hipotesis nol tidak dapat ditolak artinya model mampu memprediksi nilai observasinya atau cocok dengan data.

Kedua; menilai keseluruhan model (*overall model fit*). Untuk menilai keseluruhan model ditunjukkan dengan *log likelihood value* (nilai -2LogL) yaitu dengan cara membandingkan antara nilai -2LogL pada awal (*block number* = 0) dimana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai -2LogL setelah mode memasukkan variabel bebas (*block number* = 1). Apabila nilai -2LogL *block number* = 0 > nilai -2LogL *block number* = 1 maka menunjukkan model regresi yang baik. *Log likelihood* pada regresi logistik mirip dengan pengertian “*sum of square error*” pada model regresi sehingga penurunan *log likelihood* menunjukkan model regresi semakin baik.

Ketiga, menguji koefisien regresi. Pengujian koefisien regresi dilakukan untuk menguji seberapa jauh semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Hasil pengujian didapat dari program SPSS berupa tampilan *table variables in the equation*. Dari tabel tersebut didapat nilai koefisien nilai *wald statistic* dan signifikansi.

Untuk menentukan penerimaan atau penolakan *Ho* dapat ditentukan dengan menggunakan *wald statistic* dan nilai

probabilitas (*sig*) dengan cara nilai *wald statistic* dibandingkan dengan *chi square* tabel sedangkan nilai probabilitas (*sig*) dibandingkan dengan tingkat signifikansi (α) 5% dengan kriteria: (a) *Ho* tidak dapat ditolak apabila *waldstatistic* < *chi square* tabel dan nilai probabilitas (*sig*) > tingkat signifikansi (α), (b) *Ho* ditolak apabila *waldstatistic* > *chi square* tabel dan nilai probabilitas (*sig*) < tingkat signifikansi (α), (c) Koefisien regresi dapat dilihat dari nilai *B* pada tampilan tabel *variables in the equation*. Tanda yang didapat dari nilai *B* tersebut menyatakan pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini, data yang diperoleh adalah data runtut waktu (*time series*) dari 77 perusahaan selama tahun 2010 sampai tahun 2012 dan data variabel pada titik tertentu (*cross section*). Sehingga jumlah observasi (titik pengamatan) sebanyak $77 \times 3 = 231$. Kemudian dari 231 observasi, diperoleh data sebanyak 84 observasi yang melakukan aktivitas *hedging* dan 147 observasi yang tidak melakukan aktivitas *hedging* selama tahun 2010 sampai 2012 sehingga dapat diketahui bahwa 36,36% observasi melakukan aktivitas lindung nilai terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang asing (rupiah terhadap U\$ dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing. Keadaan ini tampak pada Tabel 2.

Selanjutnya, dijelaskan rangkaian dari pengolahan data sampel hingga memberikan hasil yang dapat diinterpretasikan. Analisis

Tabel 2. Kategori Observasi Penelitian

Kategori Observasi	Jumlah	
	F	(%)
Melakukan aktivitas <i>hedging</i>	84	36,36
Tidak melakukan aktivitas <i>hedging</i>	147	63,64
Jumlah	231	100

Sumber: data yang diolah (2013)

yang digunakan adalah *logistic regression* yang dilakukan untuk menguji pengaruh variabel-variabel independen pada variabel dependen pada periode yang telah ditentukan.

Data yang digunakan untuk melakukan analisis diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan periode tahun 2010 sampai 2012 yang diunduh dari website BEI. Analisis pertama yang dilakukan adalah menilai kelayakan keseluruhan model (*overall model fit*) dengan melihat nilai $-2\text{Log L block number} = 0$ (model yang hanya memasukkan konstanta) dan $\text{block number} = 1$ (memasukkan konstanta dan variabel independen) sehingga model regresi dikatakan baik. Hasil uji *overall model fit* tampak pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji *Overall Model Fit*

Iteration History ^{a,b,c}			
Iteration		-2 Log	Coefficients
		Likelihood	Constant
Step	1	302,843	-,545
	0	302,833	-,560
	3	302,833	-,560

