

PENGARUH LEVEREGE DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEPUTUSAN HEDGING PERUSAHAAN MANUFAKTUR INDONESIA

**RM Satwika Putra Jiwandhana¹
Nyoman Triaryati²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: spjiwandhana@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini menguji *financial distress hypothesis* yang menyatakan bahwa kondisi *financial distress* dapat di minimalisir apabila perusahaan melakukan aktivitas *hedging* dengan instrumen derivative. Penelitian ini bertujuan untuk menguji *financial distress hypothesis* di perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2013. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dan sesuai kriteria yang telah ditetapkan didapat 125 sampel perusahaan dan 500 *firm-year observation*. Regresi logistik digunakan untuk menguji *financial distress hypothesis*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *debt to equity ratio* sebagai proksi *leverage* memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan secara statistik terhadap aktivitas *hedging*, sedangkan variabel *return on asset* sebagai proksi profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap aktivitas *hedging*.

Kata Kunci: *financial distress, leverage, profitabilitas, hedging*

ABSTRACT

This study tested financial distress hypothesis which states that financial distress can be minimized if the company conducts hedging activities with derivatives instruments. This study aimed to test the financial distress hypothesis in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange in 2010 until 2013. Sampling using purposive sampling techniques, according to the criteria established company obtained 125 samples and 500 firm-year observation. Logistic regression was used to test the financial distress hypothesis. The results show that the variable debt to equity ratio as a proxy for leverage has a negative effect, but not statistically significant for hedging activity, while the variable return on assets as a proxy for profitability have a positive influence and significant for hedging activity.

Keywords: *financial distress, leverage, profitability, hedging*

PENDAHULUAN

Globalisasi mengharuskan banyak perusahaan secara berkesinambungan menciptakan dan mengimplementasikan strategi – strategi baru untuk membuat arus kas mereka lebih baik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Sejumlah strategi tak jarang memerlukan dilakukannya ekspansi hingga pasar luar negeri, karena pada pasar luar negeri menjanjikan kesempatan peningkatan arus kas (Madura, 2000:13). Perdagangan Internasional dapat berdampak meningkatkan persaingan dan fluktuasi harga pasar yang mengakibatkan meningkatnya risiko usaha yang harus ditanggung perusahaan. Risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan dalam transaksinya dapat disebabkan oleh faktor eksternal seperti fluktuasi tingkat suku bunga, kurs valuta asing maupun harga komoditas yang berdampak negatif terhadap arus kas, nilai perusahaan, serta dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Putro, 2012).

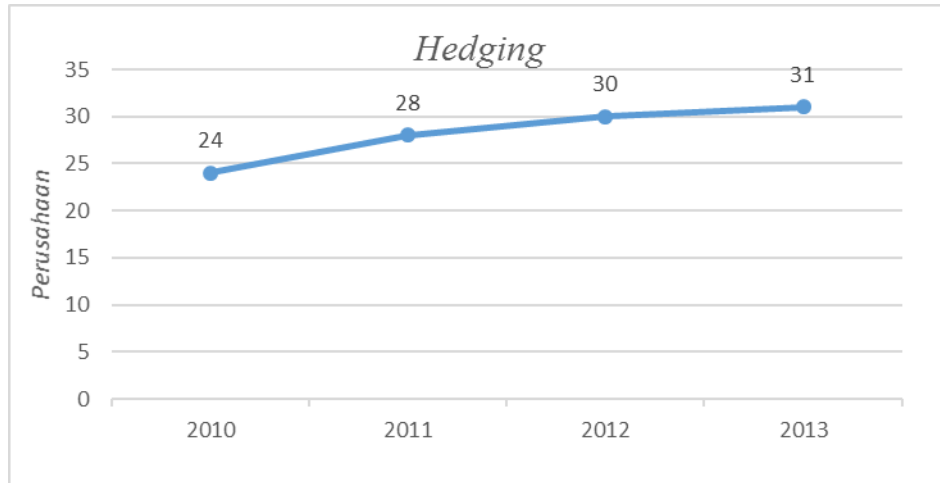
Risiko usaha akan berdampak pada kondisi perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung (Sherlita, 2006). Risiko terbesar dari transaksi multinasional ditimbulkan oleh fluktuasi kurs valuta asing. Fluktuasi kurs valuta asing berdampak langsung pada omzet penjualan, penetapan harga produk, serta tingkat laba eksportir dan importir. Fluktuasi kurs valuta asing juga menyebabkan ketidakpastian nilai aset dan kewajiban, serta dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Levi, 1996). Oleh karena itu, untuk mengantisipasi dampak negatif risiko fluktuasi kurs valuta

asing serta melindungi kepentingan para pemegang saham, maka perusahaan multinasional melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif.

