

**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, TINGKAT HUTANG, DAN
KESULITAN KEUANGAN TERHADAP KEPUTUSAN *HEDGING* PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR INDONESIA**

**Ni Putu Candra Krisdian¹
Ida Bagus Badjra²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: candrakrisdian39@gmail.com

ABSTRAK

Hedging adalah hal yang dilakukan oleh suatu perusahaan guna melindungi perusahaan dari eksposur terhadap valuta asing. Pengambilan keputusan *hedging* dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, tingkat hutang dan kesulitan keuangan perusahaan. Penelitian ini bertopik pengaruh ukuran perusahaan, tingkat hutang dan kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging*. Tujuan yang dicapai pada penelitian ini untuk meneliti pengaruh tiap-tiap variabel terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015. Teknik *purposive sampling* digunakan dalam mengambil sample dan didapat sejumlah 74 sampel perusahaan manufaktur yang sesuai kriteria yang telah ditetapkan. Penelitian mengenai pengaruh masing-masing variabel terhadap keputusan *hedging* ini menggunakan teknik analisis regresi logistik. Hasil dalam penelitian bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*, sedangkan tingkat hutang dan kesulitan keuangan masing-masing memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Kata Kunci: *hedging*, ukuran perusahaan, tingkat hutang, kesulitan keuangan

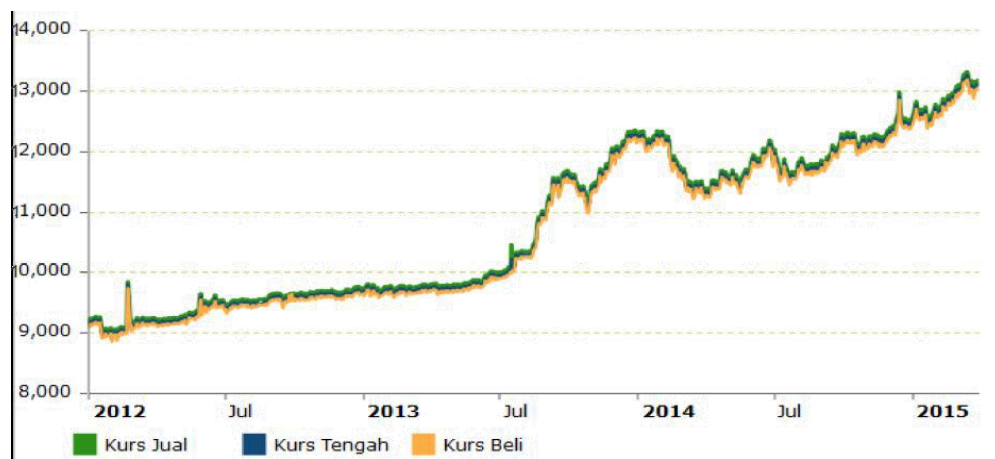
ABSTRACT

Hedging is undertaken by a company to protect the company from exposure to foreign currencies. Hedging decisions are influenced by firm size, debt level and financial distress. This study research the effect of firm size, debt level and the financial distress of the hedging decision using derivative instruments. This aim of this study to research the effect of each variable on the hedging decision using derivative instrument in manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2012 until 2015. Purposive sampling techniques are use to take sample, and appropriate criteria established company obtained 74 samples of manufacturing companies. Research on the effect of each variable on this hedging decisions using logistic regression analysis techniques. The results showed that each variable firm size, debt level and the financial distress has a positive and significant effect on hedging activities.

Keyword : *hedging, firm size, debt level, financial distress*

PENDAHULUAN

Perusahaan Internasional di berbagai negara dalam menjalankan lini bisnisnya tidak akan terlepas dari kegiatan perdagangan internasional baik dengan melakukan transaksi ekspor maupun impor. Perusahaan multinasional dalam memperluas pangsa pasarnya guna meningkatkan kemakmuran dan kesejahteraannya juga memiliki risiko yang harus ditanggung perusahaan. Risiko yang dihadapi tersebut dapat berupa risiko kurs valuta asing, harga komoditas, dan tingkat suku bunga (Putro,2012). Risiko terbesar dari transaksi internasional adalah risiko kurs valuta asing. Timbulnya risiko kurs valuta asing bagi perusahaan multinasional disebabkan karena aktivitas perdagangan internasional yang tidak terlepas dari penggunaan valuta asing dalam melakukan transaksi ekspor maupun impor yang melibatkan penggunaan kurs valuta asing yang dapat menyebabkan perusahaan memiliki dampak eksposur valuta asing.



