



HEDGING BERBASIS UTANG VALUTA ASING
Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

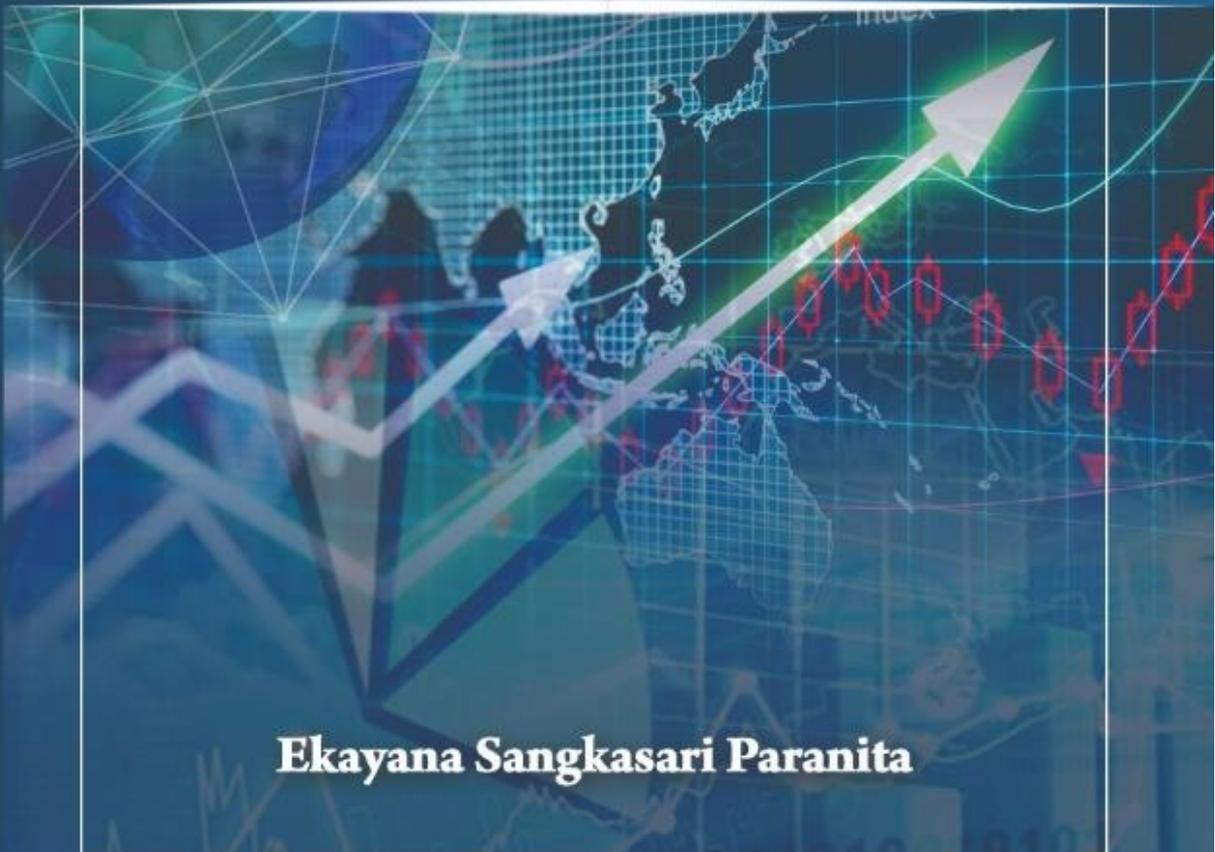
Ekayana Sangkasari Paranita



HEDGING

BERBASIS UTANG VALUTA ASING

Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia



Ekayana Sangkasari Paranita

HEDGING

BERBASIS UTANG VALUTA ASING

Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia

Ekayana Sangkasari Paranita



RAJAWALI PERS
Divisi Buku Perguruan Tinggi
PT RajaGrafindo Persada
DEPOK

Perpustakaan Nasional: Katalog Dalam Terbitan (KDT)

Ekayana Sangkasari Paranita.

HEDGING Berbasis Utang Valuta Asing (Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)/Ekayana Sangkasari Paranita
—Ed. 1, Cet. 1.—Depok: Rajawali Pers, 2020.
xiv, 178 hlm., 23 cm.
Bibliografi: hlm. 165
ISBN 978-623-231-372-9

Hak cipta 2020, pada penulis

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi buku ini dengan cara apa pun, termasuk dengan cara penggunaan mesin fotokopi, tanpa izin sah dari penerbit

2020.2601RAJ

Ekayana Sangkasari Paranita

HEDGING BERBASIS UTANG VALUTA ASING

(Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Cetakan ke-1, April 2020

Hak penerbitan pada PT RajaGrafindo Persada, Depok

Editor : Tim Editor RGP
Setter : Raziv Gandhi
Desain Cover : Tim Kreatif RGP

Dicetak di Rajawali Printing

PT RAJAGRAFINDO PERSADA

Anggota IKAPI

Kantor Pusat:

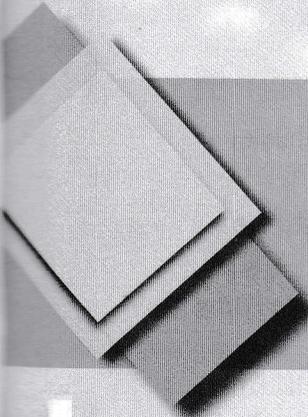
Jl. Raya Leuwilinggung, No.112, Kel. Leuwilinggung, Kec. Tapos, Kota Depok 16956

Telpon : (021) 84311162

E-mail : rajapers@rajagrafindo.co.id <http://www.rajagrafindo.co.id>

Perwakilan:

Jakarta-16956 Jl. Raya Leuwilinggung No. 112, Kel. Leuwilinggung, Kec. Tapos, Depok, Telp. (021) 84311162.
Bandung-40243, Jl. H. Kurdi Timur No. 8 Komplek Kurdi, Telp. 022-5206202. **Yogyakarta**-Perum. Pondok Soragan Indah Blok A1, Jl. Soragan, Ngestiharjo, Kasihan, Bantul, Telp. 0274-625093. **Surabaya**-60118, Jl. Rungkut Harapan Blok A No. 09, Telp. 031-8700819. **Palembang**-30137, Jl. Macan Kumbang III No. 10/4459 RT 78 Kel. Demang Lebar Daun, Telp. 0711-445062. **Pekanbaru**-28294, Perum De' Diandra Land Blok C 1 No. 1, Jl. Kartama Marpoyan Damai, Telp. 0761-65807. **Medan**-20144, Jl. Eka Rasmi Gg. Eka Rossa No. 3A Blok A Komplek Johor Residence Kec. Medan Johor, Telp. 061-7871546. **Makassar**-90221, Jl. Sultan Alauddin Komp. Bumi Permata Hijau Bumi 14 Blok A14 No. 3, Telp. 0411-861618. **Banjarmasin**-70114, Jl. Bali No. 31 Rt 05, Telp. 0511-3352060. **Bali**, Jl. Imam Bonjol Gg 100/V No. 2, Denpasar Telp. (0361) 8607995. **Bandar Lampung**-35115, Perum. Bilabong Jaya Block B8 No. 3 Susunan Baru, Langkapura, Hp. 081299047094.



DAFTAR ISI

PRAKATA	v
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. <i>Research Gap</i>	3
C. Fenomena Bisnis Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia	8
D. Masalah Penelitian	9
E. Tujuan Penelitian	10
F. Manfaat Penelitian	10
G. Orisinalitas Penelitian	11
BAB 2 PENGEMBANGAN PROPOSISI	13
A. Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	13
B. Pengembangan Proposisi	28
C. Model Teoretikal Dasar (<i>Grand Theoretical Model</i>)	40

BAB 3	PENGEMBANGAN HIPOTESIS	43
A.	Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing	43
B.	Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap <i>Shareholder Value</i>	54
C.	Pengaruh <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing terhadap <i>Shareholder Value</i>	61
D.	Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap <i>Shareholder Value</i> dengan Mediasi <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing	64
E.	Model Penelitian Empiris	69
BAB 4	METODE PENELITIAN	71
A.	Jenis dan Sumber Data	71
B.	Populasi dan Sampel	73
C.	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	75
D.	Teknik Analisis Data	82
BAB 5	ANALISIS MEKANISME PENGARUH AGENCY PROBLEMS TERHADAP SHAREHOLDER VALUE	93
A.	Profil <i>Financial Distress</i> dengan <i>Shareholder Value</i>	93
B.	Statistik Deskriptif	100
C.	Pengujian Model Penelitian Empiris	102
BAB 6	PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	131
A.	Hasil Pengujian Pengaruh Mekanisme <i>Agency Problems</i> terhadap Kebijakan <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing	131
B.	Hasil Pengujian Pengaruh Mekanisme <i>Agency Problems</i> terhadap <i>Shareholder Value</i>	136
C.	Hasil Pengujian Pengaruh <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing terhadap <i>Shareholder Value</i>	140

D. Kontribusi Hasil Penelitian Terhadap Upaya Pengembangan Teori dan Implementasi <i>Hedging</i> Berbasis Utang Valuta Asing	147
BAB 7 KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN	149
A. Kesimpulan	149
B. Implikasi Penelitian	155
C. Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang	162
DAFTAR PUSTAKA	165
BIODATA PENULIS	177



HEDGING

BERBASIS UTANG VALUTA ASING

Studi Kasus pada Perusahaan Terdaftar

di Bursa Efek Indonesia

EKAYANA SANGKASARI PARANITA

*“tidak ada balasan untuk kebaikan, selain kebaikan pula,
maka nikmat Tuhanmu yang manakah yang kamu dustakan?”*

(QS. Ar Rahman : 60-61)

*barang siapa bersungguh-sungguh, akan dapatlah ia
barang siapa bersabar, akan beruntunglah ia
barang siapa berjalan di jalannya, akan sampailah ia*

(mahfudzot)

pencapaian ini kudedikasikan untuk :

*mas Sapto Haji - semoga selalu sakinah bersamamu
Bapak & Ibu - atas motivasi & doanya yang terus teruntai
ananda Fadhila Maulidina Zahra & Yasmín Khairunnisa Aisyah
semoga menginspirasi untuk tangguh berjuang dan belajar tiada henti*

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirrabbiilalamiin. Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah Subhanahu Wata'ala, atas ridhaNya yang telah memperkenankan penulis menggapai cita. Penulis menyadari bahwa tanpa dukungan dari berbagai pihak, maka penyusunan buku ini hanya akan menjadi jalan tak berujung.

Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan penghargaan yang setinggi-tingginya dan ucapan terima kasih yang setulusnya kepada :

1. Prof. Drs. Muhammad Nasir, M.Si., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis; dan Prof. Dr. Augusty Ferdinand, DBA. selaku Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM., Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Cons., Akt., dan Dr. Mochammad Chabachib, M.Si., Akt. yang dengan tulus ikhlas telah memberikan bimbingan, arahan, dan motivasi kepada penulis dalam proses menyelesaikan penelitian.
3. Prof. Dr. DYP Sugiharto, M.Pd., Kons. selaku Koordinator Kopertis Wilayah 6 yang telah merekomendasikan penelitian ini memperoleh Hibah Penelitian dari Direktorat Pendidikan Tinggi.
4. Rekan sejawat dosen dan staf administrasi pada Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala yang telah memberikan dukungan semangat kepada penulis, serta rekan sejawat dosen dan staf administrasi pada Universitas Sahid Jakarta yang telah menerima penulis untuk bergabung dalam lingkungan akademik baru.
5. Suami saya, mas Sapto Haji, SE, M.Ec. Dev., MAPPI(Cert)., serta buah hati saya : Fadhila Maulidina Zahra dan Yasmin Khairunnisa Aisyah, yang mengikhlaskan ibunya berbagi fokus perhatian dengan penelitian.
6. Orang tua saya, Alm. Bapak Soejono Wirjodimedjo, Ibu Retno Laksmningsih, Ibu Sis Arumi Trisnowati, dan Bapak Karyono yang selalu memberikan doa restu dan melantunkan doa untuk saya.

Penulis menyadari bahwa buku ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, masukan dan saran masih sangat diharapkan untuk memperkaya penelitian lebih lanjut. Besar harapan penulis bahwa karya ini dapat menjadi referensi untuk penelitian berikutnya dan bermanfaat dalam pengembangan ilmu manajemen keuangan. Akhirnya kepada semua pihak yang namanya tidak dapat disebutkan satu-persatu, penulis ucapkan terima kasih atas semua dukungan dan perhatiannya.

Jakarta, Agustus 2019

Ekayana Sangkasari Paranita

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Dekade terakhir ini merupakan dunia ekonomi yang global dan terintegrasi (Eun 2012). Sejalan dengan hal tersebut, pasar modal dan pasar uang juga menjadi semakin terintegrasi secara global. *International Monetary Fund (IMF) Report 2012* melaporkan bahwa pertumbuhan ekonomi dunia tahun 2012 melambat menjadi 3,2% atau menurun 0,7% dibandingkan tahun sebelumnya. Perekonomian negara-negara maju hanya tumbuh sebesar 1,3% atau melambat 0,3% dibandingkan tahun sebelumnya. Sedangkan perekonomian negara-negara berkembang tumbuh sebesar 5,1% atau melambat 0,8% dibandingkan tahun sebelumnya. Secara umum, perekonomian dunia tahun 2013 diharapkan dapat pulih kembali setelah mengalami *slowdown* dalam tahun 2012.

Dalam era globalisasi yang sangat pesat, perusahaan terlibat dalam berbagai aktifitas konsumsi, produksi, dan investasi internasional. Kombinasi dari adanya pakta perdagangan bebas, kompetisi internasional, fluktuasi valuta asing, peluang bisnis yang meluas, dan ketidaksempurnaan pasar memicu perkembangan manajemen keuangan internasional. Hal ini menyebabkan perusahaan semakin rentan terekspos fluktuasi valuta asing. Resiko valuta asing terjadi karena *international parity conditions* seperti *purchasing power parity* dan *international fisher effect* yang terjadi dalam jangka panjang. Dengan demikian, diperlukan upaya untuk mengelola dampak fluktuasi valuta asing tersebut (Bartram 2007).

Setelah runtuhnya sistem Bretton Woods dan berkembangnya sistem kurs mengambang, bagi negara berkembang seperti Indonesia peranan kurs valuta asing menjadi sangat penting, terutama terhadap *hard currency* (mata uang keras) seperti dollar Amerika Serikat. Manajemen keuangan internasional dikembangkan untuk memberikan pemahaman mengenai konsep fundamental dan perangkat untuk menangani resiko valuta asing dan ketidaksempurnaan pasar dengan berbagai instrumen secara efektif. Manajemen keuangan internasional didasari perspektif bahwa tujuan fundamental manajemen keuangan adalah memaksimalkan *shareholder value* (Eun et al. 2012).

Pemegang saham adalah pemilik dari suatu perseroan terbatas yang menanamkan saham dengan tujuan mendapatkan pengembalian hasil secara finansial. Oleh karena itu, secara normatif tujuan utama pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan *shareholder value* atau nilai/kekayaan pemegang saham (Rappaport 1983).

Pemegang saham mendelegasikan kewenangannya pada manajer untuk menjalankan operasional perusahaan demi kepentingan maksimalisasi *shareholder value*. Namun sejumlah skandal menunjukkan bahwa manajer belum tentu bertindak sejalan dengan tujuan perusahaan. Pada saat pengelolaan operasional perusahaan didelegasikan *principal* kepada *agent*, terdapat kecenderungan bahwa *agent* bertindak demi kepentingannya sendiri sehingga muncul konflik yang menimbulkan *agency problems*. Permasalahan tersebut ditimbulkan dari terjadinya hubungan kontraktual antara pemegang saham di satu sisi dengan *agent* dan karyawan di sisi lainnya (Jensen and Meckling 1976).

Manajemen resiko keuangan internasional terutama didasarkan pada irrelevansi proposisi Modigliani-Miller (MM). Proposisi tersebut menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan asumsi terjadi kesempurnaan pasar, yakni tidak ada asimetri informasi, pajak, dan biaya-biaya transaksi (Modigliani 1958). Namun dalam realitanya perusahaan berada dalam situasi ketidaksempurnaan pasar sehingga maksimalisasi *shareholder value* harus memperhitungkan *agency problems* (Eiteman 2010).

Sejumlah riset empiris mengidentifikasi *agency problems* terkait dengan eksposur fluktuasi valuta asing meliputi *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (Dobson and Soenen 1993); (Froot et al. 1993); (Gay and Nam 1998); (Minton and Schrand 1999); (Clark and Judge 2009); (Khediri 2010); (Schiozer and Saito 2009); (Ameer 2010); (Aretz and Bartram 2010); (Gonzales 2010). Namun berdasarkan temuan-temuan sebelumnya, belum ada kebulatan kesimpulan antarpeleliti mengenai dampak *agency problems* terhadap maksimalisasi *shareholder value*. Penelitian ini akan mengeksplorasi dampak *agency problems* terkait dengan eksposur fluktuasi valuta asing terhadap *shareholder value*, serta diharapkan dapat memperoleh temuan yang berkontribusi secara teoretis dan empiris dalam studi *agency problems*.

1.2 Research Gap

Penelitian-penelitian mengenai pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* masih menunjukkan hasil yang beragam, terutama dalam konteks perusahaan yang menghadapi eksposur valuta asing dalam

operasionalnya. Beberapa kesenjangan hasil-hasil penelitian mengenai masing-masing komponen *agency problems* terhadap *shareholder value* dikemukakan dalam bagian berikut.

Agency problems yang mendasari rasionalitas kebijakan *hedging* meliputi *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (Dobson and Soenen 1993). Pendapat tersebut bertolak dari tiga pemikiran berikut. **Pertama**, salah satu determinan utama kebijakan *hedging* adalah motivasi untuk mengelola *financial distress*. *Financial distress* merupakan suatu kondisi ketika perusahaan mengalami kesulitan dalam membayar kewajiban-kewajiban finansialnya kepada kreditur. Kondisi *financial distress* meningkat ketika perusahaan memiliki aset dan kewajiban yang sangat terpengaruh fluktuasi perekonomian makro (Myers 1984). Kebijakan *hedging* dapat mengelola *financial distress*, dengan cara mengendalikan fluktuasi arus kas (Smith and Stulz, 1997). Keloharju and Niskanen (2001) meneliti kebijakan *hedging* atas resiko valuta asing yang dihadapi perusahaan dengan menggunakan *foreign debt*. Mereka menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*. Sejalan dengan penelitian tersebut, Aabo (2006) menyimpulkan perusahaan yang bermaksud mengelola *financial distress* akan cenderung menerapkan kebijakan *hedging*.

Kedua, kebijakan *hedging* juga dapat mengelola *underinvestment*. *Underinvestment* timbul ketika pembiayaan eksternal mahal, sehingga perusahaan harus mengurangi investasinya ketika arus kas internal tidak cukup untuk mendanai proyek yang prospektif. *Underinvestment* mencerminkan *net present*

value proyek yang mestinya positif jika tersedia pembiayaan internal. Perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang besar akan menghadapi *underinvestment* yang besar juga sehingga lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Mian 1996); (Allayannis and Ofek 2001); (Keloharju and Niskanen 2001).

Ketiga, kebijakan *hedging* juga dapat mengelola *foreign exchange risk*. Perusahaan multinasional menghadapi resiko valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutang dalam transaksi internasional. Dengan peningkatan bisnis global, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan resiko valuta asing sangat meningkat. Perusahaan yang melakukan *hedging* akan lebih terkendali arus kasnya. Dengan arus kas yang lebih terkendali, *net present value* proyek akan meningkat sehingga juga meningkatkan *shareholder value* (Clark and Judge 2011).

1.2.1 Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Shareholder Value*

Serangkaian penelitian empirik menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *shareholder value*. Semakin besar *financial distress* yang ditanggung perusahaan akan menyebabkan arus kas bersih perusahaan menjadi lebih rendah sehingga *shareholder value* akan menurun (Haushalter 2002); (Allayannis et al. 2003); (Koutmos 2003); (Bartram et al. 2009). Namun sejumlah penelitian lain justru menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*. *Financial distress* yang tinggi mencerminkan resiko yang tinggi. *High risk* cenderung menghasilkan *high return*, sehingga

investor mengapresiasi saham perusahaan dan *shareholder value* meningkat (Nance et al. 1993); (Tufano, 1996).

Haushalter (2002) meneliti aktifitas *hedging* perusahaan minyak dan gas, dan mendokumentasikan berbagai kebijakan *hedging*. Pada perusahaan yang tinggi hutangnya, maka *hedging* akan diterapkan. Rasio hutang akan meningkat pada perusahaan yang membayar dividen, dan akan berkurang pada perusahaan yang memiliki hutang.

Penelitian Allayannis and Weston (2001) mengenai pengaruh kebijakan *hedging* terhadap *shareholder value* membuktikan bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki *shareholder value* yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*. Hal ini sejalan dengan penelitian Magee (2009) dan Aretz and Bartram (2010).

1.2.2 Pengaruh *Underinvestment* terhadap *Shareholder Value*

Mian (1996) serta Allayannis and Ofek (2001) mengemukakan bahwa perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang lebih besar akan menghadapi *underinvestment* yang lebih besar. Semakin tinggi *underinvestment* yang ditanggung perusahaan, maka semakin rendah arus kas bersih perusahaan, sehingga semakin rendah *shareholder value* perusahaan (Graham and Rogers 2002); (Suriawinata 2004); (Davies et al. 2006); (Hu and Wang 2006); (Clark and Judge 2008); (Schiozer and Saito 2009). Sedangkan sejumlah penelitian yang lain menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena ketika menanggung

underinvestment yang tinggi dan arus kas bersihnya berfluktuasi, perusahaan lebih beresiko. *High risk* cenderung menghasilkan *high return*, sehingga investor mengapresiasi saham perusahaan dan *shareholder value* meningkat (Nance et al. 1993); (Tufano 1996).

Gay and Nam (1998) menyimpulkan bahwa aktivitas *hedging* perusahaan dilakukan untuk mengelola *underinvestment*. Perusahaan yang memiliki peluang investasi dan pertumbuhan yang tinggi, dipersepsikan sebagai resiko tinggi, sehingga disikapi manajemen dengan penerapan kebijakan *hedging*, sebagaimana penelitian (Froot et al. 1993).

Myers (1977) menyatakan bahwa *underinvestment* akan meningkat pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi, sehingga kreditur akan mengurangi pendanaan mereka. Allayannis et al. (2003) juga menjelaskan bahwa permasalahan keagenan berpotensi dialami perusahaan yang oportunitas pertumbuhannya tinggi. Hal ini berimplikasi bahwa oportunitas pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan.

Penelitian Allayannis and Weston (2001) mengenai pengaruh kebijakan *hedging* terhadap *shareholder value* membuktikan bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki *shareholder value* yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*. Hal ini sejalan dengan penelitian Magee (2009) dan Aretz and Bartram (2010).