Strategi Hedging yang digunakan oleh perusahaan atas transaksi-transaksi keuangannya, instrumen derivatif merupakan salah satu alternatif dalam pasar modal yang cukup berperan. Derivatif merupakan kontrak antara dua pihak untuk membeli atau menjual sejumlah barang (aktiva finansial ataupun komoditas) pada tanggal yang telah disepakati di masa yang akan datang dengan harga yang telah disetujui saat ini (Utomo, 2000). Penggunaan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif mengalami peningkatan dalam beberapa tahun terakhir di negara-negara maju. Namun, kajian empiris mengenai determinan kebijakan *hedging* masih terbatas dan membutuhkan penelitian lebih luas terutama di negara-negara berkembang (Khediri, 2010).

Indonesia sebagai negara berkembang, penggunaan kebijakan *hedging* merupakan salah satu cara yang digunakan perusahaan untuk mengurangi risiko yang dapat di sebabkan oleh fluktuasi kurs valuta asing yang merugikan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia dari tahun 2010 hingga tahun 2013, karena perusahaan manufaktur dalam dunia perekonomian merupakan perusahaan yang sangat produktif dimana untuk melindungi produk dan asetnya dari fluktuasi valuta asing perusahaan cenderung melakukan *hedging*. Perusahaan manufaktur aktif melakukan transaksi ekspor – impor sehingga perusahaan manufaktur mempunyai eksposur valuta asing yang lebih besar, dan dalam laporan keuangan akan di catat dalam aktiva/pasiva valuta asing (Fitriasari, 2011).

Berikut di tampilkan grafik trend *hedging* perusahaan manufaktur dari tahun 2010 hingga tahun 2013.



Gambar 1. Grafik Trend *Hedging*

Sumber: data diolah

Berdasarkan grafik di atas dapat dilihat bahwa trend perusahaan manufaktur Indonesia dalam melakukan *hedging* setiap tahunnya mengalami peningkatan. Di mulai dari tahun 2010 terdapat 24 perusahaan yang menggunakan *hedging* kemudian mengalami peningkatan pada tahun berikutnya, tahun 2011 sebanyak 28 perusahaan, tahun 2012 sebanyak 30 perusahaan, dan tahun 2013 sebanyak 31 perusahaan.

Trend penggunaan kebijakan *hedging* perusahaan manufaktur Indonesia yang terus meningkat tiap tahunnya dapat dijelaskan dengan teori mengenai motivasi penerapan kebijakan *hedging* di suatu perusahaan. Teori tersebut didasarkan pada paradigma maksimisasi nilai pemegang saham (*shareholders value maximization*) dan maksimisasi kepuasan manajer (*manager utility maximization*). Beberapa dasar pemikiran dalam *shareholders value maximization theory* adalah hipotesis insentif atau penghematan pajak,

hipotesis pengurangan biaya-biaya transaksi yang berkaitan dengan risiko kepailitan (*financial distress*), hipotesis peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*) yang juga meningkatkan perlindungan hutang pajak (*debt-tax shield*) dan hipotesis pengurangan permasalahan *underinvestment* dan aset pengganti (*asset substitution*) berkaitan dengan masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dan kreditur. Sedangkan dalam *manager utility maximization theory* terdapat dua hipotesis, pertama *risk aversion hypothesis* dijelaskan bahwa manajer memiliki perilaku yang tidak menyukai risiko (*risk aversion*) dan kedua *reputation signaling hypothesis* yang menggunakan *hedging* sebagai salah satu cara untuk mengkomunikasikan reputasi, kemampuan dan kompetensi manajer kepada pasar tenaga kerja Tufano (1996).

Secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya (*shareholders value maximization*), dengan mengurangi biaya transaksi yang berkaitan dengan *financial distress*. Biaya transaksi adalah biaya yang di timbulkan oleh aktivitas transaksi multinasional perusahaan yang sangat rentan terhadap fluktuasi valuta asing. *Hedging* sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar (*outflow*) atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima (*inflow*) di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing yang merugikan perusahaan. Dengan demikian keputusan *hedging* perusahaan dapat mengurangi risiko *financial distress* (Fitriasari, 2011).

Financial distress merupakan suatu pengukuran yang mengindikasikan kesulitan dalam pengembalian kewajiban perusahaan kepada kreditur, atau dapat disebut sebagai pengukur kebangkrutan perusahaan (Putro, 2012). *Financial distress* juga dapat dikatakan sebagai sebuah kondisi dimana perusahaan tidak mampu dalam membayar segala kewajibannya atau tidak terdapatnya dana untuk melunasi hutang jangka panjang maupun jangka pendek perusahaan saat jatuh tempo (Hasymi 2007). *Financial distress* biasanya di hadapi oleh perusahaan yang menggunakan utang lebih tinggi di banding dengan modal sendiri (*High Leverage*), *financial distress* juga dapat disebabkan oleh rendahnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari proses operasinya (Shaari *et al*, 2013). *Financial distress* terjadi sebelum perusahaan mengalami kebangkrutan karena *financial distress* merupakan tahap penurunan kondisi keuangan perusahaan sebelum perusahaan di likuidasi (Widarjo 2009). Kondisi yang mencirikan sedang terjadinya financial distress dalam tubuh sebuah perusahaan harus segera diketahui sejak dini agar dapat dilakukan tindakan – tindakan untuk menghindarkan perusahaan dari kebangkrutan (Haryetti, 2010).

