

**ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
PENGUNAAN INSTRUMEN DERIVATIF
SEBAGAI PENGAMBILAN KEPUTUSAN
HEDGING (Studi Kasus Pada Perusahaan
Automotive and Allied Products Yang Terdaftar Di
BEI Periode 2006-2010)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan program sarjana (S1)
pada program sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun Oleh:

SEPTAMA HARDANTO PUTRO
NIM. C2A008138

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2012**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Septama Hardanto Putro

Nomor induk Mahasiswa : C2A008138

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI PENGGUNAAN
INSTRUMEN DERIVATIF SEBAGAI
PENGAMBILAN KEPUTUSAN *HEDGING*
(Studi Kasus Pada Perusahaan *Automotive
and Allied Products* Yang Terdaftar Di BEI
Periode 2006-2010).**

Dosen Pembimbing : Dr. H. M. Chabachib, M.Si, Akt

Semarang, 11 Juni 2012

Dosen Pembimbing,

Dr. H. M. Chabachib, M.Si, Akt

NIP. 195411201980031002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Septama Hardanto Putro

Nomor induk Mahasiswa : C2A008138

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI PENGGUNAAN
INSTRUMEN DERIVATIF SEBAGAI
PENGAMBILAN KEPUTUSAN *HEDGING*
(Studi Kasus Pada Perusahaan *Automotive
and Allied Products* Yang Terdaftar Di BEI
Periode 2006-2010)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal

Rabu 20 Juni 2012

Tim Penguji

1. Dr. H. M. Chabachib, M.Si, Akt ()
2. Dra. Irine Rini Demi P, M.E ()
3. Erman Denny A, S.E, M.M ()

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Septama Hardanto Putro, menyatakan bahwa skripsi dengan judul “**ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENGGUNAAN INSTRUMEN DERIVATIF SEBAGAI PENGAMBILAN KEPUTUSAN *HEDGING* (Studi Kasus Pada Perusahaan *Automotive and Allied Products* Yang Terdaftar Di BEI Periode 2006-2010)**” adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah – olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulisan aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 11 Juni 2012
Yang membuat pernyataan,

(Septama Hardanto Putro)

NIM: C2A00138

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“...Sesungguhnya Allah tidak akan mengubah keadaan suatu kaum kecuali kaum itu sendiri yang mengubah keadaan diri mereka sendiri...” (QS Ar-Ra’d :11)

“Sesuatu yang diawali dengan manis akan berakhir dengan pahit,
akan tetapi sesuatu yang diawali dengan pahit akan berakhir
dengan manis”

“Mendahulukan proses yang baik, dan hasil akan mengikuti
tingkat proses yang sudah dilakukan”

Skripsi ini ku persembahkan untuk :

- ♥ Kedua Orang Tuaku tercinta
- ♥ Dunia Pendidikan

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi probabilitas variabel-variabel yang mempengaruhi penggunaan instrumen derivatif sebagai sarana aktivitas lindung nilai atau *hedging* pada perusahaan. Kegunaan perusahaan mengetahui variabel yang paling mempengaruhi probabilitas perusahaan untuk menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*, perusahaan dapat melindungi perusahaannya dari kerugian, yang disebabkan oleh fluktuatifnya risiko pasar, selain itu perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan karena terhindar dari akibat risiko yang ditimbulkan.

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur jenis usaha Automotive and Allied Products yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode amatan 2006-2010. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi logistik, untuk mengetahui rangkaian variabel yang mempengaruhi probabilitas penggunaan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt Equity Ratio*, *Financial Distress*, *Growth Opportunity*, *Liquidity*, dan *Firm Size*.

Hasil pengujian menggunakan metode regresi logistik, menunjukkan hasil bahwa dari kelima variabel yang digunakan dalam penelitian ini, terdapat tiga variabel yang berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan untuk menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*. Variabel-variabel tersebut yang mempengaruhi aktivitas *hedging* adalah *Debt Equity Ratio*, *Growth Opportunity*, dan *Firm Size*.

Kata Kunci: Manajemen Risiko Finansial, Instrumen Derivatif, *Hedging*

ABSTRACT

This research aims to predict the probability of variables that influence the use of derivative instruments as hedging activities in firms. The advantage of firms that knowing which variables is most influence the probability the use of derivative instruments as hedging activities, the firms could protect themselves from loss, that caused from market risk fluctuation, after that firms can increase their value as a result avoid the risk.

The population in this research are the type of business manufacturing firms Automotive and Allied Products listed on the Stock Exchange Indonesia during the period 2006 to 2010. This research used logistic regressions analysis technique, to find sets of variables that affect the probability the use of derivative instruments as hedging activities. Variables used in this research are Debt Equity Ratio, Growth Opportunity, and Firm Size.

Test results used logistic regressions method, showed that the five of variables used in this research there are three variables that affect the probability of firms to use derivative instruments for hedging activities. Those variables that affect the hedging activity are Debt Equity Ratio, Growth Opportunity, and Firm Size.

Keywords: Financial Risk Management, Derivative Instruments, Hedging

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat dan hidayah-Nya serta anugerah yang tak terkira, *shalawat* dan salam semoga selalu tercurahkan kepada junjungan besar Rasulullah SAW yang telah memberi suri tauladan, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENGGUNAAN INSTRUMEN DERIVATIF SEBAGAI PENGAMBILAN KEPUTUSAN HEDGING (Studi Kasus Pada Perusahaan *Automotive and Allied Products* Yang Terdaftar Di BEI Periode 2006-2010).**

Penulis menyadari bahwa dalam proses sampai dengan selesainya penulisan skripsi ini penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan tepat pada waktunya, adapun pihak-pihak tersebut antara lain yaitu:

1. Bapak Prof. Drs. H. Muhamad Nasir, M.Si, Akt, Ph.D Selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ijin didalam pembuatan skripsi ini.
2. Bapak Dr. H. M. Chabachib, M.Si, Akt, Selaku dosen pembimbing atas waktu, perhatian, dan segala bimbingan serta arahnya selama penulisan skripsi ini.

3. Bapak Idris. S.E, M.Si selaku dosen wali yang telah banyak membantu dan memberikan bimbingannya selama penulis menempuh studi di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
4. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro atas segala ilmu dan pengalaman berharga yang telah diberikan selama ini kepada penulis.
5. Kedua Orang Tua tercinta, Bapak Ir. Haryogi, dan Ibu Nur Susri Kardiani S.H. yang selalu memberikan motivasi, dukungan, kasih sayang, perhatian yang tidak henti tercurahkan serta pengharapan dan do'a yang tiada henti tercurahkan kepada penulis, agar menjadi insan yang mandiri, sukses, berguna bagi bangsa dan negara serta menjadi kebanggaan keluarga. Semoga Allah SWT senantiasa menempatkan bapak dan Ibu pada derajat yang tertinggi baik di dunia dan di akhirat kelak.
6. Saudara-saudaraku tersayang, Nurita Putri Hardiani, dan Primastoro Harsastyo Putro atas do'a dan kasih sayang yang telah diberikan kepada penulis.
7. Sarsa Meta Nugrahani yang telah memberikan, ilmu, dukungan, semangat, perhatian, dan do'a, serta selalu ada untuk penulis.
8. Sahabat-sahabat baikku Andi, Allan, Gerhard, Iman, Ipul, Poppy, Rya, Vena, Yonathan. Semoga Allah SWT selalu melindungi dan dapat mewujudkan cita-cita masing-masing. Amin
9. Teman – Teman Manajemen Reguler 1 angkatan 2008, terima kasih atas kebersamaan kita selama perkuliahan ini.

10. Teman – Teman Kos Pak Teguh, Agung, Angga, Arif, Auzan, Dasril, Faiq Febri, Gayo, Icas, Iman, Leo, Yobie, yang telah menjadi keluarga penulis selama menempuh studi dan telah memberi keceriaan dan dukungan kepada penulis.
11. Teman-teman KKN Desa Gesing, kecamatan Kandangan, Temanggung, Angga, Arkie, Brinna, Dwi, Febriantoro, Mey, Idham, Mas Aynul, Rocky, Tari, Tintan dan Ve atas kebersamaan kita selama 35 hari.
12. Dan kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun dari semua pihak. Penulis berharap semoga skripsi ini bisa bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, 11 Juni 2012

Septama Hardanto Putro

C2A008138

DAFTAR ISI

	Hal.
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
ABSTRAK.....	vi
<i>ABSTRACT</i>	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah	14
1.3 Tujuan Penelitian	16
1.4 Manfaat Penelitian	17
1.5 Sistematika Penulisan	17
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	19
2.1 Landasan Teori	19
2.1.1 Pengertian Manajemen Risiko	19
2.1.1.1 Eksposur Valuta Asing	19
2.1.1.2 Eksposur Transaksi	20
2.1.1.3 Eksposur Operasi	21
2.1.1.4 Eksposur Akuntansi	22
2.1.2 Pengertian <i>Hedging</i>	23
2.1.2.1 Instrumen derivatif untuk melakukan <i>Hedging</i> ..	24
2.1.2.2 Keuntungan melakukan <i>Hedging</i>	29
2.1.2.3 Kerugian Melakukan <i>Hedging</i>	30
2.1.3 <i>Debt to Equity Ratio</i>	31

2.1.4	Tingkat Kesulitan Keuangan.....	33
2.1.5	Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan	34
2.1.6	Tingkat Likuiditas	36
2.1.7	Ukuran Perusahaan	37
2.2	Penelitian Terdahulu.....	39
2.3	Beda Penelitian.....	49
2.4	Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis	49
2.4.1	Pengaruh <i>Debt to Equity Ratio</i> terhadap Aktivitas <i>Hedging</i>	49
2.4.2	Pengaruh <i>Financial Distress</i> terhadap <i>Hedging</i>	51
2.4.3	Pengaruh Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Aktivitas <i>Hedging</i>	51
2.4.4	Pengaruh Likuiditas Terhadap Aktivitas <i>Hedging</i>	52
2.4.5	Pengaruh Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) Terhadap Aktivitas <i>Hedging</i>	53
2.5	Hipotesis Penelitian.....	55
 BAB III METODE PENELITIAN		 56
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	56
3.1.1	Variabel Penelitian.....	56
3.1.2	Definisi Operasional	56
3.1.2.1	<i>Hedging</i> atau Lindung nilai (Y).....	56
3.1.2.2	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) (X1)	57
3.1.2.3	Tingkat Kesulitan Keuangan (<i>Financial Distress</i>) (X2).....	57
3.1.2.4	Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth</i>) (X3).....	58
3.1.2.5	Tingkat Likuiditas (<i>Liquidity</i>) (X4)	59
3.1.2.6	Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) (X5).....	59
3.2	Populasi dan Sampel	61
3.3	Jenis dan Sumber Data.....	63
3.4	Metode Pengumpulan Data	63
3.5	Metode Analisis	64
3.5.1	Analisis Statistik Deskriptif.....	64
3.5.2	Analisis Regresi Logistik	64
 BAB IV ANALISIS DATA.....		 69
4.1	Deskripsi Objek Penelitian.....	69
4.1.1	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	70
4.2	Proses dan Hasil Analisis Data	73

4.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama (H1).....	78
4.2.2 Pengujian Hipotesis Kedua (H2).....	78
4.2.3 Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)	79
4.2.4 Pengujian Hipotesis Keempat (H4)	79
4.2.5 Pengujian Hipotesis Kelima (H5)	80
4.3 Pembahasan.....	80
4.3.1 <i>Debt Equity Ratio</i> (DER)	80
4.3.2 <i>Financial Distress</i>	82
4.3.3 Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth</i>)	83
4.3.4 Tingkat Likuiditas (<i>Liquidity</i>).....	84
4.3.5 Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>)	86
BAB V PENUTUP	88
5.1 Kesimpulan	88
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	89
5.3 Saran.....	90
5.3.1. Implikasi Teoritis	90
5.3.2. Implikasi Manajerial	92
5.3.3. Saran Untuk Penelitian yang Akan Datang	93
DAFTAR PUSTAKA	94
LAMPIRAN-LAMPIRAN	97

DAFTAR TABEL

	Hal.
Tabel 1.1 Data raiso keuangan BI rate, nilai tukar, dan <i>oil</i> per 3 bulan tahun amatan 2006 -2010	6
Tabel 1.2 Ringkasan <i>Research Gap</i> Penelitian Terdahulu	14
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	42
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel.....	60
Tabel 3.2 Daftar Perusahaan Sampel	62
Tabel 4.1 Kategori Amatan Penelitian.....	70
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	71
Tabel 4.3 <i>Iteration History</i>	73
Tabel 4.4 <i>Model Summary</i>	74
Tabel 4.5 Hasil <i>Uji Goodness of Fit Test (Hosmer and Lemeshow Test)</i> ..	75
Tabel 4.6 Klasifikasi Model Analisis.....	75
Tabel 4.7 Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik.....	77

DAFTAR GAMBAR

	Hal.
Gambar 1.1 Fluktuasi Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia.....	8
Gambar 1.2 Fluktuasi Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dolar.....	9
Gambar 1.3 Fluktuasi Harga Minyak Dunia	11
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	55

DAFTAR LAMPIRAN

	Hal.
Lampiran A Fluktuasi Produk Turunan (Underlying Product)	
Instrumen Derivatif	97
Lampiran B Data Variabel Independen dan Dependen	99
Lampiran C Statistik Deskriptif	102
Lampiran D Hasil Uji Regresi Logistik	104

BAB 1

PENDAHULUAN

1. 1 Latar Belakang

Salah satu ciri dari era globalisasi ditandai dengan adanya perdagangan bebas. Perdagangan bebas yang dihadapi yaitu semakin meningkatnya persaingan serta gejolak harga pasar yang membuat ketidakpastian atau risiko usaha semakin meningkat dalam mempertahankan usahanya. Baik usaha kecil, menengah, dan besar berlomba-lomba untuk mempertahankan usahanya tersebut dengan berbagai cara untuk menyesuaikan dengan kondisi yang terjadi.