Gambar 1. Kurs valuta asing

Sumber: Bank Indonesia

Gambar 1 menunjukkan terjadinya fluktuasi kurs dari tahun 2012 hingga 2015 yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam melakukan transaksi valuta asing akan mengalami risiko terhadap eksposur transaksi. Kerugian yang dialami perusahaan tercermin dalam laporan keuangan perusahaan dimana perusahaan akan menanggung beban yang lebih besar akibat eksposur valuta asing. Eksposur valuta asing merupakan suatu kesensitivitasan perubahan pada nilai riil suatu aset, kewajiban atau pendapatan operasi yang dinyatakan dalam mata uang domestik terhadap perubahan kurs yang tidak terantisipasi (Faisal, 2001:125). Dampak langsung yang timbul akibat fluktuasi kurs valuta asing yaitu turunnya omzet penjualan, penetapan harga produk yang tinggi dan tingkat laba yang kian menurun (Jiwandhana, 2016). Dampak- dampak tersebut dapat dilihat dari turunnya laba perusahaan, laba per lembar saham dan juga harga saham di pasar modal.

Risiko fluktuasi kurs valuta asing dalam perdagangan internasional yang dilakukan oleh perusahaan perlu dikelola agar tidak terjadi kerugian yang besar bagi perusahaan. Risiko tidak dapat langsung dicegah kapan munculnya, namun risiko dapat ditanggulangi melalui berbagai cara. Perusahaan multinasional dalam menanggulangi risiko tersebut memerlukan manajemen risiko (Hanafi, 2009:8). Perusahaan disarankan untuk melakukan manajemen risikonya dengan baik agar tidak mengalami kerugian akibat gagalnya mengelola risiko.

Berbagai cara manajemen risiko dapat dilakukan untuk meminimalisir suatu risiko. Menurut Madura (2012) tindakan dalam memajemen risiko yang diambil guna melindungi perusahaan dari fluktuasi valuta asing adalah *hedging*.

Hedging memiliki pengertian sebagai strategi atau tindakan yang diambil untuk mengurangi risiko pada suatu transaksi.

Hedging dilakukan untuk melindungi suatu aset perusahaan terhadap perubahan harga di masa depan melalui penggunaan instrumen derivatif (Dewi dan Purnawati, 2016). Instrumen derivatif digunakan sebagai salah satu strategi *hedging* untuk meminimalisir risiko dalam transaksi-transaksi keuangan tertentu (Repie, 2014). *Hedging* sebagai cara untuk meminimalkan risiko dapat menggunakan berbagai instrumen derivatif valuta asing yaitu dapat melalui kontrak *future*, kontrak *forward*, opsi dan *swap* mata uang (Horne dan Wachowicz, 2012:665). Berdasarkan penelitian terdahulu bahwa pengambilan keputusan *hedging* dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti ukuran perusahaan (Nguyen dan Faff, 2003), tingkat hutang (Aretz *et al*, 2007), dan kesulitan keuangan (Amrit Judge, 2005).

Ukuran perusahaan adalah suatu pengklasifikasian besar kecil perusahaan menurut berbagai cara (Suwito dan Herawaty, 2005). Penelitian Spric dan Sevic (2012) menyebutkan bahwa ukuran perusahaan besar akan memiliki kecenderungan untuk melakukan *hedging* karena operasional perusahaan tidak hanya di dalam negeri, tetapi perusahaan juga melakukan transaksi luar negeri jadi memiliki pengaruh yang positif dan signifikan. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen dan Faff (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang besar cenderung lebih suka menggunakan instrumen derivatif untuk kegiatan *hedging*. Bersamaan dengan Guniarti (2014) dan Putro (2012) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan secara konsisten berpengaruh positif signifikan terhadap

probabilitas aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2006) menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan *hedging* apabila terdapat penurunan ukuran perusahaan artinya ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Menurut Hanafi (2010;29), hutang didefinisikan sebagai pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul dimasa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa ke pihak lain dimasa mendatang. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen dan Faff (2003), Iqbal (2015), Aretz *et al.* (2007), Rochet *et al.* (2004), Allayanis *et al.* (2001), Ahmad *et al.* (2012), Takao *et al.* (2009), Afza *et al.* (2011) menyatakan bahwa tingkat hutang memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Penelitian Triki (2006) menyatakan bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap aktivitas *hedging*.

Menurut Ross *et al.* (1996), kesulitan keuangan adalah ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban-kewajibannya. Penelitian yang dilakukan oleh Amrit Judge (2005) menemukan bahwa kesulitan keuangan memiliki hubungan positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Berbeda dalam penelitian yang dilakukan oleh Nance *et al.* (1993), Guniarti (2011) menyatakan bahwa kesulitan keuangan berhubungan negatif signifikan terhadap *hedging*. Putro (2012) dan Schubert (2012) juga menemukan bahwa kesulitan keuangan menunjukkan hasil yang negatif signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif.