1.2.3 Pengaruh *Foreign Exchange Risk* terhadap *Shareholder Value*

Dalam bisnis global, kontrak dengan denominasi valuta asing sangat lazim sehingga urgensi pengelolaan resiko valuta asing meningkat. Sejumlah riset empiris menyimpulkan bahwa semakin tinggi *foreign exchange risk* perusahaan mengakibatkan semakin rendah arus kas bersih perusahaan, sehingga semakin rendah pula *shareholder value* perusahaan (Geczy et al. 1997); (Suriawinata 2004); (Pramborg 2005); (Clark and Judge 2008); (Afra and Alam 2011). Sedangkan sejumlah penelitian yang lain menyatakan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena ketika menanggung *risk* yang tinggi dan arus kas bersihnya berfluktuasi, perusahaan lebih beresiko. *High risk* cenderung menghasilkan *high return*, sehingga investor mengapresiasi saham perusahaan dan *shareholder value* meningkat (Nance et al. 1993); (Tufano 1996).

Allayannis and Ofek (2001) menyatakan bahwa perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing yang besar akan membutuhkan derivatif sebagai instrumen kebijakan hedgingnya. Sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahalnya biaya derivatif. Sejalan dengan penelitian tersebut, Keloharju and Niskanen (2001) juga mengemukakan bahwa perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *hedging* resiko valuta asing. Penelitian Pramborg (2005) manajemen resiko valuta asing menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*. penelitian lain oleh Berry (2006) dan Eldomiaty et al. (2006) juga menyimpulkan hal yang sama.

Realita ketidaksempurnaan pasar telah memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk memaksimalkan *shareholder value* melalui kebijakan *hedging*. Terdapat sejumlah riset yang menganalisis determinan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Smith and Stulz 1997); (Tufano 1996); (Bartram 2009); (Belghitar 2012). *Shareholder value hypothesis* memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dilakukan dengan tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan cara mengelola *agency problems*.

Baron and Kenny (1986) merumuskan bahwa hubungan mediasi terbentuk ketika suatu variabel eksogen berpengaruh langsung terhadap variabel endogen, namun variabel eksogen juga berpengaruh terhadap variabel mediasi, dan variabel mediasi juga berpengaruh terhadap variabel endogen. Kebijakan *hedging* memenuhi syarat sebagai variabel mediasi dan dimungkinkan menjadi pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*.

Perusahaan-perusahaan dengan reputasi profitabilitas yang tinggi akan memiliki akses ke pendanaan eksternal yang lebih menguntungkan, sehingga perusahaan tersebut akan tertarik untuk meng*hedging* resiko valuta asingnya dengan *foreign debt*. Dalam hal ini, *foreign debt* bukan merupakan resiko finansial tetapi merupakan instrumen yang justru ditujukan untuk mengurangi resiko valuta asing (Gonzales 2010). Adapun teori struktur modal terkait dengan komposisi pendanaan yang digunakan perusahaan, untuk menetapkan tingkat *leverage* yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitya.

1.3 Fenomena Bisnis Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia

Di tengah perekonomian dunia yang tumbuh melambat, perekonomian Indonesia tumbuh cukup tinggi sebesar 6,2% pada tahun 2012. Dalam kurun waktu delapan tahun terakhir, perekonomian Indonesia stabil tumbuh cukup tinggi mencapai rata-rata di atas 6% per tahun. Namun dalam tahun 2012, nilai tukar rupiah mengalami tekanan depresiasi. Selama tahun 2012, nilai tukar rupiah rata-rata melemah 6,3% ke level Rp 9.358 per dollar AS dari Rp 8.768 per dollar AS pada tahun sebelumnya (Bank Indonesia, 2013).

Menurut publikasi *World Bank Doing Foreign Exchange 2013*, posisi Indonesia terkait kemudahan memulai investasi telah membaik 2 peringkat dibandingkan tahun sebelumnya. Kemudahan tersebut meliputi prosedur, waktu, biaya, dan pembayaran kebutuhan modal nominal. Adapun berdasarkan *UNCTAD World Investment Report 2012*, Indonesia berada dalam posisi lima besar negara tujuan investasi langsung asing yang paling diminati dalam jangka menengah. Selain itu, dalam tahun 2012, terdapat dua lembaga pemeringkat yang menaikkan *sovereign credit rating* Indonesia ke peringkat layak investasi. Pada 18 Januari 2012 *Moody's Investor Services* menyatakan rating Indonesia adalah *Baa3 with stable outlook*, sedangkan pada 18 Oktober 2012 *Rating and Investment Information* menyatakan bahwa rating Indonesia adalah *BBB-with stable outlook*. Stabilitasnya kinerja investasi Indonesia ini sangat menarik untuk dieksplorasi terkait dengan eksposur valuta asing yang dihadapi perusahaan-perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.

Sebagaimana perusahaan-perusahaan lain di seluruh dunia, perusahaan-perusahaan Indonesia yang melakukan perdagangan internasional menghadapi eksposur valuta asing yang sangat signifikan karena penundaan penyelesaian transaksi perdagangan mereka. Eksposur tersebut disebabkan oleh jeda waktu antara saat persetujuan harga dan penyerahan barang, serta oleh harga penyelesaian yang didenominasi dalam mata uang asing. Selain itu, perusahaan-perusahaan multinasional juga menanggung resiko nilai tukar yang mengarah pada fluktuasi dan ketidakpastian nilai perusahaan (Faisal 2001).

Resiko paling besar dari perdagangan internasional 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 (Yusgiantoro 2004). Hal ini berpotensi menimbulkan masalah keagenan. Permasalahan keagenan ditimbulkan oleh hubungan kontraktual antara pemegang saham dan *agent*. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan *agent* biasanya muncul ketika perusahaan memiliki hutang yang banyak dan nilai perusahaannya berfluktuasi. Permasalahan keagenan yang terkait dengan eksposur valuta asing yang dihadapi perusahaan meliputi *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk*.

1.4 Masalah Penelitian

Berdasarkan perbedaan temuan empiris dan fenomena bisnis tersebut di atas maka masalah penelitian adalah :

“Bagaimana mengembangkan sebuah model teoretikal untuk mengatasi ketidakkonsistenan pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* perusahaan?”

Model teoretikal yang dikembangkan akan mengusulkan suatu konsep yang dapat memberikan kontribusi untuk mengatasi kesenjangan atau ketidakkonsistenan hasil penelitian empiris dan mengakomodasikan fenomena bisnis yang terjadi di perusahaan publik di Indonesia. Konsep baru tersebut merupakan derivasi dari sintesis teori *balancing* dan teori *contracting* yang mengarah pada kebijakan *hedging* yang merupakan sinergi penggunaan derivatif valuta asing dan *foreign debt*, yaitu *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing. Dengan demikian, kebijakan *hedging* tersebut diharapkan dapat berdampak positif pada *shareholder value* perusahaan.

1.5 Tujuan Penelitian

Secara umum, tujuan penelitian adalah mengembangkan pendekatan-pendekatan teoritikal baru, sebagai upaya untuk berkontribusi dalam mengisi *gap* mengenai pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* perusahaan. Adapun upaya yang dilakukan adalah dengan cara mengajukan suatu konsep baru atau proposisi yang diharapkan dapat berkontribusi mengisi *gap* dalam kesenjangan hasil penelitian (*research gap*) yang diderivasi dari pendekatan sintesis teori *balancing* dan teori *contracting* sebagai *framework theoretical*. Selanjutnya berdasarkan konsep baru tersebut, dapat dibangun suatu *grand theoretical model* yang diusulkan.

1.6 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam pengembangan kajian manajemen keuangan antara lain : (1) konsep Kebijakan *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang diderivasi dari sintesis teori *balancing* dan teori *contracting* sebagai pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* perusahaan; (2) *body of knowledge* mekanisme *agency problems* dengan menggunakan kerangka dasar teori yang merupakan sintesis dari teori *balancing* dan teori *contracting*.

Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi pemikiran kepada para praktisi, seperti investor atau calon investor. Hasil pemikiran ini dapat berguna sebagai bahan pertimbangan untuk membuat keputusan pihak manajemen perusahaan publik dalam menerapkan manajemen resiko dengan kebijakan *hedging*. Adapun bagi investor, hasil penelitian memberikan implikasi variabel yang menjadi tolok ukur kinerja finansial perusahaan dan berprospek baik dalam maksimalisasi *shareholder value* perusahaan. Selain itu, investor juga dapat mempertimbangkan keberadaan kebijakan *hedging* perusahaan sebagai salah satu faktor yang berkontribusi dalam peningkatan *shareholder value*.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran kepada pemerintah selaku regulator dengan memberikan input guna penyempurnaan peraturan-peraturan. Terkait dengan aspek-aspek yang penting dalam prinsip-prinsip pengelolaan perusahaan yang baik bagi emiten dan perusahaan publik, peraturan di pasar modal secara umum telah mengakomodasi hal tersebut. Namun masih terdapat beberapa prinsip yang perlu ditegaskan dalam ketentuan pasar

modal, salah satu di antaranya adalah ketentuan yang mendorong perusahaan untuk mengungkapkan transparansi kebijakan *hedging* yang diterapkannya, baik dalam nilai nosional maupun kontrak derivatif yang digunakannya. Pelaporan mengenai *derivatif* dan *foreign debt* yang digunakan oleh manajemen perusahaan perlu diatur dalam ketentuan di pasar modal.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini mempunyai orisinalitas antara lain :

- a. Menggunakan pendekatan sintesis teori *balancing* dan teori *contracting* untuk menderivasi konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing;
- b. Mengembangkan konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* perusahaan;
- c. Menggunakan analisis jalur untuk menguji konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* perusahaan;
- d. Menggunakan pendekatan sintesis dari perspektif teori keagenan, teori *balancing*, teori *contracting*, dan teori *signalling* sebagai kerangka dasar teoretikal *agency problems* dalam perannya terhadap *shareholder value* perusahaan.

Kebaruan penelitian ini dibandingkan penelitian-penelitian empiris terdahulu antara lain :

- a. Penelitian ini mengajukan konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing yang didasarkan pada sintesis antara teori *balancing* dan teori *contracting*;

- b. Konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing diukur dengan sinkronisasi antara kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*.
- c. Penelitian ini menggunakan analisis panel data sehingga memberikan sintesis yang lebih komprehensif daripada penggunaan data *time series* atau *cross section* saja.
- d. Penelitian ini dilakukan di Indonesia sebagai negara berkembang, yang memiliki karakteristik berbeda dengan negara-negara maju yang telah banyak melakukan penelitian tentang isu kebijakan *hedging*, baik dengan derivatif valuta asing maupun *foreign debt*.

BAB 2

PENGEMBANGAN PROPOSISI

2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Berle and Means (1932) menyatakan tentang pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Namun kondisi tersebut berpotensi menimbulkan konflik antara pemilik dengan pengelola, yang disebut masalah keagenan (*agency problem*). Jensen and Meckling (1976) mengemukakan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika prinsipal mewakilkan wewenangnya pada agen untuk melakukan beberapa pelayanan pada prinsipal dan dikonseptualisasikan dalam perusahaan sebagai serangkaian kontrak di mana hak-hak diwakilkan kepada beberapa kelompok pelaku. Permasalahan keagenan timbul dari benturan kepentingan yang terjadi pada hampir semua aktifitas antar individu dalam hirarki prinsipal-agen. Terdapat kecenderungan bahwa agen tidak dalam kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik, tetapi memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingannya sendiri.

Dengan demikian muncul masalah *moral hazard*, yakni permasalahan yang timbul ketika agen tidak melaksanakan hal yang telah disepakati dalam kontrak kerja. Selain itu, muncul juga masalah *adverse selection*, yakni permasalahan yang timbul ketika prinsipal kesulitan memverifikasi keputusan diambil agen berdasarkan informasi yang diperolehnya atau berdasarkan kelalaian dalam pekerjaan (Jensen and Meckling 1976).

Di sisi lain, Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan dua permasalahan. Pertama, terdapat kesulitan bagi prinsipal untuk memverifikasi kinerja agen dalam melakukan tugas-tugas yang didelegasikannya. Kedua, terdapat perbedaan preferensi tentang resiko antara prinsipal dan agen.

Adapun Nguyen and Faff (2003) mengemukakan bahwa konflik keagenan antara prinsipal dan agen dapat mengakibatkan gangguan pada fungsi utama perusahaan, yakni kebijakan investasi, operasi, dan finansial. Selanjutnya inefisiensi kinerja pada fungsi-fungsi utama perusahaan tersebut dapat menyebabkan pengurangan *shareholder value*.

Masalah keagenan juga terjadi karena proporsi kepemilikan agen atas saham perusahaan sangat minim sehingga agen cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada maksimalisasi *shareholder value*. Jensen (1986) menyatakan bahwa masalah keagenan terjadi dengan asumsi prinsipal dan agen masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek investasinya tetapi memiliki kepentingan yang berbeda mengenai risiko. Perbedaan cara pandang terhadap risiko dikarenakan prinsipal berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan agen lebih berkepentingan terhadap risiko nonsistematis (Brown et al. 2011).

Masalah keagenan berpotensi terjadi pada perusahaan dengan *free cash flow* yang besar karena agen akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperolehnya dari sumber internal untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran kas kepada pemegang saham. Selain itu,

masalah keagenan dapat terjadi karena adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen (Pawlina 2010).

Upaya-upaya untuk mengatasi permasalahan keagenan akan menimbulkan konsekuensi biaya keagenan (*agency cost*) yang konsekuensinya harus ditanggung prinsipal dan agen. Jensen and Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu *monitoring cost*, *bonding expenditure*, dan *residual loss*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung prinsipal untuk memonitor perilaku agen. *Bonding expenditure* adalah pengeluaran agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal. Sedangkan *residual loss* merupakan nilai kerugian yang ditanggung prinsipal akibat keputusan agen, yang menyimpang dari keputusan yang dibuat prinsipal jika ia memiliki informasi dan kemampuan sebagaimana agen.

Teori agensi memperluas analisis perusahaan yang meliputi kepemilikan dan kontrol manajemen, serta motivasi manajerial. Dalam bidang manajemen risiko perusahaan, isu-isu agensi telah ditunjukkan pada pengaruh perilaku manajerial terhadap risiko dan *hedging* (Smith dan Stulz 1997). Teori agensi juga menjelaskan keterpaduan tujuan antara pemegang saham, manajemen, dan kreditur yang disebabkan asimetri distribusi pendapatan, yang membuat perusahaan berada dalam kondisi sangat berisiko atau *net present value* negatif (Gonzales 2012). Jadi teori agensi berimplikasi bahwa kebijakan *hedging* berpengaruh signifikan terhadap *shareholder value* (Gatopulos 2013).

2.1.1 Teori Keseimbangan (*Balancing Theory*)

Masalah utama dalam keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal optimal. Penetapan struktur modal terkait dengan komposisi pendanaan yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitya. Penentuan kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*. Berdasarkan teori *balancing*, pendanaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Modigliani and Miller 1958); (Myers 1984)

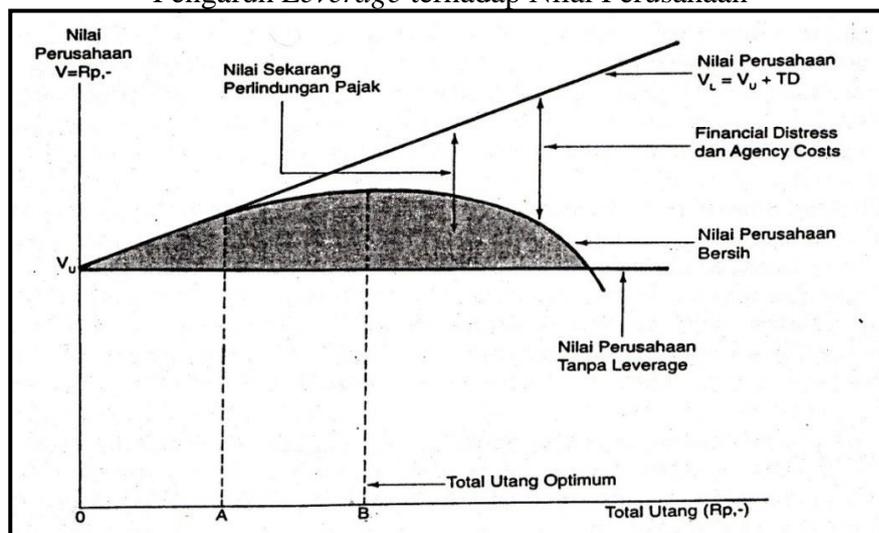
Penambahan hutang memperbesar volatilitas total arus kas atau risiko bisnis perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar *return* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi karena memperbesar hutang cenderung akan menurunkan harga saham. Akan tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan karena menggunakan hutang secara optimal akan menaikkan harga saham. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang menyeimbangkan risiko dan *return* sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Sumber dana internal dan eksternal memiliki karakteristik dan konsekuensi yang berbeda. Pemilik perusahaan cenderung menggunakan hutang pada tingkat tertentu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku manajer dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan saham dapat menyejajarkan kepentingan manajer dan pemilik perusahaan (Jensen and Meckling 1976). Dengan adanya perimbangan

kepemilikan, risiko bisnis menjadi tanggung jawab bersama. Hal ini berimplikasi manajer bertindak lebih hati-hati dalam penentuan struktur modal perusahaan.

Leverage keuangan menunjukkan sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap, yakni hutang dan saham preferen digunakan dalam struktur modal perusahaan (Brigham and Houston 1998). Gambar 2.1 menunjukkan struktur modal optimal dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan dari perlindungan pajak dengan beban biaya akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Semakin besar proporsi hutang, semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh namun semakin besar pula *financial distress cost* yang timbul. Pada titik A, *financial distress* dan *agency cost* mengurangi manfaat atas perlindungan pajak. Sedangkan pada titik B, perlindungan pajak atas setiap peningkatan penggunaan hutang diimbangi oleh kenaikan kedua biaya tersebut. Setelah titik B, kedua biaya tersebut menjadi begitu besar sehingga manfaat penggunaan hutang menjadi lebih kecil daripada kerugian yang mungkin timbul.

Gambar 2.1
Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan



Sumber : Brigham and Houston (1998).

Bagi perusahaan multinasional, akses ke modal pada pasar global akan mengurangi biaya ekuitas dan biaya hutang dibandingkan perusahaan domestik. Akses ke modal di pasar global juga memungkinkan perusahaan multinasional mengelola rasio hutangnya, bahkan ketika pendanaan harus ditingkatkan. Perusahaan multinasional berada pada posisi yang lebih menguntungkan dibanding perusahaan domestik karena arus kasnya terdiversifikasi secara internasional. Hal ini memungkinkan perusahaan multinasional meminimalkan fluktuasi arus kasnya. (Eitman et al. 2010)

Perusahaan yang profitabilitasnya rendah lazimnya akan meningkatkan hutang untuk mendanai proyek investasinya karena sumber dana internal kurang memadai. *Foreign debt* merupakan pelengkap *local debt* tetapi perusahaan akan menggunakan *foreign debt* hanya jika *local debt* kurang memadai. Konsekuensinya, perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan menggunakan lebih sedikit hutang, khususnya *foreign debt* (Allayannis et al. 2003).

2.1.2 Teori Kontrak (*Contracting Theory*)

Suatu organisasi seringkali dipandang sebagai suatu entitas legal yang memiliki serangkaian kontrak baik secara eksplisit maupun implisit antar individu dalam organisasi. Rangkaian kontrak akan memberikan pemahaman yang berguna bagi organisasi. Perilaku organisasi merupakan keseimbangan perilaku atas suatu sistem kontrak yang kompleks, yang dibangun untuk memaksimalkan agen yang bermacam-macam dan memiliki tujuan yang berbeda (Jensen 1986).

Teori keagenan menjadi sarana yang berguna dalam menganalisis determinan dalam menyusun kontrak yang kompleks pada perusahaan modern (Jensen 1986). Adanya konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur meningkatkan pemahaman pentingnya keberlangsungan pelaksanaan kontrak. Struktur kontrak suatu organisasi akan membatasi risiko yang dihadapi oleh para agen melalui spesifikasi pembayaran hasil yang tetap atau bervariasi berdasarkan ukuran kinerja yang spesifik. Pada umumnya rencana kontrak kompensasi para agen merefleksikan adanya pemisahan keputusan manajemen dan kontrol keputusan.

Jensen and Meckling (1976) menambahkan bahwa dalam skala aktifitas, untuk memaksimalkan kepentingan diri, para agen akan meminimalkan biaya keagenan melalui hubungan kontrak. Dorongan untuk membuat kontrak dapat memberikan aktifitas *monitoring* dan *bonding* di mana *marginal cost* sama dengan *marginal gains* yang akan mengurangi *residual loss*. Secara khusus, pihak-pihak yang membuat kontrak akan merasa lebih baik dengan memperkirakan aktifitas dengan menggabungkan dan menstrukturkan dalam suatu kontrak untuk memfasilitasi aktifitas-aktifitas yang telah diantisipasi.

Menurut Eisenhardt (1989), hubungan keagenan merupakan hubungan kontrak antara prinsipal dan agen. Teori *contracting* berfokus pada penetapan kontrak antara prinsipal dan agen secara efisien, dengan asumsi-asumsi berikut :

1. Sifat manusia, yaitu adanya *self interest* (mementingkan diri sendiri); *bounded rationality* (keterbatasan rasional), dan *risk aversion* (menghindari resiko).

2. Sifat organisasi, adanya konflik tujuan antar anggota, efisiensi sebagai kriteria efektifitas, asimetrik informasi antara prinsipal dan agen.
3. Informasi, sebagai komoditi yang dapat dibeli.

Shleifer dan Vishny (1997) menjelaskan bahwa karena adanya pemisahan kepemilikan dan manajemen, maka diperlukan suatu kontrak. Namun apabila kontrak terlalu detil akan menimbulkan *residual control right*, sehingga akan ada keputusan yang tidak tercantum dalam kontrak. Apabila manajemen diserahkan kepada individu yang lebih ahli dan berpengalaman, maka sebagian *residual control right* akan berada di tangan manajemen dan akan berpeluang terjadi penyalahgunaan wewenang. Dengan demikian, diperlukan adanya *incentive contract* untuk menyelaraskan kepentingan pemilik dan manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, Eisenhardt (1989) dan Jensen (1986) mengemukakan adanya dua pendekatan yaitu *positive theory of agency* dan *prinsipal-agent*. Pendekatan *positive theory of agency* berfokus pada identifikasi situasi di mana prinsipal dan agen memiliki konflik tujuan dan menggambarkan adanya mekanisme *governance* untuk menyelesaikan masalah keagenan. Mekanisme *governance* dapat dilakukan melalui dua hal. Pertama, kontrak berdasarkan hasil (*outcome based contracts*) yaitu kontrak yang menyelaraskan preferensi agen dengan *reward* yang tergantung dari kegiatannya. Kedua, adanya peran informasi dari dewan komisaris yang dapat mengontrol perilaku manajemen. Adapun pendekatan *principal-agent* memiliki paradigma yang melibatkan spesifikasi asumsi secara hari-hati yang diikuti dengan deduksi logis dan pembuktian matematis. Meskipun dua pendekatan tersebut berbeda, namun

tetap menunjukkan bahwa adanya masalah *contracting* di antara individu yang mementingkan dirinya sendiri dan diasumsikan bahwa melalui hubungan kontrak maka total biaya keagenan akan diminimalkan.