Menurut Soekarto (dalam Djojosoedarso, 1999) risiko adalah ketidakpastian atas terjadinya suatu peristiwa. Sedangkan Menurut Arthur Williams dan Richard, M.H (dalam Djojosoedarso, 1999) risiko adalah suatu variasi dari hasil-hasil yang dapat terjadi selama periode tertentu. Risiko adalah kerugian karena kejadian yang tidak diharapkan muncul (Sunaryo, 2009). Menurut Emmet J. Vaughan dan Curtis M. Elliott (dalam Kertonegoro, 1996) bukunya *Fundamentals of Risk and Insurance*, istilah risiko telah dirumuskan dalam berbagai definisi yang berbeda oleh para ahli perasuransian, yaitu:

1. Risiko adalah kans kerugian (*the chance of loss*).
2. Risiko adalah kemungkinan kerugian (*the possibility of loss*).
3. Risiko adalah ketidakpastian (*uncertainty*).
4. Risiko adalah penyimpangan kenyataan dari hasil yang diharapkan (*the dispersion of actual from expected result*).

5. Risiko adalah probabilitas bahwa suatu hasil berbeda dari yang diharapkan (*the probability of any outcome different from the one expected*).
(Kertonegoro, 1996, p. 1)

Risiko tersebut memiliki dua karakteristik, pertama merupakan ketidakpastian atas terjadinya suatu peristiwa, dan kedua merupakan ketidakpastian yang bila terjadi akan menimbulkan kerugian (Djojosoedarso, 1999). Dari beberapa kutipan di atas, dapat saya simpulkan Risiko adalah perubahan atau penyimpangan dari hasil yang sudah diperkirakan atau diharapkan, menjadi sesuatu yang tidak pasti, dan bahkan dapat membuat perkiraan tersebut hilang atau mengalami kerugian. Contoh lain dari jenis risiko adalah depresiasi yang tajam dan cepat terhadap rupiah (krisis moneter), serangkaian kecelakaan transportasi darat, laut dan udara, kecurangan dalam perbankan serta kasus lumpur panas lapindo.

Contoh kerugian adalah keuangan perusahaan dalam laporan keuangan suatu perusahaan manufaktur yang menunjukkan perusahaan tersebut mendapatkan beban lebih besar akibat eksposur valuta asing. Dalam laporan keuangan tercantum bahwa terdapat kerugian akibat nilai tukar mata uang asing yang mempengaruhi besaran laba yang seharusnya lebih besar apabila tidak terkena dampak nilai tukar mata uang asing tersebut. Dampak dari kerugian nilai tukar mata uang asing tersebut bisa dirasakan secara luas, mulai dari penurunan laba perusahaan, penurunan laba per saham, dan diikuti dengan penurunan harga saham di pasar modal, apabila penurunan harga saham tersebut terjadi, kemungkinan dapat mempengaruhi jumlah investor menjadi menurun, dan

perusahaan akan kehilangan saluran pendanaan. Risiko-risiko tersebut tidak dapat langsung dicegah kapan munculnya, pasti akan langsung mempengaruhi kondisi perusahaan tersebut, namun perusahaan tetap dapat menanggulangi risiko dengan berbagai cara dan pengelolaan berbagai cara penanggulangan risiko inilah yang disebut manajemen risiko (Djojosoedarso, 1999). Pengelolaan tersebut meliputi langkah-langkah antara lain:

1. Berusaha untuk mengidentifikasi unsur-unsur ketidakpastian dan tipe-tipe risiko yang dihadapi bisnisnya.
2. Berusaha untuk menghindari dan menanggulangi semua unsur ketidakpastian, misalnya dengan membuat perencanaan yang baik dan cermat.
3. Berusaha untuk mengetahui korelasi dan konsekuensi antar peristiwa, sehingga dapat diketahui risiko-risiko yang terkandung di dalamnya.
4. Berusaha untuk mencari dan mengambil langkah-langkah (metode) untuk menangani risiko-risiko yang telah diidentifikasi (mengelola risiko yang dihadapi) (Djojosoedarso, 1999).

Manajemen risiko tradisional terfokus pada risiko-risiko yang timbul oleh penyebab fisik atau legal (seperti bencana alam atau kebakaran, kematian, serta tuntutan hukum. Manajemen risiko keuangan, di sisi lain, terfokus pada risiko yang dapat dikelola dengan menggunakan instrumen-instrumen keuangan (Wikipedia). Ada beberapa cara yang dapat dilakukan (perusahaan) untuk meminimalkan risiko kerugian, antara lain:

- a. Mengadakan pencegahan dan pengurangan terhadap kemungkinan terjadinya peristiwa yang menimbulkan kerugian, misalnya: membangun gedung dengan bahan-bahan yang anti terbakar untuk mencegah bahaya kebakaran, memagari mesin-mesin untuk menghindari kecelakaan kerja, melakukan pemeliharaan dan penyimpangan yang baik terhadap bahan dan hasil produksi untuk menghindari risiko kecurian dan kerusakan, mengadakan pendekatan kemanusiaan untuk mencegah terjadinya pemogokan, sabotase dan pengacauan.
- b. Melakukan retensi, artinya mentolelir terjadinya kerugian, membiarkan terjadinya kerugian dan untuk mencegah terganggunya operasi perusahaan akibat kerugian tersebut disediakan sejumlah dana untuk menanggulangnya (contoh: pos biaya lain-lain atau tidak terduga dalam anggaran perusahaan).
- c. Melakukan pengendalian terhadap risiko, contoh melakukan *hedging* (perdagangan berjangka) untuk menanggulangi risiko kelangkaan dan fluktuasi harga bahan baku/pembantu yang diperlukan.
- d. Mengalihkan/memindahkan risiko kepada pihak lain, yaitu dengan cara mengadakan kontrak pertanggungan (asuransi) dengan perusahaan asuransi terhadap risiko tertentu, dengan membayar sejumlah premi asuransi yang telah ditetapkan, sehingga perusahaan asuransi akan mengganti kerugian bila betul terjadi kerugian yang sesuai dengan perjanjian (Djojosoedarso, 1999).

Jenis risiko dapat diketahui oleh perusahaan dengan mengukur terlebih dahulu eksposur yang dapat dialami perusahaan. Eksposur adalah objek yang rentan terhadap resiko dan berdampak pada kinerja perusahaan apabila resiko yang diprediksikan benar-benar terjadi. Eksposur yang paling umum berkaitan dengan ukuran keuangan, misalnya harga saham, laba, pertumbuhan penjualan dan sebagainya.

Salah satu cara untuk meminimalisir risiko finansial adalah dengan metode *hedging* atau lindung nilai seperti yang sudah disebutkan Djojosoedarso (1999) sebagai salah satu cara untuk menanggulangi risiko. Lindung nilai atau dalam bahasa Inggris disebut *hedge* dalam dunia keuangan dapat diartikan sebagai suatu investasi yang dilakukan khususnya untuk mengurangi atau meniadakan risiko pada suatu investasi lain. Lindung nilai adalah suatu strategi yang diciptakan untuk mengurangi timbulnya risiko bisnis yang tidak terduga, di samping tetap dimungkinkannya memperoleh keuntungan dari investasi tersebut. Prinsip *hedging* adalah menutupi kerugian 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 instrumen *hedging*-nya disebut *portfolio hedging* (Sunaryo, 2009).

Misalkan, sebelum melakukan *hedging*, *hedger* mempunyai risiko 100. Setelah *hedging*, risiko *portfolio hedging*-nya adalah 20. *Hedging* dapat menurunkan risiko sebesar 80. Dikatakan bahwa efektivitas *hedging* sebesar 80 persen. Tentu saja penurunan risiko tersebut tidak gratis. Penurunan risiko dibarengi dengan penurunan keuntungan. Implikasinya adalah apabila posisi aset

awal memberikan keuntungan, posisi instrumen *hedging* mengalami kerugian atau disebut sebagai biaya *hedging*, akibatnya keuntungan dari posisi aset awal menutup kerugian dari posisi instrumen *hedging* (Sunaryo, 2009).

Aktivitas *hedging* dilakukan dengan menggunakan instrumen derivatif, derivatif merupakan kontrak perjanjian antara dua pihak untuk menjual dan membeli sejumlah barang (baik komoditas, maupun sekuritas) pada tanggal tertentu di masa yang akan datang dengan harga yang telah disepakati pada saat ini. Perlu diketahui bahwa *underlying instruments* dalam derivatif tidak terbatas pada aktiva finansial saja, seperti saham, *warrants*, dan obligasi, tetapi bisa terdapat pada komoditas, logam berharga, indeks saham, tingkat suku bunga, dan kurs nilai tukar (Utomo, 2000). Produk turunan derivatif juga termasuk jenis risiko yang dapat dialihkan oleh aktivitas *hedging*. Berikut tabel 1.1 menunjukkan data keuangan yang terdiri dari BI rate, nilai tukar, dan komoditas yaitu harga minyak bumi (*oil*).

Tabel 1.1
Data raiiso keuangan BI rate, nilai tukar,
oil, per 3 bulan tahun amatan 2006 -2010

Tahun	BI Rate	Nilai Tukar (Rp Trhdp \$)	Komoditas (Oil)/barell
Jan - 06	12.75	9370	67.92
Apr-06	12.75	8785	71.88
Juli - 06	12.25	9073	74.40
Okt - 06	10.75	9115	58.73
Des - 06	9.75	8995	61.05

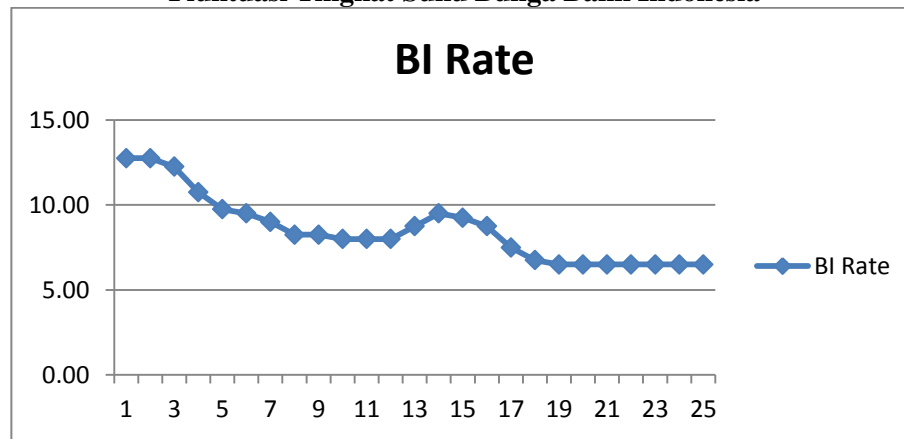
Jan - 07	9.50	9097	58.14
Apr-07	9.00	9085	65.71
Juli - 07	8.25	9189	78.21
Okt - 07	8.25	9099	94.53
Des - 07	8.00	9393	96.00
Jan-08	8.00	9,267	91.75
Apr-08	8.00	9,232	113.46
Juli - 08	8.75	9,098	124.08
Okt - 08	9.50	11,050	67.81
Des - 08	9.25	11,120	44.60
Jan - 09	8.75	11,375	41.68
Apr - 09	7.50	10,625	51.12
Juli - 09	6.75	9,928	69.45
Okt - 09	6.50	9,585	77.00
Des - 09	6.50	9,404	79.36
Jan-10	6.50	9,353	72.89
Apr - 10	6.50	9,010	86.15
Juli - 10	6.50	8,949	78.95
Okt - 10	6.50	8,938	81.43
Des - 10	6.50	8,996	91.38

Sumber: Bloomberg 2006-2010

Tabel 1.1 di atas adalah tabel yang menunjukkan data acuan pokok untuk melakukan aktivitas *hedging* atau produk *underlying* agar dapat menjadikan

instrumen di atas sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk melakukan aktivitas *hedging* atau tidak melakukan aktivitas *hedging*. Untuk mempermudah analisis, berikut disediakan gambar grafik.

Gambar 1.1
Fluktuasi Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia



Sumber: Bloomberg 2006-2010

Pada gambar 1.1 di atas merupakan grafik fluktuasi nilai Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia periode 2006-2010 dengan amatan per 3 bulan. Suku bunga bank sentral atau *BI Rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik (bi.go.id). *BI Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter.