Penelitian tentang pengaruh pengambilan keputusan *hedging* masih mengalami perbedaan hasil penelitian yang disebabkan karena perbedaan lokasi penelitian serta karakteristik di masing masing Negara yang berbeda, maka penulis sangat tertarik untuk meneliti lebih lanjut mengenai kebenaran atas hasil penelitian tersebut pada sektor perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesai tahun 2012 hingga 2015. Pemilihan sektor manufaktur didasarkan pada pertimbangan yaitu perusahaan dalam sektor ini umumnya cukup aktif melakukan transaksi ekspor-impor sehingga mempunyai eksposur valuta asing yang lebih besar dan dalam laporan keuangan akan dicatat dalam aktiva/pasiva valuta asing (Fitriasari, 2011). Perusahaan dalam sektor ini melakukan kegiatan *hedging* lebih besar dan sektor ini merupakan sektor terbesar dengan variabilitas subsektor yang dinilai cukup representatif mewakili seluruh perusahaan publik.

Berdasarkan pembahasan di atas dapat dirumuskan masalah sebagai berikut: Apakah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?, Apakah tingkat hutang berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?, Apakah kesulitan keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah: Untuk mengetahui pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di BEI, untuk mengetahui pengaruh signifikan tingkat hutang terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di BEI, dan

untuk mengetahui pengaruh signifikan kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di BEI.

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat secara teoritis dan praktis yakni sebagai berikut : Manfaat teoritis dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan pengetahuan, wawasan, dan informasi mengenai pengaruh ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging*, serta dapat menjadi bahan referensi bagi peneliti selanjutnya. Manfaat praktis hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada emiten dalam pengambilan keputusan, khususnya mengenai pengaruh ukuran perusahaan, struktur hutang dan kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap keputusan *hedging*

Perusahaan yang besar cenderung mudah menjalankan aktivitasnya dalam memperoleh pendanaan. Pendanaan diperoleh melalui transaksi valuta asing baik itu dalam melakukan *hedging* sehingga agar transaksi terlindungi dari risiko fluktuasi kurs, maka perusahaan dapat melakukan aktivitas *hedging*. Perusahaan besar cenderung memiliki kegiatan operasional yang lebih banyak sehingga cenderung akan menimbulkan risiko yang lebih besar pula sehingga mendorong suatu perusahaan besar untuk mengambil keputusan dalam melakukan *hedging*.

Menurut Guniarti (2014), perusahaan dengan ukuran besar cenderung bertindak hati-hati dalam melakukan pengelolaan perusahaan dan cenderung melakukan aktivitas *hedging* yang lebih banyak. Amrit Judge (2005); Raghavendra dan Velmurugan (2014) menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* dan

mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih besar lebih banyak melakukan *hedging* daripada perusahaan yang kecil. Nguyen and Faff (2003) dan Putro (2012) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Berdasarkan landasan teori dan data empiris dari penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang dapat diajukan terhadap permasalahan penelitian ini adalah:

H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*

Pengaruh tingkat hutang terhadap keputusan *hedging*

Perusahaan yang dalam struktur modalnya memiliki tingkat hutang yang tinggi cenderung akan lebih berhati-hati lagi dalam menjalankan operasi perusahaannya terutama dalam aktivitas transaksi luar negeri yang menggunakan valuta asing karena perusahaan tersebut selain harus membayar bunga yang tinggi akibat tingkat hutang yang tinggi, perusahaan juga tidak ingin menambah beban risiko akibat adanya fluktuasi kurs mata uang dalam melakukan transaksi luar negeri sehingga menyebabkan perusahaan akan mengelola risikonya dengan sangat ketat guna membatasi risiko dan mengurangi risiko fluktuasi kurs valuta asing yaitu dengan melakukan aktivitas *hedging* menggunakan instrumen derivatif.

Menurut Nguyen and Faff (2003), dan Iqbal (2015), Aretz *et al.* (2007), Rochet *et al.* (2004), Allayanis *et al.* (2001), Ahmad *et al.* (2012), Takao *et al.* (2009), Afza *et al.* (2011) menemukan pengaruh yang positif signifikan dari tingkat hutang terhadap penggunaan derivative dalam keputusan *hedging*.

Menurut Putro (2012) juga mengemukakan hal yang sama bahwa semakin besarnya hutang dari pihak eksternal dan semakin tinggi risiko kesulitan keuangan maka tindakan lindung nilai atau *hedging* yang dilakukan juga akan semakin banyak.

Berdasarkan landasan teori dan data empiris dari penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang dapat diajukan terhadap permasalahan penelitian ini adalah:

H₂: Tingkat Hutang perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging*

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan mendorong perusahaan untuk berhati-hati mengelola keuangannya sehingga terdorong untuk melakukan perlindungan dari berbagai risiko dalam melakukan transaksi valuta asing maka itu perusahaan cenderung memutuskan melakukan *hedging*.

Penelitian yang dilakukan oleh Nance *et al.* (1993), Triki (2006), Guniarti (2011), Raghavendra dan Velmurugan (2014) menyatakan bahwa kesulitan keuangan berhubungan negatif terhadap *hedging*. Putro (2012) juga menemukan bahwa kesulitan keuangan menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif Berdasarkan landasan teori dan data empiris dari penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang dapat diajukan terhadap permasalahan penelitian ini adalah:

H₃: Kesulitan keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan *hedging*

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada perusahaan manufaktur. Data penelitian ini merupakan data kuantitatif yang diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Data yang digunakan bersumber dari data sekunder. Data didapatkan berbentuk Laporan Keuangan Tahunan, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan laporan historis lainnya di BEI periode 2012-2015 dengan cara mengunduh di *website* resmi BEI (www.idx.co.id).