Financial distress disebabkan oleh kesalahan-kesalahan pengambilan keputusan, dan kelemahan-kelemahan yang saling berhubungan yang dapat berdampak secara langsung ataupun tidak kepada manajemen dapat juga disebabkan oleh kurangnya upaya mengawasi kondisi keuangan sehingga penggunaan uang tidak sesuai dengan keperluan. Anggarini (2010)

Penelitian Shaari *et al*, (2013) dan Nguyen *et al*, (2002) menggunakan leverage sebagai proksi *financial distress*. *Leverage* yang merupakan rasio utang atau

sering juga dikenal dengan nama rasio solvabilitas adalah rasio yang dapat menunjukkan kemampuan dari suatu perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansial dari perusahaan tersebut seandainya perusahaan tersebut dilikuidasi (Agnes, 2003). Jadi rasio solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajiban finansialnya baik berupa utang jangka panjang maupun utang jangka pendek, dan rasio *leverage* adalah rasio untuk mengukur besaran penggunaan pendanaan yang berasal dari utang perusahaan (*financial leverage*) (Brigham *et al*, 2006).

Aretz *et al* (2007) menyatakan bahwa terdapat kecenderungan terhadap perusahaan yang menggunakan hutang lebih banyak dalam struktur modalnya untuk melakukan *hedging*. Sebuah perusahaan dengan *leverage ratio* yang lebih tinggi menandakan bahwa perusahaan sedang menghadapi risiko kesulitan keuangan (*Financial Distress*). Dengan kata lain, perusahaan akan cenderung gagal pada pinjaman saat meminjam lebih dari kreditur. Oleh karena itu, *hedging* dapat memberikan kontribusi yang sangat penting dalam membantu perusahaan untuk menangani lingkungan keuangan yang kompetitif (Shaari *et al*, 2013). Suriawinata, (2005) juga menyatakan *leverage ratio* yang lebih tinggi mengindikasikan *financial distress costs* yang lebih tinggi, sehingga semakin besar juga motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging*

Geczy *et al*. (1997) menemukan bahwa *debt to equity ratio* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*. Hal ini dapat disebabkan perusahaan yang melakukan transaksi internasional memiliki hutang yang tidak

didenominasi oleh kurs valuta asing, dengan kata lain sebagian besar hutang perusahaan berasal dari dalam negeri sehingga perusahaan tidak melakukan *hedging* karena perusahaan belum membutuhkan perlindungan dari eksposur valuta asing

Penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti seperti Nguyen *et al* (2002), Rochet *et al* (2004), Allayanis *et al* (2001), Ahmad *et al* (2012), Takao *et al* (2009), Afza *et al* (2011), Irawan (2014) menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan antara *leverage ratio* terhadap kebijakan penggunaan *hedging* suatu perusahaan.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Shaari *et al*, (2013) dan Jang *et al*, (2011) menggunakan profitabilitas sebagai proksi dari *financial distress*. Menurut Husnan (2012) profitabilitas adalah hasil dari berbagai kebijaksanaan dan keputusan. Selain itu, profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari penjualan barang atau jasa yang diproduksinya (Astuti, 2004:36). Aretz *et al*, (2007) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan lebih besar membuat perusahaan memiliki kecenderungan untuk melakukan *hedging*. Karena suatu perusahaan dengan tingkat keuntungan yang lebih tinggi cenderung lebih cepat untuk melakukan ekspansi bisnisnya, karena kondisi pasar internasional sangat dinamis maka setiap perubahan kecil yang terjadi dapat menyebabkan kerugian besar terhadap perusahaan yang melakukan transaksi dalam jumlah besar, oleh karena itu perusahaan harus selalu mengurangi resiko dengan melakukan *hedging* (shaari *et al*, 2013)

Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Shaari et al (2013) dan Clark (2010) menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan signifikan antara Profitabilitas dengan keputusan hedging perusahaan. Akan tetapi penelitian yang dilakukan oleh Jang (2011) menunjukkan hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan keputusan hedging perusahaan dengan alasan semakin tingginya profitabilitas maka perusahaan akan menghadapi resiko financial distress cost yang lebih kecil dan mengakibatkan perusahaan tidak melakukan hedging.

Penelitian tentang determinan keputusan hedging yang dilakukan di beberapa negara menunjukkan hasil yang berbeda – beda, hal ini nampaknya disebabkan oleh karakteristik dari negara asal peneliti yang berbeda. Selain itu terbatasnya penelitian mengenai keputusan hedging perusahaan di Indonesia menjadi dasar untuk melakukan penelitian mengenai determinan keputusan hedging perusahaan manufaktur di Indonesia. Seperti yang sudah di jelaskan sebelumnya bahwa perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang sangat aktif melakukan kegiatan ekspor – impor sehingga memiliki eksposur valuta asing yang lebih besar, serta perusahaan manufaktur Indonesia memiliki trend hedging yang meningkat tiap tahunnya.