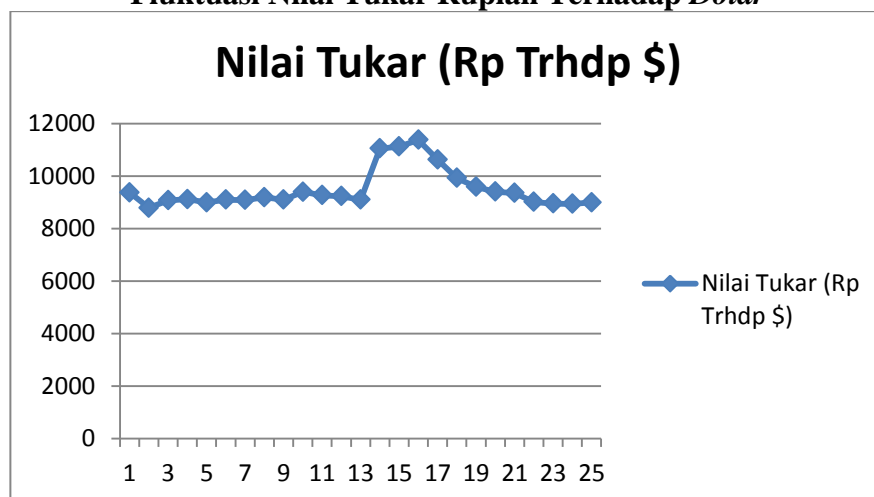
Pada awal bulan Januari tahun 2006 *BI rate* dalam posisi tertinggi pada angka 12.75% seperti yang terlihat dalam grafik, kemudian menunjukkan tingkat yang menurun sampai angka 8.00% pada bulan April 2008. Pada bulan Juli 2008

tingkat suku bunga Bank Indonesia menunjukkan angka sebesar 8.75% dan terus meningkat pada titik tertinggi di bulan Oktober 2008 sebesar 9.50%.

Jika dilihat dari tingkat penurunan tingkat suku bunga yang terus menurun, dan tiba-tiba mengalami peningkatan yang cukup tajam meskipun tidak mencapai titik tertinggi dalam grafik, dari titik terendah membuat beberapa perusahaan disulitkan akan kondisi tersebut yang berhubungan dengan suku bunga pinjaman yang berhubungan dengan suku bunga acuan dari Bank Indonesia. Apabila terdapat perusahaan yang akan melakukan pinjaman pada periode Juli-Oktober 2008, jumlah pinjaman yang akan dikembalikan pun membesar sejumlah peningkatan tingkat suku bunga Bank Indonesia.

Stabilitas pasar keuangan juga didorong oleh stabilitas suku bunga, karena fluktuasi suku bunga menimbulkan ketidakpastian bagi lembaga keuangan. Dalam tahun-tahun terakhir, fluktuasi suku bunga yang telah menjadi permasalahan yang serius bagi asosiasi simpan pinjam dan bank-bank tabungan bersama (Mishkin, 2008).

Gambar 1.2
Fluktuasi Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dolar



Sumber: Bloomberg 2006-2010

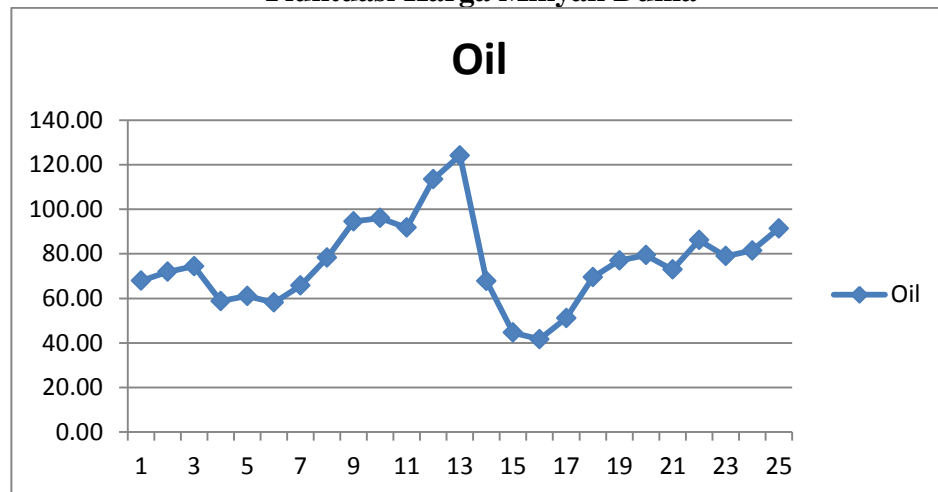
Pada gambar 1.2 menunjukkan grafik fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap *Dolar* periode 2006-2010, dengan amatan per 3 bulan. Dalam gambar grafik merupakan harga mata uang Rupiah terhadap satu *Dolar* Amerika. Nilai tukar adalah harga suatu mata uang terhadap mata uang lainnya atau nilai dari suatu mata uang terhadap nilai mata uang lainnya (Salvatore, 1997). Fluktuasi kurs juga memengaruhi inflasi maupun output, dan menjadi pertimbangan penting pengambil kebijakan moneter. Ketika mata uang Rupiah jatuh nilainya atau mata uang *Dolar* mengalami apresiasi, harga barang-barang yang diimpor menjadi lebih mahal yang secara langsung akan menaikkan tingkat harga dan inflasi (Mishkin, 2008). Jenis risiko fluktuasi kurs nilai tukar termasuk dalam eksposur valuta asing, eksposur valuta asing akan dialami oleh perusahaan yang melakukan pembayaran dan/atau menerima pendapatan dalam valuta asing (Yuliati, 2002).

Dari periode Januari 2006 sampai dengan Juli 2008 tidak mengalami fluktuasi yang signifikan, walaupun tetap terjadi fluktuasi nilai tukar. Pada periode bulan Oktober 2008, mata uang Rupiah mengalami depresiasi terhadap *Dolar* atau *Dolar* apresiasi terhadap mata uang Rupiah, dengan nilai sebelumnya pada bulan Juli 2008 senilai Rp 9.098/\$ menjadi Rp 11.050/\$ yaitu terdapat kenaikan Rp 1.952/\$.

Apabila terdapat perusahaan dengan mengadakan perjanjian pada bulan Oktober selagi periode jatuh tempo, perusahaan tersebut akan membayar lebih mahal sebesar Rp 1952/\$ dari jumlah transaksi yang seharusnya. Namun tidak demikian bila perusahaan tersebut menggunakan salah satu instrumen derivatif

sebagai aktivitas *hedging* untuk menutupi kerugian yang akan timbul dari risiko depresiasinya nilai mata uang Rupiah.

Gambar 1.3
Fluktuasi Harga Minyak Dunia



Sumber: Bloomberg 2006-2010

Pada gambar 1.3 di atas merupakan grafik fluktuasi harga Minyak Dunia yang dinyatakan dengan *Dolar* per barel periode 2006-2010 dengan amatan per 3 bulan. Bahan Bakar atau Minyak Dunia merupakan salah satu komoditas yang paling dibutuhkan dalam kehidupan, industri sangat membutuhkan peranan bahan bakar tersebut, fluktuasinya harga bahan bakar dapat mempengaruhi kondisi perekonomian secara keseluruhan karena pentingnya peranan tersebut, terutama dalam hal stabilitas harga, apabila tingkat harga bahan bakar berfluktuatif, dapat menimbulkan ketidakpastian harga, sehingga menyebabkan komplikasi pengambilan keputusan bagi konsumen, dunia usaha, dan pemerintah (Mishkin, 2008).

Pada periode Januari 2007 harga minyak dunia sebesar \$ 58.14 dan terus mengalami peningkatan sampai titik tertinggi pada periode Juli 2008 sebesar \$ 124.08, kenaikan terus menerus tersebut dapat membuat perekonomian tidak stabil akibat perusahaan akan menaikkan harga barang karena biaya produksi lebih mahal akibat kenaikan harga bahan bakar. Risiko terkait dengan meningkatnya harga bahan bakar dunia dapat diminimalkan dengan penggunaan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*.

Apabila perusahaan menduga akan terjadi kenaikan harga bahan bakar minyak pada periode Januari 2007 seharga \$ 58.14 menuju harga \$ 65.71 pada periode April 2007, perusahaan akan melakukan kontrak *forward* untuk mencapai kesepakatan membeli beberapa ribu barel bahan bakar pada bulan April 2007 dengan harga kontrak sebesar \$ 60, maka perusahaan tersebut akan menghemat sebesar \$ 5.71 kerugian karena kenaikan harga bahan bakar tersebut.

Selain didorong oleh faktor-faktor eksternal, perusahaan juga terdorong melakukan aktivitas *hedging* karena beberapa faktor internal. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor internal perusahaan yang mempengaruhi aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif. Pada penelitian yang dilakukan oleh Nguyen *and* Faff (2003) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka untuk menggunakan derivatif jika nilainya besar dan memiliki hutang lebih banyak dalam struktur modal. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005) hutang berpengaruh negatif terhadap aktivitas *hedging*.

Lalu penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, dan Smithson (1993) bahwa *financial distress* berhubungan positif terhadap aktivitas *hedging*.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005) *financial distress* berhubungan negatif terhadap *hedging*, lalu penelitian yang dilakukan Guniarti (2011) juga berpendapat demikian, yaitu *financial distress* berhubungan negatif terhadap *hedging*.

Lalu penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, dan Smithson (1993) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *hedging* memiliki kesempatan pertumbuhan perusahaan yang lebih besar. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ameer (2010) bahwa kesempatan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap aktivitas *hedging*.

Berikutnya pada penelitian yang dilakukan oleh Clark and Judge (2005) menyatakan bahwa faktor lain yang menjelaskan keputusan *hedging* adalah tingkat likuiditas. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Spano (2005) menyatakan bahwa variabel likuiditas memiliki hasil negatif terhadap aktivitas *hedging* di perusahaan.

Lalu pada penelitian yang dilakukan oleh Nguyen dan Faff (2003) Variabel ukuran perusahaan yang besar cenderung lebih suka menggunakan instrumen derivatif untuk kegiatan *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005) menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan *hedging* apabila terdapat penurunan ukuran perusahaan.

Oleh karena itu, karena hasil perhitungan di atas masih terdapat *fenomena empiris* berkaitan tentang data acuan pokok untuk melakukan aktivitas *hedging* atau produk *underlying* agar dapat menjadikan instrumen di atas sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk melakukan aktivitas *hedging* atau tidak

melakukan aktivitas *hedging* dan masih terdapat *research gap* maka diperlukan penelitian lebih lanjut tentang hal tersebut. Berdasarkan uraian latar belakang tersebut maka judul yang diambil dalam penelitian ini yaitu “Analisis Faktor yang mempengaruhi penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *Hedging* (Studi kasus pada Perusahaan *Automotive and Allied Products* yang Terdaftar di BEI Periode 2006 -2010).”

1.2 Perumusan Masalah

Selama sebuah perusahaan beroperasi, risiko yang melekat pada perusahaan tetap hadir membayangi para perusahaan. Kondisi produk turunan derivatif yang sudah dijabarkan pada tabel 1.1 sekaligus menunjukkan fluktuatifnya risiko yang dihadapi perusahaan sehingga semakin menambah ketidakpastian dalam perusahaan tersebut dalam menghadapi risiko. Oleh sebab itu, dibutuhkan pengelolaan manajemen risiko yang sistematis dan strategis dalam menghadapi fluktuatifnya risiko tersebut, salah satunya dengan menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*. Kemudian adanya *research gap* dari penelitian-penelitian terdahulu seperti yang diperlihatkan pada tabel 1.2 berikut:

Tabel 1.2
Ringkasan *Research Gap* Penelitian Terdahulu

No.	Variabel	Peneliti	Hasil Penelitian
1.	DER terhadap <i>Hedging</i>	1. Nguyen dan Faff (2003)	Berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i>

		2. Triki (2005)	Berpengaruh negatif dengan keputusan <i>hedging</i>
2.	<i>Financial Distress</i> terhadap <i>Hedging</i>	1. Nance Smith dan Smithson (1993)	<i>Financial distress</i> berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i>
		2. Triki (2005)	<i>Financial distress</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i>
		3. Guniarti (2011)	<i>Financial distress</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i>
3.	<i>Growth Opportunity</i> terhadap <i>Hedging</i>	1. Nance Smith dan Smithson (1993)	<i>Growth Opportunity</i> berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i>
		2. Ameer (2010)	<i>Growth Opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i>
4.	<i>Liquidity</i> terhadap <i>Hedging</i>	1. Clark and Judge (2005)	Likuiditas berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i>
		2. Spano (2005)	Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i>
5.	<i>Firm Size</i> terhadap <i>Hedging</i>	1. Nguyen dan Faff (2003)	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i>
		2. Triki (2005)	Variabel Firm Size berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i>

Perumusan masalah dari penelitian ini adalah adanya fenomena empiris atau fenomena bisnis terkait fluktuatifnya keadaan produk turunan yang digunakan oleh perusahaan sebagai alasan mendasar untuk mengendalikan risiko dengan menggunakan keputusan *hedging*. Kemudian masih terdapatnya *research gap* dari penelitian terdahulu, berdasarkan hal tersebut di atas, maka dapat dirumuskan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap keputusan *Hedging*?
2. Bagaimana pengaruh *financial distress* terhadap keputusan *Hedging*?
3. Bagaimana pengaruh kesempatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*) terhadap keputusan *Hedging*?
4. Bagaimana pengaruh tingkat likuiditas (*liquidity*) perusahaan terhadap keputusan *Hedging*?
5. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap keputusan *Hedging*?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh Debt Equity Ratio terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai keputusan *Hedging*
2. Untuk menganalisis pengaruh *financial distress* terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai keputusan *Hedging*
3. Untuk menganalisis pengaruh kesempatan pertumbuhan perusahaan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai keputusan *Hedging*

4. Untuk menganalisis pengaruh tingkat likuiditas perusahaan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai keputusan *Hedging*
5. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai keputusan *Hedging*

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi Perusahaan: Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan para perusahaan untuk mengambil langkah yang strategis dalam pengambilan keputusan untuk melindungi nilai investasi yang sudah dikeluarkan.
2. Bagi Investor: Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dalam pemilihan perusahaan yang akan ditanamkannya dana yang Investor miliki, karena dapat mengetahui perusahaan mana yang memang tanggap dalam melindungi investasinya.
3. Bagi Akademisi: hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi yang baik dalam mengembangkan penelitian selanjutnya dan menjadi pedoman untuk memperluas wawasan ilmu terutama dalam bidang Manajemen Keuangan.