- a. Constant is included in the model
- b. Initial -2 Log Likelihood: 302,833
- c. Estimation terminated at iteration number 3 because Parameter estimates changed by less than ,001

Sumber: data yang diolah (2013)

Tabel 4. Model Summary

Step	Model Summary		
	-2 Log Likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	194,514 ^a	,594	,712

Sumber: data yang diolah (2013)

Pada Tabel 3 dan Tabel 4, nilai -2LogL awal dimana model hanya memasukkan konstanta adalah sebesar 302,833 sedangkan nilai -2LogL yang memasukkan konstanta dan variabel independen turun menjadi 195,514 yang berarti $-2\text{Log L block number} = 0$ (model

hanya memasukkan konstanta) $> -2\text{Log L block number} = 1$ (memasukkan konstanta dan variabel independen) sehingga model regresi dapat dikatakan layak atau baik.

Selain itu, pada tabel *model summary* terlihat nilai *Cox & Snell R Square* sebesar 0,594 dan *Nagelkerke R Square* sebesar 0,712 yang berarti variabilitas variabel dependen (aktivitas *hedging*) dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen (*growth opportunity, leverage, liquidity, firm size, dan financial distress*) sebesar 71,2% sedangkan 28,8% variabilitas pada variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar variabel independen yang digunakan.

Analisis yang kedua, adalah analisis *goodness of fit test* yang diukur dengan *Chi-Square* pada hasil uji *Hosmer and Lemeshow* pada Tabel 5, dimana diperoleh angka sebesar 12,278 dengan angka probabilitas signifikansi yang menunjukkan nilai sebesar 0,139 yang bernilai lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H_0 tidak ditolak yang berarti model regresi layak untuk dipakai karena tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati (model yang dihipotesiskan fit dengan data). Analisis *goodness of fit test* tampak pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Uji *Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)*

Step	Hosmer and Lemeshow Test		
	Chi-square	df	Sig
1	12,278	8	,139

Sumber: data yang diolah (2013)

Analisis ketiga, dapat dilihat dari tabel *classification table* dari hasil output SPSS di bawah yang menjelaskan nilai estimasi yang benar dan salah. Kolom tabel menjelaskan dua nilai prediksi variabel dependen yakni aktivitas melakukan *hedging* dan tidak melakukan *hedging* sedangkan pada baris menjelaskan nilai observasi sesungguhnya dari variabel dependen yakni aktivitas melakukan *hedging* dan tidak melakukan *hedging*.

Tabel 6. Klasifikasi Model Analisis

Classification Table ^a					
	Observed		Predicted		Percentage
			HEDG		
			,00	1,00	
Step 1	HEDGE	,00	126	21	85,7
		1,00	27	57	67,9
Overall Percentage					79,2

a. The cut value is, 500

Sumber: data yang diolah (2013)

Tabel 7. Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik

Variables in the Equation							
		B	S.E	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GW	,080	,098	,678	1	,410	1,084
	LEV	1,307	1,186	3,846	1	,049	3,694
	LIQ	-,140	,136	1,062	1	,303	,870
	FS	1,332	,196	46,276	1	,000	3,788
	FD	-,168	,085	3,897	1	,048	,845
	Constant	-3,465	5,699	45,551	1	,000	,000

a. Variabel(s) entered on step 1: GW, LEV, LIQ, FS, FD

Sumber: data yang diolah (2013)

Selanjutnya hasil tabel 6, yakni tabel klasifikasi model menunjukkan bahwa prediksi observasi tidak melakukan aktivitas *hedging* sebanyak 147, sedangkan hasil observasinya sebanyak 126 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 85,7%. Kemudian prediksi observasi yang melakukan aktivitas *hedging* sebanyak 84, sedangkan hasil observasinya hanya 57 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 67,9%. Jadi secara keseluruhan ketepatan model ini sebesar 79,2% yang berarti hasil penelitian ini cukup baik karena mendekati ketepatan 100%. Klasifikasi model analisis tampak pada Tabel 6.