2.1.3 Manajemen Resiko Internasional

Risiko valuta asing adalah risiko akibat adanya kemungkinan fluktuasi nilai mata uang yang mendominasi aktiva/kekayaan perusahaan. Risiko valuta asing dapat merugikan arus kas perusahaan yang diharapkan melalui penurunan penjualan dan peningkatan biaya. Total risiko valuta asing merupakan kombinasi risiko sistematis dan risiko nonsistematis (Shapiro 1975).

Pasar valuta asing merupakan institusi yang memfasilitasi pertukaran mata uang antarnegara, kurs valuta asing antarnegara, dan transaksi valuta asing. Adapun transaksi valuta asing adalah kesepakatan antara penjual dan pembeli mengenai sejumlah uang dalam mata uang tertentu yang akan ditransfer ke negara lain pada kurs tertentu (Eiteman et al. 2010).

Pasar valuta asing merupakan mekanisme yang menjembatani para pihak yang mentransfer *purchasing power* antarnegara, mendapatkan utang untuk transaksi perdagangan internasionalnya, dan meminimalkan risiko perubahan kurs valuta asing. Transfer *purchasing power* sangat penting karena perdagangan internasional dan transaksi modal melibatkan pihak-pihak yang tinggal di berbagai negara dengan mata uang yang berbeda. Setiap pergerakan barang antarnegara membutuhkan waktu, transit pun membutuhkan biaya. Pasar valuta asing menyediakan pembiayaan untuk mendanai kebutuhan perdagangan

internasional tersebut. Selain itu, pasar valuta asing juga menyediakan fasilitas *hedging* untuk kepentingan transfer risiko valuta asing pada pihak lain yang bersedia menanggung risiko (Eiteman et al. 2010).

Eksposur terhadap fluktuasi kurs valuta asing bersumber dari tiga penyebab utama berikut : (Eitman et al. 2010)

1. Eksposur transaksi (*transaction exposure*)

Eksposur transaksi mengukur perubahan nilai kewajiban finansial yang kontraknya terjadi sebelum perubahan kurs valuta asing namun harus diselesaikan setelah perubahan kurs valuta asing.

Eksposur transaksi timbul dari :

- a. Pembelian atau penjualan barang dan/atau jasa secara kredit, yang harganya didenominasi dalam valuta asing;
- b. Peminjaman atau pemberian pinjaman dana yang pembayarannya didenominasi dalam valuta asing;
- c. Menjadi salah satu pihak dalam kontrak forward;
- d. Memperoleh aktiva atau kewajiban yang didenominasi dalam valuta asing.

2. Eksposur operasional (*operating exposure*)

Eksposur operasional mengukur perubahan nilai kini suatu perusahaan yang ditimbulkan oleh perubahan arus kas operasional di masa mendatang yang diakibatkan perubahan kurs valuta asing.

3. Eksposur akuntansi (*accounting exposure*)

Eksposur akuntansi merupakan potensi perubahan akuntansi dalam ekuitas pemilik perusahaan. Eksposur akuntansi muncul karena laporan keuangan

afiliasi-afiliasi perusahaan di berbagai negara dikonsolidasikan kantor pusat menjadi satu laporan keuangan konsolidasi pada suatu mata uang tertentu.

Ketika suatu perusahaan memiliki kewajiban atau piutang dalam valuta asing, maka perusahaan tersebut menghadapi eksposur transaksi karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut. Dengan peningkatan bisnis global, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi fenomena yang semakin lazim sehingga urgensi pengelolaan eksposur transaksi sangat meningkat.

Dengan demikian, untuk menghadapi eksposur valuta asing, manajemen keuangan perusahaan multinasional di era global ini menghadapi kebutuhan akan penggunaan derivatif untuk mengurangi risiko yang terkait dengan arus kas. Derivatif dapat merupakan instrumen yang destruktif jika digunakan secara tidak bertanggung jawab. Namun derivatif juga dapat menjadi instrumen manajemen keuangan yang handal jika dipergunakan secara akurat oleh pihak yang tepat, sebagai sarana *hedging*.

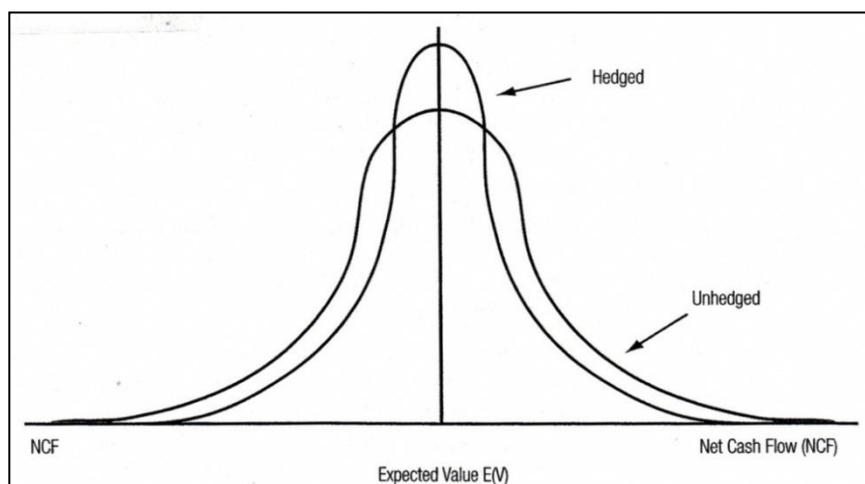
2.1.4 Teori Hedging (*Hedging Theory*)

Hedging adalah tindakan yang dilakukan untuk melindungi perusahaan dari eksposur fluktuasi nilai tukar valuta asing (Eiteman et al. 2010). Prinsip dasar *hedging* adalah melakukan komitmen penyeimbang dalam valuta asing yang sama, yakni komitmen kedua untuk sejumlah yang sama dari komitmen awal namun berlawanan tanda (Eiteman et al. 2010).

Eiteman et al. (2010) menyatakan bahwa kebijakan *hedging* terutama dilakukan untuk menghindari posisi terbuka dalam valuta asing, yaitu tidak seimbangnnya aset dan utang valuta asing. Ketidakseimbangan tersebut dalam bentuk *long position* dan *net position*. *Long position* terjadi apabila aset valuta asing lebih banyak daripada utang valuta asing. Sedangkan *net position* terjadi apabila utang valuta asing lebih banyak daripada aset valuta asing.

Nilai perusahaan merupakan nilai kini dari arus kas yang diharapkan di masa mendatang, yang mengandung ketidakpastian. Nilai mata uang di masa mendatang dipengaruhi perubahan kurs valuta asing, sehingga perusahaan yang meng-*hedging* eksposur valuta asingnya akan mengurangi varians nilai arus kas yang diharapkan. Gambar 2.2 berikut mengilustrasikan distribusi arus kas bersih yang diharapkan perusahaan. *Hedging* valuta asing dapat mengurangi risiko valuta asing. Nilai perusahaan akan meningkat hanya jika *hedging* menggeser rata-rata distribusi ke kanan.

Gambar 2.2
Dampak *Hedging* terhadap Arus Kas yang Diharapkan



Sumber : Eiteman et al. (2010)

Dobson and Soenen (1993) mendeskripsikan tiga unsur *agency problems* pada kondisi perusahaan dengan eksposur valuta asing, yang memicu diterapkannya kebijakan *hedging*. Pertama, *agency problems* meliputi *financial distress* yang mengilustrasikan kondisi kesulitan finansial perusahaan yang kesulitan memenuhi kewajibannya pada pihak eksternal. Kedua, *agency problems* meliputi *underinvestment* yang mengilustrasikan suatu kondisi ketika manajemen menghindari investasi dalam aset beresiko rendah untuk kestabilan arus kas dan memaksimalkan keuntungannya sebagai agen. Ketiga, *agency problems* meliputi *foreign exchange risk* yang merupakan resiko fluktuasi arus kas akibat fluktuasi nilai valuta asing dari transaksi internasional.

Manajemen keuangan internasional menjelaskan penggunaan instrumen derivatif sebagai sarana *hedging* oleh perusahaan untuk mengurangi fluktuasi arus kas akibat pergerakan kurs valuta asing. Pada hakekatnya perusahaan beroperasi dalam pasar modal yang tidak sempurna, dan manajemen keuangan internasional yang telah berkembang sampai saat ini menggunakan asumsi ketidaksempurnaan pasar untuk menjelaskan motif perusahaan melakukan *hedging*. Ketidaksempurnaan pasar yang disebutkan Smith and Stulz (1997) antara lain adalah adanya pajak penghasilan korporasi, biaya-biaya transaksi, serta asimetri informasi. Realita ketidaksempurnaan pasar telah memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk menciptakan *shareholder value* melalui kebijakan *hedging*.

Sejak periode 1980 hingga saat ini, pasar instrumen derivatif terbentuk dan tumbuh dengan pesat. Sejak saat itu, serangkaian pertukaran perdagangan dan instrumen derivatif berkembang intensif. Dengan berkembangnya pasar derivatif,

manajemen risiko menjadi bagian penting dari strategi perusahaan modern. Eksekutif finansial di perusahaan seluruh dunia menganggap manajemen risiko sebagai salah satu tujuan terpentingnya (Bartram 2000).

Suatu transaksi derivatif merupakan perjanjian penukaran pembayaran antarpihak, yang nilainya diturunkan dari nilai aset, tingkat referensi atau indeks. Transaksi derivatif terdiri dari sejumlah *underlying* yaitu suku bunga, kurs tukar, komoditas, ekuitas dan indeks lainnya. Mayoritas transaksi derivatif adalah produk-produk *Over the Counter* (OTC) yaitu kontrak-kontrak yang dapat dinegosiasikan secara pribadi dan ditawarkan langsung kepada pengguna akhir, sebagai lawan dari kontrak-kontrak yang telah distandarisasi (*futures*) dan diperjualbelikan di bursa. Menurut para dealer dan pengguna akhir (*end user*), fungsi dari suatu transaksi derivatif adalah untuk melindungi nilai (*hedging*) beberapa jenis risiko tertentu (Faisal 2001).

2.1.5 Capital Assets Pricing Model (CAPM)

Capital Assets Pricing Model (CAPM) adalah sebuah model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan. Model CAPM diperkenalkan oleh Sharpe, Treynor dan Lintner. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. CAPM merupakan strategi manajemen keuangan modern yang memberikan prediksi tepat antara hubungan risiko sebuah aset dan harapan pengembalian (Sharpe 2004).

CAPM mengasumsikan bahwa para investor adalah perencana pada suatu periode tunggal yang memiliki persepsi yang sama mengenai keadaan pasar dan mencari *mean-variance* dari portofolio yang optimal. CAPM juga mengasumsikan bahwa pasar saham yang ideal adalah pasar saham yang besar, dan para investor adalah para *price-takers*, semua aset dapat diperdagangkan secara umum, dan para investor dapat meminjam maupun meminjamkan pada jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga tetap yang tidak berisiko. Dengan asumsi ini, semua investor memiliki portofolio yang risikonya identik.

Keinginan utama dari investor adalah meminimalkan risiko dan meningkatkan perolehan. Asumsi umum bahwa investor individu yang rasional adalah seorang yang tidak menyukai risiko, sehingga investasi yang berisiko harus dapat menawarkan tingkat perolehan yang tinggi. Oleh karena itu, investor sangat membutuhkan informasi mengenai *risk* dan *return* yang diinginkan.

CAPM merupakan suatu positif teori dalam manajemen risiko yang menganalisis hubungan antara *risk* dan *return* dalam aset yang berisiko. Pada perusahaan dengan kinerja finansial baik, struktur modal tertentu dapat dipersepsikan mengandung risiko tinggi tetapi justru harga sahamnya terapresiasi. Hal ini terjadi karena risiko tinggi cenderung dihindari mayoritas investor, sehingga ditawarkan *return* yang lebih tinggi juga. Terkait dengan teori *signalling*, kinerja finansial berisiko tinggi dinilai memberikan signal positif sehingga memberikan hasil yang positif juga.

2.1.6 Teori Pensinyalan (*Signalling Theory*)

Informasi finansial merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena menyajikan keterangan, catatan, dan gambaran kondisi pada masa lalu, masa sekarang, dan masa mendatang. *Signalling theory* berdasarkan pada situasi bahwa manajer yang memiliki informasi akurat tentang perusahaan berusaha menyampaikan informasi tersebut pada investor agar harga saham meningkat. Namun hal tersebut dimungkinkan juga diikuti manajemen perusahaan lainnya. Asimetri informasi mendorong manajemen perusahaan yang memiliki informasi baik untuk memberikan sinyal kepada investor dengan kebijakan yang tidak mudah ditiru perusahaan lain.

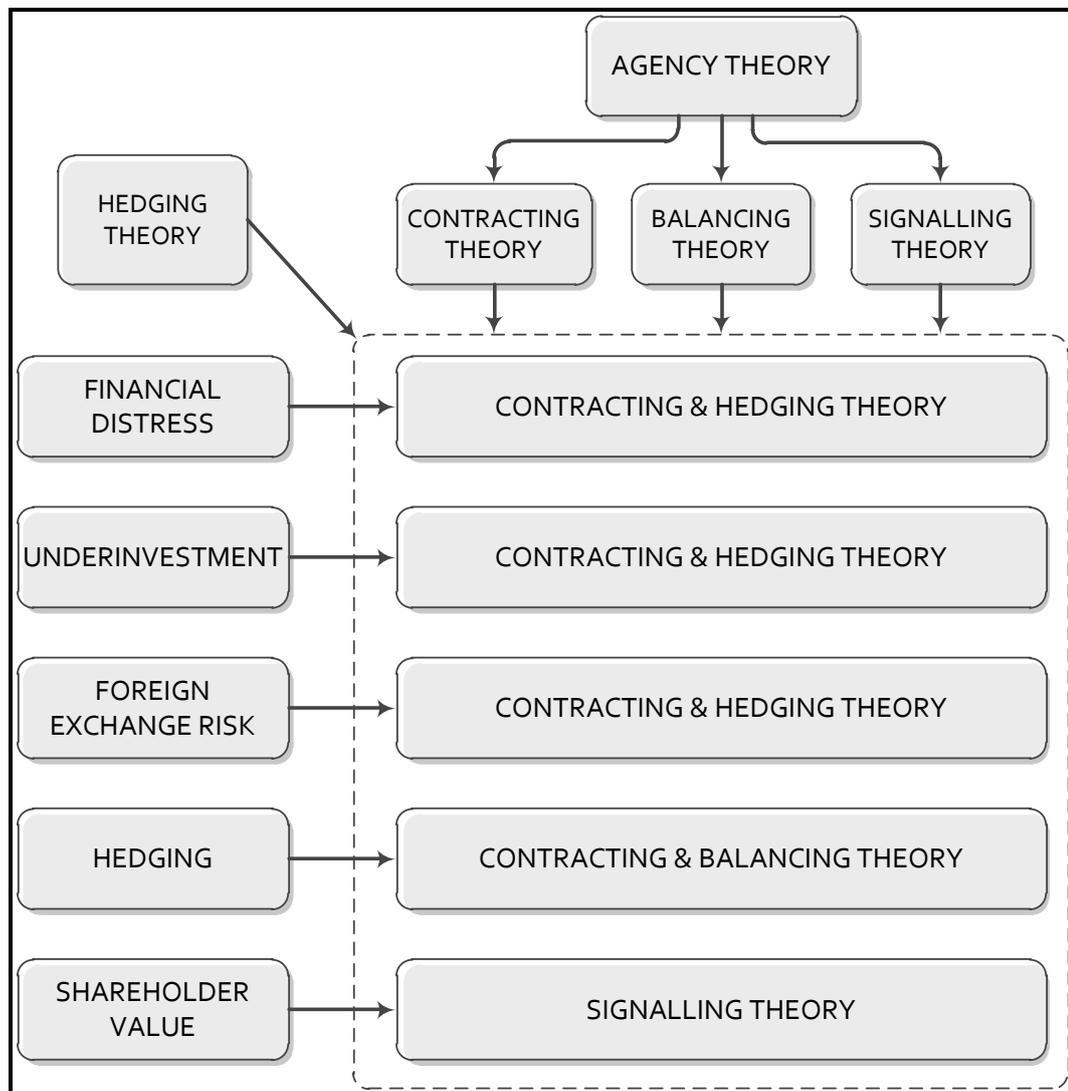
Ross (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang baik kinerjanya dapat memberi sinyal misalnya berupa jumlah hutang yang tinggi pada struktur modalnya. Perusahaan yang kurang baik kinerjanya, tidak akan berani menggunakan hutang dalam jumlah besar karena beresiko tinggi. Selanjutnya akan terjadi *separating equilibrium* di mana perusahaan yang baik kinerjanya akan lebih banyak menggunakan hutang, sedangkan perusahaan yang kurang baik kinerjanya akan lebih banyak menggunakan ekuitas. Investor akan dapat membedakan kinerja perusahaan dengan melihat struktur modalnya, dan lebih mengapresiasi perusahaan dengan jumlah hutang yang lebih besar. Apresiasi investor terhadap nilai saham perusahaan akan meningkatkan *shareholder value* (Sugiarto 2009).

Shareholder value sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan, juga mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang

dipublikasikan perusahaan. Semakin positif persepsi pasar atas informasi suatu perusahaan, semakin meningkat harga saham perusahaan tersebut. Pergerakan harga saham tersebut menimbulkan nilai kapitalisasi pasar yang menentukan *shareholder value*.

2.1.7 Teori-Teori dalam Perspektif Keagenan

Gambar 2.3
Teori-teori Dalam Perspektif Teori Keagenan



Sumber : telaah pustaka untuk penelitian ini.

Gambar 2.3 mengilustrasikan bahwa penelitian ini dikembangkan berdasarkan *grand theory* teori keagenan. Adapun *middle theory* yang digunakan adalah teori *contracting*, teori *balancing*, dan teori *signalling*. Sedangkan *substantial theory* meliputi teori *hedging* yang digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel dan mekanisme yang dianalisis dalam penelitian ini.

Financial distress dapat dijelaskan menggunakan teori *contracting* dan teori *hedging*. Berdasarkan teori *contracting*, *financial distress* mempengaruhi kontrak perusahaan dengan pihak-pihak lainnya. *Financial distress* menimbulkan *contracting costs*, yang meliputi sejumlah biaya langsung dan biaya tidak langsung (Smith and Stulz 1997). Situasi *financial distress* dapat berdampak pada kestabilan arus kas perusahaan (Gonzales 2010). Adapun berdasarkan teori *hedging*, *financial distress* adalah salah satu alasan yang menyebabkan kinerja perusahaan dan nilai pasar berfluktuasi (Myers 1984); (Smith and Stulz 1997); (Haushalter 2002). Jika *financial distress* dianggap berisiko, perusahaan akan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging*.

Underinvestment dapat dijelaskan menggunakan teori *contracting* dan teori *hedging*. Berdasarkan teori *contracting*, proyek yang menguntungkan dapat ditolak oleh manajemen jika proyeksi pendapatan tidak memadai untuk menutup biaya hutang, sehingga meninggalkan arus kas residual bagi pemegang saham. Adapun teori *hedging* menyatakan bahwa *hedging* dapat mengurangi dorongan untuk *underinvestment* sehingga mengikat pengelola modal internal untuk menjalankan tambahan investasi dengan *net present value* positif. *Hedging* akan mengubah proyeksi pendapatan individu dari gagal bayar menjadi tidak gagal

bayar, serta meningkatkan jumlah proyeksi pendapatan di mana pengelola modal internal adalah pemegang klaim residual (Pawlina 2010); (Brown et al 2011).

Foreign exchange risks dapat dijelaskan menggunakan teori *contracting* dan teori *hedging*. Berdasarkan teori *contracting*, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan eksposur valuta asing sangat meningkat. Perusahaan multinasional dipastikan menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut (Magee 1977). Adapun berdasarkan teori *hedging*, *foreign exchange risks* menjadi penyebab fluktuasi arus kas dan mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang melakukan transaksi perdagangan internasional akan berupaya mengelola *foreign exchange risks* tersebut dan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Allayannis and Weston 2001); (Al-Shboul and Alison 2009); (Clark and Mefteh 2011); serta (Rossi 2011).

Kebijakan *hedging* dapat dijelaskan menggunakan teori *contracting* dan teori *balancing*. Berdasarkan teori *contracting*, suatu transaksi derivatif merupakan kontrak penukaran pembayaran antarpihak, yang nilainya diturunkan dari nilai aset, tingkat referensi atau indeks. Sejumlah riset menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan derivatif valuta asing (Geczy et al. 1997); (Al-Shboul and Alison 2009). Adapun berdasarkan teori *balancing*, pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih

besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Myers 1984). Konsep ini mendorong perusahaan menerbitkan *foreign debt*nya untuk *hedging* eksposur valuta asing. *Foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar 2003).

Adapun *shareholder value* dapat dijelaskan berdasarkan teori signalling. *Shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan. Perusahaan membiayai proyeknya dengan hutang atau ekuitas dalam jumlah tertentu, selanjutnya pasar menginterpretasikan komposisi tersebut serta kinerja finansial dalam apresiasi harga saham perusahaan (Ross 1977).

2.2 Pengembangan Proposisi

Studi ini mengajukan proposisi sebagai dasar pengembangan model yang dibangun dari berbagai kajian pustaka, dengan menempatkan serangkaian konsep keputusan penting bagi perusahaan, dalam upayanya memaksimalkan *shareholder value*. Perusahaan dituntut untuk memprioritaskan kepentingan pemegang saham dengan cara memaksimalkan *shareholder value* sebagaimana konsep yang diungkapkan Rappaport (1998) dan Smithson (1998).

2.2.1 Teori *Contracting* dan Kebijakan *Hedging*

Untuk mengantisipasi dampak negatif risiko fluktuasi kurs valuta asing serta melindungi kepentingan para pemegang saham, maka sebagian besar perusahaan yang melakukan perdagangan internasional melakukan kebijakan *hedging* (Eiteman et al. 2010).

Kebijakan *hedging* juga diarahkan sebagai salah satu mekanisme untuk mengendalikan masalah keagenan. Hubungan keagenan merupakan serangkaian kontrak, di mana hak dan wewenang prinsipal diwakilkan kepada beberapa kelompok agen untuk memutuskan kebijakan. Namun hubungan keagenan tersebut seringkali menimbulkan biaya keagenan (Jensen and Meckling 1976).