1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari 5 bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I Pendahuluan

Bab ini mencakup latar belakang, perumusan masalah, tujuan , penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II Tinjauan Pustaka

Bab ini mencakup landasan teori dari penelitian, hasil-hasil penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis.

BAB III Metodologi Penelitian

Bab ini mencakup variabel penelitian, definisi operasional, jenis dan metode pengumpulan data, populasi penelitian, serta metode analisis.

BAB IV Hasil dan Pembahasan

Bab ini mencakup objek penelitian, analisis data, dan pembahasan penelitian.

BAB V Penutup

Bab ini terdiri dari kesimpulan penelitian dan saran pemecahan masalah penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pengertian Manajemen Risiko

Risiko adalah kerugian akibat kejadian yang tidak dikehendaki muncul. Risiko diidentifikasi berdasarkan faktor penyebabnya, yaitu risiko karena pergerakan harga pasar (misalnya, harga saham, nilai tukar atau suku bunga) dikategorikan sebagai risiko pasar. Risiko karena mitra transaksi gagal bayar (*default*) disebut risiko kredit (*default*). Sementara itu, risiko karena kesalahan atau kegagalan orang atau sistem, proses atau faktor eksternal disebut risiko operasional (Sunaryo, Manajemen Risiko Finansial, 2009).

Manajemen risiko mempunyai tiga tahapan: mengidentifikasi, mengukur, dan memmanajementi risiko. Lembaga finansial atau investor dapat memmanajementi risiko dengan cara: mengurangi risiko, misalnya dengan melakukan lindung nilai (*hedging*), menyediakan cadangan untuk menopang risiko (*self insurance*) dan mentransfer risiko kepada pihak ketiga dengan *instrumen* derivatif. Bank dapat mentransfer risiko kreditnya kepada pihak lain dengan menggunakan *credit derivatives* (Sunaryo, Manajemen Risiko Finansial, 2009).

2.1.1.1 Eksposur Valuta Asing

Eksposur valuta asing adalah kepekaan perubahan dalam nilai riil asset, kewajiban atau pendapatan operasi yang dinyatakan dalam mata uang domestik terhadap perubahan kurs yang tidak terantisipasi (Levi, 2001). Eksposur valuta

asing akan dialami oleh perusahaan yang melakukan dan/atau menerima pendapatan dalam valuta asing (Yuliati, 2002).

Ditinjau dari dampak dan pengaruhnya, terdapat tiga macam eksposur valuta asing, yaitu:

2.1.1.2 Eksposur Transaksi

Eksposur transaksi mengukur perubahan pada nilai transaksi karena terdapat perbedaan antara kurs valuta asing pada saat transaksi disepakati dan saat transaksi diselesaikan/dipenuhi. Jadi eksposur ini berhubungan dengan transaksi-transaksi yang sudah ada, tetapi belum jatuh tempo (Yuliati, 2002).

Nilai aliran kas masuk perusahaan yang diterima dalam berbagai denominasi mata uang asing akan ditentukan oleh kurs valuta asing, pada saat penerimaan dikonversikan ke mata uang yang dikehendaki. Demikian juga dengan aliran kas keluar yang dibayarkan dalam denominasi mata uang asing, nilainya akan tergantung pada kurs valuta asing saat pembayaran akan dilakukan. Eksposur transaksi dapat terjadi disebabkan oleh penggunaan transaksi kredit atau meminjam dana yang pelunasannya dinyatakan dalam mata uang asing.

Pengukuran eksposur transaksi dapat dilakukan melalui dua tahapan yakni:

1. Memproyeksikan penerimaan dan pengeluaran dalam setiap mata uang asing, selama kurun waktu tertentu (misal per bulan, per tahun, dsb)
2. Menghitung keseluruhan eksposur dari semua penerimaan dan pengeluaran bersih.

Bagi sebuah perusahaan besar yang memiliki banyak anak perusahaan, penghitungan eksposur transaksi harus didasarkan pada proyeksi keseluruhan

penerimaan dan pengeluaran setelah konsolidasi. Hal ini perlu dilakukan untuk menghindari perusahaan dari redundansi usaha pemagaran risiko (*hedging*).

Eksposur transaksi dapat dilakukan dengan melakukan kontrak *hedging* valuta asing atau menempuh strategi operasi tertentu (Madura, 2006). Kontrak *hedging* valuta asing bisa dilakukan di pasar *forward*, pasar *futures*, pasar uang, opsi, dan kesepakatan *swap*.

2.1.1.3 Eksposur Operasi/Ekonomis

Eksposur operasi mengukur setiap perubahan pada nilai sekarang perusahaan yang disebabkan oleh perubahan aliran kas operasi, karena perubahan yang tidak terduga pada kurs valuta asing. Analisis eksposur operasi bertujuan untuk mengetahui dampak dari perubahan kurs valuta asing (yang tak terduga) terhadap kegiatan operasi dan posisi bersaing perusahaan. Eksposur operasi memiliki kesamaan dengan eksposur transaksi, yaitu berhubungan dengan perubahan aliran kas karena fluktuasi kurs valuta asing. Akan tetapi, eksposur operasi mempunyai cakupan yang lebih luas dari eksposur transaksi dan dampaknya terhadap eksistensi perusahaan yang lebih fundamental dari eksposur transaksi dan eksposur akuntansi (Yuliati, 2002).

Perubahan kurs dapat mempengaruhi seluruh kegiatan operasi perusahaan, seperti aktivitas pemasaran, keuangan, produksi, dan pembelian. Hal ini pada akhirnya akan menentukan kemampuan bersaing dan nilai perusahaan. Di sini yang diperhitungkan adalah perubahan kurs valuta asing yang tidak terduga, bukan yang sudah diperkirakan sebelumnya. Perubahan kurs valuta asing yang sudah diduga telah dimasukkan dalam perencanaan perusahaan (Levi, 2001).

Kunci sukses agar dapat mengelola eksposur operasi dengan baik adalah kepekaan manajemen dalam mengetahui adanya ketidakseimbangan pada kondisi paritas dan kesiapannya dalam menyiapkan langkah-langkah strategis yang tepat untuk bereaksi terhadap kondisi tersebut. Langkah terbaik yang bisa diambil manajemen adalah mendiversifikasikan basis kegiatan operasi dan pembelanjaan perusahaan secara internasional. Diversifikasi operasional mendiversifikasikan penjualan, lokasi fasilitas produksi dan sumber pengadaan bahan baku ke beberapa negara. Sementara itu, diversifikasi pembelanjaan berarti mencari dana di lebih dari satu pasar modal dan dalam lebih dari satu jenis mata uang.

2.1.1.4 Eksposur Akuntansi

Eksposur akuntansi tidak menimbulkan perubahan pada aliran kas riil perusahaan. Eksposur ini timbul saat sebuah perusahaan membuat laporan keuangan konsolidasi dari seluruh anak perusahaannya yang tersebar di berbagai negara (Yuliati, 2002).

Pembuatan laporan keuangan konsolidasi memiliki dua tujuan utama. Pertama untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan, kedua untuk mengevaluasi kinerja keuangan anak perusahaan. Dengan membandingkan laporan keuangan setiap anak perusahaan, manajemen dapat mengetahui kinerja keuangan masing-masing anak perusahaan. Informasi ini sangat berguna untuk merumuskan strategi bersaing dan alokasi sumber daya ke setiap anak perusahaan.

Cara yang ditempuh untuk mengelola eksposur akuntansi adalah *balance sheet hedge*. Cara ini berupaya menetralkan eksposur dengan menyeimbangkan

sisi kekayaan dan kewajiban perusahaan, pada arah yang berlawanan. Selain *balance sheet hedge*, juga terdapat teknik lain yakni *contractual hedge* tetapi hasil yang diperoleh seringkali melibatkan unsur spekulatif.

2.1.2 Pengertian *Hedging*

Lindung nilai atau *hedging*, atau *hedge* merupakan istilah yang sangat populer dalam perdagangan berjangka. Dimana *hedging* merupakan salah satu fungsi ekonomi dari perdagangan berjangka, yaitu *transfer of risk*. *Hedging* merupakan suatu strategi untuk mengurangi risiko kerugian yang diakibatkan oleh turun-naiknya harga.

Menurut T. Sunaryo (2009) prinsip *hedging* adalah menutupi kerugian posisi aset awal dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging*. Sebelum melakukan *hedger* hanya memegang sejumlah aset awal. Setelah melakukan *hedging*, *hedger* memegang sejumlah aset awal dan sejumlah tertentu instrumen *hedging*. Portfolio yang terdiri atas aset awal dan *instrumen hedging*-nya disebut *portfolio hedging*. *Portfolio hedging* ini mempunyai risiko yang lebih rendah dibanding risiko aset awal.

Menurut Paul Merrick (1998) seperti dikutip oleh Kusmanto, *hedging* atau *hedge* didefinisikan sebagai berikut: “A *hedge* is one or more traders performed in order to protect an existing market exposure against market movement”. Jadi pada dasarnya *hedging* merupakan suatu cara produsen atau investor untuk melindungi posisi suatu aset atau (*underlying assets*) dari risiko perubahan pasar.

Menurut F.R. Edward (1991) seperti dikutip oleh Leuthold, Raymod M, et, al (1989) pengertian *hedging* secara teknis adalah suatu proses untuk mengambil posisi dalam pasar berjangka yang berlawanan dengan posisi yang dimilikinya di pasar fisik dalam jumlah/besar kontrak sama.

Individu atau perusahaan yang melakukan *hedging* pada perdagangan berjangka, disebut: "*hedger*". *Hedger* mempunyai usaha pokok pada pasar fisik (cash market), sedangkan aktivitas mereka pada perdagangan berjangka (futures market) untuk memperkecil risiko dari fluktuasi harga yang tidak menguntungkan. Dengan melakukan kegiatan tersebut keuntungan yang ditargetkan dapat direalisasikan, atau walaupun menyimpang, penyimpangannya tidak terlalu jauh. Oleh karena itu proses dari *hedging* ini memerlukan *skill* khusus.

2.1.2.1 Instrumen derivatif untuk melakukan *Hedging*

Instrumen derivatif dapat dikelompokkan menjadi opsi, forward, futures, dan *swap*, dengan bahan dasar instrumen derivatif adalah saham, suku bunga, obligasi, nilai tukar, komoditas, dan indeks. (Sunaryo, Manajemen Risiko Finansial, 2009)

Opsi (*Option*)

Adalah suatu kontrak derivatif dengan disertai pilihan (hak) untuk menjual atau membeli sesuatu sesuai dengan yang tertera di kontrak tersebut. Banyak dari opsi yang diperdagangkan di bursa opsi, tetapi seringkali opsi hanya berupa kesepakatan pribadi antara perusahaan dan bank (Marcus, 2006). Opsi dikatakan sebagai efek derivatif yang berarti hanya

akan mempunyai nilai selagi terhubung ke aset finansial yang bersangkutan setiap jenis opsi mempunyai masa hidup pasar tertentu, sehingga kalau masa hidup pasarnya sudah habis, maka efek derivatif tersebut sudah tidak ada nilainya. Yang dimaksud dengan aset finansial di sini adalah seperti saham biasa, obligasi, dan obligasi konversi (Ang, 1997).

Opsi tersebut berisi dua jenis yaitu:

1. Opsi Jual (*Put Option*) adalah suatu *instrumen* negosiasi yang memungkinkan pemiliknya untuk menjual suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.
2. Opsi beli (*Call Option*) adalah suatu *instrumen* negosiasi yang memungkinkan pemiliknya untuk membeli suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu (Ang, 1997).