Variabel terikat (Y) dalam penelitian ini adalah keputusan *hedging*. Variabel bebas (X) dalam penelitian ini adalah : tingkat hutang (X_1), ukuran perusahaan (X_2), dan kesulitan keuangan. Pada penelitian ini, *hedging* 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 melakukan aktivitas *hedging*.

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini dapat ditentukan melalui logaritma natural total aset perusahaan (Ghozali, 2013).

$$Firm\ size = \ln(\text{total aset}) \dots \dots \dots (1)$$

Variabel tingkat hutang dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio hutang yaitu *debt ratio* (Sutrisno, 2001:249).

$$Debt\ ratio(DR) = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (2)$$

Pengukuran kesulitan keuangan dapat diterangkan dari perhitungan *Z-Score* (Darsono, *et al*, 2004:105)

$$Z = 1,2 (WCTA) + 1,4 (RETA) + 3,3 (EBITTA) + 0,6 (MVEBVL) + 1 (STA) \dots (3)$$

Populasi dalam penelitian ini merupakan semua perusahaan manufaktur di BEI yaitu sebanyak 148 perusahaan manufaktur. Sampel pada penelitian ini ditentukan melalui kriteria: Perusahaan tersebut secara fundamental memiliki eksposur valuta asing dan perusahaan yang menyampaikan data secara lengkap selama periode penelitian tahun 2012-2015 berkaitan dengan aktivitas *hedging*, ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan kesulitan keuangan. Berdasarkan kriteria penentuan sampel tersebut didapat sejumlah 74 sampel perusahaan manufaktur.

Metode pengumpulan data yang digunakan berupa observasi non partisipan dengan cara melihat, mempelajari uraian-uraian dari buku, jurnal, skripsi, tesis serta mengutip catatan-catatan yang diperoleh dari dokumen Bursa Efek Indonesia yang berupa laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur beserta catatannya dari tahun 2012 sampai 2015 melalui *website* resmi BEI www.idx.co.id

Teknik analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah regresi logistik. Model umum regresi logistik menurut Hair *et al.* (1995):

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = \alpha + \beta_1 X_1 - \beta_2 X_2 - \beta_3 X_3 \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:

$$\text{Ln} = \frac{p}{1-p} = \text{aktivitas } \textit{hedging} \text{ dengan menggunakan instrumen derivatif}$$

$$\text{Ln} = \frac{p}{1-p} = 1 \text{ (terdapat aktivitas } \textit{hedging})$$

$$\text{Ln} = \frac{p}{1-p} = 0 \text{ (tidak terdapat aktivitas } \textit{hedging})$$

$$\text{Ln} = \text{Variabel Dependend}$$

$$P = \text{Probabilitas}$$

α	= konstanta regresi
β_1	= konstanta regresi variabel X1
β_2	= konstanta regresi variabel X2
β_3	= konstanta regresi variabel X3

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang menjalankan proses pembuatan produk yang meliputi tahapan *input-proses-output* yang akhirnya menghasilkan suatu produk. Aktivitas perusahaan yang tergolong perusahaan manufaktur ini mempunyai tiga kegiatan utama yakni kegiatan utama untuk memperoleh atau menyimpan *input* atau bahan baku. Kedua, kegiatan pengolahan atau pabrikasi atau perakitan atas bahan baku menjadi bahan jadi. Ketiga, kegiatan menyimpan atau memasarkan barang jadi. Aktivitas industri perusahaan manufaktur mencakup berbagai jenis usaha antara lain aneka industri, industri barang konsumsi, serta Industri dasar dan kimia. Aneka industri yang terdiri dari mesin dan alat berat, otomotif, perakitan, tekstil dan garment, sepatu dan alas kaki, kabel, dan barang elektronika. Industri barang konsumsi terdiri dari rokok, farmasi, dan kosmetika. Industri dasar dan kimia terdiri dari semen, keramik, porselen, kaca, logam, kimia, plastik dan kemasan, pulpen dan kertas.

Pemilihan sektor manufaktur pada penelitian ini didasarkan pada pertimbangan yaitu perusahaan sektor ini sering melakukan aktivitas atau transaksi ekspor maupun impor baik itu produk, bahan baku, peralatan dan

sebagainya. Berdasarkan alasan tersebut menyebabkan perusahaan sektor manufaktur melakukan *hedging* yang cukup banyak.