Terdapat sejumlah riset terdahulu yang menganalisis determinan kebijakan *hedging* dengan derivatif (Smith and Stulz 1997); (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002). *Shareholder value hypothesis* memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dengan derivatif dilakukan dengan tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan motivasi mengurangi *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk*.

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan perusahaan multinasional tidak dapat menghindar dari eksposur valuta asing yang berdampak langsung pada volatilitas arus kasnya. Gejolak arus kas perusahaan dapat memicu *foreign exchange risk*, di mana pemegang klaim atas perusahaan akan termotivasi untuk memasukkan ketentuan dalam kontrak hutang yang membatasi peluang transfer

kekayaan dari kreditur. Demi eksistensi dan stabilitas entitas bisnis, fenomena tersebut mutlak disikapi dengan penerapan kebijakan *hedging* dengan derivatif.

2.2.2 Teori *Balancing* dan Kebijakan *Hedging*

Berdasarkan teori *balancing*, pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Myers 1984). Konsep inilah yang mendorong perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *hedging* eksposur valuta asing. *Foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar, 2003).

Walaupun *foreign debt* merupakan alternatif *hedging* selain derivatif dan berfungsi mengurangi eksposur valuta asing, namun *foreign debt* juga dapat meningkatkan risiko finansial. Dengan demikian, perusahaan akan menghadapi *trade-off* antar kedua hal tersebut. Secara umum, *foreign debt* lazimnya digunakan untuk *hedging* jangka panjang sedangkan derivatif digunakan dalam *hedging* jangka pendek (Aabo 2006).

2.2.3 Sintesis *Contracting Theory-Balancing Theory*

Sintesis teori *contracting* dan teori *balancing* berkaitan dengan perluasan tujuan perusahaan dalam mengelola permasalahan keagenan serta struktur modalnya. Secara umum, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan *shareholder value*. Namun di sisi lain, perusahaan juga harus mengelola manajemen resiko arus kasnya secara akurat. Perusahaan yang menjalankan transaksi internasional menghadapi resiko fluktuasi arus kas akibat volatilitas kurs valuta asing, sehingga memerlukan pengelolaan manajemen resiko dan struktur modal secara akurat.

Teori *contracting* mendasari kontribusi kebijakan *hedging* dalam mengurangi dampak *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk*. Dorongan untuk membuat kontrak keagenan dapat memberikan aktifitas *monitoring* dan *bonding* di mana *marginal cost* sama dengan *marginal gains* yang akan mengurangi *residual loss* (Jensen 1986). Manajemen perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan derivatif valuta asing untuk mengurangi variabilitas arus kas yang diinvestasikan di masa yang akan datang (Geczy et al. 1997).

Sementara itu, teori *balancing* mendasari konsep pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang (Myers 1984). Konsep ini mendorong perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *hedge* eksposur valuta asing. *Foreign debt* berlaku sebagai *natural hedge* karena perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar 2003).

Penelitian empiris yang menggabungkan analisis *foreign debt* dan derivatif sebagai instrumen *hedging* valuta asing dilakukan oleh Judge (2003). Temuan penelitian menunjukkan bahwa kebijakan *hedging* berkaitan dengan skala ekonomis, biaya *financial distress*, eksposur valuta asing, dan likuiditas. Selain itu perusahaan-perusahaan dengan likuiditas, ukuran, dan pajak yang besar cenderung akan menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif.

Di Eropa, Aabo (2006) menganalisis determinan *foreign debt* dibandingkan dengan derivatif untuk *hedging* valuta asing. Peneliti menyimpulkan bahwa *foreign debt* berhubungan positif dengan eksposur valuta asing, ukuran perusahaan, dan biaya *financial distress*, namun berhubungan negatif dengan asimetri informasi.

Clark dan Judge (2008) mendapatkan temuan bahwa kebijakan *hedging* berkaitan positif signifikan dengan permasalahan *underinvestment*, biaya *financial distress*, eksposur, skala ekonomis; serta berhubungan negatif dengan likuiditas. Penelitian kedua Clark dan Judge (2009) mengemukakan misklasifikasi penelitian-penelitian terdahulu terkait dengan asumsi bahwa hanya perusahaan yang menggunakan derivatif yang dianggap menerapkan kebijakan *hedging*. Mereka mengusulkan penggunaan indikator secara simultan atas biaya *financial distress*. Temuannya menunjukkan bahwa variabel *leverage* adalah determinan signifikan hanya jika perusahaan *hedging* memiliki *foreign debt* atau *foreign debt* dan derivatif secara simultan.

Berdasarkan kajian teoretik sintesis teori *contracting*, teori *balancing*, dan teori *signalling*, serta penelitian empiris terdahulu maka dapat diderivasi suatu

proposisi yaitu *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang merupakan sinkronisasi penerapan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dipadukan dengan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing diukur dengan menggunakan proksi *hedge ratio*, yaitu nilai derivatif valuta asing dibagi total aset, sedangkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* diukur dengan menggunakan proksi *foreign debt ratio* yaitu total kewajiban dalam denominasi valuta asing dibagi nilai derivatif valuta asing.

Sinkronisasi ini didasarkan pada argumentasi untuk menindaklanjuti sejumlah agenda penelitian empiris. Menurut Clark and Judge (2008), pertimbangan untuk menerapkan hanya satu metode *hedging* dapat menimbulkan hasil yang bias. Penelitian-penelitian yang mengabaikan peran *foreign debt* sebagai instrumen kebijakan *hedging* akan mengalami *misclassification problem*. Penelitian tersebut menjadi referensi awal dalam analisis kebijakan *hedging* yang mengkombinasikan penggunaan derivatif dan *foreign debt*.

Sejalan dengan temuan tersebut, Gonzales et al. (2010) menganalisis determinan kebijakan *hedging* dengan menginteraksikan antara penggunaan derivatif dan *foreign debt*. Mereka berpendapat bahwa *foreign debt* yang digunakan sebagai instrumen untuk *hedging* resiko valuta asing, juga berpengaruh pada struktur modal perusahaan. Selain itu, terdapat temuan empiris bahwa ada kecenderungan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing diterapkan sebagai *hedging* dalam jangka pendek, sedangkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* digunakan sebagai *hedging* dalam jangka panjang (Allayannis et al. 2001); (Aabo 2006); (Calrk and Judge 2008).

Dalam konteks perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sangat minim perusahaan yang mengungkapkan kebijakan *hedging*nya. Nilai nosional derivatif belum wajib diungkapkan sebagaimana ketentuan di pasar modal pada negara-negara maju. Berdasarkan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 55 tentang Akuntansi untuk Instrumen Derivatif dan Aktifitas Hedging serta Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) No. Kep-06/PM/2000 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan, dinyatakan bahwa setiap instrumen derivatif diakui dalam laporan keuangan sebagai aktiva atau kewajiban berdasarkan nilai wajar tiap kontraknya.

Sebagian perusahaan menyatakan bahwa kebijakan *hedging*nya adalah strategi *natural hedging*. Penelitian empiris yang menggunakan variabel *dummy* dan mengklasifikasikan perusahaan sebagai *hedger* atau *nonhedger* semata akan menimbulkan bias. Berdasarkan variabel *dummy*, sejumlah perusahaan Indonesia yang belum mengungkapkan instrumen derivatif valuta asing yang digunakannya, dan menggunakan *foreign debt* sebagai *natural hedging* akan diklasifikasikan sebagai *nonhedger*. Analisis kedua instrumen tersebut secara parsial akan mengindikasikan hasil yang bias. Oleh karena itu, penelitian ini mensintesis penggunaan derivatif valuta asing dan *foreign debt* sebagai sinergi kebijakan *hedging*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing merupakan hasil pencapaian strategis sebagai sintesis penggunaan derivatif valuta asing dan *foreign debt*.

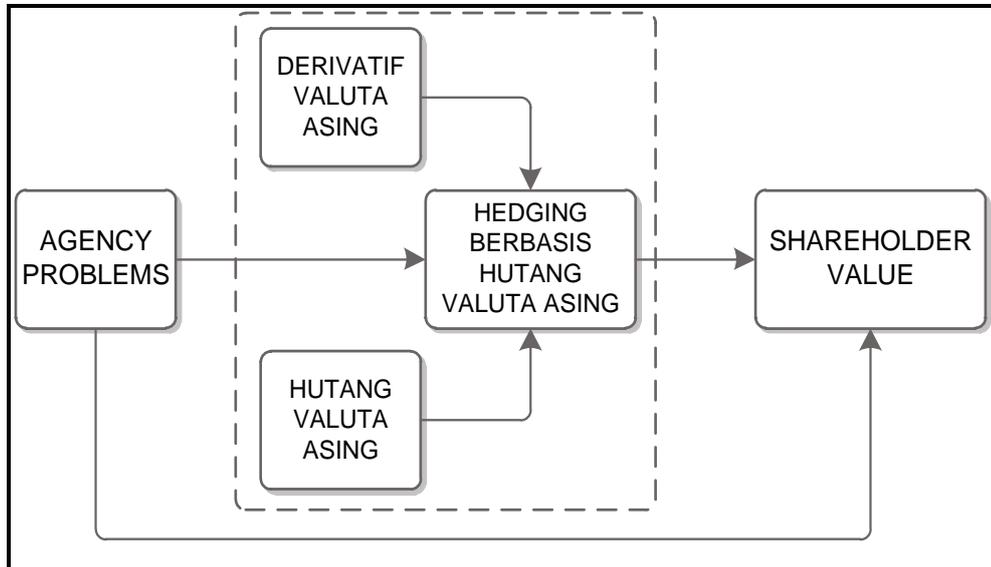
Derivatif instrumen valuta asing digunakan untuk *hedging* resiko valuta asing akibat kemungkinan fluktuasi nilai mata uang yang mendenominasi aktiva dan kewajiban perusahaan (Nance et al. 1993); (Breedon and Viswanathan

1996); (Geczy et al. 1997); (Fatemi & Luth 2002); (Bartram et al. 2004); (Hu and Wang 2006); (Al-Shboul and Alison 2009); (Schiozer and Saito, 2009). *Foreign debt* digunakan sebagai *natural hedging* karena perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi resiko valuta asing tersebut (Keloharju and Niskanen 2001); (Graham and Rogers 2002); (Kedia and Mozumdar 2003); (Nguyen and Faff 2003); (Bartram 2003); (Davies et al. 2006); (Klimczak 2008); (Gonzales et al., 2010).

Dengan perannya dalam mengelola resiko fluktuasi valuta asing, maka *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berkontribusi dalam mengamankan arus kas perusahaan. Stabilitas arus kas perusahaan berdampak signifikan terhadap *shareholder value* perusahaan (Allayannis and Weston 2001); (Suriawinata 2004); (Magee 2009), (Aretz and Bartram 2010). *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing dimungkinkan dapat menjadi pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*. *Agency problems* berpengaruh terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing, selain itu *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing juga berpengaruh terhadap *shareholder value*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berpengaruh terhadap *Shareholder Value*. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan pernyataan proposisi sebagai berikut :

Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing merupakan sinkronisasi kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing akan berdampak positif pada *shareholder value*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing dapat berperan sebagai pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*.

Gambar 2.4
Model Piktografis Proposisi



Sumber : dikembangkan untuk penelitian ini.

Proposisi yang diusulkan dalam penelitian ini adalah *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang merupakan sinkronisasi kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing diukur dengan interaksi antara kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*.

2.2.4 *State of The Art* Proposisi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing diderivasi dari beberapa teori dan temuan penelitian terdahulu yang digunakan sebagai referensi. Tabel 2.1 adalah *state of the art* yang mendasari proposisi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing.

Tabel 2.1
State of The Art Konsep Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing

Peneliti (Tahun)	Teori/Konsep	Uraian/Temuan
<i>Teori Agency</i>		
Berle & Means (1932)	Asal mula teori <i>agency</i>	Konsep pemisahan antara prinsipal dan agen, konsep timbulnya biaya-biaya <i>agency</i> .
Jensen & Meckling (1976)	Teori <i>agency</i>	Integrasi faktor-faktor teori <i>agency</i> , teori kepemilikan dan teori keuangan untuk mengembangkan teori struktur kepemilikan.
Jensen & Smith (1985)	Teori <i>agency</i>	Kontrak yang terjadi antara prinsipal dan agen yang mengandung residual klaim dan pemisahan keuntungan dan risiko perusahaan.
Eisenhardt (1989)	Teori <i>agency</i>	Hubungan antara prinsipal dan agen akan merefleksikan organisasi yang efisien atas sistem informasi, ketidakpastian, insentif dan risiko.
<i>Teori Balancing</i>		
Modigliani & Miller (1963), Myers (1984)	Teori <i>balancing</i>	Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi.
Brigham & Houston (1985)	Teori <i>balancing</i>	Struktur modal optimal dapat dicapai dengan cara menyeimbangkan keuntungan dari perlindungan pajak dengan biaya akibat penggunaan hutang yang semakin besar. Semakin besar proporsi hutang, semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh namun semakin besar pula <i>financial distress cost</i> yang mungkin timbul.
<i>Teori Contracting</i>		
Jensen & Smith (1985)	Teori <i>contracting</i>	Kontrak dapat mengakomodasi aktifitas <i>bonding</i> dan <i>monitoring</i> sehingga dapat meminimalkan <i>agency costs</i> .
Jensen (2000)	Teori <i>contracting</i>	Kontrak dalam perjanjian hutang dapat membatasi aktifitas agen yang dapat mengurangi nilai pemegang saham dan merusak reputasi perusahaan.

Peneliti (Tahun)	Teori/Konsep	Uraian/Temuan
Bryd et al (1998)	Teori <i>contracting</i>	Hutang dapat menyebabkan agen mengalokasikan arus kas yang lebih besar, sehingga dapat menyebabkan <i>financial distress</i> .
<i>Penelitian Empiris</i>		
<i>Hedging dengan Derivatif Valuta Asing</i>		
Nance, Smith & Smithson (1993)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif dapat memicu peningkatan nilai perusahaan, melalui pengurangan <i>expected tax liabilities</i> dan <i>financial distress cost</i> .
Geczy, Minton & Schrand (1997)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing.
Bartram, Brown & Fehle (2004)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Penggunaan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
Suriawinata (2004)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Perusahaan menerapkan kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing untuk mengatasi eksposur valuta asing dan meningkatkan penciptaan <i>shareholder value</i> .
Allayannis, Lel & Miller (2005)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Perusahaan yang mengambil kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing, cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi.
Hu & Wang (2006)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Variabel volatilitas arus kas, <i>financial distress cost</i> dan <i>underinvestment cost</i> menentukan kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing.
Schiozer dan Saito (2009)	Konsep <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing	Penggunaan derivatif valuta asing yang bertujuan untuk <i>hedging</i> dapat menghasilkan arus kas sejumlah biaya modal, laba operasi, dan biaya-biaya finansial.
<i>Hedging dengan Foreign Debt</i>		
Keloharju & Niskanen (2001)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	Perusahaan menggunakan <i>foreign debt</i> untuk <i>hedging</i> eksposur valuta asing yang dihadapinya.
Allayannis et al (2003)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	Variabel terkait manajemen risiko, biaya keagenan, dan modal eksternal

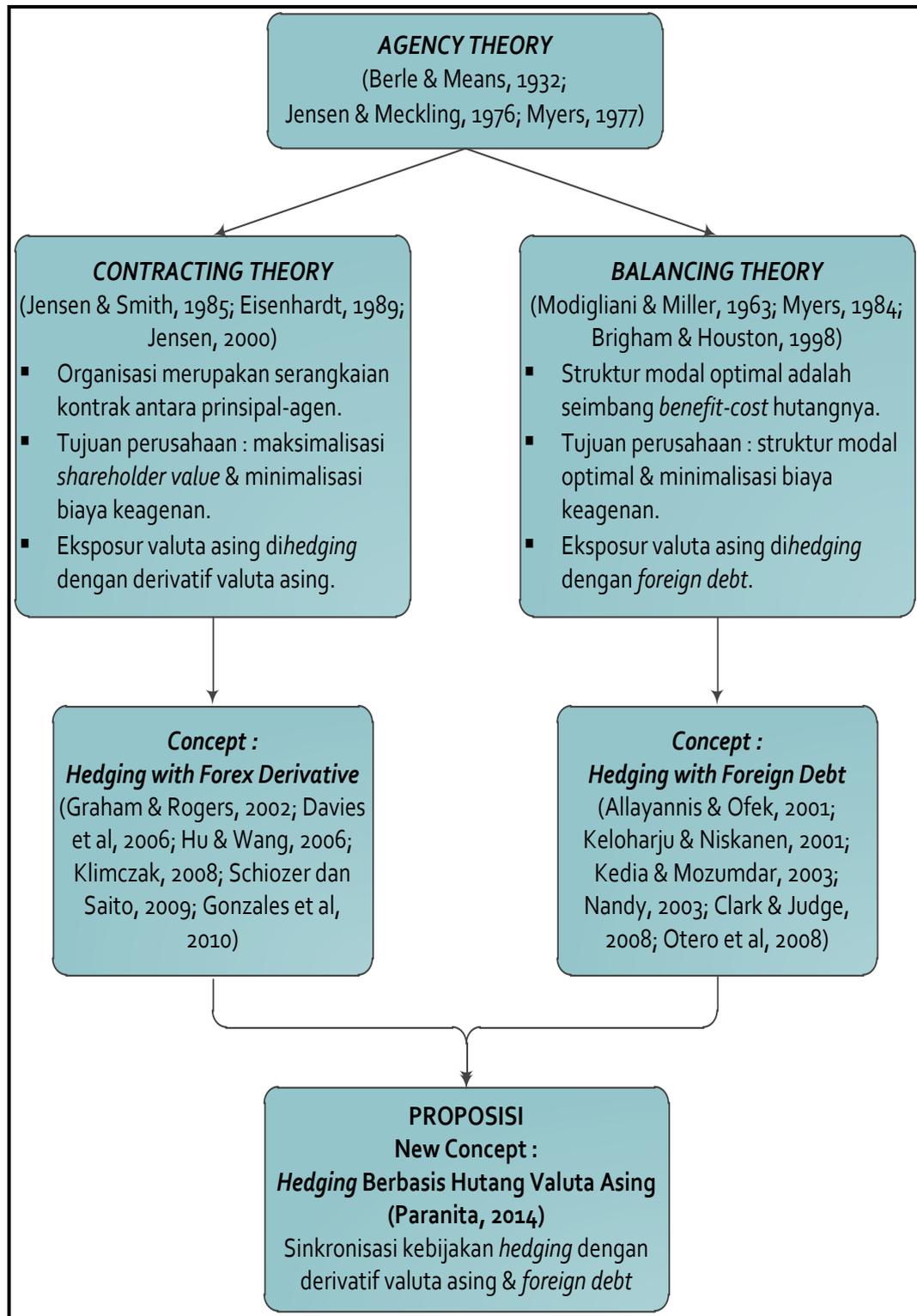
Peneliti (Tahun)	Teori/Konsep	Uraian/Temuan
		digunakan untuk menjelaskan eskposur valuta asing dan keputusan penggunaan <i>foreign debt</i> .
Kedia & Mozumdar (2003)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	Hutang dalam denominasi valuta asing berlaku sebagai <i>natural hedge</i> untuk mengelola eksposur valuta asing yang dihadapi perusahaan.
Nandy (2003)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	Kebijakan perusahaan untuk meningkatkan <i>foreign debt</i> berhubungan signifikan dengan eksposur valuta asing yang dihadapinya dan keringan pajak.
Aabo (2006)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	<i>Foreign debt</i> berhubungan positif dengan eksposur valuta asing, ukuran perusahaan, dan biaya <i>financial distress</i> , namun berhubungan negatif dengan asimetri informasi.
Otero et al (2008)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	<i>Foreign debt</i> diterbitkan untuk <i>hedging</i> risiko valuta asing, dan variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dan volume <i>foreign debt</i> adalah eksposur valuta asing.
Gonzales et al (2010)	Konsep <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>	Kebijakan <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i> berhubungan positif dengan eksposur valuta asing. Penggunaan <i>foreign debt</i> dipengaruhi oleh pembiayaan eksternal dan resiko finansial.

Usulan Penelitian (Proposisi)		
Paranita (2014)	<p>Proposisi/konsep <i>hedging</i> berbasis hutang valuta asing :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Hedging</i> berbasis hutang valuta asing diderivasi dari sintesis teori <i>contracting</i> dan teori <i>balancing</i>. ▪ <i>Hedging</i> berbasis hutang valuta asing adalah strategi manajemen dan sinkronisasi dari kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing dan kebijakan <i>hedging</i> dengan <i>foreign debt</i>. ▪ <i>Hedging</i> berbasis hutang valuta asing dapat diterapkan untuk mengatasi permasalahan keagenan. ▪ <i>Hedging</i> berbasis hutang valuta asing berdampak positif terhadap <i>shareholder value</i>. ▪ <i>Hedging</i> berbasis hutang valuta asing merupakan pemediasi pengaruh permasalahan keagenan terhadap <i>shareholder value</i>. 	<p>Indikator :</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ <i>Hedge ratio</i>, merupakan rasio antara nilai derivatif valuta asing dibagi total aset. Proksi ini secara empiris digunakan oleh Nance et al (1993); Geczy et al (1997); Suriawinata (2004); Hu dan Wang (2006); serta Schiozer dan Saito (2009). ➤ <i>Foreign debt ratio</i>, merupakan rasio <i>foreign debt</i> dibagi nilai derivatif valuta asing. Proksi ini secara empiris digunakan oleh Kedia dan Mozumdar (2001); Allayannis et al (2003); Nandy (2003); Aabo (2006); Otero et al (2008). <p>Pengukuran Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing dilakukan dengan interaksi <i>hedge ratio</i> dengan <i>foreign debt ratio</i>, karena terdapat sinergi penerapan kedua strategi <i>hedging</i> tersebut dalam mengelola fenomena <i>agency problems</i> yang timbul dari eksposur valuta asing. Adapun penelitian terdahulu lebih banyak menggunakan <i>dummy</i> kebijakan <i>hedging</i>, sehingga hanya dapat membedakan suatu perusahaan sebagai <i>user</i> atau <i>non user</i>, tanpa mengetahui besaran <i>hedging</i>nya.</p>

Sumber : studi pustaka yang dikembangkan.