Contoh suatu kontrak opsi adalah sebagai berikut:

Petrochemical Parfum, Inc., khawatir tentang potensi kenaikan harga minyak mentah yang merupakan salah satu bahan baku utama mereka. Untuk melindungi dirinya terhadap kenaikan harga, perusahaan membeli opsi beli 6-bulan untuk membeli 1.000 barel minyak mentah dengan harga pelaksanaan sebesar \$40. Opsi ini berharga \$1 per barel.

Jika harga minyak mentah di atas harga pelaksanaan \$40, ketika opsi itu jatuh tempo, perusahaan akan menggunakan opsi tersebut dan menerima selisih antara harga minyak dan harga pelaksanaan. Jika harga minyak turun di bawah harga pelaksanaan, opsi tersebut akan habis dan

tidak bernilai. Apabila harga minyak turun dari harga pelaksanaan, misalnya \$30, maka pemegang opsi beli tidak harus menggunakan opsi belinya, karena berada di atas harga pasar, apabila pemegang opsi mengeksekusi opsi tersebut, perusahaan akan rugi karena membeli di atas harga pasar.

Inti dari opsi adalah bahwa seseorang yang sudah melakukan kontrak opsi, dapat menggunakan hak atau tidak menggunakan hak opsi tersebut untuk mengeksekusi suatu perjanjian.

Kontrak *Future*

Adalah pertukaran janji dagang untuk membeli atau menjual suatu aset di masa depan pada harga yang sudah ditentukan lebih dulu. Misalkan ada seorang petani gandum, ada kekhawatiran bahwa harga gandum mungkin jatuh sampai titik terbawah, maka petani tersebut melakukan kontrak future terhadap gandumnya. Dengan kontrak tersebut petani setuju untuk mengirim sejumlah gandum, pada bulan tertentu dengan harga yang sudah ditentukan saat ini. Pada saat jatuh tempo petani tersebut harus memberikan sejumlah gandum dengan harga yang sudah ditentukan sebelumnya kepada pembeli kontrak tersebut (Marcus, 2006).

Petani gandum akan untung apabila, harga pasar pada jatuh tempo di bawah harga kontrak *future* tersebut, karena pembeli kontrak harus membayar lebih di atas harga pasar, namun petani gandum akan rugi apabila harga pasar pada jatuh tempo di atas harga kontrak *future* tersebut.

Perbedaan antara *future* dan *opsi* adalah jika pemegang kontrak opsi mempunyai pilihan apakah ia akan melakukan pengiriman atau tidak, sedangkan kontrak *future* adalah janji pasti untuk mengirimkan gandum pada harga jual tetap.

Kontrak *Forward*

Adalah persetujuan untuk membeli atau menjual suatu aset di masa depan pada harga yang disepakati. Kontrak *forward* adalah kontrak *future* yang disesuaikan dengan kebutuhan.

Contoh penerapan kontrak *forward* pada perusahaan. Computer Parts Inc., telah memesan *chip* memori dari pemasoknya di Jepang. Tagihan sebesar ¥53 juta harus dibayar pada tanggal 27 Juli. Perusahaan dapat mengatur dengan banknya saat ini untuk membeli *forward* jumlah yen ini untuk pengiriman 27 Juli pada harga *forward* ¥110 per dolar. Karena itu, pada 27 Juli, Computer Parts membayar pihak bank ¥52 juta/ $(¥110/\$) = \$ 481.818$ dan menerima ¥53 juta, yang dapat digunakan untuk membayar pemasok Jepang. Dengan melakukan *forward* untuk menukar \$ 481.818 dengan ¥53 juta, biaya dolarnya terkunci. Perhatikan bahwa jika perusahaan belum menggunakan kontrak *forward* untuk melindungi diri dan dolar terdepresiasi selama periode ini, perusahaan harus membayar jumlah nilai dolar yang lebih besar. Misalnya, jika dolar terdepresiasi menjadi ¥100/dolar, perusahaan harus menukarkan \$530.000 dengan ¥53 juta yang diperlukan untuk membayar tagihannya (Marcus, 2006).

Swap

Adalah pengaturan oleh kedua belah pihak untuk menukar suatu aliran arus kas untuk aliran lainnya. *Swap* tingkat bunga, perusahaan akan membayar atau menukar *swap* pembayaran tetap untuk pembayaran lain yang terikat pada tingkat bunga. Maka jika tingkat bunga naik, meningkatkan beban bunga perusahaan atas utang berbunga mengambang, arus kas dari kesepakatan *swap* juga akan naik, menutup paparannya (Marcus, 2006).

Swap adalah perjanjian antara dua pihak untuk saling menukar aliran (arus) kas (*cash flow*) secara periodik selama periode tertentu pada masa mendatang menurut aturan yang disepakati. Misalkan, *swap* antara A dan B. ***Fixed-for-floating swap*** mengharuskan A membayar aliran kas secara periodik berdasarkan suku bunga tetap sebesar 5,5 persen dari 100 (USD) kepada B, sedangkan B membayar berdasarkan suku bunga mengambang tertentu kepada A. Selanjutnya, A menerima suku bunga mengambang dan membayar suku bunga tetap. Sebaliknya, B menerima suku bunga tetap dan membayar suku bunga mengambang. Angka acuan 100 (USD) disebut *notional swap*. Pada *swap suku bunga* nilai *notional* bagi A dan B adalah sama, yaitu 100, oleh karena itu, *notional* tidak perlu dipertukarkan pada akhir periode *swap*. (Sunaryo, Manajemen Risiko Finansial, 2009).

2.1.2.2 Keuntungan melakukan *Hedging*

Hedging memberikan beberapa keuntungan ekonomis baik untuk pihak produsen, pabrikan, processor, eksportir, maupun konsumen (BAPPEBTI, 1997) sebagai berikut:

- a. *Hedging* merupakan sarana untuk mengurangi atau meminimalkan risiko harga apabila terjadi perubahan harga yang tidak sesuai dengan yang diperkirakan, disebut “*risk insurance*”.
- b. Bagi produsen atau pemilik komoditi, *hedging* merupakan alat marketing (*a marketing tool*). Dengan melakukan *hedging*, para petani dapat menentukan harga penjualan produknya, sebelum, selama, dan sesudah panen melalui pasar berjangka. Mereka dapat menentukan suatu jumlah penerimaan yang akan diperoleh dikemudian hari dengan menyimpan produk tersebut untuk dijual kemudian.
- c. Bagi pengolah komoditi seperti *prosecco* atau *miller*, *hedging* tersebut merupakan suatu alat pembelian (*a purchasing tools*). Melalui pasar berjangka mereka menentukan harga pembelian bahan baku yang akan diolah dikemudian hari, sehingga dapat menetapkan biaya produksi dan akhirnya dapat dengan pasti menetapkan harga jualnya untuk masa yang akan datang.
- d. Dengan adanya *hedging* pihak kreditor (bank) lebih berani memberikan kredit kepada produsen atau pemilik komoditi yang telah *hedge* komoditinya. Karena dengan melakukan tindakan tersebut, pemilik komoditi telah memperkecil risiko fluktuasi harga dari komoditi yang akan

dihasilkan atau bahan yang dibeli, sehingga profit yang ditargetkan lebih pasti dan hal ini merupakan jaminan bank bahwa uang yang diberikan dapat kembali dan bunganya dapat dibayar. Biasanya bank hanya menyediakan 50 persen dari modal kerja bagi produk atau persediaan yang tidak di*hedge*, sedangkan bagi yang melakukan *hedging* mendapat kredit 90 persen dari modal kerja.

- e. Melalui *hedging*, konsumen akhir akan dibebankan harga jual yang lebih rendah dan stabil hal ini dikarenakan baik produsen maupun *processeor* mampu memperkecil biaya akibat fluktuasi harga yang merugikan, serta adanya kesempatan untuk memperbesar *operting capital*.

2.1.2.3 Kerugian Melakukan Hedging

Selain keuntungan yang diperoleh, *hedging* juga mempunyai beberapa kerugian yang harus dihadapi *hedger* (BAPPEBTI, 1997), yaitu:

- a. Risiko basis

Perkembangan harga di pasar fisik kadang-kadang tidak berkorelasi secara wajar (tidak searah) dengan pasar berjangka, sehingga risiko yang ada tidak sesuai dengan perencanaan sebelumnya.

- b. Biaya

Dengan melakukan *hedging* terdapat beban biaya bagi *hedger*, antara lain, biaya angkut, biaya bunga bank, biaya gedung, biaya asuransi, pembayaran margin dan biaya transaksi. Oleh karena itu, *hedger* harus mempertibangkan biaya-biaya tersebut sebelum melakukan *hedging*.

- c. Ketidaksesuaian (incompatible) antara kondisi fisik dan futures

Hal ini terjadi mengingat mutu dan jumlah produk yang di*hedge* tidak selalu sama dengan mutu dan jumlah standar kontrak yang diperdagangkan. Oleh karena itu *hedger* dituntut agar mampu menyesuaikan perbedaan-perbedaan tersebut dengan cara melakukan *hedging* yang sesuai dengan volume produksinya.

2.1.3 Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri atau ekuitas yang digunakan untuk membayar hutang. *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitasnya. Secara matematis *Debt to Equity Ratio (DER)* dapat diformulasikan sebagai berikut (Ang, 1997)

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total equity}}$$

Total debt merupakan total *liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total shareholder's equity* merupakan total modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *Debt to Equity Ratio (DER)* menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek maupun jangka panjang) semakin besar dibanding dengan total

modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) (Ang, 1997).

Ratio hutang yang tinggi membuat perusahaan tersebut mempunyai banyak alternatif pendanaan dalam mendanai segala macam kegiatan perusahaan, baik dari kebutuhan operasional maupun kebutuhan ekspansi yang membuat perusahaan tersebut semakin besar. Ketersediaan dana tersebut memperlancar aliran kas yang mendukung segala macam kegiatan untuk menjawab permintaan pasar dan meningkatkan profitabilitas. Akan tetapi hal tersebut menimbulkan permasalahan baru yaitu meningkatnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat pengembalian bunga yang lebih tinggi, dan terciptanya asimetri informasi sesuai dengan pernyataan Franco Modigliani dan Milton Miller (Teori MM).

Dengan meningkatnya permasalahan sesuai teori MM, adanya eksposur transaksi valuta asing, misalnya perusahaan tersebut meminjam dalam US dolar (\$), saat jatuh tempo kondisi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar mengalami depresiasi, oleh karena itu perusahaan harus membayar lebih banyak karena terdepresiasinya nilai tukar Rupiah tersebut dan risiko gagal bayar pun semakin besar, dapat menambah pengeluaran yang besar akibat penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan proporsi modal yang dimiliki.

Risiko-risiko tersebut bukanlah hal yang tidak mungkin terjadi, karena fluktuatifnya kondisi ekonomi membuat ketidakpastian semakin besar, maka dari itu perusahaan perlu untuk melakukan manajemen risiko untuk mengalihkan risiko yang kemungkinan muncul tersebut. Hal tersebut sesuai dengan pendapat semakin tinggi tingkat hutang atau *Debt Equity Ratio* maka akan semakin besar

pengambilan keputusan *hedging* yang dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko Nguyen dan Faff (2003), Spano (2004), dan Klimczak (2008).

2.1.4 Tingkat Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*)

Financial Distress adalah suatu pengukuran yang mengindikasikan kesulitan dalam pengembalian hutang kepada kreditur, atau dapat disebut sebagai pengukur kebangkrutan perusahaan (Wikipedia). Salah satu pengukuran *financial distress* dapat diterangkan dari perhitungan *Z-Score* yang dikemukakan oleh Edward I. Altman. Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan sebagai pengukur kinerja dalam memprediksi kecenderungan kebangkrutan dan ketidakbangkrutan perusahaan, yang sekarang dikenal sebagai *Altman Z-Score*. Altman memulai dengan 22 rasio yang tampaknya secara intuitif masuk akal sebagai predictor kebangkrutan. Setelah penelitian berjalan, dia kecualikan rasio yang menyumbang kontribusi paling sedikit setidaknya untuk penguatan model. Pada akhirnya, menghasilkan sebuah model persamaan matematis yang hanya mengandung lima unsur rasio (Sudiyatno, 2010).

Bentuk persamaan untuk model Altman dasar adalah sebagai berikut:

$$Z = X1 + X2 + X3 + X4 + X5$$

Dimana

$Z = \text{Overall Index of Corporate Health}$

$$X1 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}}$$

$$X2 = \frac{\text{Retairned Earnigs}}{\text{Total Assets}}$$

$$X3 = \frac{EAT}{Total\ Assets}$$

$$X4 = \frac{Market\ Value\ of\ Equity}{Book\ Value\ of\ Total\ Debt}$$

$$X5 = \frac{Total\ Revenue}{Total\ Assets}$$

Perusahaan yang memiliki nilai *Z-Score* yang rendah mengindikasikan perusahaan tersebut tergolong tidak sehat, atau kecenderungan kebangkrutannya tinggi, hal tersebut membuat perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya, sehingga lebih memungkinkan untuk mencari suatu mekanisme pengalihan risiko yaitu keputusan *hedging*.