Analisis terakhir adalah pengujian koefisien regresi untuk menguji seberapa besar variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Hasil uji koefisien regresi logistik tampak pada Tabel 7.

Berdasarkan hasil analisis dapat diketahui model regresi logistik yang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = -3,465 + 0,08.GW + 1,307.L - 0,14LIQ + 1,332.FS + 0,168.FD$$

Dari persamaan regresi logistik tersebut dapat dilihat bahwa variabel *growth opportunity*, *leverage*, dan *firm size* berpengaruh positif sehingga artinya semakin tinggi nilai variabel independen tersebut maka probabilitas terjadinya aktivitas *hedging* juga semakin tinggi. Sedangkan variabel *liquidity* dan *financial distress* berpengaruh negatif pada variabel dependen (aktivitas *hedging*) sehingga artinya semakin tinggi nilai variabel independen tersebut maka probabilitas terjadinya aktivitas *hedging* akan semakin rendah. Variabel yang berpengaruh signifikan adalah yang nilai *sig* < 0,05 dan nilai *wald statistik* > 3,841 (*chi-square* tabel) yakni variabel *leverage*, *firm size*, dan *financial distress*.

Setiap unit kenaikan *growth opportunity* akan menaikkan *log of odds* aktivitas *hedging* sebesar 0,08 jika variabel lain dianggap konstan.

Setiap unit kenaikan *leverage* akan meningkatkan *log of odds* aktivitas *hedging* sebesar 1,307 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan *liquidity* akan menurunkan *log of odds* aktivitas *hedging* sebesar 0,14 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan *firm size* akan meningkatkan *log of odds* aktivitas *hedging* sebesar 1,332 jika variabel lain dianggap konstan. Terakhir, setiap unit kenaikan *financial distress* akan menurunkan *log of odds* aktivitas *hedging* sebesar 0,168 jika variabel lain dianggap konstan.

Berdasarkan hasil analisis regresi logistik dapat dilakukan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis pertama (H1), menunjukkan bahwa variabel kesempatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*) mempunyai koefisien regresi sebesar 0,08 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0,410 yang lebih besar daripada 0,05 (*alpha*) dan nilai *wald statistic* sebesar 0,678 yang lebih kecil daripada nilai *chi-square* tabel (3,841). Hal ini berarti H1 yang menyatakan bahwa kesempatan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap aktivitas *hedging* ditolak.

Dalam hasil uji regresi logistik menunjukkan bahwa variabel *growth opportunity* secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,05 (*alpha*) yang berarti *growth opportunity* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap probabilitas dilakukannya aktivitas *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang (rupiah terhadap US dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing.

Hasil tersebut menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis sehingga *growth opportunity* yang semakin meningkat akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan meningkat pula. Sebaliknya, perusahaan dengan *growth opportunity* yang semakin rendah akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan menurun.

Perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan yang tinggi membutuhkan tambahan modal dari pihak eksternal dalam jumlah yang kuat untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan. Modal eksternal tersebut dapat diperoleh dari pihak luar negeri sehingga terdapat risiko perubahan nilai tukar mata uang.

Ketika mata uang lokal (rupiah) terdepresiasi/melemah terhadap mata uang asing (US dolar), akan menyebabkan nilai hutang dalam denominasi mata uang asing (US dolar) meningkat. Kejadian tersebut akan sangat merugikan perusahaan dalam memenuhi kewajiban hutang dan pembayaran bunganya.

Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung menjadi *hedger* untuk melindungi perusahaannya dari ancaman kesulitan keuangan (*financial distress*) dan kebangkrutan sehingga muncul dorongan melakukan aktivitas *hedging* dan dapat disimpulkan terdapat hubungan positif antara *growth opportunity* dan tindakan *hedging*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Nance et al. (1993) dan Ameer (2010).

Hasil yang tidak signifikan pada variabel *growth opportunity* dapat disebabkan karena fenomena data atau diperlukan periode waktu penelitian yang lebih panjang sehingga diharapkan data yang terkumpul lebih dapat mewakili keadaan riil.