Analisis statistik deskriptif berkaitan dengan pengumpulan dan peringkat data yang menggambarkan karakteristik sampel yang digunakan dalam sebuah penelitian. Berdasarkan data hasil olahan SPSS yang meliputi variabel independen, yaitu *firm size* yang merupakan proksi dari ukuran perusahaan (X1), *debt ratio* sebagai proksi dari tingkat hutang (X2), dan *z-score* sebagai proksi dari kesulitan keuangan (X3) maka akan dapat diketahui nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata dan standar deviasi dari tiap-tiap variabel tersebut pada Tabel 1.

Tabel 1.
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
X1	296	9.52	30.85	19.2391	5.66414
X2	296	3.80	778.19	50.9923	61.83606
X3	296	.29	744.26	5.6799	43.21488
Valid N (listwise)	296				

Sumber: Output SPSS 17.0

Nilai minimum variabel ukuran perusahaan(X1) adalah 9,52 yang terdapat pada PT Pyridam Farma Tbk pada tahun 2012 dan nilai maksimumnya adalah 30,85 yang terdapat pada PT Surya Toto Indonesia Tbk pada tahun 2015. Nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan adalah 19,2391 dengan standar deviasi sebesar 5,66414.

Nilai minimum variabel tingkat hutang (X2) adalah 3.80 yang terdapat pada PT Surya Toto Indonesia Tbk pada tahun 2015 dan nilai maksimumnya adalah 778,19 yang terdapat pada PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk pada tahun

2013. Nilai rata-rata variabel tingkat hutang adalah 50,9923 dengan standar deviasi sebesar 61.83606.

Nilai minimum X3 adalah 0,29 yang terdapat pada PT Surya Toto Indonesia Tbk tahun 2015 serta nilai maksimumnya adalah 744,26 yang terdapat pada PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk pada tahun 2015. Nilai rata-rata variabel Z adalah 5,6799 dengan standar deviasi sebesar 43,21488.

Tabel 2.
Frekuensi Variabel Dependen

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	216	73.0	73.0	73.0
	1	80	27.0	27.0	100.0
	Total	296	100.0	100.0	

Sumber: Output SPSS 17.0

Perusahaan yang melakukan aktivitas *hedging* diberi kode 1 sedangkan untuk perusahaan yang tidak melakukan aktivitas *hedging* diberi kode 0. Berdasarkan Tabel 4.2, terdapat 80 observasi (27,0%) perusahaan yang melakukan aktivitas *hedging* sedangkan jumlah observasi perusahaan yang tidak melakukan *hedging* sebanyak 216 observasi (73,0%) dari total observasi sejumlah 296.

Tabel 3.
Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	Df	Sig.
1	10.855	8	.210

Sumber: Output SPSS 17.0

Hosmer and Lemeshow Test digunakan untuk menguji kelayakan model regresi dinilai dengan melihat hasil. Tahap ini menguji hipotesis nol apakah data

empiris telah sesuai dengan model. Hasil *Hosmer and Lemeshow Test* dapat dilihat pada Tabel 3.

Model regresi logistik pada penelitian ini menunjukkan nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 10.855 dengan probabilitas signifikansi 0.210. Nilai signifikansi yang lebih besar dari 5% ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini dapat diterima karena sesuai dengan data observasinya.

Tabel 4.
Iteration History^{a,b,c} Block Number = 0

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	345.774	-.919
	2	345.448	-.992
	3	345.448	-.993
	4	345.448	-.993

Sumber: Output SPSS 17.0

Tabel 5.
Iteration History^{a,b,c} Block Number = 1

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients				
			Constant	SIZE	DR	Z	DR by SIZE by Z
Step 1	1	334.081	-.457	-.043	.008	.017	.000
	2	331.116	-.522	-.056	.012	.032	.000
	3	329.913	-.719	-.054	.016	.050	.000
	4	328.138	-.990	-.050	.019	.091	.000
	5	327.132	-1.423	-.045	.026	.154	.000
	6	327.108	-1.480	-.044	.026	.163	.000
	7	327.108	-1.486	-.044	.026	.164	.000
	8	327.108	-1.486	-.044	.026	.164	.000

Sumber: Output SPSS 17.0

Keseluruhan model dapat dinilai melalui perbandingan nilai antara -2 Log *likelihood* pada Tabel 4 dengan nilai -2 Log *likelihood* pada Tabel 5. Hasil penelitian keseluruhan model ditampilkan pada Tabel 4 dan Tabel 5

Nilai -2 Log *likelihood* pada awal adalah sebesar 345,448 dan setelah dimasukkan tiga variabel independen nilai -2 Log *likelihood* pada akhir mengalami

penurunan menjadi 327,108. Penurunan *-2 Log likelihood* menunjukkan model regresi yang baik atau model yang dihipotesiskan tersebut telah sesuai dengan data penelitian.

Hubungan variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai *Nagelkerke R Square*. Hasil uji koefisien determinasi ditunjukkan pada Tabel 6.