Jadi ketika nilai *Z-Score* Altman menurun perusahaan akan terdorong untuk melakukan keputusan *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara nilai *Z-Score* Altman dengan keputusan *hedging* adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005), dan (Guniarti, 2011).

2.1.5 Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*)

Growth Opportunity yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk maju kian besar, sehingga untuk menjawab kesempatan tersebut, kebutuhan dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang akan sangat dibutuhkan. Oleh karenanya perusahaan akan mempertahankan pendapatan yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali dan pada waktu yang bersamaan perusahaan akan diharapkan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang yang lebih besar (Baskin, 1989). Hal tersebut akan

berbeda bila perusahaan yang memiliki tingkat kesempatan pertumbuhan perusahaan yang rendah sehingga tidak membutuhkan pembiayaan eksternal.

Proksi pengukuran variabel *Growth Opportunity* pada penelitian ini adalah perbandingan antara MVE (*market value of equity*) dan BVE (*book value of equity*). Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Growth Opportunity = \frac{MVE}{BVE}$$

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

$$BVE = Total Asset - Total Liabilities$$

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 berbagai macam pengeluaran dari jenis risiko seperti fluktuasi risiko mata uang asing, harga komoditas bahan baku yang mengalami kenaikan sehingga harga pokok produksi semakin besar, sehingga menurunkan tingkat laba. Sedangkan dalam perhitungan *book value of equity* diharapkan memiliki nilai lebih kecil karena mengindikasikan bahwa penggunaan hutang pada perusahaan tersebut relatif kecil dan dapat meningkatkan nilai *book value of equity*, seperti yang diungkapkan oleh Aretz (2009).

Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan yang tinggi menunjukkan nilai pasar yang semakin baik di antara perusahaan lainnya, hal itu membuat perusahaan percaya diri untuk menggunakan dana eksternal untuk penggunaan pertumbuhan perusahaan, selain itu membuat calon investor bersedia

menanamkan dananya kepada perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, karena dinilai dapat menjadi sarana investasi yang baik.

Nilai dari proksi kesempatan pertumbuhan perusahaan yang semakin besar membuat perusahaan lebih banyak menggunakan hutang sebagai sumber dana (Chen, 2006). Perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat cenderung memilih hutang sebagai sumber pendanaan dibandingkan perusahaan yang memiliki laju pertumbuhan yang lambat, seperti yang diungkapkan oleh Weston dan Brigham (1984). Bertambahnya hutang dalam perusahaan, tentunya akan menambah risiko perusahaan seperti gagal bayar karena kebangkrutan, eksposur valuta asing. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan keputusan *hedging* untuk melindungi perusahaannya (Nance, Smith, dan Smithson, 1993).

2.1.6 Tingkat Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi (Sutrisno, 2000). Likuiditas adalah menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban pada saat ditagih, perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan “likuid” (Munawir, 1981).

Rasio likuiditas yang mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan diproksikan dengan *current ratio*. Aktiva lancar umumnya meliputi kas, sekuritas, piutang usaha, dan persediaan. Kewajiban lancar atau hutang lancar

terdiri atas utang lancar, wesel tagih jangka pendek, utang jatuh tempo yang kurang dari satu tahun, akrual pajak, dan beban-beban akrual lainnya (terutama gaji).

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

Nilai CR yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor, namun mengindikasikan adanya dana yang menganggur (*idle cash*) sehingga akan mengurangi tingkat profitabilitas perusahaan, akibatnya ROA juga semakin kecil (Priharyanto, 2009). Apabila tingkat profitabilitas menurun menunjukkan perusahaan tersebut tidak mampu menggunakan dananya dengan maksimal untuk mendapatkan laba atau *profit*. Adanya eksposur transaksi memperburuk penurunan profitabilitas tersebut, dikarenakan eksposur transaksi mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan, apabila pembayaran transaksi dilakukan dengan menggunakan denominasi kurs valuta asing, nilainya akan lebih besar apabila valuta asing mengalami apresiasi terhadap mata uang domestik, sehingga risiko meningkat. Dengan demikian, semakin tinggi nilai likuiditas maka semakin tinggi keputusan *hedging* yang dilakukan karena tingginya risiko dalam pemenuhan kewajiban jangka pendek dan sebaliknya (Spano, 2004).

2.1.7 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Besar kecilnya suatu perusahaan membuat pengambilan keputusannya pun berbeda-beda. Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan

suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal (Short dan Keasy, 1999). Semakin besar suatu perusahaan risiko yang diterima pun semakin besar, mereka cenderung lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* untuk melindungi aset mereka. Karena dampak yang ditimbulkan suatu risiko dalam perusahaan besar lebih berdampak besar, maka mereka akan memberlakukan suatu manajemen risiko yang lebih ketat dibandingkan perusahaan kecil.

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) diproksikan melalui:

$$Firm\ Size = In\ Total\ Asset$$

Ukuran perusahaan dilihat dari jumlah total aset yang dimilikinya, semakin besar aset yang dimiliki, semakin hati-hati perusahaan tersebut melangkahkan suatu kegiatan di perusahaannya. Perusahaan yang lebih besar tentunya memiliki aktivitas operasional yang luas dan lebih berisiko karena adanya kemungkinan besar untuk bertransaksi ke berbagai negara akan melibatkan beberapa mata uang yang berbeda. Dalam kegiatannya akan terdapat eksposur transaksi karena fluktuatif nilai tukar mata uang asing. Untuk itu perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan pengambilan keputusan *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko (Nance, Smith & Smithson; 1993, Judge; 2002,2003, Nguyen and Faff; 2002, Spano; 2004, dan Guniarti; 2011).

2.2 Penelitian Terdahulu

Terdapat penelitian terdahulu telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan *hedging*.

Penelitiannya antara lain:

1. Nance, Smith, dan Smithson (1993) hasil penelitiannya adalah perusahaan yang melakukan *hedging* memiliki lebih banyak fungsi *convex tax*, memiliki lebih sedikit *coverage of fixed claims*, ukuran perusahaan yang lebih besar, *financial distress* lebih besar, memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar, dan memakai lebih sedikit *instrumen* pengganti *hedging*. *Hedging* juga meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunkan beban pajak.
2. Nguyen dan Faff (2002) menyatakan bahwa *leverage* perusahaan (proksi untuk *financial distress*), ukuran perusahaan (proksi untuk *financial distress* dan *setup cost*), dan likuiditas (proksi untuk *financial constraints*) merupakan faktor penting yang berhubungan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan derivatif.
3. Spano (2004) menunjukkan fakta yang kuat bahwa *hedging* perusahaan dilakukan karena biaya *financial distress* dan *scale of economies*. Sedangkan bukti lemah ditunjukkan pada hubungan *hedging* dengan *underinvestment incentive* dan *tax incentive to hedge*. Hasil penelitian juga memberikan bukti yang mendukung bahwa *holding cash* merupakan substitusi terbaik untuk *financial derivatives* dan *managerial ownership* tidak berefek pada tindakan *hedging*. Perusahaan yang memiliki tingkat

leverage yang tinggi cenderung suka untuk melakukan *hedging*. Dan yang terakhir, aktivitas *hedging* lebih banyak dilakukan perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar.

4. Judge (2002, 2003) hasil penelitiannya adalah bahwa perusahaan besar, dengan aliran kas lebih besar, dengan kemungkinan *financial distress* lebih besar, dengan aktivitas ekspor-impor, dan perusahaan dengan hutang jangka pendek lebih banyak menggunakan *hedging derivative*. Variabel *financial distress* merupakan faktor utama dalam keputusan *hedging*.
5. Bartram, Brown, dan Fehle (2006) menyatakan bahwa hasil penggunaan derivatif signifikan berhubungan dengan *leverage*, jatuh tempo hutang, kepemilikan aset likuid, kebijakan deviden, dan *operational hedge*. Dalam beberapa kasus, profitabilitas memiliki hubungan positif dengan penggunaan derivatif. Negara dengan pasar derivatif yang kurang likuid (negara berkembang) tidak banyak melakukan *hedging*.
6. Clark, Judge, dan Ngai (2006) hasil penelitiannya adalah terdapat bukti kuat bahwa terdapat hubungan antara keputusan untuk lindung nilai dengan *cost of financial distress*. Terdapat hubungan negatif antara aktivitas *hedging* dan kepemilikan pemerintah tetapi faktor pendorong lain aktivitas *hedging* adalah eksposur valuta asing, tingkat penjualan luar negeri dan hutang asing, serta tingkat likuiditas.
7. Triki (2005) mengemukakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk melakukan *hedging* adalah penurunan beban pajak,

berhubungan negatif terhadap *hedging*, penurunan *underinvestment cost*, ukuran perusahaan, dan *managerial risk aversion*.

8. Ameer (2010) meneliti *hedging* yang dilakukan perusahaan nonkeuangan di Malaysia, dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan antara eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan, sementara itu *growth opportunity* berhubungan negatif terhadap *hedging*. Hanya sedikit perusahaan Malaysia yang memahami manajemen risiko pada bisnis internasional, dengan derivatif. Para manajer Malaysia kebanyakan *risk averse* dan tidak memahami cara memilih posisi dalam pasar derivatif.
9. Karol Marek (2008) melakukan penelitian pada perusahaan yang terdaftar di Polandia. Dalam penelitiannya dibagi beberapa aspek yaitu keuangan, manajerial, institusi ekonomi baru, dan *stockholder theory*. Kesimpulan pada aspek keuangan adalah *debt equity ratio*, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *hedging*, perusahaan yang melakukan *hedging* cenderung lebih mampu membayar beban bunga, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap aktivitas *hedging*, dan hutang lancar dan hutang dalam denominasi asing melalui penjualan berpengaruh positif terhadap aktivitas *hedging*. Sementara itu variabel pajak (*income tax paid*) berpengaruh negatif terhadap *hedging*.
10. Guniarti, Fay (2011) hasil penelitiannya adalah variabel *leverage*, *firm size*, secara konsisten berpengaruh positif dan signifikan terhadap

probabilitas aktivitas *hedging*, sementara variabel *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *hedging*.

Berdasarkan uraian hasil-hasil penelitian terdahulu, dapat diringkas dalam tabel 2.1 berikut:

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel Independen	Model Analisis	Hasil
1.	Nance, Smith, dan Smithson (1993)	<i>Convex tax, coverage of fixed claims, firm size, growth opportunity, hedging substitution, taxes, cost of financial distress</i>	Regresi Logit	Perusahaan yang melakukan <i>hedging</i> memiliki lebih banyak fungsi <i>convex tax</i> , memiliki lebih sedikit <i>coverage of fixed claims</i> , ukuran perusahaan yang lebih besar, <i>financial distress</i> lebih besar memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar, dan memakai lebih sedikit instrumen pengganti <i>hedging</i> . <i>Hedging</i> juga meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunkan beban pajak.
2.	Nguyen and Faff (2002)	<i>Leverage, liquidity</i>	Regresi model FEM	<i>Leverage</i> perusahaan (proksi untuk <i>financial distress</i>), ukuran perusahaan (proksi untuk

			(<i>Fixed Effect Model</i>)	<i>financial distress and setup cost</i>), dan likuiditas (proksi untuk <i>financial constraints</i>) merupakan faktor penting yang berhubungan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan derivatif.
3.	Nguyen and Faff (2003)	<i>Leverage, liquidity, dividend</i>	<i>Logit regression</i> dan <i>Tobit regression</i>	Perusahaan lebih suka untuk menggunakan derivatif valas jika nilainya besar dan memiliki hutang lebih banyak dalam struktur modal. Derivatif suku bunga lebih banyak digunakan untuk perusahaan yang lebih besar ukurannya, lebih tingkat leverage, lebih tinggi tingkat likuiditasnya, dan membayar dividen lebih banyak.
4.	Spano (2004)	<i>Underinvestment cost, taxes, cost of financial distress,</i>	<i>Logit regression</i> dan <i>Probit regression</i>	Menunjukkan fakta yang kuat bahwa <i>hedging</i> perusahaan dilakukan karena biaya <i>financial distress</i> dan <i>scale of economies</i> . Sedangkan bukti lemah