Selanjutnya pengujian hipotesis dua (H2) menunjukkan bahwa variabel *leverage* (LEV) mempunyai koefisien regresi sebesar 1,307 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0,049 yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) dan nilai *wald statistic* sebesar 3,846 yang lebih besar daripada nilai *chi-square* tabel (3,841). Hal ini berarti H2 yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan pada aktivitas *hedging* diterima.

Berdasarkan hasil uji regresi logistik menunjukkan bahwa variabel *leverage* secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai signifikansi yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) yang berarti *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap

probabilitas dilakukannya aktivitas *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang (rupiah terhadap U\$ dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing.

Hasil tersebut menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis sehingga *leverage* yang semakin meningkat akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan meningkat pula. Sebaliknya, perusahaan dengan *leverage* yang semakin rendah akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan menurun.

Rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan hutang yang tinggi yang berarti dapat meningkatkan profitabilitas tetapi di lain pihak juga meningkatkan risiko. Perusahaan yang memiliki eksposur transaksi akan memiliki hutang dalam denominasi mata uang asing (US dolar) sehingga memiliki risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Ketika mata uang lokal (rupiah) terdepresiasi maka nilai hutang dalam denominasi mata uang asing (U\$ dolar) akan meningkat. Peningkatan nilai hutang dapat merugikan perusahaan dalam usaha pemenuhan kewajiban hutangnya.

Dengan risiko kesulitan keuangan akibat kesulitan pemenuhan kewajiban yang semakin besar maka perusahaan perlu melakukan tindakan lindung nilai untuk mengurangi dampak buruk risiko tersebut pada perusahaan. Semakin tinggi *leverage* maka akan semakin besar tindakan *hedging* yang dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko sehingga aktivitas *hedging* berhubungan positif dengan *leverage*. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian (Zhu, 2010).

Kemudian pengujian hipotesis ketiga (H3) menunjukkan bahwa variabel *liquidity* (LIQ) mempunyai koefisien regresi sebesar -0,14 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0,303 yang lebih besar daripada 0,05 (*alpha*) dan nilai *wald statistic* sebesar 1,062 yang lebih kecil daripada nilai *chi-square* tabel (3,841). Hal ini berarti H3 yang menyatakan bahwa *liquidity* berpengaruh negatif signifikan ditolak.

Dalam hasil uji regresi logistik menunjukkan bahwa variabel *liquidity* secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang negatif dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,05 (*alpha*) yang berarti *liquidity* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap probabilitas dilakukannya aktivitas *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang (rupiah terhadap U\$ dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing.

Hasil tersebut menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis sehingga *liquidity* yang semakin meningkat akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan menurun. Sebaliknya, perusahaan dengan *liquidity* yang semakin rendah akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan meningkat.

Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya ditunjukkan dari nilai *liquidity ratio* yang semakin rendahakan semakin berat dilakukan ketika terdapat hutang jangka pendek dalam denominasi mata uang asing (U\$ dolar). Nilai hutang akan berfluktuasi seiring dengan pergerakan nilai tukar mata uang lokal (rupiah) terhadap U\$ dolar.

Semakin tinggi *liquidity ratio* maka semakin kecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan semakin kecil pula ancaman kesulitan keuangan serta kebangkrutan yang akan pada akhirnya akan berdampak pada menurunnya aktivitas *hedging* yang dilakukan perusahaan. Hasil penelitian dan analisis ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Zhu(2010), Clark et al. (2006), dan Ameer (2010). Hasil yang tidak signifikan pada variabel *liquidity* dapat disebabkan karena fenomena data atau diperlukan periode waktu penelitian yang lebih panjang sehingga diharapkan data yang terkumpul lebih dapat mewakili keadaan riil.

Pengujian hipotesis keempat (H4), menunjukkan bahwa variabel *firm size* (FS) mempunyai koefisien regresi sebesar 1,332

dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0,000 yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) dan nilai *wald statistic* sebesar 46,276 yang lebih besar daripada nilai *chi-square* tabel (3,841). Hal ini berarti, H4 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap aktivitas *hedging* diterima.