Perumusan masalah dalam penelitian ini didasarkan pada fenomena empiris terkait berfluktuasinya keadaan keuangan internal dalam suatu perusahaan yang merupakan faktor yang mendasari upaya dilakukannya manajemen risiko dengan menggunakan kebijakan *hedging*. Selain itu, terdapatnya *research gap* dalam penelitian terdahulu. Berdasarkan hal tersebut, maka didapat rumusan masalah

sebagai berikut (1) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *leverage* terhadap keputusan *hedging*; (2) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh profitabilitas terhadap keputusan *hedging*.

Pada perusahaan yang menggunakan utang lebih banyak (*High Leverage*) pada struktur modalnya memiliki kecenderungan lebih besar dalam melakukan *hedging* (Aretz, 2010).

Karena perusahaan dengan *Leverage ratio* yang lebih tinggi menandakan bahwa perusahaan sedang menghadapi risiko kesulitan keuangan (*Financial Distress*). Dengan kata lain, perusahaan akan beresiko gagal pada saat meminjam pinjaman lebih dari kreditur. *Hedging* dapat memberikan kontribusi yang sangat penting dalam membantu perusahaan untuk menangani lingkungan keuangan yang kompetitif serta *hedging* dilakukan sebagai upaya perusahaan untuk melindungi arus kas internal perusahaan selama operasi dan perusahaan mampu mengurangi biaya dari kesulitan keuangan. (Shaari et al, 2013).

Penelitian terdahulu yang di lakukan oleh beberapa peneliti seperti : Nguyen et al. (2002), Rochet et al. (2004), Allayanis et al. (2001), Ahmad et al. (2012), Takao et al. (2009), Afza et al. (2011), Irawan (2014) menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan *leverage* terhadap kebijakan penggunaan *hedging* suatu perusahaan.

H_1 : Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan *Leverage* terhadap keputusan *hedging*.

Sebuah perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi berarti bahwa perusahaan memiliki kecenderungan yang kurang untuk terlibat dalam lindung nilai. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi kemungkinan lebih terhindar dari kesulitan keuangan (*Financial Distress*). Oleh karena itu, setiap perusahaan berkaitan dengan profitabilitas (Shaari *et al.*, 2013). Perusahaan dengan alasan semakin tingginya profitabilitas maka perusahaan akan menghadapi resiko *financial distress cost* yang lebih kecil dan mengakibatkan perusahaan tidak melakukan hedging (Jang, 2011).

Penelitian sebelumnya yang di lakukan oleh Jang (2011) menunjukkan hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan keputusan hedging perusahaan dengan alasan semakin tingginya profitabilitas maka perusahaan akan menghadapi resiko *financial distress cost* yang lebih kecil dan mengakibatkan perusahaan tidak melakukan hedging.

H_2 : Terdapat pengaruh yang negatif signifikan Profitabilitas terhadap keputusan *hedging*

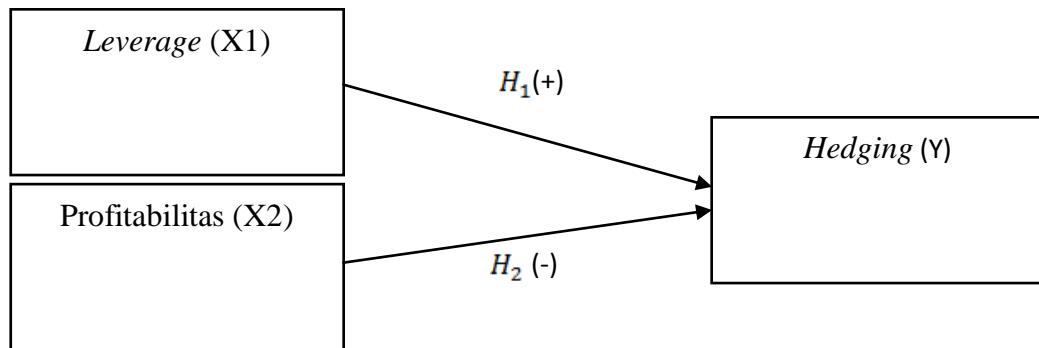
METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan bentuk asosiatif, yaitu untuk mengetahui pengaruh *Leverage* dan Profitabilitas terhadap keputusan hedging perusahaan.

Lokasi atau Ruang Lingkup Wilayah Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat diakses dalam www.idx.co.id. Data digunakan berbentuk *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan laporan historis lainnya di BEI tahun 2010 hingga 2013.



Gambar 2. Desain penelitian

Sumber: data diolah

Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan pada hipotesis dan masalah – masalah yang akan di uji dalam penelitian ini, maka variable – variable yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah:

a) Hedging (Y)

Hedging merupakan kebijakan perusahaan untuk menanggulangi resiko fluktuasi valuta asing yang merugikan perusahaan dengan menggunakan instrument derivatif seperti *opsi, forward, future*, dan *swap*.

Data kualitatif yang diperoleh dalam laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2013 dinyatakan dalam variabel *dummy*, 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 menggunakan instrumen derivatif sebagai aktivitas hedging.

b) Leverage (X1)

Leverage dalam penelitian ini di hitung dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Penggunaan *Debt to Equity Ratio* dikarenakan DER adalah rasio yang paling tepat untuk menggambarkan struktur modal perusahaan dan dapat menunjukkan kondisi keuangan perusahaan. *Debt to Equity Ratio* dapat di hitung dengan rumus yang di kutip dari buku (Wiagustini, 2010:83) dengan satuan persen (%).