Adapun *state of the art* proposisi Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing dapat diilustrasikan dengan Gambar 2.6 berikut :

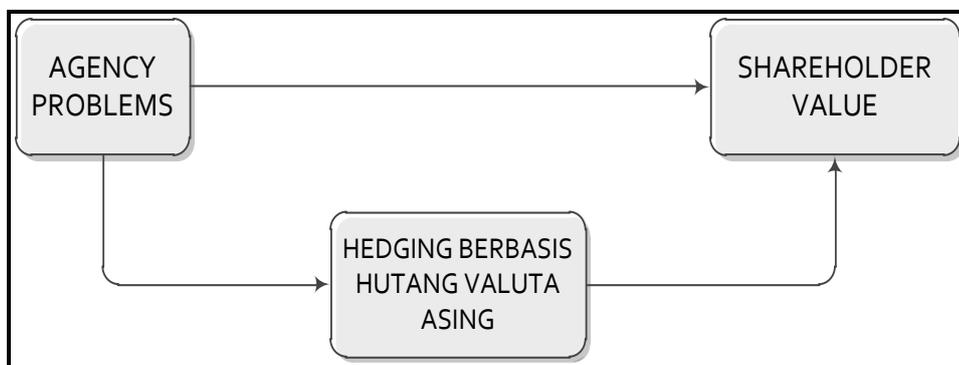
Gambar 2.5
 State of The Art Konsep *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing



2.3 Model Teoritikal Dasar (*Grand Theoretical Model*)

Model teoritikal dasar dalam penelitian ini diajukan berdasarkan proposisi yang telah dirumuskan sebelumnya, yaitu *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing. Proposisi ini diderivasi dari kerangka dasar teoretik sintesis teori *contracting* dan teori *balancing*. Model piktografis dari usulan model teoretik dasar dalam penelitian ini dibangun dari model piktografis proposisi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang diharapkan dapat mengatasi kesenjangan hasil-hasil penelitian antara permasalahan keagenan terhadap penciptaan *shareholder value*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berkontribusi sebagai pemediasi pengaruh permasalahan keagenan terhadap *shareholder value*. Hubungan tersebut dapat diilustrasikan dalam model teoritikal dasar dalam Gambar 2.7 sebagai berikut :

Gambar 2.6
Usulan Model Teoretikal Dasar



Sumber : dikembangkan untuk penelitian ini.

Berdasarkan gambar piktografis tersebut, maka dapat dinyatakan bahwa model teoritikal dasar dalam penelitian ini dijelaskan menggunakan teori keagenan mengenai peran *agency problem*. *Agency problems* yang meliputi

financial distress, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* berkontribusi dalam upaya maksimalisasi *shareholder value*.

Selain itu, *agency problems* juga berkontribusi dalam *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang merupakan kebijakan manajemen untuk mengatasi eksposur valuta asing melalui kebijakan *hedging*nya. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing diukur menggunakan sintesis *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. *Agency problems* diprediksikan memiliki pengaruh langsung pada *shareholder value*, di samping juga memiliki pengaruh tidak langsung melalui *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing.

Terkait dengan optimalisasi struktur modal, permasalahan keagenan dapat berdampak pada *shareholder value*. Namun permasalahan keagenan merupakan suatu keniscayaan yang tak terhindarkan pada manajemen perusahaan, sehingga *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing diharapkan dapat mengisi kesenjangan tersebut sebagai pemediasi. *Shareholder value* dapat ditingkatkan dengan menciptakan arus kas positif melalui *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing.

BAB 3

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

3.1 Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

3.1.1 Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Jika *financial distress* dianggap berisiko, perusahaan akan terdorong untuk mengurangi probabilitas terjadinya, dan *hedging* adalah salah satu metode untuk mengurangi fluktuasi pendapatan perusahaan. Dengan mengurangi selisih arus kas perusahaan atau laba akuntansi, *hedging* dapat mengurangi risiko terjadinya *financial distress*. Smith and Stulz (1997) menggunakan argumen yang sama untuk tujuan mengurangi fluktuasi. *Financial distress* akan meningkatkan biaya-biaya yang terkait biaya kebangkrutan, biaya legalitas, dan yang terpenting adalah beralihnya perhatian manajer dari fokus penciptaan *shareholder value*.

Sebelum suatu perusahaan berada dalam kondisi bangkrut, perusahaan harus menanggung *indirect cost of financial distress* dan *direct cost of financial distress* atas kemungkinan bangkrut tersebut. *Indirect cost of financial distress* meliputi kengangan supplier dan konsumen untuk bertransaksi dengan perusahaan, tidak fokusnya perhatian manajemen perusahaan, pihak manajemen dan staf perusahaan menuntut kompensasi yang lebih tinggi, dan sebagainya. Adapun *direct cost of financial distress* mencakup biaya-biaya yang harus dikeluarkan terkait prosedur kebangkrutan, biaya jasa lawyer, biaya jasa akuntan,

biaya jasa penilai, biaya administrasi, dan biaya jasa saksi dalam persidangan. Rata-rata *direct cost of financial distress* sekitar 1%-3% dari *shareholder value*, sedangkan rata-rata *indirect cost of financial distress* dapat mencapai 20% dari *shareholder value* (Warner 1977; Cutler and Summers 1988; dalam Aretz and Bartram 2010).

Allayannis and Ofek (2001) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang menghadapi eksposur valuta asing yang tinggi cenderung menggunakan *foreign debt* untuk kebijakan *hedging*-nya. Mereka menyimpulkan bahwa *financial distress* yang diukur dengan *leverage* berpengaruh positif terhadap *foreign debt*.

Keloharju and Niskanen (2003) melakukan penelitian empirik pada 44 perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Finish Stock Exchange tahun 1985-1991. Peneliti mengamati bahwa perusahaan-perusahaan meningkatkan *foreign debt* untuk menghedging eksposur valuta asingnya. Selain itu, disimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *foreign debt*.

Dengan populasi 3.232 perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam *SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) Database* tahun 1995, Graham and Rogers (2002) mendapatkan 855 perusahaan sebagai sampel penelitiannya. Kesimpulannya menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Kedia and Mozumdar (2003) melakukan penelitian empirik dengan sampel 523 perusahaan Amerika. Peneliti menggunakan teknik analisis probit binomial, dan menyimpulkan bahwa *foreign debt* berkaitan dengan upaya perusahaan untuk

mengelola resiko valuta asingnya. Disimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *foreign debt*.

Nguyen and Faff (2003) menganalisis penggunaan derivatif pada perusahaan-perusahaan Australia yang terdaftar pada *Connect4* periode tahun 1999-2000. Mereka memperoleh 234 perusahaan sebagai sampelnya. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *financial distress* yang diukur dengan *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Dengan sampel terbesar dalam penelitian mengenai kinerja nilai perusahaan, yakni 7.263 perusahaan di 48 negara dalam kurun tahun 2000-2001, Bartram et al. (2004) mendapatkan sejumlah temuan yang sangat bermakna. Penelitian tersebut antara lain menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian mengenai manajemen resiko valuta asing pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Oslo Stock Exchange di Norwegia pada tahun 2001 dilaksanakan oleh Davies et al. (2006). Berdasarkan sampel 81 perusahaan, mereka memperoleh temuan antara lain bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian terhadap perusahaan di Hongkong yang termasuk dalam *HK Top 500* pada tahun 2003 dilaksanakan oleh Hu dan Wang (2006). Sejumlah 419 perusahaan nonfinansial menjadi sampel penelitian tersebut. Mereka menyimpulkan bahwa *financial distress* yang diukur dengan *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Klimczak (2008) menganalisis manajemen resiko perusahaan-perusahaan Polandia yang terdaftar pada Warsaw Stock Exchange tahun 2001-2005. Penelitian tersebut menggunakan 150 perusahaan nonfinansial sebagai sampel, dan menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Otero et al. (2008) mengadakan penelitian untuk menganalisis kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Spanish Stock Exchange tahun 2003. Penelitian tersebut mendapatkan 49 perusahaan nonfinansial sebagai sampelnya. Temuannya menunjukkan bahwa *foreign debt* juga digunakan sebagai *hedging* terhadap resiko valuta asing. Penelitian tersebut antara lain mengemukakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *foreign debt*.

Schiozer and Saito (2009) meneliti manajemen resiko valuta asing pada perusahaan nonfinansial di negara-negara Amerika Latin yang meliputi Argentina, Brazil, Chile, dan Mexico. Diperoleh 55 perusahaan dengan laporan keuangan tahun 2001-2004 sebagai sampel penelitian tersebut. Penelitian ini menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Berdasarkan teori *contracting*, *financial distress* mempengaruhi kontrak perusahaan dengan pihak-pihak lainnya. Situasi *financial distress* dapat berdampak pada kestabilan arus kas perusahaan (Gonzales 2010). Adapun berdasarkan teori *hedging*, *financial distress* adalah salah satu alasan yang menyebabkan kinerja perusahaan dan nilai pasar berfluktuasi (Myers 1984);

(Smith and Stulz 1997); (Haushalter 2002). Jika *financial distress* dianggap berisiko, perusahaan akan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging*.

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 1a :

Financial distress berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing.

3.1.2 Pengaruh *Underinvestment* terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Myers (1984) menunjukkan bahwa proyek yang menguntungkan dapat ditolak oleh manajemen jika proyeksi pendapatan tidak memadai untuk menutup biaya hutang, sehingga meninggalkan arus kas residual bagi pemegang saham. *Hedging* mengurangi permasalahan tersebut dengan menurunkan jumlah pembayaran obligasi yang gagal bayar.

Manajemen memiliki lebih banyak pengetahuan mengenai prospek perusahaan daripada investor, dan juga memiliki kesempatan untuk mentransfer nilai dari kreditur ke pemegang saham. Konflik keagenan yang terkait adalah *underinvestment problem*. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki hutang berkesempatan untuk menolak proyek dengan NPV positif jika keuntungan proyek tersebut hanya mengalir ke kreditur.

Bessembinder (1991) menunjukkan bahwa *hedging* mengurangi dorongan untuk *underinvestment* sehingga mengikat pengelola modal sendiri untuk

menjalankan tambahan investasi dengan NPV positif. Ia berpendapat bahwa *hedging* akan mengubah proyeksi pendapatan individu dari gagal bayar menjadi tidak gagal bayar, serta meningkatkan jumlah proyeksi pendapatan di mana pengelola modal sendiri adalah pemegang klaim residual. Bessembinder (1991) juga menyatakan bahwa *hedging* akan membuat pengelola modal sendiri menerima bagian tambahan keuntungan yang lebih besar dari proyek baru, sehingga akan bersedia memberikan dana bagi investasi modal tambahan, sejalan dengan peningkatan nilainya.

Menurut Froot et al. (1993), problem pembiayaan eksternal yang mahal adalah masalah klasik *underinvestment*, di mana pemegang saham memutuskan untuk menolak proyek berisiko rendah jika mereka menilai bahwa keuntungan ekonomis akan beralih ke kreditur. Manajemen risiko dapat meminimalkan hal ini dengan kebijakan *hedging*. *Underinvestment problem* lazimnya dialami perusahaan dengan oportunitas investasi yang besar.

Penelitian Gay and Nam (1998) juga mendukung hipotesis bahwa *hedging* perusahaan dilakukan untuk menyikapi *underinvestment*. Mereka menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi yang baik akan meningkatkan penggunaan derivatif ketika kas internalnya menurun. Temuan mereka sangat mendukung hipotesis maksimalisasi nilai pemegang saham.

Minton and Schrand (1999) mengemukakan bahwa perusahaan yang arus kasnya fluktuatif akan memiliki tingkat investasi yang lebih rendah dan biaya yang lebih tinggi terkait dengan modal eksternalnya. Mereka menyimpulkan

bahwa fluktuasi arus kas dapat mendorong perusahaan melakukan *underinvestment*.

Haushalter et al. (2002) melakukan uji empiris atas teori yang menyatakan bahwa pemegang saham dari perusahaan yang menghadapi kendala keuangan dapat memperoleh keuntungan dari manajemen risiko perusahaan. Analisis mereka atas 68 produsen minyak pada tahun 1992 hingga 1994 menunjukkan bahwa kondisi kerugian arus kas yang dialami perusahaan sangat bervariasi tergantung pada karakteristik spesifik perusahaan. Secara keseluruhan, temuan mereka mengindikasikan bahwa pasar modal mengakomodasi biaya-biaya yang timbul akibat variabilitas arus kas dalam harga saham. Temuan ini juga mendukung Smith and Stulz (1985), serta Froot et al. (1993) yang menyatakan bahwa keuntungan yang didapat pemegang saham dari berkurangnya variabilitas arus kas melalui pengelolaan manajemen risiko terkait dengan kemungkinan perusahaan mengalami *underinvestment* atau kebangkrutan.

Dengan populasi 3.232 perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam *SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) Database* dalam tahun 1995, Graham and Rogers (2002) mendapatkan 855 perusahaan sebagai sampel penelitiannya. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian mengenai manajemen risiko valuta asing pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Oslo Stock Exchange di Norwegia pada tahun 2001 dilaksanakan oleh Davies et al. (2006). Berdasarkan sampel 81 perusahaan,

mereka memperoleh temuan antara lain bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*

Adapun penelitian terhadap perusahaan-perusahaan di Hongkong yang termasuk dalam *HK Top 500* pada tahun 2003 dilaksanakan oleh Hu and Wang (2006). Sejumlah 419 perusahaan nonfinansial menjadi sampel penelitian tersebut. Mereka menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Perusahaan-perusahaan di Inggris yang termasuk dalam *Top 500 of UK Firms* yang diranking berdasarkan nilai pasarnya pada tahun 1995 menjadi populasi penelitian Clark and Judge (2008). Sampel penelitian terdiri dari 366 perusahaan nonfinansial. Penelitiannya menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Schiozer and Saito (2009) mengadakan penelitian mengenai manajemen resiko valuta asing pada perusahaan nonfinansial di negara-negara Amerika Latin yang meliputi Argentina, Brazil, Chile, dan Mexico. Diperoleh 55 perusahaan dengan laporan keuangan tahun 2001-2004 sebagai sampel penelitian tersebut. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Berdasarkan teori *contracting*, proyek yang menguntungkan dapat ditolak oleh manajemen jika proyeksi pendapatan tidak memadai untuk menutup biaya hutang, sehingga meninggalkan arus kas residual bagi pemegang saham. Adapun berdasarkan teori *hedging*, bahwa *hedging* dapat mengurangi dorongan untuk *underinvestment* sehingga mengikat pengelola modal internal untuk menjalankan

tambahan investasi dengan *net present value* positif. *Hedging* akan mengubah proyeksi pendapatan individu dari gagal bayar menjadi tidak gagal bayar, serta meningkatkan jumlah proyeksi pendapatan di mana pengelola modal internal adalah pemegang klaim residual (Pawlina 2010); (Brown et al 2011).

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 1b :

Underinvestment berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing.

3.1.3 Pengaruh *Foreign Exchange Risks* terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Teori internasionalisasi menyatakan bahwa *foreign direct investment* terjadi ketika suatu perusahaan dapat meningkatkan nilai pasarnya dengan internasionalisasi pasar atas aset tak berwujudnya. Aset tak berwujud tersebut meliputi keterampilan produksi yang unggul, paten, kemampuan pemasaran, keterampilan manajerial, atau *goodwill*. Teori ini secara berkesinambungan dikembangkan Coase (1937), Ross (1977), Magee (2009), dan Gatopoulos (2013).

Teori internasionalisasi merumuskan konsep bahwa *multinationality* berperan dalam penentuan *shareholder value*. Studi Bodnar et al. (1997) secara intens menganalisis pengaruh *multinationality* terhadap nilai perusahaan. Ketika suatu perusahaan multinasional memiliki kewajiban atau piutang dalam valuta asing dari transaksi internasionalnya, maka perusahaan tersebut menghadapi

eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut.

Teori ini mengemukakan peran ketidaksempurnaan pasar modal dalam menetapkan permintaan akan *hedging*. Dugaan utamanya adalah bahwa jika akses ke pembiayaan eksternal (hutang dan/atau modal) itu mahal, perusahaan dengan proyek investasi yang membutuhkan pembiayaan akan *menhedging* arus kasnya untuk menghindari kerugian, serta segera memasuki pasar modal. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan dan menghadapi biaya tinggi ketika mencari pembiayaan dalam kesulitan keuangannya akan terdorong untuk lebih banyak *menhedging* eksposurnya dibandingkan perusahaan lainnya. Dasar rasional ini telah dieksplorasi sejumlah peneliti, di antaranya Smith and Stulz (1997), Froot et al. (1993), Getzy et al. (1997), dan Haushalter et al. (2002).

Allayannis and Ofek (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan yang memiliki risiko valuta asing yang lebih besar akan membutuhkan derivatif. Sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahal biaya derivatif. Adapun Keloharju and Niskanen (2001) memperoleh temuan bahwa perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *menhedging* eksposur valuta asing. Peneliti tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan besar memiliki akses lebih baik ke pasar uang internasional sehingga memiliki kecenderungan menggunakan *foreign debt*.

Haushalter et al. (2002) melengkapi dan memperluas temuan penelitian-penelitian manajemen risiko perusahaan lainnya. Geczy et al. (1997), Graham and Rogers (1999), dan Haushalter et al. (2002) menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih banyak menghadapi ketidaksempurnaan pasar akan mengelola risiko yang lebih luas. Temuan Haushalter et al. (2002) mengindikasikan bahwa terdapat sejumlah perusahaan yang memperoleh keuntungan besar dari berkurangnya ketidakpastian arus kas. Jadi kebijakan manajemen risiko konsisten dengan maksimalisasi nilai pemegang saham.

Berdasarkan perspektif struktur modal, perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang besar akan lebih sulit mengakses sumber dana eksternal sehingga akan menggunakan *foreign debt* yang relatif rendah. Permasalahan *foreign exchange risk* cenderung meningkat pada perusahaan yang memiliki oportunitas pertumbuhan yang besar, sehingga kreditur mengurangi pendanaannya (Myers 1984). Allayannis and Ofek (2001) menjelaskan perusahaan-perusahaan berskala bisnis besar yang memiliki risiko valuta asing, cenderung menggunakan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Secara umum, terdapat kecenderungan bahwa perusahaan berskala bisnis besar akan memiliki akses lebih baik ke pasar uang internasional sehingga untuk mengatasi *foreign exchange risk*, akan ditempuh kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* (Keloharju and Niskanen 2001); (Kedia and Mozumdar 2003); (Clark and Judge 2005); (Aabo 2006); dan (Clark and Judge, 2011).

Perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam Fortune 500 pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing menjadi populasi

penelitian Geczy et al. (1997). Sejumlah 372 perusahaan menjadi sampel. Salah satu temuannya menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Allayannis and Weston (2001) menggunakan *least square dummy variabel model* dalam penelitian atas 720 perusahaan Amerika Serikat tahun 1990-1995. Salah satu temuannya adalah bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Haushalter et al. (2002) melakukan penelitian keterkaitan ketidakpastian harga saham dan *shareholder value* pada 68 perusahaan produsen minyak dan gas di Australia tahun 1992-1994. Kesimpulannya menyatakan bahwa ketidakpastian harga saham dipicu oleh fluktuasi arus kas dan *foreign exchange risks*. Jadi perusahaan yang ingin memaksimalkan *shareholder valuenya*, harus menurunkan fluktuasi arus kas dan *foreign exchange risks*.

Kedia and Mozumdar (2003) menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang ingin mengurangi permasalahan asimetri informasinya cenderung akan menerbitkan *foreign debt*. Di antara berbagai tipe *hedging*, *foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut. *Foreign debt* dapat mempengaruhi *leverage* perusahaan, sehingga harus mempertimbangkan struktur modalnya.

Walaupun *foreign debt* merupakan alternatif *hedging* selain derivatif dan berfungsi mengurangi eksposur valuta asing, namun *foreign debt* juga dapat

meningkatkan risiko finansial. Dengan demikian, perusahaan akan menghadapi *trade-off* antar kedua hal tersebut. Secara umum, *foreign debt* lazimnya digunakan untuk *hedging* jangka panjang sedangkan derivatif digunakan dalam *hedging* jangka pendek (Aabo 2006).

Suriawinata (2004) mengadakan penelitian atas 229 perusahaan nonfinansial yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 1996-2001. Dalam risetnya, *shareholder value* diukur dengan *market to book value of equity*. Ia menyimpulkan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Suatu penelitian dengan survey kuesioner mengenai manajemen risiko valuta asing ditujukan pada 3.087 perusahaan yang terdaftar di Korean Stock Exchange dan 250 perusahaan yang terdaftar di Swedish Stock Exchange. Total sampel penelitian terdiri dari 163 perusahaan yang merespon kuesioner tersebut. Dalam penelitian tersebut, Pramborg (2005) menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Berry (2006) mengaplikasikan *multivariate regression* dalam penelitian atas 191 perusahaan yang terdaftar dalam Compustat Database pada kurun tahun 1981-2000. Ia menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Eldomiaty et al. (2006) menganalisis keinformatifan informasi finansial fundamental terhadap *shareholder value*. Mereka menggunakan sampel 99 perusahaan nonfinansial di Mesir pada tahun 1997-2003. Kesimpulannya antara

lain menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Clark and Judge (2008) melakukan penelitian dengan objek populasi perusahaan-perusahaan di Inggris yang termasuk dalam *Top 500 of UK Firms* yang diranking berdasarkan nilai pasarnya pada tahun 1995. Sampel penelitian terdiri dari 366 perusahaan nonfinansial. Mereka antara lain menyimpulkan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Khediri (2010) meneliti nilai perusahaan pada 250 perusahaan publik di Perancis pada tahun 2000-2002. Berdasarkan analisis *multivariate regression*, ia menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian atas perusahaan-perusahaan Pakistan yang terdaftar di Karachi Stock Exchange tahun 2004-2007 dilakukan oleh Afra and Alam (2011). Penelitian tersebut memperoleh 86 perusahaan nonfinansial sebagai sampelnya. Mereka menarik kesimpulan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Berdasarkan teori *contracting*, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan eksposur valuta asing sangat meningkat. Perusahaan multinasional dipastikan menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut (Magee 2009). Adapun berdasarkan teori *hedging*, *foreign exchange risks* menjadi penyebab fluktuasi arus kas dan mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang melakukan

transaksi perdagangan internasional akan berupaya mengelola *foreign exchange risks* tersebut dan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Allayannis and Weston 2001); (Al-Shboul and Alison 2009); (Clark and Mefteh 2011); serta (Rossi 2011).

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 1c :

Foreign exchange risk berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing.

3.2 Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap *Shareholder Value*

Konsep *shareholder value* yang dikembangkan Rappaport (1998) mengemukakan proposisi bahwa tujuan utama suatu perusahaan adalah memaksimalkan *shareholder value*. *Shareholder value* diindikasikan dengan adanya pembagian deviden dan peningkatan nilai pasar saham. Tujuan utama perusahaan dalam peningkatan *shareholder value* dipengaruhi lima *value drivers* yaitu pertumbuhan penjualan, profitabilitas, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan struktur modal.

Dalam perekonomian berbasis pasar yang mengakui hak atas kepemilikan pribadi maka satu-satunya tanggung jawab perusahaan adalah menciptakan nilai kekayaan pemegang saham secara legal dan terintegrasi. Strategi nilai pemegang saham tidak hanya memungkinkan pihak manajemen menilai kinerja mereka

sendiri, namun juga dapat mengidentifikasi sumber-sumber daya kritis untuk penciptaan nilai perusahaan (Rappaport, 1998).