Berdasarkan hasil uji regresi logistik tersebut menunjukkan bahwa variabel *firm size* secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai signifikansi yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) yang berarti *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas dilakukannya aktivitas *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang (rupiah terhadap US dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing.

Hasil tersebut menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis sehingga *firm size* yang semakin meningkat akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan meningkat pula. Sebaliknya, perusahaan dengan *firm size* yang semakin rendah akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan menurun.

Perusahaan yang lebih besar ukurannya akan memiliki aktivitas operasional yang lebih berisiko karena adanya kemungkinan besar untuk bertransaksi secara luas hingga dapat bertransaksi ke berbagai negara. Ketika perusahaan dengan ukuran yang besar beroperasi melintasi berbagai negara akan melibatkan beberapa mata uang yang berbeda.

Dalam kegiatannya akan terdapat eksposur transaksi (hutang dan piutang dalam mata uang asing) sehingga terdapat risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Untuk itu perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian Nance et al. (1993), Zhu (2010) serta Nguyen dan Faff (2007).

Hasil pengujian hipotesis kelima (H5) menunjukkan bahwa variabel *financial distress*

(FD) mempunyai koefisien regresi sebesar -0,168 dengan nilai probabilitas (*sig.*) 0,048 yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) dan nilai *wald statistic* sebesar 3,897 yang lebih besar daripada nilai *chi-square* tabel (3,841). Hal ini berarti, H5 yang menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap aktivitas *hedging* diterima.

Berdasarkan hasil uji regresi logistik menunjukkan bahwa variabel *financial distress* (diproksi dengan *Z Score Altman*) secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang negatif dengan nilai signifikansi yang lebih kecil daripada 0,05 (*alpha*) yang berarti *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilitas dilakukannya aktivitas *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang (Rupiah terhadap US Dolar) dengan instrumen derivatif valuta asing.

Hasil tersebut menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis sehingga nilai *Z Score Altman* yang semakin meningkat akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan menurun. Sebaliknya, perusahaan dengan nilai *Z Score Altman* yang semakin rendah akan mengindikasikan probabilitas tindakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dengan eksposur transaksi akan meningkat.

Ketika perusahaan yang memiliki eksposur transaksi mengalami memiliki indikasi *financial distress* dari penghitungan *Z Score Altman*. Perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya ketika nilai *Z Score Altman* menurun sehingga terdorong untuk melindungi diri dari berbagai risiko termasuk risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Adanya hutang dan piutang dalam denominasi mata uang asing (US dolar) dapat memperburuk keadaan keuangan perusahaan jika tidak dilakukan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing.

Aktivitas *hedging* dilakukan perusahaan untuk mengurangi risiko perusahaan sehingga terhindar dari kebangkrutan yang ditunjukkan dengan nilai *Z Score Altman* yang menurun dan perusahaan akan terdorong untuk menambah

aktivitas *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara aktivitas *hedging* dengan nilai *Z Score Altman* adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian Nance et al. (1993) dan Schubert (2011).

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa *leverage*, dan *firm size*, berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *leverage*, dan *firm size* akan mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging*. Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Zhu (2010) dan Nguyen (2007). Sedangkan *growth opportunity* menunjukkan hasil positif tidak signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging*.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Ameer (2010). Selanjutnya *liquidity* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Clark et al. (2006). Kemudian *financial distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging*. Hasil ini sesuai dengan temuan (Schubert, 2011).