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

c) Profitabilitas (X2)

Dalam penelitian ini profitabilitas di hitung dengan *Return on Asset* (ROA). Penggunaan *Return on Asset* (ROA) dikarenakan ROA adalah rasio yang mencerminkan efektivitas kinerja suatu perusahaan untuk mendapatkan keuntungan. *Return on Asset* dapat di hitung dengan menggunakan rumus yang di kutip dari buku (Wiagustini, 2010:84) dengan satuan persen (%).

$$(ROA) = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100 \dots\dots\dots (2)$$

Populasi, Sampel, dan Metode Penentuan Sampel

Dari data yang diperoleh dari website IDX diperoleh jumlah populasi sebanyak 148 perusahaan manufaktur, teknik *purposive* sampling dipergunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini. Kriteria penentuan sampel pada penelitian ini sebagai berikut:

- 1) Perusahaan tersebut merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam bursa efek Indonesia (BEI)
- 2) Perusahaan tersebut secara fundamental memiliki eksposur valuta asing yang timbul dari impor bahan baku, penjualan ekspor, aset dan kewajiban dalam valuta asing, atau memiliki anak perusahaan di luar negeri.
- 3) Perusahaan tersebut merupakan perusahaan multinasional yang juga melakukan transaksi dalam mata uang asing.

Setelah dilakukan seleksi sampel dengan kriteria yang telah disebutkan di atas maka diperoleh sampel sebanyak 125 perusahaan dan 23 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria, berikut tersaji dalam bentuk Tabel 1. Pengujian hipotesis penelitian diuji menggunakan analisis regresi logistic pada program SPSS.

Tabel 1. Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian

Keterangan	Tahun			
	2010	2011	2012	2013
Populasi	148	148	148	148
Tidak Memenuhi Kriteria	23	23	23	23
Jumlah Sampel	125	125	125	125

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 1 menunjukkan jumlah perusahaan yang menjadi sampel dalam setiap tahunnya selama tahun 2010-2013. Jumlah sampel akhir yang diperoleh yaitu sebanyak 125 perusahaan dan 500 *firm-year observation*. Sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2013 dikelompokkan menjadi dua yaitu perusahaan yang melakukan aktivitas *hedging* (kode 1) dan perusahaan yang tidak melakukan aktivitas *hedging* (kode 0).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur Indonesia

Penelitian ini diterapkan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2013. Perusahaan manufaktur Indonesia terbagi dalam Sembilan belas kelompok yaitu sub sektor mesin dan alat berat, sub sektor otomotif dan komponennya, sub sektor tekstil dan garmen, sub sektor alas kaki, kabel, sub sektor elektronika dan sub sektor lainnya. Populasi perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI pada periode 2010-2013 berjumlah 148 perusahaan.

Pemilihan sektor manufaktur didasarkan pada pertimbangan yaitu perusahaan dalam sektor ini umumnya cukup sering melakukan transaksi dengan pihak asing dalam hal pengiriman produk, peralatan dan sebagainya. Hal ini menyebabkan kemungkinan perusahaan dalam sektor ini untuk melakukan kegiatan *hedging* lebih besar dibandingkan dengan perusahaan finansial dimungkinkan menggunakan derivatif bukan untuk kepentingan *hedging*, dan karena sektor manufaktur merupakan

sektor terbesar dengan variabilitas subsektor yang dinilai cukup representatif mewakili seluruh perusahaan publik.

Kelayakan model regresi dinilai dengan melihat Tabel 2. *Hosmer and Lemeshow Test*. Nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 7,588 dengan probabilitas signifikansi 0,475 ditunjukkan oleh model regresi logistik pada penelitian ini. Model dalam penelitian ini diterima karena cocok dengan data observasinya dan dibuktikan melalui nilai signifikansi lebih besar dari 5%.

Tabel 2. Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	7.588	8	.475

Sumber: *Output SPSS 13.0*

Keseluruhan model dapat di nilai dengan membandingkan nilai *-2 Log likelihood* pada Tabel 3 dan Tabel 4. Nilai *-2 Log likelihood* yang pada awalnya sebesar 536,848 setelah termasuk dua variabel bebas nilai *-2 Log likelihood* pada menjadi turun sebesar 527,942. Penurunan ini menunjukkan model regresi penelitian ini baik atau model yang dihipotesiskan cocok dengan data observasi.

Tabel 3 Iteration History Block Number = 0

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	538.410	-1.088
	2	536.850	-1.215
	3	536.848	-1.220
	4	536.848	-1.220

Tabel 4 Iteration History Block Number = 1

Iteration	-2Log likelihood	Coefficients		
		Constant	ROA	DER
Step 1	1 530.987	-1.212	.019	-.004
	2 528.052	-1.396	.026	-.009
	3 527.945	-1.403	.027	-.012
	4 527.942	-1.402	.027	-.013

Sumber: *Output SPSS 13.0*

Nilai *Nagelkerke R Square* menunjukkan kuatnya hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 4 memperlihatkan nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,027. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variasi dari ROA serta DER (variabel bebas) hanya mampu menjelaskan variasi dari *hedging* (variabel terikat) sebesar 2,7%.