Tabel 6.
Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	327.108 ^a	.060	.087

Sumber: Output SPSS 17.0

Nilai *Nagelkerke R Square* pada Tabel 6 menunjukkan sebesar 0.087. Nilai tersebut memiliki arti yaitu variasi dari ukuran perusahaan, tingkat hutang, dan kesulitan keuangan (variabel bebas) mampu menjelaskan variasi dari *hedging* (variabel terikat) sebesar 8,7%, sedangkan sisanya 91,3% dijelaskan oleh variasi variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan regresi.

Tabel 7.
Correlation Matrix

	Constant	SIZE	DR	Z	
Step 1	Constant	1.000	-.934	-.180	-.099
	X1	-.934	1.000	-.024	.025
	X2	-.180	-.024	1.000	-.197
	X3	-.099	.025	-.197	1.000

Sumber: Output SPSS 17.0

Tahap selanjutnya menguji apakah adanya gejala korelasi yang kuat antar variabel bebasnya. Uji multikolinearitas dalam regresi logistik menggunakan

matrik untuk melihat besarnya korelasi antar variabel bebas. Apabila nilai matrik korelasi lebih kecil dari 0,8 memiliki arti tidak terdapat gejala multikolinearitas yang serius antar variabel bebas tersebut. Model regresi yang baik apabila tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel bebasnya. Tabel 7 menunjukkan matriks korelasi antar variabel bebas.

Tabel 7 menunjukan tidak ada nilai yang lebih besar dari 0,8 pada koefisien korelasi antar variabel bebas, maka dalam model ini tidak ada gejala multikolinieritas yang serius antar variabel bebas.

Tabel 8.
Classification Table^a

		Predicted		Percentage Correct
		HEDGING	NONHEDGING	
Step 1	HEDGING	211	5	97.7
	NONHEDGING	78	2	2.5
Overall Percentage				72.0

Sumber: Output SPSS 17.0

Matriks klasifikasi menunjukkan kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi probabilitas aktivitas *hedging*. Kekuatan prediksi dari model regresi untuk memprediksi kemungkinan terjadinya variabel terikat dinyatakan dalam persen. Matriks klasifikasi ditampilkan dalam Tabel 8

Pada baris pertama Tabel 8 terlihat jumlah sampel yang tidak melakukan aktivitas *hedging* sebanyak 216 sampel (211+5). Model regresi dalam penelitian ini menunjukkan adanya pengurangan sejumlah 5 sampel perusahaan sehingga total sampel perusahaan yang tidak melakukan *hedging* adalah sebanyak 211 perusahaan. Ketepatan klasifikasi pada model ini untuk memprediksi kemungkinan perusahaan tidak melakukan *hedging* sebesar 97,7%.

Baris kedua menunjukkan bahwa terdapat 80 sampel (78+2) yang melakukan *hedging*. Model ini memprediksi adanya pengurangan sejumlah 78 sampel perusahaan sehingga total sampel perusahaan yang diprediksi melakukan *hedging* adalah sebanyak 2 sampel perusahaan. Ketepatan klasifikasi pada model ini untuk memprediksi kemungkinan perusahaan melakukan *hedging* sebesar 2,5%. secara keseluruhan, ketepatan klasifikasi pada model regresi ini adalah sebesar 72,0%.

Tabel 9.
Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	X1	-.044	.027	2.624	1	.105	.957
	X2	.026	.009	7.797	1	.005	1.027
	X3	.164	.083	3.919	1	.048	1.179
	X2 by X1 by X3	.000	.000	4.183	1	.041	1.000
	Constant	-1.486	.811	3.358	1	.067	.226

Sumber: Output SPSS 17.0

Model regresi logistik dapat dibentuk dengan melihat nilai estimasi parameter dalam *Variables in The Equation*. Model regresi yang terbentuk berdasarkan nilai estimasi parameter dalam *Variables in The Equation* ditampilkan pada Tabel 9.

Model regresi yang terbentuk berdasarkan nilai estimasi parameter dalam Tabel 4.9 adalah sebagai berikut :

$$\ln \frac{p}{1-p} = -1,486 - 0,44 X1 + 0,026 X2 + 0,164 X3 \dots \dots \dots (5)$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan tingkat signifikansi (sig.) dengan α sebesar 5%. Berdasarkan Tabel 4.9 dapat diinterpretasikan hasil sebagai berikut:

H₁ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*

Nilai koefisien regresi pada variabel ukuran perusahaan menunjukkan sebesar -0,044, dengan nilai probabilitas variabel sebesar 0,105 yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi 0.05 (5%). Nilai tersebut mengandung arti bahwa H_1 ditolak yang menunjukkan variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di BEI.

H_2 : Tingkat hutang berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*

Nilai koefisien regresi pada variabel *Debt Ratio* yang merupakan proksi dari tingkat hutang menunjukkan sebesar 0.26 dengan nilai probabilitas variabel sebesar 0.005 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05 (5%). Angka ini mengandung arti bahwa H_2 diterima yang menunjukkan variabel tingkat hutang dengan proksi *debt ratio* memiliki hubungan yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di BEI.