SIMPULAN DAN SARAN

Implikasi manajerial dari penelitian ini adalah ketika perusahaan melihat bahwa variabel *leverage* mengalami kenaikan nilai, maka pihak manajemen seharusnya menambah aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing untuk melindungi perusahaan dari probabilitas terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dapat berujung pada kebangkrutan yang disebabkan oleh adanya eksposur transaksi yang dimiliki perusahaan. Kemudian bagi investor yang ingin menanamkan modal pada perusahaan non keuangan yang memiliki eksposur transaksi dapat lebih memperhatikan variabel independen yang diteliti apakah perusahaan melakukan tindakan *hedging* atau tidak. Bila seharusnya perusahaan melakukan

hedging yang didorong oleh faktor *leverage*, *firm size*, dan *financial distress* tetapi tidak dilakukan maka perusahaan tersebut memiliki risiko terjadinya kesulitan keuangan yang lebih besar karena risiko fluktuasi mata uang asing yang tidak berusaha untuk melakukan perlindungan nilai dan eksposur valuta asing.

Selanjutnya, jika ukuran perusahaan semakin bertambah besar maka probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* yang dapat berisiko *default* dengan semakin besar pula karena operasional perusahaan yang semakin banyak dan berisiko sebab adanya eksposur valuta asing. Untuk itu, perusahaan yang bertambah besar perlu lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing.

Ketika muncul ancaman terjadi *financial distress* yang diketahui dari nilai *Z Score Altman* yang menurun maka perusahaan perlu untuk melakukan aktivitas *hedging* lebih banyak untuk mengurangi ancaman terwujudnya *financial distress* yang dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan. Hal ini tentunya mempengaruhi keputusan berinvestasi yang dilakukan investor terutama bagi investor yang tidak suka menanggung risiko.

DAFTAR PUSTAKA

- Ameer, R. 2010. Determinant of Corporate Hedging Practices in Malaysia. *International Business Research*. 3 (2): 120-130.
- Aretz, K., Bartram, S. M & Gunter Dufey. 2008. Why Hedge? Rationales for Corporate Hedging and Value Implication. *Journal of Risk Finance*. 8 (5): 434-449.
- Ball. 2004. *International Business: The Challenge of Global Competition 9th ed.* New York: Mc GrawHill.
- Bartram, S. M., Brown, G. W & Fehle, F. R. 2006. International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Working Paper*. Lancaster: Lancaster University, UK.
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of The Picking Order Hypothesis. *Financial Management Journal*. 18: 26-35.

- Ephraim, C., Judge, A & Ngai, W. S. 2006. The Determinants of Corporate Hedging: An Empirical Study of Hong Kong and Chinese Firms. *Working Paper*. London: Middlesex University.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: BP Undip.
- Griffin, R. W & W. Pustay, M. 2005. *International Business 4th ed*. New Jersey: Person Education.
- Gujarati, D. N. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hair, Jr., Joseph, F., Anderson, R. E., Tatman, R. L & Black, W. C. 1995. *Multivariate Data Analysis with Reading 5th ed*. New York: MacMilan Publishing Company.
- Hocht, S., Ng, K. H., Wiesent, J & Zagst, R. 2009. Fit for Leverage-Modelling of Hedge Fund Returns in View of Risk Management. *International Journal of Contemporary Science*.4 (17): 894-916.
- Horne, J. C. V& Wachowich, J. M. 2005. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan 12th ed*. Salemba Empat: Jakarta.
- Judge. 2006. The Determinant of Foreign Currency Hedging by UK Non-Financial Firms. *Multinational Finance Journal*. 10 (1/2): 1-41.
- Nguyen, F. 2007. Hedging Behavior in Small and Medium Enterprises: The Role of Unobserver Heterogenetity. *Journal of Banking and Finance*. 20: 0-52.
- Nance, S & Smithson. 1993. On the Determinants of Corporate Hedging. *The Journal of Finance*. 48 (1): 267-284.
- Schubert, L. 2011. Hedge Ratios for short and leveraged Exchange-trade funds. *Atlantic Review of Economic*. 1: 11-34.
- Short, H & Keasey, K. 1999. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*. 5
- Thurner, S. 2011. Systemic financial risk: agent based models to understand the leverage cycle on national scales and its consequence. *Journal Future Global Shocks*. 1: 1-33.
- Zhu, M. R. 2010. Corporate Hedging, Financial Distress and Product Market Competition. *Working Paper*. Austin: University of Texas.