		<i>leverage, firm size</i>		ditunjukkan pada hubungan <i>hedging</i> dengan <i>underinvestment incentive</i> dan <i>tax incentive to hedge</i> . Hasil penelitian juga memberikan bukti yang mendukung bahwa <i>holding cash</i> merupakan substitusi terbaik untuk <i>financial derivatives</i> dan <i>managerial ownership</i> tidak berefek pada tindakan <i>hedging</i> . Perusahaan yang memiliki tingkat <i>leverage</i> yang tinggi cenderung suka untuk melakukan <i>hedging</i> . Dan yang terakhir, aktivitas <i>hedging</i> lebih banyak dilakukan perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar.
5.	Judge (2002,2003)	<i>Financial distress</i>	<i>Logistic regression</i>	<i>Financial distress</i> merupakan faktor utama dalam <i>hedging</i> . Bukti bahwa perusahaan yang lebih besar, perusahaan dengan aliran kas lebih besar,

				perusahaan dengan kemungkinan <i>financial distress</i> lebih besar, perusahaan dengan aktivitas ekspor – impor, dan perusahaan dengan hutang jangka pendek lebih banyak, lebih suka menggunakan <i>hedging derivative</i> .
6.	Judge (2006)	<i>Expected financial distress costs, liquidity, firm size</i>	<i>Logistic regression</i>	Terdapat hubungan antara <i>expected financial distress costs</i> dan keputusan <i>hedging</i> nilai tukar mata uang asing. Likuiditas perusahaan juga signifikan menjelaskan <i>hedging</i> mata uang asing. Eksposur mata uang perusahaan merupakan faktor penting dalam melakukan <i>hedging</i> . Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan keputusan <i>hedging</i> yang juga menunjukkan hasil signifikan bahwa informasi dan

				transaksi <i>cost scale of economies of hedging</i> menjauhkan perusahaan kecil untuk <i>hedging</i> .
7.	Batram, Brown, dan Fehle (2006)	<i>Leverage, maturity of debt, liquidity, dividen, profitabilitas</i>	<i>Probit regression</i>	Penggunaan derivatif signifikan berhubungan dengan <i>leverage</i> (kebijakan hutang), jatuh tempo hutang, kepemilikan aset likuid, kebijakan dividen, dan <i>operational hedge</i> . Dalam beberapa kasus, profitabilitas memiliki hubungan positif dengan penggunaan derivatif (berbeda dengan teori <i>simple financial distress theory</i>). Negara dengan pasar derivatif yang kurang likuid (negara berkembang) tidak banyak melakukan <i>hedging</i> .
8.	Clark, Judge, dan Ngai (2006)	<i>Cost of financial distress, state ownership, eksposur</i>	<i>Logit regression</i>	Terdapat bukti kuat bahwa terdapat hubungan antara keputusan untuk lindung nilai dengan <i>cost of financial distress</i> . Kemudian hasil penelitian juga

		valuta asing, penjualan luar negeri, hutang asing, likuiditas		menunjukkan hubungan negatif antara aktivitas <i>hedging</i> dan kepemilikan pemerintah. Lalu faktor lain yang mendorong aktivitas <i>hedging</i> adalah eksposur valuta asing, tingkat penjualan luar negeri dan hutang asing, serta tingkat likuiditas.
9.	Triki (2005)	Beban Pajak, <i>cost of financial distress, underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, <i>managerial risk aversion</i> .	<i>Logistic regression</i>	Beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk melakukan <i>hedging</i> yakni penurunan beban pajak, berhubungan negatif terhadap <i>hedging</i> , penurunan <i>underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, dan <i>managerial risk aversion</i> .
10.	Ameer (2010)	Eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kesempatan pertumbuhan	Regresi	Terdapat hubungan signifikan antara eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan. Kesempatan pertumbuhan perusahaan

		perusahaan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan.		berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> . Hanya sedikit perusahaan Malaysia yang memahami manajemen risiko pada bisnis internasional dengan derivatif. Para manajer Malaysia kebanyakan <i>risk averse</i> dan tidak memahami cara memilih posisi dalam pasar derivatif.
11.	Karol Marek Klimczak (2008)	<i>Debt to equity ratio, EBIT, tax, growth, individual block ownership</i>	ANOVA, <i>logit regression</i>	Variabel DER, EBIT, <i>growth, individual block ownership</i> , dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>hedging</i> . Sementara itu, pembayaran pajak berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> .
12.	Guniarti, Fay (2011)	<i>Growth Opportunity, Leverage, Liquidity, Firm Size, dan Financial Distress</i>	Regresi Logistik	variabel <i>leverage, firm size</i> , dan <i>financial distress</i> secara konsisten berpengaruh signifikan terhadap probabilitas aktivitas <i>hedging</i> .

2.3 Beda Penelitian

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu, penelitian ini menggunakan variabel bebas (*independent variable*) adalah tingkat hutang dalam struktur modal yang diproksikan dengan variabel keuangan yaitu *Debt Equity Ratio* (DER), Tingkat Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*), Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*), Likuiditas (*Liquidity*), dan Ukuran Perusahaan (*Firm Size*). Sedangkan variabel terikat (*dependent variable*) adalah keputusan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif. Alasan pemilihan variabel-variabel tersebut adalah dalam penelitian-penelitian terdahulu masih terdapat perbedaan hasil penelitian yang berkaitan dengan variabel tersebut, dan sudah diuji dalam kurun waktu yang berbeda, pada negara yang berbeda, diuji dalam kombinasi variabel yang berbeda, dan studi kasus yang berbeda pula. Penelitian ini menggunakan semua jenis risiko yang mampu dikelola oleh penggunaan instrumen derivatif, dan dalam penelitian ini pula dilakukan di perusahaan yang terdaftar di BEI dengan jenis usaha *Automotive and Allied Products* dengan periode 2006 – 2010.

2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap Aktivitas *Hedging*

Penggunaan hutang diyakini mampu mengungkit kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Ketersediaan dana tersebut mampu menjalankan perusahaan untuk berbagai kebutuhan, seperti kebutuhan

operasional, ekspansi usaha, dan lain-lain. Karena terpenuhinya dana tersebut, maka perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar. Namun semakin tinggi proporsi tingkat hutang terhadap modal sendiri, maka akan berpengaruh terhadap besaran risiko yang semakin besar.

Penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan dengan kuantitas modal yang dimiliki tersebut menimbulkan permasalahan baru yaitu meningkatnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat pengembalian bunga yang lebih tinggi, dan terciptanya asimetri informasi sesuai dengan pernyataan Franco Modigliani dan Milton Miller (Teori MM). Dengan risiko yang semakin besar tersebut, maka perusahaan perlu untuk mengambil keputusan yang strategis terkait manajemen risiko agar meloloskan perusahaan dari adanya risiko tersebut yang dapat membuat perusahaan bangkrut. Salah satu tindakan dalam manajemen risiko adalah penggunaan instrumen derivatif untuk aktivitas *hedging* (Clark, Judge, Ngai ; 2006 dan Batram, Brown, dan Fehle ; 2006). Semakin tinggi rasio hutang terhadap modal sendiri atau *debt to equity ratio* yang ditanggung perusahaan, sehingga semakin besar tindakah *hedging* yang perlu dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko tersebut, sehingga semakin besar tingkat *debt to equity ratio* yang diterima perusahaan, semakin besar peluang perusahaan untuk mengambil keputusan *hedging* Nguyen dan Faff (2003), Spano (2004), dan Klimczak (2008).

H1= *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

2.4.2 Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Hedging*

Altman Z-Score adalah pengukur kinerja dalam memprediksi kecenderungan kebangkrutan dan ketidakbangkrutan perusahaan. Apabila nilai hasil perhitungan menunjukkan angka yang rendah, maka perusahaan tersebut termasuk dalam perusahaan yang mempunyai kemungkinan kebangkrutan, hal tersebut membuat perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya, sehingga lebih memungkinkan untuk mencari suatu mekanisme pengalihan risiko yaitu aktivitas *hedging*.

Jadi ketika nilai *Z-Score* Altman menurun perusahaan akan terdorong untuk melakukan aktivitas *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara nilai *Z-Score* Altman dengan aktivitas *hedging* adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005) dan (Guniarti, 2011).

H2 = *Financial Distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan *Hedging*

2.4.3 Pengaruh Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Aktivitas *Hedging*

Perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai probabilitas untuk tumbuh dan digemari oleh para calon investor, untuk menjawab kesempatan yang sudah ditunjukkan, perusahaan membutuhkan tambahan dana, agar perusahaan tersebut tumbuh. Salah satu cara mendapatkan sumber dana dengan cepat untuk

membiyai tumbuhnya perusahaan adalah memasukkan sumber hutang ke dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lambat (Baskin, 1989; Weston dan Brigham, 1984).

Hutang merupakan salah satu cara efektif untuk mendapatkan suntikan dana secara cepat, namun hal tersebut akan membawa dampak baru, yaitu adanya risiko tambahan dari penggunaan hutang tersebut, yaitu seperti fluktuatifnya suatu komoditas, valuta asing, dan suku bunga. Dengan semakin besarnya kesempatan pertumbuhan perusahaan, hal tersebut mendorong semakin tingginya hutang dari pihak eksternal dan semakin tinggi risiko kesulitan keuangan maka tindakan lindung nilai atau *hedging* yang dilakukan juga akan semakin banyak. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, dan Smithson (1993). menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan semakin banyak melakukan aktivitas *hedging* dalam usaha untuk melindungi risiko-risiko yang merugikan.

H3 = Tingkat Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

2.4.4 Pengaruh Likuiditas Terhadap Aktivitas *Hedging*

Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan yang diproksi dengan *current ratio*. *Current ratio* merupakan salah

satu rasio likuiditas yang bertujuan untuk melihat besarnya aktiva lancar relatif terhadap utang lancarnya.

Nilai CR yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor, namun mengindikasikan adanya dana yang menganggur (*idle cash*) sehingga akan mengurangi tingkat profitabilitas perusahaan, akibatnya ROA juga semakin kecil (Priharyanto, 2009). Apabila tingkat profitabilitas menurun menunjukkan perusahaan tersebut tidak mampu menggunakan dananya dengan maksimal untuk mendapatkan laba atau *profit*. Adanya eksposur transaksi memperburuk penurunan profitabilitas tersebut, dikarenakan eksposur transaksi mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan, apabila pembayaran transaksi dilakukan dengan menggunakan denominasi kurs valuta asing, nilainya akan lebih besar apabila valuta asing mengalami apresiasi terhadap mata uang domestik, sehingga risiko meningkat. Dengan demikian semakin tinggi nilai likuiditas maka semakin rendah aktivitas *hedging* yang dilakukan karena risiko kesulitan keuangan yang muncul cenderung rendah dan sebaliknya (Spano, 2004).

H4 = Likuiditas berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

2.4.5 Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) Terhadap Aktivitas *Hedging*

Sama halnya dengan Pertumbuhan Perusahaan yang cepat akan menimbulkan risiko-risiko yang mengganggu aktivitas perusahaan. Ukuran Perusahaan pun demikian, semakin besar suatu perusahaan, maka aktivitas perusahaan tidak hanya melibatkan perdagangan dalam negeri, namun juga

menggunakan jalinan bisnis mancanegara. Hubungan bisnis dengan perusahaan yang berada di luar negeri pun biasanya berkaitan dengan perjanjian dagang, pinjaman hutang, persaingan, dan lain-lain. Operasional yang mencakup berbagai negara akan menimbulkan eksposur valuta asing dan adanya risiko fluktuasi nilai tukar mata uang.

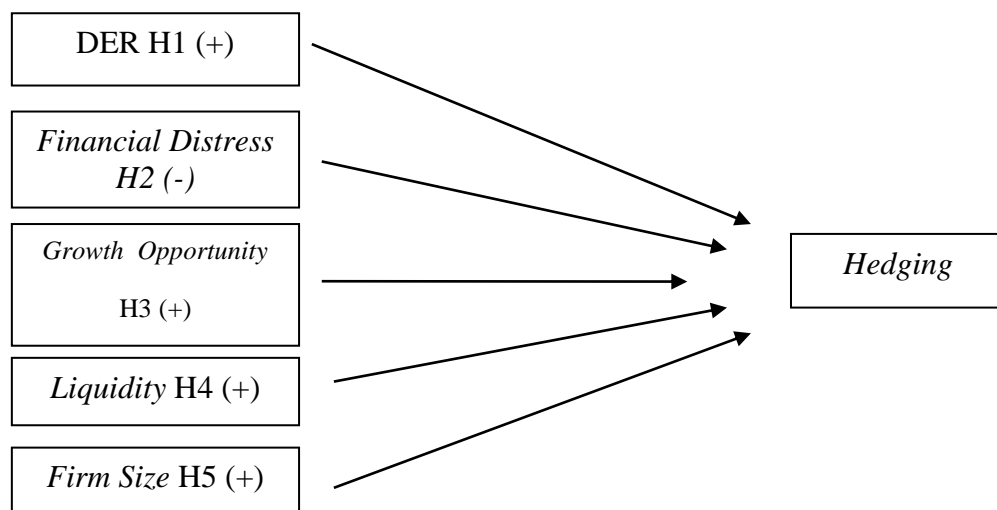
Semakin besar suatu perusahaan semakin besar risiko yang timbul, maka semakin mungkin perusahaan untuk melakukan *hedging*. Perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil (Nance, Smith, dan Smithson, 1993; Judge, 2002, 2003, 2006; Nguyen dan Faff, 2002, 2003, 2007; Spano, 2004).