Tabel 5. Model Summary

Step	-2Log likelihood	Cox&SnellRSquare	Nagelkerke R Square
1	527.942 ^a	.018	.027

Sumber: *Output SPSS 13.0*

Pengujian multikolinieritas dalam regresi logistik menggunakan matriks untuk melihat besarnya korelasi antar variabel bebas pada Tabel 5. Apabila nilai matriks korelasi lebih kecil dari 0,8 memiliki arti tidak terjadi gejala multikolinieritas yang serius antar variabel bebas tersebut. Tabel 5 menunjukkan matriks korelasi antar variabel bebas.

Tabel 6. Correlation Matrix

		Constant	ROA	DER
Step 1	Constant	1.000	-.627	-.193
	ROA	-.627	1.000	.055
	DER	-.193	.055	1.000

Sumber: *Output SPSS 13.0*

Matrik klasifikasi menunjukkan kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi probabilitas aktivitas *hedging* perusahaan. Kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi probabilitas terjadinya variabel dependen dinyatakan dalam persen. Hasil Tabel klasifikasi dapat dilihat pada Tabel 6. Hasil observasi menunjukkan bahwa terdapat 386 sampel yang tidak melakukan *hedging*. Ketepatan

klasifikasi pada model ini untuk memprediksi kemungkinan perusahaan tidak melakukan sebesar 100%.

Pada baris kedua dapat terlihat bahwa terdapat 114 sampel (113+1) yang melakukan *hedging*. Sedangkan dalam model regresi dalam penelitian ini diprediksi adanya pengurangan sejumlah 113 sampel perusahaan sehingga total sampel perusahaan yang diprediksi melakukan *hedging* adalah sebanyak 1 sampel perusahaan. Ketepatan klasifikasi pada model ini untuk memprediksi kemungkinan perusahaan melakukan *hedging* sebesar 0,9%. Secara keseluruhan, ketepatan klasifikasi pada model regresi ini adalah sebesar 77,4%.

Tabel 7. Classification Table

		Predicted			Percentage Correct
		Hedging			
Observed		0	1		
Step 1	Hedging 0	386	0	100.0	
	1	113	1	.9	
Overall Percentage				77.4	

Sumber : *Output* SPSS 13.0

Tabel 8. Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 ^a	ReturnonAsset	.027	.010	6.884	1	.009	1.027	1.007	1.048
	DebttoEquityRatio	-.013	.013	.912	1	.340	.987	.961	1.014
	Constant	-1.402	.141	98.816	1	.000	.246		

Sumber : *Output SPSS 13.0*

Hasil analisis regresi logistik mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen ditunjukkan dalam Tabel 8.

Model regresi logistik yang terbentuk adalah sebagai berikut.

$$\ln \frac{p}{1-p} = -1,402 - 0,13 \text{ DER} + 0,27 \text{ ROA} \dots\dots\dots(1)$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan tingkat signifikansi (sig.) dengan α sebesar 5%. Berdasarkan Tabel 8 dapat diinterpretasikan hasil sebagai berikut:

1. Hubungan antara *leverage* pada keputusan *hedging*

H_1 : Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan *Leverage* terhadap keputusan *hedging*.

Variabel *debt to equity ratio* (DER) merupakan proksi dari *leverage*, terlihat besar koefisien regresi sebesar -0,13 dan nilai probabilitas variabel sebesar 0,340 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (5%). Hal ini mengandung arti bahwa

H_1 ditolak, hal ini menunjukkan variabel DER memiliki pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap aktivitas *hedging* perusahaan manufaktur Indonesia.

2. Hubungan antara profitabilitas pada keputusan *hedging*

H_2 : Terdapat pengaruh yang negatif signifikan Profitabilitas terhadap keputusan *hedging*

Variabel *return on asset* (ROA) merupakan proksi dari profitabilitas, terlihat besar koefisien regresi sebesar 0.27 dan nilai probabilitas variabel sebesar 0.009 jelas lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (5%). Hal ini memperlihatkan bahwa H_2 ditolak, hal ini menunjukkan variabel ROA memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur Indonesia.

Pembahasan Hasil Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji *financial distress hypothesis* pada perusahaan manufaktur Indonesia pada periode 2010-2013 *financial distress hypothesis* menyatakan perusahaan yang sedang mengalami kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) meningkatkan motivasi perusahaan untuk melakukan *hedging*. Pada penelitian ini, *financial distress* diproksikan dengan menggunakan dua variabel bebas yaitu *leverage* dan Profitabilitas. Apabila variabel *leverage* memiliki pengaruh positif dan variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap variabel terikat yaitu aktivitas *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif, maka dapat dikatakan bahwa salah

satu motivasi perusahaan di Indonesia melakukan *hedging* dengan instrumen derivatif adalah untuk mengatasi *financial distress*.