H_3 : Kesulitan keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan *hedging*

Nilai koefisien regresi pada variabel *Z* yang merupakan proksi dari kesulitan keuangan menunjukkan sebesar 0.164 dengan nilai probabilitas variabel sebesar 0.048 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 (5%). Angka tersebut mengandung arti bahwa H_3 ditolak, menunjukkan bahwa variabel DR memiliki hubungan yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di BEI.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengujian ini bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan, tingkat hutang serta kondisi kesulitan keuangan perusahaan terhadap pengambilan keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur periode 2012 – 2015. Pada penelitian ini ukuran diproksikan melalui perhitungan \ln dari total asetnya, tingkat hutang diproksikan melalui *debt ratio*, dan kesulitan keuangan diproksikan melalui perhitungan Z-score yang dikemukakan oleh Altman.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Keputusan Hedging

Hasil uji regresi logistik menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan secara statistik terhadap variabel terikat yaitu keputusan *hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis satu yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*, ditolak.

Hasil pengujian ini sesuai dengan temuan dari Triki (2006) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan dengan total aset yang besar tidak memiliki kecenderungan untuk menggunakan derivatif namun cenderung menggunakan kelebihan likuiditas untuk menyerap perubahan yang tidak diperkirakan dalam risiko kurs mata uang asing dan bunga. Pada penelitian ini didapatkan hasil yang tidak signifikan mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap keputusan *hedging*. *Hedging* pada saat ini tidak hanya dilakukan oleh perusahaan besar yang memiliki kegiatan transaksi luar negeri yang besar saja namun juga bagi perusahaan kecil yang membutuhkan perlindungan nilai agar tidak mengalami

kerugian. Selain itu peraturan pemerintah yang mengatur perusahaan BUMN melakukan *hedging* juga menjadi alasan bahwa *hedging* dilakukan tidak dilihat dari ukuran perusahaannya sehingga ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Tingkat Hutang terhadap Keputusan *Hedging*

Hasil uji regresi logistik menemukan bahwa tingkat hutang yang diprosikan melalui *debt ratio* yaitu perbandingan antara total hutang terhadap total aktiva memiliki pengaruh yang positif signifikan secara statistik terhadap variabel terikat yaitu keputusan *hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis dua yang menyebutkan bahwa tingkat hutang berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*, diterima.

Hasil pengujian ini sesuai dengan temuan dari Nguyen dan Faff (2003) yang menggunakan sampel sebanyak 469 perusahaan Australia yang menemukan bahwa tingkat hutang memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan yang dalam struktur modalnya memiliki tingkat hutang yang tinggi cenderung akan lebih berhati-hati lagi dalam menjalankan operasi perusahaannya terutama dalam aktivitas transaksi luar negeri yang menggunakan valuta asing karena perusahaan tersebut selain harus membayar bunga yang tinggi akibat tingkat hutang yang tinggi, perusahaan juga tidak ingin menambah beban risiko akibat adanya fluktuasi kurs mata uang dalam melakukan transaksi luar negeri. Perusahaan akan mengelola risikonya dengan sangat ketat guna membatasi risiko dan mengurangi risiko fluktuasi kurs valuta asing yaitu dengan melakukan aktivitas *hedging* menggunakan instrumen derivative sehingga

tingkat hutang memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Kesulitan Keuangan terhadap Keputusan *Hedging*

Hasil uji regresi logistik menemukan bahwa kesulitan keuangan yang diproksikan melalui *Z-score* yaitu dengan penggabungan beberapa rasio keuangan tertentu dalam suatu persamaan diskriminan yang akan menghasilkan skor tertentu, memiliki pengaruh yang positif signifikan secara statistik terhadap variabel terikat yaitu keputusan *hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis tiga yang menyebutkan bahwa kesulitan keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan *hedging*, ditolak.

Hasil pengujian ini sesuai dengan temuan dari Amrit Judge (2005) yang menyatakan bahwa kesulitan keuangan berhubungan positif signifikan terhadap *hedging*. Penelitian dilakukan pada sejumlah 441 sampel perusahaan non finansial di UK. Sebagian besar perusahaan yang memiliki *Z-score* yang tinggi cenderung untuk melakukan *hedging* untuk melindungi asetnya sebagai akibat dari fluktuasi kurs. Perusahaan dengan *Z-score* tinggi adalah perusahaan yang hampir tidak mengalami kesulitan keuangan sehingga untuk mencegah terjadinya penurunan *Z-score* perusahaan akan melindungi segala aktivitas transaksinya melalui keputusan *hedging* sehingga kesulitan keuangan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pembahasan yang disampaikan pada bab sebelumnya, adapun hasil dari pengujian variabel ukuran perusahaan, tingkat hutang dan kesulitan

keuangan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di BEI periode 2012-2015 yaitu hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap keputusan *hedging* menggunakan instrumen derivatif. Tingkat hutang yang memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging* menggunakan instrumen derivatif. Kesulitan keuangan memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan *hedging* dengan instrumen derivatif.