3.2.1 Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Shareholder Value*

Perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam Fortune 500 pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing menjadi populasi penelitian Geczy et al. (1997). Sejumlah 372 perusahaan menjadi sampelnya, salah satu temuannya menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Graham and Rogers (1999) meneliti 855 perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) database dalam tahun 1995. Mereka menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Allayannis and Weston (2001) menggunakan *least square dummy variabel model* dalam penelitian atas 720 perusahaan Amerika Serikat tahun 1990-1995. Salah satu temuannya adalah bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

Dengan sampel terbesar dalam penelitian mengenai kinerja nilai perusahaan, yakni 7.263 perusahaan di 48 negara dalam kurun tahun 2000-2001, Bartram et al. (2004) mendapatkan sejumlah temuan yang sangat bermakna. Penelitian tersebut antara lain menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

Dalam konteks perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Suriawinata (2004) meneliti 229 perusahaan pada periode 1996-2001. Ia menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *market to book value of equity*.

Berry (2006) mengaplikasikan *multivariate regression* dalam penelitian atas 191 perusahaan yang terdaftar dalam Compustat Database pada kurun tahun 1981-2000. Ia menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Eldomiaty et al. (2006) menganalisis keinformatifan informasi finansial fundamental terhadap *shareholder value*. Mereka menggunakan sampel 99 perusahaan nonfinansial di Mesir pada tahun 1997-2003. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Allayannis et al. (2009) mengembangkan penelitian manajemen resiko yang mencakup 378 perusahaan di 39 negara pada periode 1990-1999. Penelitian komprehensif tersebut menyimpulkan bahwa pada perusahaan-perusahaan dengan *good corporate governance*, *financial distress* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Khediri (2010) meneliti nilai perusahaan pada 250 perusahaan publik di Perancis pada tahun 2000-2002. Berdasarkan analisis *multivariate regression*, ia menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori *contracting*, *financial distress* mempengaruhi kontrak perusahaan dengan pihak-pihak lainnya. *Financial distress* menimbulkan *contracting costs*, yang meliputi sejumlah biaya langsung dan biaya tidak langsung (Smith and Stulz, 1997). Situasi *financial distress* dapat berdampak pada kestabilan arus kas perusahaan (Gonzales 2010). Namun *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) menyatakan bahwa kinerja finansial yang beresiko tinggi justru akan ditawarkan dengan *return* tinggi, sehingga diapresiasi investor dengan harga saham yang lebih tinggi juga. Adapun berdasarkan teori *signalling*, *shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan. Semakin tinggi *financial distress* dan semakin tinggi resiko bisnisnya, pasar mengharapkan *return* yang tinggi pula, sehingga berpengaruh dalam peningkatan harga saham serta *shareholder value* perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan penelitian empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 2 a :

Financial distress berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

3.2.2 Pengaruh *Underinvestment* terhadap *Shareholder Value*

Geczy et al. (1997) melakukan penelitian dengan sampel 372 perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam *Fortune 500* pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing. Salah satu temuannya menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Allayannis and Weston (2001) menggunakan *least square dummy variabel model* dalam penelitian atas 720 perusahaan Amerika Serikat tahun 1990-1995. Temuan penelitiannya menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

Dengan populasi 3.232 perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam *SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) Database* dalam tahun 1995, Graham and Rogers (2002) mendapatkan 855 perusahaan sebagai sampel penelitiannya. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam konteks perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Suriawinata (2004) meneliti 229 perusahaan pada periode 1996-2001. Ia menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *market to book value of equity*.

Berry (2006) mengaplikasikan *multivariate regression* dalam penelitian atas 191 perusahaan yang terdaftar dalam *Compustat Database* pada kurun tahun 1981-2000. Ia menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian mengenai manajemen resiko valuta asing pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Oslo Stock Exchange di Norwegia pada tahun 2001 dilaksanakan oleh Davies et al. (2006). Berdasarkan sampel 81 perusahaan, mereka memperoleh temuan antara lain bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Eldomiaty et al. (2006) menganalisis keinformatifan informasi finansial fundamental terhadap *shareholder value*. Mereka menggunakan sampel 99 perusahaan nonfinansial di Mesir pada tahun 1997-2003. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Adapun penelitian terhadap perusahaan-perusahaan di Hongkong yang termasuk dalam *HK Top 500* pada tahun 2003 dilaksanakan oleh Hu and Wang (2006). Sejumlah 419 perusahaan nonfinansial menjadi sampel penelitian tersebut. Mereka menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Perusahaan-perusahaan di Inggris yang termasuk dalam *Top 500 of UK Firms* yang diranking berdasarkan nilai pasarnya pada tahun 1995 menjadi populasi penelitian Clark and Judge (2008). Sampel penelitian terdiri dari 366 perusahaan nonfinansial. Mereka menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Schiozer and Saito (2009) mengadakan penelitian mengenai manajemen resiko valuta asing pada perusahaan nonfinansial di negara-negara Amerika Latin yang meliputi Argentina, Brazil, Chile, dan Mexico. Diperoleh 55 perusahaan dengan laporan keuangan tahun 2001-2004 sebagai sampel penelitian. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Khediri (2010) meneliti nilai perusahaan pada 250 perusahaan publik di Perancis pada tahun 2000-2002. Berdasarkan analisis *multivariate regression*, ia

menyimpulkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori *contracting*, proyek yang menguntungkan dapat ditolak oleh manajemen jika proyeksi pendapatan tidak memadai untuk menutup biaya hutang, sehingga meninggalkan arus kas residual bagi pemegang saham. Namun *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) menyatakan bahwa kinerja finansial yang beresiko tinggi justru akan ditawarkan dengan *return* tinggi, sehingga diapresiasi investor dengan harga saham yang lebih tinggi juga. Adapun berdasarkan teori *signalling*, *shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan. Semakin tinggi *underinvestment* dan semakin tinggi resiko bisnisnya, pasar mengharapkan *return* yang tinggi pula, sehingga berpengaruh dalam peningkatan harga saham serta *shareholder value* perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan penelitian empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 2 b :

Underinvestment berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

3.2.3 Pengaruh *Foreign Exchange Risk* terhadap *Shareholder Value*

Ketika suatu perusahaan multinasional memiliki kewajiban atau piutang dalam valuta asing dari transaksi internasionalnya, maka perusahaan tersebut menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut. Dengan

peningkatan bisnis global, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan eksposur valuta asing sangat meningkat. Perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing tersebut menghadapi *foreign exchange risk*. Timbulnya *foreign exchange risk* akan berpengaruh terhadap arus kas bersih perusahaan, dan pada akhirnya berdampak pada *shareholder value*.

Perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam Fortune 500 pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing menjadi populasi penelitian Geczy et al. (1997). Sejumlah 372 perusahaan menjadi sampel dan salah satu temuannya menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Graham and Rogers (1999) meneliti 855 perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) database dalam tahun 1995. Mereka menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Allayannis and Weston (2001) menggunakan *least square dummy variabel model* dalam penelitian atas 720 perusahaan Amerika Serikat tahun 1990-1995. Salah satu temuannya menyatakan adalah bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

Suriawinata (2004) mengadakan penelitian atas 229 perusahaan nonfinansial yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 1996-2001. Dalam risetnya, *shareholder value* diukur dengan *market to book value of equity*. Ia

menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap *market to book value of equity*.

Suatu penelitian dengan survey kuesioner mengenai manajemen resiko valuta asing ditujukan pada 3.087 perusahaan yang terdaftar di Korean Stock Exchange dan 250 perusahaan yang terdaftar di Swedish Stock Exchange. Total sampel penelitian terdiri dari 163 perusahaan yang merespon kuesioner tersebut. Dalam penelitian tersebut, Pramborg (2005) menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berry (2006) mengaplikasikan *panel data regression* dalam penelitian atas 191 perusahaan yang terdaftar dalam Compustat Database pada kurun tahun 1981-2000. Ia menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Eldomiaty et al. (2006) menganalisis keinformatifan informasi finansial fundamental terhadap *shareholder value*. Mereka menggunakan sampel 99 perusahaan nonfinansial di Mesir pada tahun 1997-2003. Kesimpulannya antara lain menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Clark and Judge (2008) melakukan penelitian dengan objek populasi perusahaan-perusahaan di Inggris yang termasuk dalam *Top 500 of UK Firms* yang diranking berdasarkan nilai pasarnya pada tahun 1995. Sampel penelitian terdiri dari 366 perusahaan nonfinansial. Mereka antara lain menyimpulkan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Khediri (2010) meneliti nilai perusahaan pada 250 perusahaan publik di Perancis pada tahun 2000-2002. Berdasarkan analisis *panel data regression*, ia menyimpulkan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian atas perusahaan-perusahaan Pakistan yang terdaftar di Karachi Stock Exchange tahun 2004-2007 dilakukan oleh Afra and Alam (2011). Penelitian tersebut memperoleh 86 perusahaan nonfinansial sebagai sampelnya. Mereka menarik kesimpulan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori *contracting*, kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan eksposur valuta asing sangat meningkat. Perusahaan multinasional dipastikan menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut (Magee 2009). Namun *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) menyatakan bahwa kinerja finansial yang beresiko tinggi justru akan ditawarkan dengan *return* tinggi, sehingga diapresiasi investor dengan harga saham yang lebih tinggi juga.

Adapun berdasarkan teori *signalling*, *shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan. Semakin tinggi *foreign exchange risk* dan semakin tinggi resiko bisnisnya, pasar mengharapkan *return* yang tinggi pula, sehingga berpengaruh dalam peningkatan harga saham serta *shareholder value* perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan penelitian empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 2 c :

Foreign exchange risk berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

3.3 Pengaruh *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing terhadap *Shareholder Value*

Allayannis and Ofek (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan yang memiliki risiko valuta asing yang lebih besar akan membutuhkan derivatif. Sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahal biaya derivatif. Adapun Keloharju and Niskanen (2001) memperoleh temuan bahwa perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *hedging* eksposur valuta asing. Peneliti tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan besar memiliki akses lebih baik ke pasar uang internasional sehingga memiliki kecenderungan menggunakan *foreign debt*.

Penelitian Allayannis and Weston (2001) menjadi *entry point* penelitian empiris mengenai pengaruh kebijakan *hedging* terhadap nilai perusahaan (*firm value*) dengan indikator *Tobin's Q Ratio*. Berdasarkan data 720 perusahaan nonfinansial di Amerika Serikat, mereka membuktikan bahwa perusahaan-

perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

Lebih lanjut Allayannis et al. (2001) melakukan penelitian untuk menganalisis kontribusi strategi *operational-hedge* dan *financial-hedge* dengan instrumen derivatif valuta asing terhadap *shareholder value* di 265 perusahaan. Mereka menyimpulkan strategi *financial-hedge* dapat mengurangi eksposur kurs. Perusahaan cenderung menggunakan *financial-hedge* untuk memproteksi usahanya dari risiko kurs. Penggunaan *operational-hedge* untuk melengkapi instrumen derivatif valuta asing akan meningkatkan *shareholder value*.

Kedia and Mozumdar (2003) menyimpulkan bahwa perusahaan yang ingin mengurangi permasalahan asimetri informasinya cenderung menerbitkan *foreign debt*. Di antara berbagai tipe *hedging*, *foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut. *Foreign debt* dapat mempengaruhi *leverage* perusahaan, sehingga harus mempertimbangkan struktur modalnya.

Clark and Judge (2005) mendapatkan temuan bahwa kebijakan *hedging* berkaitan positif signifikan dengan permasalahan *underinvestment*, biaya *financial distress*, eksposur, skala ekonomis; serta berhubungan negatif dengan likuiditas. Penelitian kedua Clark and Judge (2008) menganalisis penggunaan kombinasi derivatif dan *foreign debt* untuk membuktikan hipotesis bahwa *hedging* bertujuan untuk menghindari biaya *financial distress*.

Di Eropa, Aabo (2006) menganalisis determinan *foreign debt* dibandingkan dengan derivatif untuk *hedging* valuta asing. Peneliti menyimpulkan bahwa *foreign debt* berhubungan positif dengan eksposur valuta asing, ukuran perusahaan, dan biaya *financial distress*, namun berhubungan negatif dengan asimetri informasi.

Riset tentang kebijakan *hedging* terhadap *shareholder value* dilakukan Magee (2009). Berdasarkan sampel 408 perusahaan nonfinansial pada tahun 1996 hingga 2000, disimpulkan bahwa *hedging* berperan meningkatkan *shareholder value* jika *hedging* merupakan variabel eksogen. Namun jika dilakukan kontrol atas pengaruh *hedging* tahun sebelumnya, *hedging* tidak berpengaruh terhadap *shareholder value*. Penelitian ini menggarisbawahi pentingnya mengendalikan *feedback effect shareholder value* tahun sebelumnya terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian lain mengenai implikasi kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing dilakukan Aretz and Bartram (2010). Ia mengemukakan temuan bahwa *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing meningkatkan *shareholder value* jika *hedging* merupakan variabel eksogen. Namun jika dilakukan kontrol atas pengaruh *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing tahun sebelumnya, *hedging* tidak berpengaruh terhadap *shareholder value*.

Berdasarkan teori *contracting*, suatu transaksi derivatif merupakan kontrak penukaran pembayaran antarpihak, yang nilainya diturunkan dari nilai aset, tingkat referensi atau indeks. Sejumlah riset menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan derivatif valuta asing (Geczy et al. 1997); (Al-Shboul

and Alison 2009). Adapun berdasarkan teori *balancing*, pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Myers 1984). Konsep ini mendorong perusahaan menerbitkan *foreign debt*nya untuk *hedging* eksposur valuta asing. *Foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar 2003).

Adapun berdasarkan teori *signalling*, *shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan (Ross 1977). Kebijakan *hedging* direspon positif oleh pasar karena mencerminkan kestabilan fluktuasi arus kas dan kesinambungan operasional perusahaan dalam menghadapi fluktuasi valuta asing. Pasar menginterpretasikan kebijakan *hedging* sebagai kebijakan positif dan terjadi apresiasi harga saham perusahaan.

Berdasarkan kajian teoritis dan temuan penelitian empiris terdahulu, maka dikembangkan hipotesis berikut :

Hipotesis 3 :

Hedging berbasis hutang valuta asing berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

3.4 Pengaruh Permasalahan Keagenan terhadap *Shareholder Value* dengan Mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Menurut Baron and Kenny (1986), suatu variabel berfungsi sebagai mediasi jika memenuhi syarat berikut : 1) variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel mediasi, 2) variabel mediasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, 3) variabel independen dan variabel mediasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, dan 4) koefisien indirect effect lebih rendah daripada koefisien direct effect. Jika koefisien pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen (pengaruh langsung) tidak signifikan, maka variabel mediasi tersebut merupakan *single dominant mediator*. Jika koefisien pengaruh langsung signifikan, maka terdapat indikasi *multiple mediator* atau *partial mediator*. Dalam lingkup ilmu sosial, suatu fenomena cenderung memiliki beberapa variabel penyebab dan variabel mediasi. Variabel mediasi yang realistis adalah variabel mediasi yang secara signifikan menurunkan koefisien pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen.

3.4.1 Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Shareholder Value* dengan Mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Menurut *agency costs hypothesis*, kondisi *financial distress* akan menimbulkan biaya riil bagi manajemen, meningkatkan *agency costs*, dan cenderung mendorong manajemen mengalokasikan aset perusahaan untuk pembiayaan *financial distress* tersebut. Mendesaknya pembiayaan *financial distress*, mengakibatkan alokasi arus kas difokuskan pada *agency cost* sehingga

mengurangi jumlah hutangnya. Meskipun *foreign debt* dapat digunakan sebagai natural hedging untuk melindungi arus kas dari fluktuasi valuta asing, namun semakin tinggi *financial distress* akan menyebabkan semakin intensif kebijakan hedgingnya (Smith and Stulz 1997; Haushalter et al. 2002).

Smith and Stulz (1997) menyatakan bahwa peningkatan *financial distress* dapat meningkatkan ketidakstabilan arus kas. Arus kas dapat terganggu oleh faktor-faktor eksternal, seperti kurs valuta asing, harga komoditas, dan tingkat suku bunga sehingga mengganggu operasional perusahaan. Dalam situasi semacam ini, alokasi untuk kebijakan hedging akan menurun. Dengan demikian *financial distress* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

Dobson and Soenen (1993) berpendapat bahwa ketika perusahaan mengelola proyek dengan modal internasional, maka timbul ketidakpastian arus kas mendatang dalam mata uang domestik. Kebijakan *hedging* mengurangi ketidakpastian tersebut dengan cara menurunkan gejolak arus kas mendatang. Walaupun risiko tersebut nonsistematik, namun tidak hanya mempengaruhi risiko perusahaan. Hal tersebut juga berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

Haushalter et al. (2002) menemukan bahwa penggunaan derivatif komoditas berhubungan dengan penurunan biaya kebangkrutan sehingga akan meningkatkan *shareholder value*. Ia meneliti aktifitas *hedging* perusahaan minyak dan gas, dan mendokumentasikan berbagai kebijakan *hedging*. Allayannis and Ofek (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign*

debt karena mahalny biaya derivatif. Adapun Keloharju and Niskanen (2001) memperoleh temuan bahwa perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk *hedging* eksposur valuta asing. Penelitian Allayannis dan Weston (2001) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki *shareholder value* yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

Berdasarkan kajian literatur dan hasil penelitian empiris, maka dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi *financial distress*, maka semakin intensif perusahaan melaksanakan kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asingnya. Selain itu, semakin tinggi *financial distress*, maka semakin tinggi *return* yang ditawarkan, sehingga semakin tinggi pula harga saham. Adapun semakin intensif kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing akan direspon positif oleh pasar dalam apresiasi harga saham, sehingga semakin tinggi *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis berikut :

Hipotesis 4 :

Hedging berbasis hutang valuta asing memediasi pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value*.

3.4.2 Pengaruh *Underinvestment* terhadap *Shareholder Value* dengan Mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Geczy et al. (1997) melakukan penelitian dengan sampel 372 perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam *Fortune 500* pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing. Salah satu temuannya menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Allayannis and Weston (2001) menggunakan *least square dummy variabel model* dalam penelitian atas 720 perusahaan Amerika Serikat tahun 1990-1995. Temuan penelitiannya menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan.

Froot et al. (1993) dalam modelnya menyatakan bahwa pembiayaan eksternal lebih mahal daripada pembiayaan internal karena terkait dengan ketidaksempurnaan pasar. Ketidaksempurnaan biaya mengakibatkan *underinvestment* yang menyebabkan kerugian atas sejumlah investasi baru. Menurut Froot et al. (1993), problem pembiayaan eksternal yang mahal adalah masalah klasik *underinvestment*, di mana pemegang saham memutuskan untuk menolak proyek berisiko rendah jika mereka menilai bahwa keuntungan ekonomis akan beralih ke kreditur. *Underinvestment problem* lazimnya dialami perusahaan dengan oportunitas investasi yang besar.

Haushalter et al. (2002) menemukan bahwa penggunaan derivatif komoditas berhubungan dengan penurunan biaya kebangkrutan sehingga akan meningkatkan *shareholder value*. Ia meneliti aktifitas *hedging* perusahaan minyak dan gas, dan mendokumentasikan berbagai kebijakan *hedging*.

Allayannis and Ofek (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan yang memiliki risiko valuta asing yang lebih besar akan membutuhkan derivatif. Sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahal biaya derivatif. Adapun Keloharju and Niskanen (2001) memperoleh temuan bahwa

perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk meng*hedging* eksposur valuta asing. Penelitian Allayannis and Weston (2001) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki *shareholder value* yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

Berdasarkan kajian literatur dan hasil penelitian empiris, maka dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi *underinvestment*, maka semakin intensif perusahaan melaksanakan kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asingnya. Selain itu, semakin tinggi *underinvestment*, maka semakin tinggi *return* yang ditawarkan, sehingga semakin tinggi pula harga saham. Adapun semakin intensif kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing akan direspon positif oleh pasar dalam apresiasi harga saham, sehingga semakin tinggi *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis berikut :

Hipotesis 5 :

Hedging berbasis hutang valuta asing memediasi pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value*.

3.4.3 Pengaruh *Foreign Exchange Ratio* terhadap *Shareholder Value* dengan Mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Ketika suatu perusahaan multinasional memiliki kewajiban atau piutang dalam valuta asing dari transaksi internasionalnya, maka perusahaan tersebut menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut. Perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing tersebut menghadapi *foreign exchange risk*.

Timbulnya *foreign exchange risk* akan berpengaruh terhadap arus kas bersih perusahaan, dan pada akhirnya berdampak pada *shareholder value*.

Perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar dalam Fortune 500 pada tahun 1991 dan menghadapi eksposur valuta asing menjadi populasi penelitian Geczy et al. (1997). Sejumlah 372 perusahaan menjadi sampel dan salah satu temuannya menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Graham and Rogers (1999) meneliti 855 perusahaan di Amerika Serikat yang terdaftar dalam SEC's Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR) database dalam tahun 1995. Mereka menyatakan bahwa *foreign exchange risks* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dobson and Soenen (1993) berpendapat bahwa ketika perusahaan mengelola proyek dengan modal internasional, maka timbul ketidakpastian arus kas mendatang dalam mata uang domestik. Kebijakan *hedging* mengurangi ketidakpastian tersebut dengan cara menurunkan gejolak arus kas mendatang.

Allayannis and Ofek (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki risiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahal biaya derivatif. Adapun Keloharju and Niskanen (2001) menyimpulkan perusahaan meningkatkan *foreign debt*nya untuk meng*hedging* eksposur valuta asing.

Penelitian Allayannis and Weston (2001) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* memiliki nilai

perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*. Bahkan perusahaan-perusahaan yang mulai menerapkan *hedging* akan mengalami kenaikan nilai perusahaan dibandingkan perusahaan *nonhedging*.