1. Pengaruh *leverage* terhadap keputusan *hedging*

Hasil uji regresi logistik menemukan bahwa *debt to equity ratio* sebagai proksi dari *leverage* memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan secara statistik terhadap variabel terikat yaitu keputusan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis satu yang menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, tidak diterima.

Hasil pengujian ini sesuai dengan temuan Geczy *et al.* (1997) dengan menggunakan sampel 372 perusahaan manufaktur di amerika pada tahun 1990 yang menemukan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*. Hal ini dapat disebabkan perusahaan yang melakukan transaksi internasional memiliki hutang yang tidak didenominasi oleh kurs valuta asing, dengan kata lain sebagian besar hutang perusahaan berasal dari dalam negeri sehingga perusahaan tidak melakukan *hedging* karena perusahaan belum membutuhkan perlindungan dari eksposur valuta asing, dengan kata lain perusahaan yang memiliki hutang tinggi belum tentu melakukan *hedging*. Karena itu terdapat hubungan yang terbalik namun tidak signifikan antara *debt to equity ratio* dan keputusan *hedging*.

2. Pengaruh profitabilitas terhadap keputusan *hedging*

Berdasarkan hasil uji regresi logistik menemukan hasil bahwa *return on asset* sebagai proksi dari profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu keputusan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis dua yang menyebutkan bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*, tidak diterima.

Hasil pengujian ini sesuai dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Shaari *et al.* (2013) dengan menggunakan 826 perusahaan non finansial Malaysia sebagai sampel penelitiannya pada periode 2010 dan 2011 yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan instrumen derivatif. Hal ini disebabkan karena suatu perusahaan dengan tingkat keuntungan yang lebih tinggi cenderung lebih cepat untuk melakukan ekspansi bisnisnya, karena kondisi pasar internasional sangat dinamis maka setiap perubahan kecil yang terjadi dapat menyebabkan kerugian besar terhadap perusahaan yang melakukan transaksi dalam jumlah besar, oleh karena itu perusahaan harus selalu mengurangi resiko dengan melakukan *hedging*.

Berdasarkan hasil pengujian, variabel *debt to equity ratio* yang merupakan proksi dari *Leverage* memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan secara statistik terhadap keputusan *hedging*, sedangkan variabel *return on asset* yang merupakan proksi dari profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik terhadap keputusan *hedging*. Hasil pengujian ini membuktikan bahwa

motivasi perusahaan manufaktur Indonesia melakukan *hedging* dengan instrumen derivatif untuk mengatasi permasalahan *financial distress* tidak terbukti.

Keputusan *hedging* perusahaan manufaktur Indonesia dapat di pengaruhi oleh faktor – faktor yang telah di kemukakan oleh Tufano, (1996) dalam teori mengenai motivasi *hedging*. Perusahaan manufaktur Indonesia melakukan aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif tidak sepenuhnya untuk menangani masalah kesulitan keuangan (*financial distress*). Terdapat beberapa alasan yang bisa dijadikan dasar pengambilan keputusan *hedging* seperti, penghematan pajak, peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*), yang juga meningkatkan perlindungan hutang pajak (*debt-tax shield*) dan hipotesis pengurangan permasalahan *underinvestment* dan aset pengganti (*asset substitution*) berkaitan dengan masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dan kreditur.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan pembahasan yang disampaikan pada bab sebelumnya, adapun hasil dari pengujian *financial distress hypothesis* pada perusahaan manufaktur indonesia tahun 2010-2013 adalah sebagai berikut.

- 1) . *Debt to equity ratio* sebagai proksi dari *leverage* memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan pada keputusan *hedging* dengan instrumen derivatif.

- 2) Hasil pengujian menunjukkan bahwa *return on asset* sebagai proksi dari profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan secara statistik pada keputusan hedging dengan instrumen derivatif.

Berdasarkan hasil pengujian ini, dapat disimpulkan bahwa motivasi perusahaan manufaktur Indonesia tidak terbukti melakukan hedging dengan instrumen derivatif untuk menangani masalah kesulitan keuangan (*financial distress*).

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Berdasarkan simpulan yang ada, terdapat keterbatasan dalam penelitian ini sebagai berikut.

- 1) Dalam penelitian ini tidak memisahkan sampel perusahaan dari penggunaan hutang yang didenominasi dengan kurs valuta asing dan hutang yang didenominasi dengan kurs lokal (Rupiah).

Berdasarkan keterbatasan penelitian tersebut, peneliti dapat menyarankan beberapa hal sebagai berikut:

- 2) Bagi peneliti – peneliti agar dapat menggunakan sampel yang lebih spesifik, yaitu perusahaan dengan kewajiban yang didenominasi dengan kurs valuta asing.
- 3) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meneliti lebih lanjut mengenai *financial distress hypothesis* di Indonesia namun dengan menggunakan proksi lain dari *leverage* dan profitabilitas sehingga dapat memperluas

kajian mengenai determinan keputusan *hedging* sebagai upaya untuk mengurangi masalah *financial distress*.