Perusahaan kecil disarankan agar mengambil keputusan *hedging* dalam melakukan transaksi internasional untuk melindungi aset yang dimiliki. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meneliti lebih lanjut mengenai faktor yang memengaruhi keputusan *hedging* di Indonesia namun dengan variabel lain sehingga dapat memperluas kajian mengenai determinan keputusan *hedging* di Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor perusahaan yang berbeda dengan periode penelitian yang berbeda pula sebagai sampel untuk lebih memperluas pengujian terhadap teori agar dapat melihat konsistensi pengaruh ukuran perusahaan, tingkat hutang dan kesulitan keuangan terhadap keputusan *hedging*.

REFERENSI

- Ahmad, Noryati and Haris, Balkis. 2012. Factorsm for Using Derivatives: Evidence from Malaysian Non-financial Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*. 3(9): pp : 79-89.
- Allayanis, G., and Eli Ofek. 2001. Exchange Rate Exposure, *Hedging*, and The User of Foreign Currency Derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2): 273-296.
- Allayanis George, Weston James P. 2001. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *Review of financial studies*, 14(1): 243-276.

- Aretz Kevin, Shonke M. Bartram and Gunter Dufey. 2007. Why hedge? Rationales for corporate *hedging* and value implications. *Journal of Financial Research*, 8(5): 434-449.
- Darsono dan Ashari. 2004. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan*. Semarang: Penerbit Andi
- Dewi, Ni Komang Reni & Ni Ketut Purnawati. 2016. Pengaruh *Market To Book Value* Dan Likuiditas Terhadap Keputusan *Hedging* Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(1): 355 - 384
- Fitriasari, Fika. 2011. Value Drivers Terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan Yang Hedging di Derivatif Valuta Asing. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 1(01): 89-102.
- Guniarti, Fay. 2014. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aktivitas *Hedging* dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(1): 64-79.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21: Update PLS Regresi*. Edisi ke 7. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hair Jr, Joseph F, William C. Black, Barry J. Babin, and Rolph E. Anderson. 2010. *Multivariate Data Analysis*. Edisi ke 7. New York: MacMilan Publishing Company.
- Hanafi, Mamduh M. 2009. *Manajemen Risiko*. Edisi Kedua. UPP STIM YPKN. Yogyakarta.
- Hidayat, M A dan Wahyu Merianto. 2014. Prediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(3): 1-11
- Iqbal, Zaid. 2015. Financial Distress around Introduction of *Hedging* in the Oil and Gas Industry. *International Journal of Business*, 20(1): 79-89
- Jiwandhana, RM Satwika Putra dan Nyoman Triaryati. 2016. Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan Manufaktur Indonesia. *E-Journal Manajemen Unud*, 5(1): 31-58
- Judge, Amrit. 2005. Motives for Corporate *Hedging*: Evidence from the UK. *Research in Financial Economic*, 1(1): 57-78
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 7(3): 114-134

- Madura, Jeff. 2012. *International Corporate Finance*. Edisi ke 11. South – Western, Cengage Learning
- Nance Deana R, Clifford W Smith, Charles W Smithson (1993) On the Determinants of Corporate *Hedging*. *Journal of Finance*, 48: 267-284
- Nguyen Hoa, Faff Robert. 2003. On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies. *Australian Journal of Management*, 27(1): 1-24
- Putro, S H. 2012. Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan *Hedging*. *Diponegoro Business Review*, 1(1): 1-11.
- Raghavendra RH dan Velmurugan PS. 2014. The Determinants of Currency *Hedging* in Indian IT Firms. *Business & Financial Affairs*, 3(3):1-7
- Repie, Renno Reynaldi dan Ida Bagus Panji Sedana. 2014. Kebijakan *Hedging* Dengan Instrumen Derivatif dalam Kaitan Dengan Underinvestment Problem di Indonesia. *E-Journal Manajemen Unud*, 7(1): 384-398.
- Rochet Jean Charles, Villeneuve Sthepane. 2004. Liquidity Risk and Corporate Demand for *Hedging* and Insurance. *CEPR Discussion Paper*, No 45
- Ross, Westerfield dan Jordan (Ali Akbar Yulianto, Rafika Yuniasih, dan Cristine, Penerjemah). 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat
- Schubert, L. 2012. Hedge Ratios for short and leverage Exchange-trade funds. *Atlantic Review of Economic*. 1: 11-34
- Spric Danijela Milos, Zeljko Sevic.2012. Determinants of corporate *hedging* decision: Evidence from Croatian and Slovenian Companies. *Research in International Business and Finance*, 26(1): 1-25
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Suwito, Edy dan Arlen Herawaty. 2005. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Perataan Laba yang Dilakukan oleh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII*: 139-146
- Thouraya Triki. 2005. Research on Corporate Hedging Theories:A Critical Review of the Evidence to Date. *Departement of Finance and Canada Research Chair Risk Management, HEC Montreal*

Van Horne, James C. and John M. Wachowicz, Jr. 2014. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 13. Jakarta:Salemba Empat