Berdasarkan kajian literatur dan hasil penelitian empiris, maka dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi *foreign exchange ratio*, maka semakin intensif perusahaan melaksanakan kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asingnya. Selain itu, semakin tinggi *foreign exchange risk*, maka semakin tinggi *return* yang ditawarkan, sehingga semakin tinggi pula harga saham. Adapun semakin intensif kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing akan direspon positif oleh pasar dalam apresiasi harga saham, sehingga semakin tinggi *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis berikut :

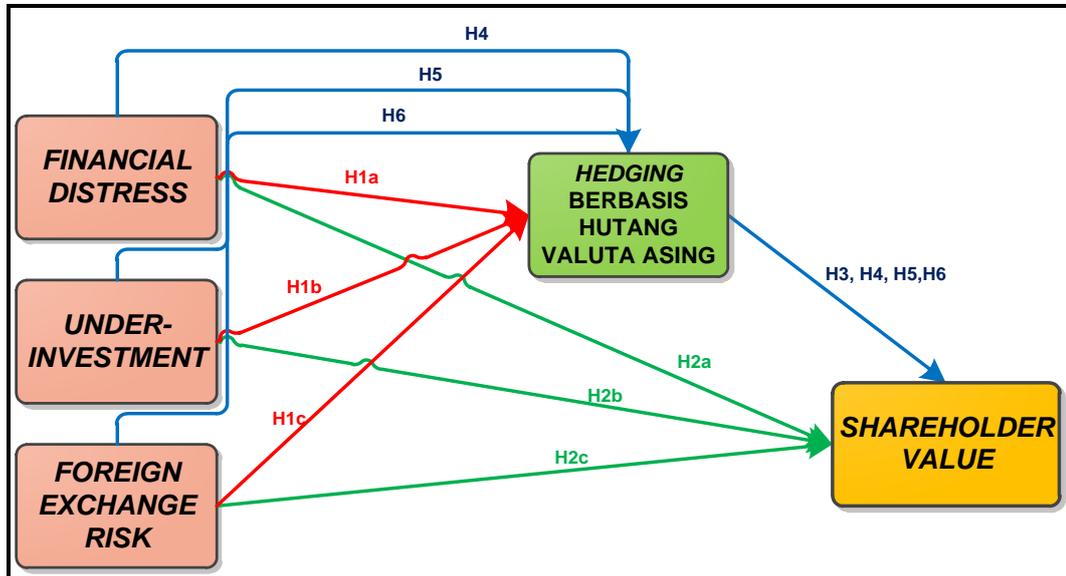
Hipotesis 6 :

Hedging berbasis hutang valuta asing memediasi pengaruh *foreign exchange ratio* terhadap *shareholder value*.

3.5 Model Penelitian Empiris

Kajian pustaka di atas telah menjelaskan hubungan kausalitas antar variabel permasalahan keagenan dan *shareholder value*, serta peran *hedging* berbasis hutang valuta asing dalam memediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*. Berdasarkan analisis serta sintesis, telah dirumuskan enam hipotesis dan disusun model penelitian empiris sebagaimana diilustrasikan dalam gambar berikut :

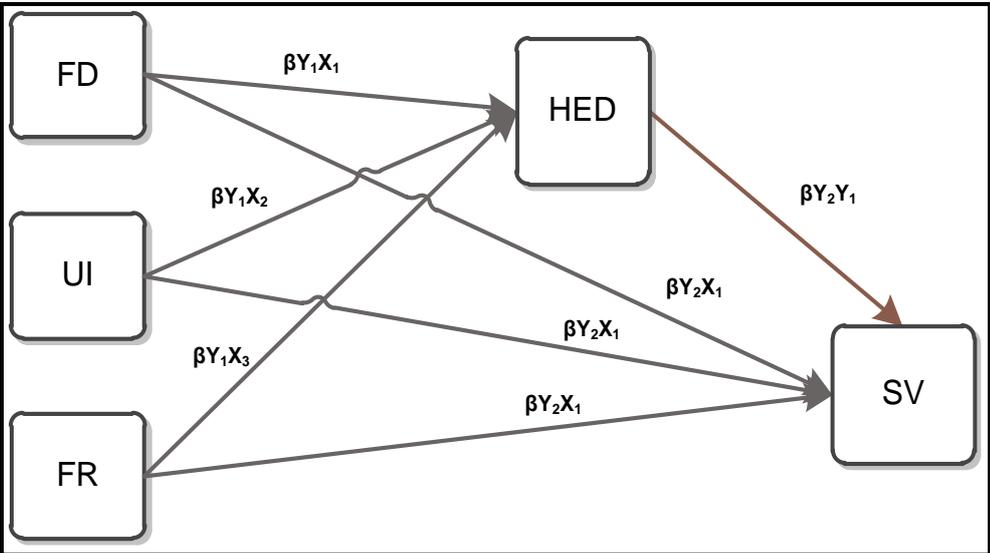
Gambar 3.1
Model Penelitian Empiris



Sumber : dikembangkan untuk penelitian ini.

Gambar 2.8 menunjukkan model penelitian empiris yang merupakan penjabaran dari usulan model teoretikal dasar (*the proposed grand theoretical model*) yang telah dikemukakan sebelumnya. Model penelitian empiris tersebut mengenai pengaruh *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* yang dimediasi *hedging* berbasis hutang valuta asing.

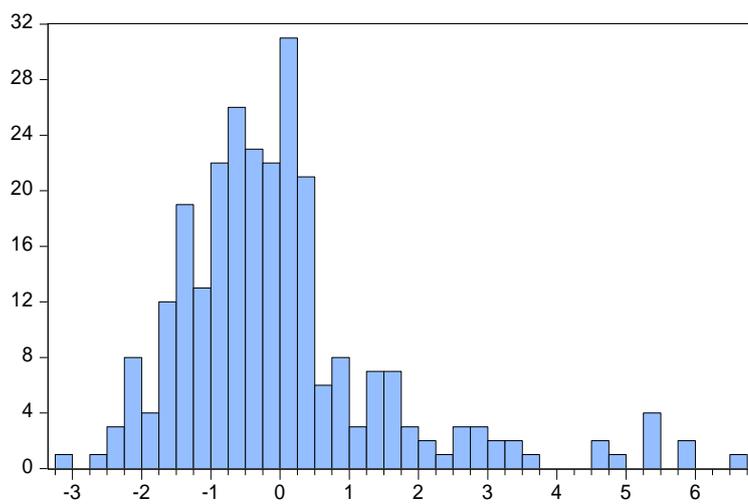
BAB 4
METODE PENELITIAN



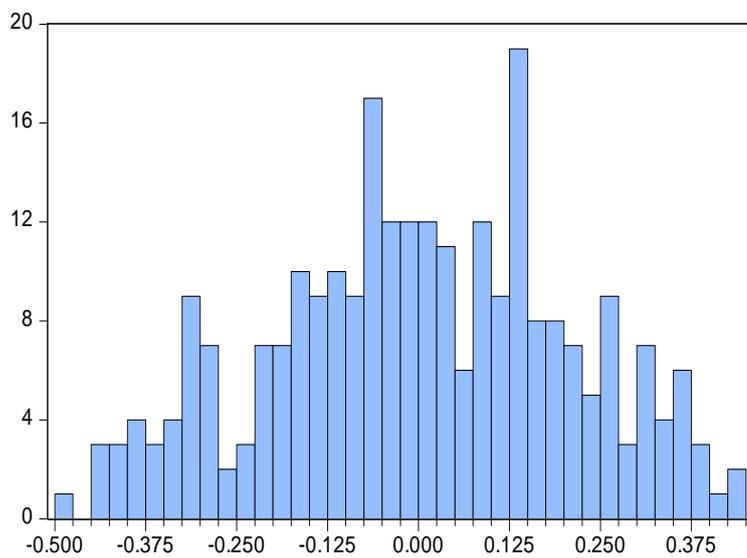
BAB 5

ANALISIS MEKANISME PENGARUH *AGENCY PROBLEMS*

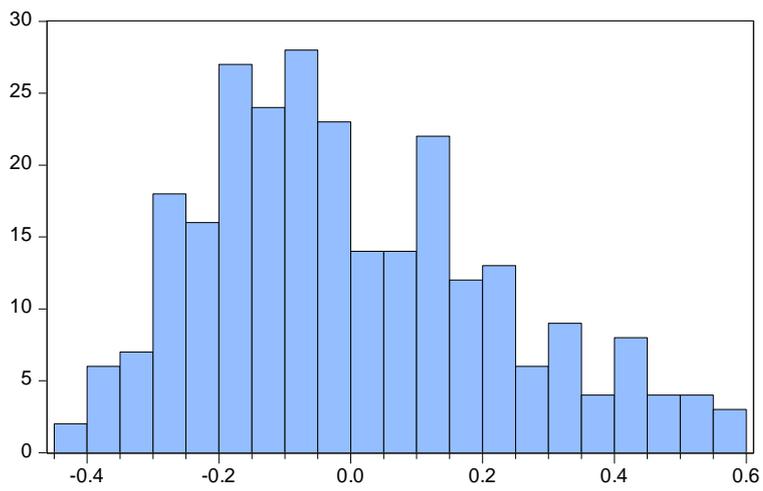
TERHADAP *SHAREHOLDER VALUE*



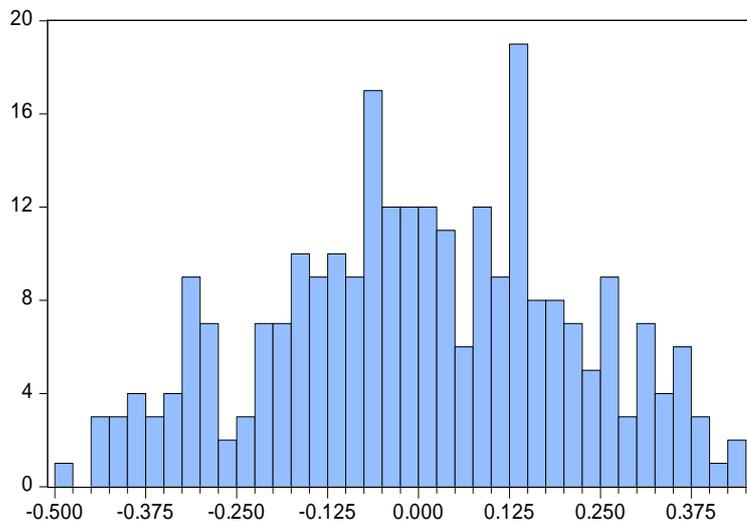
Series: Residuals	
Sample 1 264	
Observations 264	
Mean	-3.05e-16
Median	-0.248718
Maximum	6.638735
Minimum	-3.248967
Std. Dev.	1.586900
Skewness	1.611754
Kurtosis	6.499296
Jarque-Bera	248.9968
Probability	0.000000



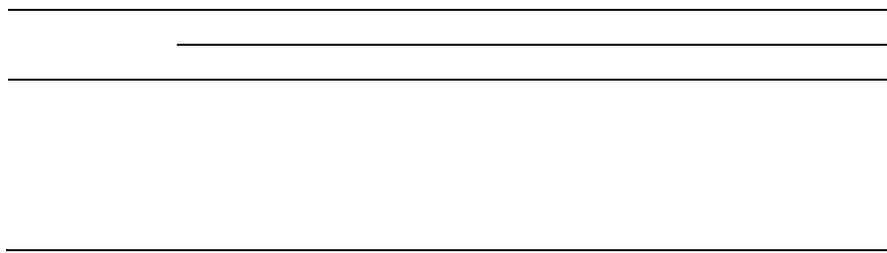
Series: Residuals	
Sample 1 264	
Observations 264	
Mean	4.41e-16
Median	0.000979
Maximum	0.435815
Minimum	-0.487939
Std. Dev.	0.207497
Skewness	-0.112291
Kurtosis	2.338228
Jarque-Bera	5.372169
Probability	0.068147

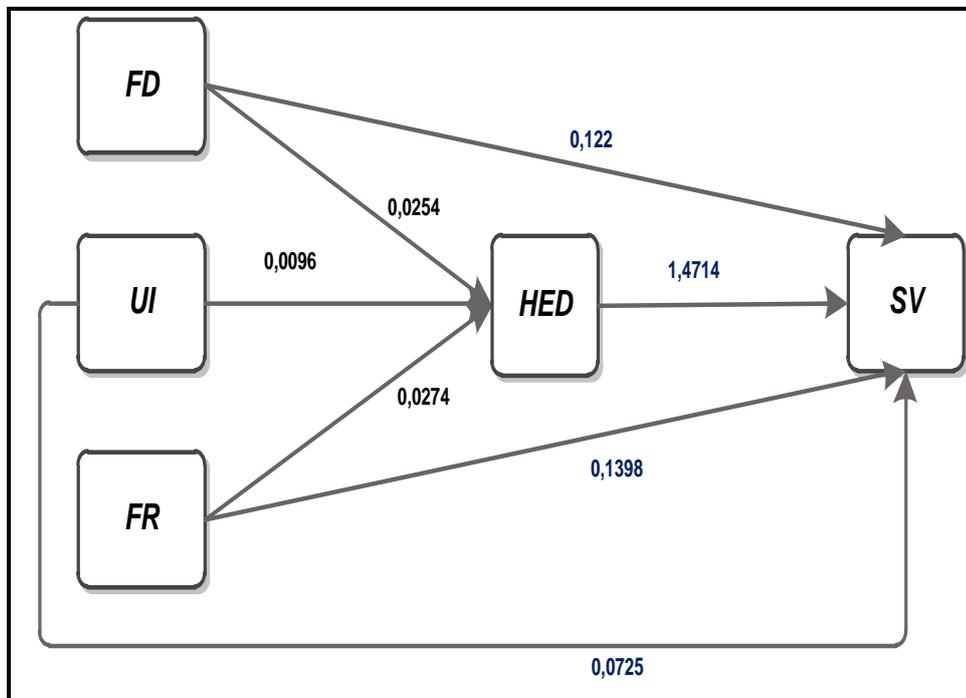


Series: Residuals	
Sample 1 264	
Observations 264	
Mean	8.03e-17
Median	-0.031869
Maximum	0.579548
Minimum	-0.417938
Std. Dev.	0.224753
Skewness	0.553739
Kurtosis	2.694756
Jarque-Bera	14.51648
Probability	0.000704



Series: Residuals	
Sample 1 264	
Observations 264	
Mean	4.41e-16
Median	0.000979
Maximum	0.435815
Minimum	-0.487939
Std. Dev.	0.207497
Skewness	-0.112291
Kurtosis	2.338228
Jarque-Bera	5.372169
Probability	0.068147





BAB 6

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

6.1 Hasil Pengujian Pengaruh Mekanisme *Agency Problems* terhadap Kebijakan *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

6.1.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1a

Hipotesis 1a menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing. Hipotesis ini mengacu pada teori *contracting* yang menyatakan bahwa *financial distress* menimbulkan *contracting costs*, yang meliputi sejumlah biaya langsung dan biaya tidak langsung (Smith and Stulz 1997). Situasi *financial distress* dapat berdampak pada kestabilan arus kas perusahaan, terutama jika pembiayaan operasional perusahaan menggunakan sumber dana eksternal dalam jangka panjang (Gonzales 2010). Selain itu, berdasarkan teori *hedging*, *financial distress* adalah salah satu alasan yang menyebabkan kinerja perusahaan dan nilai pasar berfluktuasi (Myers 1984); (Smith and Stulz 1997); (Haushalter 2002).

Hasil pengujian hipotesis 1a menyatakan bahwa pengaruh variabel *financial distress* terhadap variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,0254 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini sudah cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 1a karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,00059 dengan nilai signifikansi t sebesar 4,2541 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 1a dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris menemukan cukup bukti bahwa *financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing.

Hipotesis ini menindaklanjuti penelitian Gay and Nam (1998) yang menyatakan bahwa untuk mengurangi probabilitas *financial distress*, perusahaan cenderung menerapkan kebijakan *hedging*. Semakin tinggi *financial distress*, maka semakin tinggi pula intensitas *hedging* yang diterapkan perusahaan. Nguyen and Faff (2002) mengemukakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap penggunaan *hedging* dalam rangka meminimalisir resiko perusahaan. Jika *financial distress* dianggap berisiko, perusahaan akan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging*. Pramborg (2005) juga menyatakan bahwa *hedging* dapat mengurangi fluktuasi arus kas perusahaan.

Dalam penelitian ini, *financial distress* diproksi dengan *long term debt*. Peningkatan *long term debt* yang dipersepsikan mengandung eksposur fluktuasi valuta asing, dapat mengganggu arus kas perusahaan, sehingga cenderung disikapi perusahaan dengan meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing. Namun mengacu pada teori *balancing*, peningkatan intensitas *hedging* berbasis hutang valuta asing hendaknya memperhatikan struktur modal optimal. Dengan demikian, peningkatan *foreign debt* hendaknya tidak melebihi nilai *long term debt* perusahaan.

Berkaitan dengan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing, hasil uji empiris ini konsisten dengan temuan Bartram, Brown, dan Fehle (2004) serta

Clark dan Judge (2005) yang menyimpulkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap *hedging*. Adapun berkaitan dengan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*, hasil uji empiris ini mendukung penelitian Kedia dan Mozumdar (2003); Klimczak (2008); Otero et al. (2008) dan Schiozer dan Saito (2009) yang menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

6.1.2 Hasil Pengujian Hipotesis 1b

Hipotesis 1b menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada teori *contracting* bahwa untuk memaksimalkan kepentingan diri, para agen akan meminimalkan biaya keagenan melalui hubungan kontrak (Jensen and Meckling 1976).

Manajemen memiliki lebih banyak pengetahuan mengenai prospek perusahaan daripada investor, dan berkesempatan mentransfer nilai dari kreditur ke pemegang saham. Konflik *underinvestment problem* terjadi ketika perusahaan yang memiliki hutang menghindari proyek dengan NPV positif jika keuntungan proyek tersebut hanya mengalir ke kreditur. Dalam konteks ini, manajer perusahaan berkesempatan untuk membatasi skala investasi karena tambahan pendapatan dari investasi berikutnya hanya mengalir ke kreditur (Jensen 1986).

MacMinn (1987) menunjukkan bahwa kebijakan *hedging* yang tepat akan meningkatkan keamanan hutang dan memungkinkan pemegang saham menerima tambahan pendapatan dari investasi. Bessembinder (1991) menunjukkan bahwa

hedging mengurangi dorongan untuk *underinvestment* sehingga mengikat pengelola modal sendiri untuk menjalankan tambahan investasi dengan NPV positif.

Adapun teori *hedging* menyatakan bahwa *hedging* dapat mengurangi *underinvestment* sehingga mengkondisikan pengelola modal internal untuk menjalankan tambahan investasi dengan *net present value* positif. *Hedging* akan mengubah proyeksi pendapatan individu dari gagal bayar menjadi tidak gagal bayar, serta meningkatkan jumlah proyeksi pendapatan di mana pengelola modal internal adalah pemegang klaim residual (Pawlina 2010); (Brown et al 2011).

Hasil pengujian hipotesis 1b menyatakan bahwa pengaruh variabel *underinvestment* terhadap variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,0096 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini sudah cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 1b karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,0019 dengan nilai signifikansi t sebesar 4,8103 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 1b dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris menemukan cukup bukti bahwa *underinvestment* berpengaruh positif signifikan terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing. Jadi besarnya *capital expenditure* perusahaan dalam sampel penelitian ini mampu meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing. *Capital expenditure* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan fokus pada peningkatan investasi dan pertumbuhan kapasitas operasionalnya. Hal ini

berpotensi mengandung resiko terimbas fluktuasi kurs valuta asing, terutama jika *capital expenditure* dibiayai dengan sumber-sumber eksternal. Oleh karena itu, perusahaan menyikapi dengan meningkatkan intensitas kebijakan *hedging*nya.

Hipotesis mendukung penelitian Bessembinder (1991) yang menyimpulkan bahwa *hedging* mengurangi dorongan untuk *underinvestment* karena *hedging* akan mengubah proyeksi pendapatan dari gagal bayar menjadi tidak gagal bayar, serta meningkatkan jumlah proyeksi pendapatan. Selain itu Froot et al. (1993) berpendapat bahwa problem pembiayaan eksternal yang mahal adalah masalah klasik *underinvestment*, di mana pemegang saham akan menghindari proyek berisiko rendah jika dinilai keuntungan ekonomis akan beralih ke kreditur. Manajemen risiko perusahaan dapat mengelola permasalahan ini dengan kebijakan *hedging*.

Hasil uji empiris juga mendukung temuan Allayannis and Ofek (2001) serta Schiozer and Saito (2009) bahwa perusahaan-perusahaan yang menghadapi eksposur valuta asing yang tinggi lebih cenderung menggunakan *foreign debt* untuk kebijakan *hedging*nya; dan *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*. Selain itu, hasil uji empiris tersebut juga sejalan dengan penelitian Davies et al. (2006); Hu and Wang (2006); Clark and Judge (2008) yang menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

6.1.3 Hasil Pengujian Hipotesis 1c

Hipotesis 1c menyatakan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan. Hipotesis ini mengacu teori *contracting* bahwa kontrak-kontrak dengan denominasi valuta asing menjadi suatu kelaziman sehingga urgensi pengelolaan eksposur valuta asing sangat meningkat. Perusahaan multinasional dipastikan menghadapi eksposur valuta asing karena arus kasnya dalam mata uang setempat akan terpengaruh kontrak kewajiban atau piutangnya tersebut (Magee 2009). Adapun berdasarkan teori *hedging*, *foreign exchange risks* menjadi penyebab fluktuasi arus kas dan mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang melakukan transaksi perdagangan internasional akan berupaya mengelola *foreign exchange risks* tersebut dan terdorong untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Allayannis and Weston 2001); (Al-Shboul and Alison 2009); (Clark and Mefteh 2011); serta (Rossi 2011).

Hasil pengujian hipotesis 1c menyatakan bahwa pengaruh variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,0274 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini belum cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 1c karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,0395 dengan nilai signifikansi t sebesar 0,6926 dan nilai probabilitas sebesar 0,4894 yang berarti pengaruh tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 1c dapat dinyatakan ditolak atau

tidak dapat diterima. Walaupun hubungan kausalitas tidak bermakna namun arah hubungan kausalitas adalah positif.

Foreign exchange risk diukur dengan *foreign sales to total sales ratio* yang mencerminkan komposisi pendapatan dari transaksi internasional dibandingkan total penjualannya. Dalam penelitian ini, *foreign sales to total sales ratio* tidak terbukti dapat meningkatkan kebijakan *hedging* perusahaan. Hal ini disebabkan sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel penelitian, pendapatan dari transaksi internasionalnya tidak dominan dibandingkan total pendapatannya, sehingga variabel ini bukan menjadi determinan kebijakan *hedging* perusahaan.

6.2 Hasil Pengujian Pengaruh Mekanisme *Agency Problems* terhadap *Shareholder Value*

Pembahasan subbab ini mengungkapkan hasil pengujian pengaruh mekanisme *agency problems* terhadap *shareholder value*. Mekanisme *agency problems* diproksi dengan *Financial Distress (FD)*, *Underinvestment (UI)*, dan *Foreign Exchange Risk (FR)*. Adapun *shareholder value* diproksi dengan *Market-to-Book-Value of Equity Ratio*. Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk tiga hipotesis pertama dari penelitian ini. Berikut adalah pembahasan atas hasil pengujian hipotesis 2a, 2b, dan 2c.

6.2.1 Hasil Pengujian Hipotesis 2a

Hipotesis 2a menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada *positive theory of risk management*, yakni *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang menganalisis hubungan antara *risk* dan *return* dalam aset yang beresiko. Pada perusahaan dengan kinerja finansial baik, struktur modal tertentu dapat dipersepsikan mengandung resiko tinggi tetapi justru harga sahamnya terapresiasi. Hal ini terjadi karena resiko tinggi cenderung dihindari mayoritas investor, sehingga ditawarkan *return* yang lebih tinggi juga (Lintner 1965). *Financial distress* yang tinggi mengandung resiko yang tinggi sehingga pasar mengharapkan *return* yang tinggi juga, sehingga harga saham meningkat.