- 4) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor perusahaan yang berbeda sebagai sampel untuk lebih memperluas pengujian terhadap teori agar dapat melihat konsistensi *financial distress hypothesis* terhadap keputusan *hedging*.

REFRENSI

- Agnes Sawir, 2004, *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Ahmad, Noryati and Haris, Balkis. 2012. Factors for Using Derivatives: Evidence from Malaysian Non-financial Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*. 3(9): pp : 79-89.
- Afza, Talat dan Atia Alam. 2011. Determinants Of Corporate Hedging Policies : A Case Of Foreign Exchange And Interest Rzate Derivative Usage. *African Journal of Business Management*. 5(15): pp: 5792-5797.
- Allayannis, G., and Eli Ofek. 2001, Exchange Rate Exposure, Hedging, and The User of Foreign Currency Derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2): pp. 273-296.
- Allayanis George, Weston James P. 2001. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. 14(1): pp: 243-276.
- Anggarini Tifani Vota. 2010. Pengaruh Karakteristik Komite Audit Terhadap Financial Distress Studi Empiris pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi Sarjana Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Aretz, Kevin and Shonke M. Bartram. 2010. Corporate Hedging and Shareholder Value. *Journal of Financial Research*, 33 (4): pp: 317-371.
- Aretz Kevin, Shonke M. Bartram and Gunter Dufey. 2007. Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications. *Journal of Financial Research*, 8(5): pp: 434-449.

- Astuti, Dewi, 2004. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Cetakan Pertama, Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston, 2006, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 10, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Clark, E., & Mefteh, S. (2010). Foreign Currency Derivatives Use, Firm Value and the Effect of the Exposure Profile: Evidence from France. *International Journal of Business*, 15(2).
- Fitriasari, Fika. 2011. Value Drivers Terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan Yang Hedging di Derivatif Valuta Asing. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(01): h: 89-102.
- Geczy, Christopher., Minton, Bernadette A., and Schrand, Catherine., 1997, "Why Firms Use Currency Derivatives", *The Journal of Finance*, 22(4), pp: 1323-1354.
- Haryetti. 2010. Analisis Financial Distress Untuk Memprediksi Resiko Kebangkrutan Perusahaan Studi Kasus Pada Industri Perbankan di BEI. 28 (2).
- Hasymi Muhammad. 2007. Analisis Penyebab Kesulitan Keuangan (Financial Distress) Studi Kasus: Pada Perusahaan Bidang Konstruksi PT.X. *Tesis Magister Jurusan Sains Akuntansi pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi keenam. Yogyakarta: YKPN.
- Irawan Bahrain pasha. 2014. Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas Instrumen Derivatif Valuta Asing Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging. *Skripsi Sarjana Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dinponegoro*, Semarang.
- Jang, S., & Park, K. (2011). Inter-relationship Between Firm Growth and Profitability. *International Journal of Hospitality Management*, 30, 1027-1035.
- Khediri, Karim Ben. 2010. Do Investors Really Value Derivatives Use? Empirical Evidence from France. *The Journal of Risk Finance*, 11(1): pp: 62-74
- Levi, Maurice D. 1996. *Keuangan Internasional*. Diterjemahkan Handoyo Prasetyo Yogyakarta: Andi.
- Madura, Jeff. 2009. *Keuangan Perusahaan Internasional*. Buku 1 Edisi Kedelapan, Salemba Empat, Jakarta.
- Nguyen Hoa, Faff Robert. 2002. On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies. 27(1)

- Putro, S H. 2012. Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging. *Diponegoro Business Review*, 1(1): h: 1-11.
- Rochet Jean Charles, Villeneuve Sthepane. 2004. Liquidity Risk and Corporate Demand for Hedging and Insurance.
- Shaari, Noor Azizah, Nurfadhilah Abu Hasan, Yamuna Rani Palanimally dan Rames Kumar Moona Haji Mohamed. 2013. The Determinants of Derivative Usage: A Study on Mallaysian Firms. *Interdisciplinary Journal of Contemporary research In Business*. 5 (2): pp: 300-316.
- Sherlita, Erly. 2006. Peranan Aktivitas Lindung Nilai Dalam Menurunkan Risiko Perdagangan Internasional. *Jurnal Bisnis, Manajemen & Ekonomi*, 8(2): h: 1227-1238.
- Suriawinata, Iman S., 2004, "Apakah Kebijakan Hedging Perusahaan dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dapat Meningkatkan Nilai Pemegang Saham?", *Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya*, 9 (2): h: 59-80.
- Takao, Atsushi dan I Wayan Nuka Lantara. 2009. The Determinants of The Use Of Derivatives In Japanese Insurance Companies.
- Tufano, P. 1996. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold-Mining Industry. *Journal of Finance*, 51(4): pp: 1097-1137.
- Utomo, Lisa Linawati. 2000. Instrumen Derivatif: Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Keuangan. *Jurnal akuntansi dan keuangan*, 2(1): h: 53-68.
- Wiagustini Ni Luh Putu. 2010. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Penerbit: Udayana Press
- Widarjo wahyu, Setiawan doddy. 2009. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(2): h: 107 – 119.