H5 = Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Berdasarkan telaah pustaka yang sudah dikemukakan dimana penelitian ini menggunakan variabel independen, yaitu Debt Equity Ratio, *Financial Distress*, *Growth Opportunity*, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan sementara itu, variabel dependen yaitu *hedging*. Maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis pada gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis Pengaruh *Debt Equity Ratio*, *Financial Distress*, *Growth Opportunity*, *Liquidity*, dan *Firm Size* terhadap keputusan *Hedging* Instrumen Derivatif



Sumber: Nance, Smith, and Smithson (1993) ; Nguyen and Faff (2002, 2003) ; Spano (2004); Judge (2002, 2003, 2006); Batram, Brown, and Fehle (2006); Clark, Judge, Ngai (2006); Triki (2005) ; Klimczak (2008); Ameer (2010); Guniarti (2011)

2.5 Hipotesis Penelitian

1. DER berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*
2. *Financial Distress* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*
3. *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*
4. *Liquidity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*
5. *Firm Size* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan aktivitas *hedging* dalam suatu perusahaan. Penelitian ini menggunakan teori manajemen risiko yang digunakan untuk melindungi perusahaan dari kebangkrutan atau kerugian, *hedging* atau lindung nilai merupakan salah satu alternatif dalam manajemen risiko. Pada dasarnya tujuan *hedging* adalah untuk melindungi suatu asset (*underlying asset*) dari suatu perubahan harga dengan menggunakan instrument derivatif. Penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu *hedging* atau lindung nilai, dan variabel independen yaitu *DER*, *Financial Distress*, *Growth Opportunity*, *Liquidity*, dan *firm size*.

3.1.2 Definisi Operasional

Berikut adalah variabel yang digunakan dalam penelitian sebagai berikut:

3.1.2.1 Hedging atau Lindung nilai (Y)

Lindung nilai atau hedging, atau *hedge* merupakan istilah yang sangat populer dalam perdagangan berjangka. Dimana *hedging* merupakan salah satu fungsi ekonomi dari perdagangan berjangka, yaitu *transfer of risk*. Hedging merupakan suatu strategi untuk mengurangi resiko kerugian yang diakibatkan oleh turun-naiknya harga. *Hedging* sendiri menggunakan instrument derivatif

seperti *opsi*, kontrak future, kontrak forward, dan *swap*. Dalam penelitian ini, melihat laporan keuangan tahunan konsolidasi perusahaan *automotive and allied products* yang terdaftar di BEI periode 2006-2010, apabila perusahaan menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*, diberi angka 1 sebagai kategori bahwa perusahaan melakukan aktivitas *hedging*, dan diberi angka 0 apabila perusahaan tidak melakukan penggunaan instrumen derivatif sebagai aktivitas *hedging*.

3.1.2.2 Debt to Equity Ratio (DER) (X1)

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri atau ekuitas yang digunakan untuk membayar hutang. *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitasnya. Secara matematis *Debt to Equity Ratio (DER)* dapat diformulasikan sebagai berikut (Aang, 1997)

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total equity}}$$

3.1.2.3 Tingkat Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*) (X2)

Financial Distress adalah suatu pengukuran yang mengindikasikan kesulitan dalam pengembalian hutang kepada kreditur, atau dapat disebut sebagai pengukur kebangkrutan perusahaan (Wikipedia). Salah satu pengukuran *financial*

distress dapat diterangkan dari perhitungan *Z-Score* yang dikemukakan oleh Edward I. Altman. Secara matematis *Financial Disress* dapat diformulasikan dengan metode *Z-Score* sebagai berikut:

$$Z = X1 + X2 + X3 + X4 + X5$$

Dimana

Z = Overall Index of Corporate Health

$$X1 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}}$$

$$X2 = \frac{\text{Retairned Earnigs}}{\text{Total Assets}}$$

$$X3 = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Assets}}$$

$$X4 = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Total Debt}}$$

$$X5 = \frac{\text{Total Revenue}}{\text{Total Assets}}$$

3.1.2.4 Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*) (X3)

Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan yang tinggi menunjukkan nilai pasar yang semakin baik di antara perusahaan lainnya, hal itu membuat perusahaan percaya diri untuk menggunakan dana eksternal untuk penggunaan pertumbuhan perusahaan, selain itu membuat calon investor bersedia menanamkan dananya kepada perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, karena dinilai dapat menjadi sarana investasi yang baik. Nilai dari proksi kesempatan pertumbuhan perusahaan yang

semakin besar membuat perusahaan lebih banyak menggunakan hutang sebagai sumber dana (Chen, 2006). Pertumbuhan Perusahaan adalah perbandingan antara MVE (*market value of equity*) dan BVE (*book value of equity*). Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

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

Dimana

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

$$BVE = \text{Total Asset} - \text{Total Liabilities}$$

3.1.2.5 Tingkat Likuiditas (*Liquidity*) (X4)

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi (Sutrisno, 2000). Likuiditas adalah menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban pada saat ditagih, perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid.

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

3.1.2.6 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) (X5)

Besar kecilnya suatu perusahaan membuat pengambilan keputusannya pun berbeda-beda. Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal (Short dan Keasy, 1999). Semakin besar suatu perusahaan risiko yang

diterima pun semakin besar, mereka cenderung lebih banyak melakukan aktivitas hedging untuk melindungi aset mereka.

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) diproksikan melalui:

$$Firm\ Size = In\ Total\ Asset$$

Identifikasi variabel dan definisi operasional secara terperinci disajikan dalam tabel 3.1:

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

No.	Variabel	Definisi	Pengukuran
1.	Aktivitas <i>Hedging</i>	Penggunaan instrumen derivatif untuk sarana lindung nilai	Melakukan <i>Hedging</i> = 1 Tdk melakukan <i>Hedging</i> = 0
2.	Debt to Equity Ratio (DER)	Rasio antara Total Liabilities dan Total Equity	$DER = \frac{total\ liabilities}{total\ equity}$
3.	Financial Distress	Pengukuran Kinerja Perusahaan	<i>Altman Z-Score</i>
4.	Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth Opportunity</i>)	Perbandingan antara MVE (<i>market value of equity</i>) dan BVE (<i>book value of equity</i>)	$GO = \frac{MVE}{BVE}$
5.	Tingkat Likuiditas (<i>Liquidity</i>)	Rasio antara aktiva lancar dengan hutang lancar yang diproksikan melalui <i>Current Ratio</i>	$CR = \frac{Aktiva\ Lancar}{Hutang\ Lancar}$
6.	Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>)	Rasio keseluruhan total asset	<i>Firm Size = In Total Asset</i>

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi merujuk pada sekumpulan orang atau obyek yang memiliki kesamaan dalam satu atau beberapa hal dan membentuk masalah pokok dalam suatu riset khusus (Santoso dan Tjiptono, 2001). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur dengan jenis *Automotive and Allied Products* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan rentang waktu periode 2006 - 2010.

Jenis perusahaan yang akan menjadi populasi dari penelitian adalah pada jenis *automotive and allied product* dengan beberapa pertimbangan, yaitu:

1. Banyaknya pesaing dalam industri tersebut, membuat perusahaan harus dapat meminimalisirkan risiko seefektif mungkin, mengingat konsumen dapat pindah ke produk lain dengan cepat. Hal tersebut membuat perusahaan banyak menggunakan sarana pengalihan risiko seperti lindung nilai atau *hedging* tersebut. Jadi kemungkinan perusahaan untuk melakukan kegiatan lindung nilai pun lebih besar dari pada jenis perusahaan selain *automotive and allied product*.
2. Perusahaan yang ada di dalam populasi jenis perusahaan *automotive and allied product* lebih sering melakukan transaksi dengan pihak luar negeri, misalnya pengiriman bahan baku, pengiriman peralatan, dan sebagainya. Hal tersebut membuat adanya eksposur transaksi valuta asing dalam berbagai transaksi pada perusahaan tersebut yang berpeluang untuk dilakukannya kegiatan *hedging*.
3. Jenis perusahaan *automotive and allied product* memiliki prosentase penggunaan *hedging* terbesar dibandingkan jenis perusahaan pada

manufacture product, yaitu dari 18 populasi yang ada di dapat sampel berjumlah 15 perusahaan yang memenuhi kriteria, terdapat 8 perusahaan yang melakukan aktivitas *hedging*, yaitu sebesar 50,3% dari total sampel yang digunakan.

Penentuan sampel yang dipilih dari populasi yaitu perusahaan yang memenuhi beberapa kriteria-kriteria dengan metode *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* adalah pengambilan sampel berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur dengan jenis *Automotive and Allied Products* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2006 – 2010.
2. Perusahaan *Automotive and Allied Products* yang secara kontinyu melaporkan data keuangan pada periode tahun 2006 – 2010.

Sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 3.2 di bawah ini:

Tabel 3.2
Daftar Perusahaan Sampel

Automotive and Allied Products		
No.	Nama Perusahaan	Keterangan
1	PT. Astra International Tbk	Melakukan aktivitas hedging
2	PT. Astra Otoparts Tbk	Melakukan aktivitas hedging
3	PT. Gajah Tunggal Tbk	Tidak melakukan hedging
4	PT. Goodyear Indonesia Tbk	Tidak melakukan hedging
5	PT. Hexindo Adiperkasa Tbk	Melakukan aktivitas hedging
6	PT. Indomobil Sukses Internasional	Melakukan aktivitas hedging
7	PT. Indospring Tbk	Tidak melakukan hedging

8	PT. Intraco Penta Tbk	Melakukan aktivitas hedging
9	PT. Multi Prima Sejahtera Tbk	Tidak melakukan hedging
10	PT. Multistrada Arah Sarana Tbk	Tidak melakukan hedging
11	PT. Nipress Tbk	Tidak melakukan hedging
12	PT. Polychem Indonesia Tbk	Tidak melakukan hedging
13	PT. Selamat Sempurna Tbk	Melakukan aktivitas hedging
14	PT. Tunas Ridean Tbk	Melakukan aktivitas hedging
15	PT. United Tractors Tbk	Melakukan aktivitas hedging

Sumber: data diolah, Laporan Keuangan dan Catatan atas Laporan Keuangan Konsolidasi

3.3 Jenis dan Sumber data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berisi data variabel independen dan dependen yang dilakukan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2006 – 2010. Data laporan keuangan tersebut diperoleh dari kantor Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) yang beralamat di Jl. M. H. Thamrin No. 152, Semarang.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan terutama dengan cara studi dokumenter dari laporan keuangan tahunan beserta catatannya yang berasal dari BEI untuk tahun 2006 – 2010. Untuk kepentingan analisis maka digunakan pooled data (*data pooled*) selama 5 tahun dari perusahaan yang dijadikan sampel, dengan demikian didapat 75 amatan.

3.5 Teknik Analisis Data

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Data yang telah terkumpul akan dianalisis dengan statistik deskriptif terlebih dahulu sebelum dilakukan analisis yang lain. Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran / deskripsi data tersebut.

3.5.2 Analisis Regresi Logistik

Regresi logistik dilakukan ketika peneliti ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel bebasnya (Ghozali, 2007). Teknik analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas data dan uji asumsi klasik pada variabel bebasnya. Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel independen yang digunakan dalam model, artinya variabel penjelasannya tidak harus memiliki distribusi normal, linier, maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup. 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 aspek kelebihan, hair et al (1995) menyatakan bahwa yang pertama regresi logistik mengandalkan ketelitian pertemuan asumsi normalitas multivariate 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 statistic *straightforward* dan metode regresi logistik memiliki kemampuan untuk menggabungkan pengaruh nonlinier. Yang 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.

Kuncoro (2001) juga mengatakan bahwa regresi logistik memiliki beberapa kelebihan dibandingkan teknik analisis lain yaitu:

1. Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas dan heteroskedastisitas atas variabel bebas yang digunakan dalam model sehingga tidak diperlukan uji asumsi klasik walaupun variabel independen berjumlah lebih dari satu.
2. Variabel independen dalam regresi logistik bisa campuran dari variabel kontinu, distrik, dan dikotomis.
3. Regresi logistik tidak membutuhkan keterbatasan dari variabel independennya.
4. Regresi logistik tidak mengharuskan variabel bebasnya dalam bentuk interval.

Model umum regresi logistik menurut Hair et al (1995):

$$p = \frac{1}{1 + e^{(b_0 + b_1X_1 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n)}}$$

atau

$$\ln \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1X_1 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots \dots \dots + b_nX_n \dots \dots \dots (3.1)$$

Keterangan:

- p = probabilitas variabel dependen
- e = logaritma natural
- b_0 = konstanta regresi
- b_1, b_2, \dots, b_n = koefisien regresi
- X_1, X_2, \dots, X_n = variabel independen

Analisis pengujian model regresi logistik (Ghozali, 2006 ; Kuncoro, 2001; Gujarati, 2003):

1. 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 statistic 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.

H_0 = model yang dihipotesiskan fit dengan data

H_a = model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

2. Menilai keseluruhan model (*overall model fit*)

Untuk menilai keseluruhan model ditunjukkan dengan *log likelihood value* (nilai $-2 \log L$) yaitu dengan cara membandingkan antara nilai $-2 \log L$ pada awal (block number = 0) dimana model hanya memasukkan konstanta dengan $-2 \log L$ setelah model memasukkan variabel bebas (block number = 1). Apabila nilai $-2 \log L$ block number = 0 > nilai $-2 \log L$ 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.

3. 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 H_0 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) H_0 tidak dapat ditolak apabila *wald statistic* < *chi square* tabel 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 dapat ditolak apabila *wald statistic* > *chi square* tabel dan nilai probabilitas (*sig*) < tingkat signifikansi (α). Hal ini berarti H_a diterima atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat diterima.
4. 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.