Hipotesis ini juga merujuk pada *shareholder value hypothesis* yang memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dilakukan untuk tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan mengelola *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002).

Adapun *shareholder value* dapat dijelaskan berdasarkan teori *signalling*. *Shareholder value* sebagai salah satu tolok ukur kinerja finansial perusahaan mencerminkan interpretasi pasar atas sinyal informasi yang dipublikasikan perusahaan. Perusahaan membiayai proyeknya dengan hutang atau ekuitas dalam jumlah tertentu, selanjutnya pasar menginterpretasikan komposisi tersebut serta kinerja finansial dalam apresiasi harga saham perusahaan (Ross 1977).

Hasil pengujian hipotesis 2a menyatakan bahwa pengaruh variabel *financial distress* terhadap variabel *shareholder value* perusahaan ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,1594 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini sudah cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 2a karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,0377 dengan nilai signifikansi t sebesar 4,2245 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2a dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris menemukan cukup bukti bahwa *financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap *shareholder value*. Jadi besarnya *financial distress* perusahaan dalam sampel penelitian ini mampu meningkatkan *shareholder value*. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan *long term debt* akan meningkatkan *shareholder value* perusahaan.

Long term debt yang tinggi mencerminkan resiko tinggi, namun juga mencerminkan ekspansifnya operasional perusahaan dan sinyal manajemen pada investor bahwa kinerja finansial perusahaan berada dalam kondisi baik. Dengan demikian, pasar mengapresiasi positif *long term debt* yang tergambar dalam peningkatan kapitalisasi pasar perusahaan. Hal ini mendukung teori *contracting* bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan *shareholder value*, karena hutang dapat lebih mengontrol biaya keagenan. Hasil uji empirik hipotesis ini konsisten dengan penelitian Geczy et al. (1997); Graham and Rogers (1999); Allayannis and Weston (2001); serta Haushalter et al. (2002)..

6.2.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2b

Hipotesis 2b menyatakan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada *positive theory of risk management*, yakni *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang menganalisis hubungan antara *risk* dan *return* dalam aset yang beresiko. Pada perusahaan dengan kinerja finansial baik, struktur modal tertentu dapat dipersepsikan mengandung resiko tinggi tetapi justru harga sahamnya terapresiasi. Hal ini terjadi karena resiko tinggi cenderung dihindari mayoritas investor, sehingga ditawarkan *return* yang lebih tinggi juga (Lintner 1965). *Underinvestment* yang tinggi mengandung resiko yang tinggi sehingga pasar mengharapkan *return* yang tinggi juga, sehingga harga saham meningkat.

Hipotesis ini juga merujuk pada *shareholder value hypothesis* yang memiliki perspektif bahwa *hedging* dilakukan untuk tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan mengelola *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002).

Hasil pengujian hipotesis 2b menyatakan bahwa pengaruh variabel *underinvestment* terhadap variabel *shareholder value* perusahaan ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,0867 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini sudah cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 2b karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,0126 dengan nilai signifikansi t sebesar 6,0867 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan hasil

pengujian secara empiris, maka hipotesis 2b dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris menemukan cukup bukti bahwa *underinvestment* berpengaruh positif signifikan terhadap *shareholder value*. Jadi besarnya *capital expenditure* perusahaan dalam sampel penelitian ini mampu meningkatkan *shareholder value*. Hal ini mengindikasikan bahwa *shareholder value* akan meningkat apabila perusahaan memiliki *capital expenditure* tinggi.

Hasil uji empirik ini konsisten dengan pandangan Froot et al. (1993) serta Bradley (1984) yang mengemukakan bahwa *underinvestment* terjadi ketika biaya-biaya eksternal untuk pembiayaan eksternal meningkat dalam jumlah sedemikian rupa sehingga menyebabkan perusahaan tidak jadi mengambil kesempatan investasi dengan *net present value* positif karena ketidakefisienan arus kas internal. Pergerakan valuta asing dapat menyebabkan terjadinya gejolak eksternal yang berdampak pada fluktuasi arus kas dan *shareholder value*.

Capital expenditure sebagai proksi *underinvestment* dalam penelitian ini, menunjukkan pengeluaran yang digunakan untuk membeli aset tetap, menambah nilai aset tetap, meningkatkan kapasitas produksinya, atau meningkatkan efisiensi operasi onalnya. Perusahaan dengan *capital expenditure* tinggi mencerminkan perusahaan memiliki peluang investasi dan pertumbuhan yang bagus. Perusahaan dengan peluang investasi dan pertumbuhan yang baik, cenderung akan mengalami peningkatan *shareholder value*. Pasar mengapresiasi *capital expenditure* yang tinggi dengan nilai kapitalisasi pasar yang tinggi, sehingga meningkatkan *shareholder value* perusahaan. Hasil uji empiris ini mendukung penelitian Geczy et al. (1997); Allayannis and Weston (2001); Graham and Rogers (2002); Davies

et al. (2006); Hu and Wang (2006); serta Clark and Judge (2008) yang memperoleh temuan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*.

6.2.3 Hasil Pengujian Hipotesis 2c

Hipotesis 2c menyatakan bahwa *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada teori internasionalisasi yang merumuskan konsep bahwa *multinationality* berperan dalam penentuan *shareholder value*. Bodnar et al. (1997) menganalisis pengaruh *multinationality* terhadap nilai perusahaan. Jika perusahaan multinasional memiliki kewajiban atau piutang dalam valuta asing dari transaksi internasionalnya, maka akan menghadapi eksposur valuta asing. Kontrak dengan denominasi valuta asing sangat lazim sehingga pengelolaan eksposur valuta asing sangat urgen. Perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing menghadapi *foreign exchange risk*. Mengacu pada *positive theory of risk management*, yakni *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang menganalisis hubungan antara *risk* dan *return* dalam aset yang beresiko, perusahaan dengan kinerja finansial baik, struktur modal tertentu dapat dipersepsikan mengandung resiko tinggi tetapi justru harga sahamnya terapresiasi. Hal ini terjadi karena resiko tinggi cenderung dihindari mayoritas investor, sehingga ditawarkan *return* yang lebih tinggi juga (Lintner 1965). *Foreign exchange risk* yang tinggi mengandung resiko yang tinggi sehingga pasar mengharapakan *return* yang tinggi juga, sehingga harga saham meningkat.

Hasil pengujian hipotesis 2c menyatakan bahwa pengaruh variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *shareholder value* perusahaan ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,1801 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini belum cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 2c karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,1801 dengan nilai signifikansi t sebesar 0,7201 dan nilai probabilitas sebesar 0,4723 yang berarti pengaruh tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2c dapat dinyatakan ditolak atau tidak dapat diterima.

Foreign exchange risk diukur dengan *foreign sales to total sales ratio* yang mencerminkan komposisi pendapatan dari transaksi internasional dibandingkan total penjualannya. Dalam penelitian ini, terbukti *foreign sales to total sales ratio* berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan, namun tidak signifikan. Sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel penelitian, pendapatan dari transaksi internasionalnya tidak dominan dibandingkan total pendapatannya, sehingga variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *shareholder value* perusahaan. Hasil uji empiris ini tidak mendukung temuan penelitian Geczy et al. (1997); Graham and Rogers (1999); Allayannis and Weston (2001); Haushalter et al. (2002); Suriawinata (2004); Pramborg (2005); Berry (2006); Eldomiaty et al. (2006); serta Clark and Judge (2008) dalam signifikansi.

6.3 Hasil Pengujian Pengaruh *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing terhadap *Shareholder Value*

6.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis 3 menyatakan bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing berpengaruh positif terhadap *shareholder value* perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada teori *contracting* dan teori *balancing*. Berdasarkan teori *contracting*, suatu transaksi derivatif merupakan kontrak penukaran pembayaran antarpihak, yang nilainya diturunkan dari nilai aset, tingkat referensi atau indeks. Sejumlah riset menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan derivatif valuta asing (Geczy et al. 1997); (Al-Shboul and Alison 2009). Adapun berdasarkan teori *balancing*, pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Myers 1984). Konsep ini mendorong perusahaan menerbitkan *foreign debt* untuk *hedge* eksposur valuta asing. *Foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar 2003).

Hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan bahwa pengaruh variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing terhadap variabel *shareholder value* perusahaan

ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 1,4714 dalam arah hubungan yang positif. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini sudah cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 3 karena hasil analisis menunjukkan nilai *standard error* sebesar 0,4414 dengan nilai signifikansi t sebesar 3,3329 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 3 dinyatakan dapat diterima. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris menemukan cukup bukti bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing berpengaruh positif signifikan terhadap *shareholder value*. *Hedging* berbasis hutang valuta asing diproksi dengan *foreign debt to total assets ratio*, yang menunjukkan efektifitas penggunaan hutang dalam denominasi valuta asing dibandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Peningkatan *foreign debt to total assets ratio* mampu meningkatkan *shareholder value*.

Dalam penelitian ini, *hedging* berbasis hutang valuta asing diproksi dengan interaksi antara *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*, yang menunjukkan *foreign debt to total assets ratio*. Tingginya *hedging* berbasis hutang valuta asing berkontribusi dalam peningkatan *shareholder value* perusahaan. Hasil uji empiris ini mendukung temuan Haushalter (2000); Allayannis and Ofek (2001); Keloharju and Niskanen (2001); Allayannis and Weston (2001); Kedia and Mozumdar (2003); Clark and Judge (2008); Eldomiaty et al. (2006); Aabo (2006); Magee (2009); Aretz and Bartram (2010).

6.3.2 Hasil Pengujian Peran Mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing dalam Pengaruh Mekanisme *Agency Problems* terhadap *Shareholder Value*

Pembahasan subbab ini mengungkapkan hasil pengujian peran mediasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing dalam pengaruh mekanisme *agency problems* terhadap *Shareholder Value*. Mekanisme *agency problems* diproksi dengan *Financial Distress (FD)*, *Underinvestment (UI)*, dan *Foreign exchange risk (BR)*. *Shareholder Value (SV)* diproksi dengan *Market-to-Book Value of Equity Ratio*. Adapun *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing (HED) diproksi dengan interaksi antara *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk hipotesis 4, 5, dan 6.

6.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis 4 menyatakan bahwa pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada *shareholder value hypothesis* yang memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dilakukan untuk tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan mengelola *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002).

Hipotesis ini dirumuskan karena temuan-temuan penelitian tentang pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang

tidak konsisten. Sebagaimana telah dikemukakan dalam *research gap* pada bab pertama dari penelitian ini, diketahui bahwa berbagai temuan hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Financial distress dengan proksi *long term debt* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*. Semakin tinggi *long term debt*, pasar mengapresiasi positif karena mencerminkan kinerja finansial yang terpercaya, yang meningkatkan kapitalisasi pasar, sehingga semakin tinggi pula *shareholder value* perusahaan (Haushalter 2002); (Allayannis and Weston 2001); (Bartram 2009); (Lin & Smith, 2007).

Hasil pengujian dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung variabel *financial distress* terhadap variabel *shareholder value* dengan pengaruh tidak langsung melalui *hedging* berbasis hutang valuta asing. Nilai koefisien pengaruh langsung variabel *financial distress* terhadap variabel *shareholder value* sebesar 0,1220 dan pengaruhnya signifikan. Sedangkan nilai koefisien pengaruh tidak langsung antara variabel *financial distress* terhadap variabel *shareholder value* adalah sebesar 0,0373 dan pengaruhnya signifikan. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung lebih kecil daripada nilai koefisien pengaruh langsung sehingga mengindikasikan variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing berperan sebagai *partial mediator*. Hasil analisis ini diperkuat dengan Uji Sobel yang membuktikan bahwa koefisien mediasi sebesar 0,0373 adalah signifikan. Dengan demikian *hedging* berbasis hutang valuta asing terbukti sebagai pemediasi

pengaruh variabel *financial distress* terhadap variabel *shareholder value*. Hal ini menunjukkan bahwa *financial distress* berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing sehingga akan meningkatkan *shareholder value*.

Analisis jalur pada model penelitian empiris menunjukkan bahwa variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing paling dominan berperan sebagai mediasi ketika memediasi pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value*. Temuan ini memberikan bukti empiris kekuatan *financial distress* mampu berpengaruh positif terhadap kebijakan manajemen resiko perusahaan sehingga meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing. *Hedging* berbasis hutang valuta asing yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen resiko perusahaan responsif terhadap eksposur valuta asing yang dihadapinya, sehingga membawa dampak pada peningkatan *shareholder value*.

6.3.4 Hasil Pengujian Hipotesis 5

Hipotesis 5 menyatakan bahwa pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada *shareholder value hypothesis* yang memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dilakukan dengan tujuan memaksimalkan *shareholder value* dengan mengelola *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002).

Hipotesis ini dirumuskan karena temuan-temuan penelitian tentang pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang

tidak konsisten. Sebagaimana telah dikemukakan dalam *research gap* pada bab pertama dari penelitian ini, diketahui bahwa berbagai temuan hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Penelitian ini menggunakan *capital expenditure* sebagai proksi *underinvestment* yang mencerminkan peluang investasi dan pertumbuhan perusahaan. *Capital expenditure* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan fokus pada peningkatan investasi dan pertumbuhan kapasitas operasionalnya. Hal ini berpotensi mengandung resiko terimbas fluktuasi kurs valuta asing, terutama jika *capital expenditure* dibiayai dengan sumber-sumber eksternal. Oleh karena itu, perusahaan menyikapi dengan meningkatkan intensitas kebijakan *hedging*nya. Kondisi ini mendorong semakin meningkatnya harga saham, sehingga semakin meningkat pula *shareholder value* perusahaan (Graham 2002); (Suriawinata 2004); (Davies 2006); (Hu 2006); (Clark 2008); (Schiozer 2009).

Hasil pengujian dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung variabel *underinvestment* terhadap variabel *shareholder value* dengan pengaruh tidak langsung melalui *hedging* berbasis hutang valuta asing. Nilai koefisien pengaruh langsung variabel *underinvestment* terhadap variabel *shareholder value* sebesar 0,0726 dan pengaruhnya signifikan. Sedangkan nilai koefisien pengaruh variabel *underinvestment* terhadap variabel *shareholder value* secara tidak langsung adalah sebesar 0,0141 dan pengaruhnya signifikan. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung lebih kecil daripada nilai koefisien pengaruh

langsung, sehingga mengindikasikan variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing berperan sebagai *partial mediator*. Hasil analisis ini diperkuat dengan Uji Sobel yang membuktikan bahwa koefisien mediasi sebesar 0,0141 adalah signifikan. Dengan demikian *hedging* berbasis hutang valuta asing terbukti sebagai pemediasi pengaruh variabel *underinvestment* terhadap variabel *shareholder value*. Hal ini menunjukkan bahwa *underinvestment* berpengaruh positif terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing sehingga akan meningkatkan *shareholder value*.

Analisis jalur menunjukkan bahwa selain menjadi pemediasi pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value*, variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing juga menjadi pemediasi pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value*. Temuan ini memberikan bukti empiris kekuatan *underinvestment* mampu berpengaruh positif terhadap kebijakan manajemen resiko perusahaan sehingga meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing. *Hedging* berbasis hutang valuta asing yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen resiko perusahaan responsif terhadap eksposur valuta asing yang dihadapinya, sehingga membawa dampak pada peningkatan *shareholder value*.

6.3.5 Hasil Pengujian Hipotesis 6

Hipotesis 6 menyatakan bahwa pengaruh *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan. Hipotesis ini mengacu pada *shareholder value hypothesis* yang memiliki perspektif bahwa kebijakan *hedging* dilakukan dengan tujuan

memaksimalkan *shareholder value* dengan mengelola *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* (DeMarzo and Duffie 1995); (Breedon and Viswanathan 1996); (Tufano 1996); (Fatemi and Luft 2002).

Hipotesis ini dirumuskan karena temuan-temuan penelitian tentang pengaruh *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Sebagaimana telah dikemukakan dalam *research gap* pada bab pertama dari penelitian ini, diketahui bahwa berbagai temuan hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Penelitian ini menggunakan *foreign sales to total sales ratio* sebagai proksi *foreign exchange risk*. Ratio tersebut menunjukkan komposisi pendapatan dari transaksi internasional dibandingkan total pendapatannya, sehingga mencerminkan resiko arus kas perusahaan. Perusahaan yang mengelola *foreign sales to total sales ratio* dengan menerapkan kebijakan *hedging*, akan dapat terhindar dari fluktuas arus kas sehingga dapat meningkatkan *shareholder value* perusahaan (Geczy 1997); (Suriawinata 2004); (Pramborg 2005); (Clark 2008); (Afza 2011). Adapun sejumlah penelitian yang lain menyatakan bahwa kebijakan *hedging* belum tentu diterapkan perusahaan yang menghadapi *foreign exchange risk* dari transaksi internasionalnya. Perusahaan yang arus kasnya berfluktuasi akibat komposisi *foreign sales to total sales ratio* yang tidak memadai, justru dapat mengakibatkan penurunan *shareholder value* perusahaan (Nance 1993); (Tufano 1996).

Hasil pengujian dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *shareholder value* dengan pengaruh tidak langsung melalui *hedging* berbasis hutang valuta asing. Nilai koefisien pengaruh langsung variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *shareholder value* sebesar 0,1398. Sedangkan nilai koefisien pengaruh variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *shareholder value* secara tidak langsung adalah sebesar 0,0403. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung lebih kecil daripada nilai koefisien pengaruh langsung, sehingga mengindikasikan bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing berperan sebagai *partial mediator*. Namun Uji Sobel yang membuktikan bahwa koefisien mediasi sebesar 0,0403 adalah tidak signifikan signifikan. Dengan demikian *hedging* berbasis hutang valuta asing tidak terbukti sebagai pemediasi pengaruh variabel *foreign exchange risk* terhadap variabel *shareholder value*.

Hasil uji empiris ini menunjukkan bahwa dampak *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* secara langsung lebih dominan dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* melalui *hedging* berbasis hutang valuta asing.

6.4 Kontribusi Hasil Penelitian Terhadap Upaya Pengembangan Teori dan Implementasi *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Tujuan pengelolaan keuangan perusahaan secara normatif adalah untuk meningkatkan *shareholder value*. Pemilik perusahaan mendelegasikan

kewenangannya kepada manajer dalam pengelolaan perusahaan dengan tujuan kemakmuran pemegang saham. Namun dalam operasional perusahaan, terdapat perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajer yang menimbulkan *agency problems*. Fenomena ini kontraproduktif dengan tujuan maksimalisasi *shareholder value*. Sementara itu, perusahaan juga menghadapi eksposur valuta asing sebagai dampak transaksi internasionalnya.

Konsep *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing memberikan kontribusi pada pengembangan teori *contracting* dan teori *balancing*. Konsep *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing merupakan derivasi dari sintesis teori *contracting* dan teori *balancing* yang terkait dengan maksimalisasi *shareholder value*. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing merupakan sinkronisasi penerapan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dipadukan dengan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan *foreign debt* diterapkan perusahaan multinasional yang menghadapi permasalahan keagenan terkait eksposur valuta asing yang dialaminya. Derivatif valuta asing digunakan untuk *hedge* resiko valuta asing akibat kemungkinan fluktuasi nilai mata uang yang mendenominasi aktiva dan kewajiban perusahaan. Adapun *foreign debt* digunakan sebagai *natural hedging* karena perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi resiko valuta asing tersebut. *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang merupakan sinkronisasi kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan *foreign debt* diharapkan

dapat berdampak lebih sinergis dibandingkan jika hanya diterapkan kebijakan *hedging* secara parsial.

Dengan perannya yang dapat mengelola permasalahan keagenan, maka *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berkontribusi dalam mengamankan arus kas perusahaan. Stabilitas arus kas perusahaan berdampak signifikan terhadap peningkatan *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian, *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing yang merupakan sinkronisasi derivatif valuta asing dan *foreign debt* terbukti secara empiris dapat menjadi pemediasi pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*. Temuan penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam mengisi *gap* tentang pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value*.

Mekanisme *agency problems* melalui *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan manajemen resiko perusahaan sehingga perusahaan menerapkan *hedging* berbasis hutang valuta asing. *Hedging* berbasis hutang valuta asing yang tinggi mengindikasikan bahwa manajemen resiko perusahaan responsif terhadap *agency problems* yang dihadapinya, sehingga dapat meningkatkan *shareholder value*. Temuan hasil penelitian ini berkontribusi dalam teori keagenan dan teori *balancing*, yaitu dapat mengelola *agency problems* dan menerapkan kebijakan *hedging* yang memperhatikan struktur modal.

BAB 7

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

7.1 Kesimpulan

7.1.1 Pengaruh *Agency Problems* terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing

Mekanisme *agency problems* diproksi dengan *Financial Distress*, *Underinvestment*, dan *Foreign Exchange Risk*. Adapun *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing diproksi dengan interaksi *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 1, yaitu apakah *agency problems* berpengaruh positif terhadap *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing? Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk hipotesis 1 yang diuraikan menjadi hipotesis 1a, 1b, dan 1c.

Hasil pengujian hipotesis 1a menyatakan bahwa pengaruh *financial distress* terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing menunjukkan arah koefisien positif dan signifikan. Jadi tingginya *financial distress* yang dalam penelitian ini diproksi dengan *long term debt*, mampu meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan sebagaimana dikemukakan Bartram et al. (2004); Clark and Judge (2005); Kedia and Mozumdar (2003); Klimczak (2008); serta Schiozer and Saito (2009).

Hasil pengujian hipotesis 1b menyatakan bahwa pengaruh *underinvestment* terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing menunjukkan arah

koefisien positif dan signifikan. Jadi tingginya *underinvestment*, yang dalam penelitian ini diproksi dengan *capital expenditure* mampu meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan sebagaimana dikemukakan Allayannis and Ofek (2001); Schiozer and Saito (2009) Davies et al. (2006); Hu and Wang (2006); serta Clark and Judge (2008).

Hasil pengujian hipotesis 2c menyatakan bahwa pengaruh *foreign exchange risk* terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing menunjukkan arah koefisien positif namun tidak signifikan. Jadi tingginya *foreign exchange risk*, yang dalam penelitian ini diproksi dengan *foreign sales to total sales ratio* belum mampu berperan secara signifikan dalam meningkatkan *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan sebagaimana dikemukakan Froot et al. (1993), Getzy et al. (1997), dan Haushalter et al. (2002).

Hasil analisis menunjukkan bahwa model yang paling tepat dalam mengilustrasikan pengaruh *agency problems* terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing adalah *Cross Section Fixed Effect Model*. Model ini mengakomodasikan karakteristik setiap unit perusahaan dengan adanya intersep bervariasi antarperusahaan. Perbedaan karakteristik tersebut menunjukkan perbedaan kinerja finansial dan strategi manajerial yang berbeda antarperusahaan. Walaupun intersep antarperusahaan berbeda, namun intersep perusahaan tidak bervariasi antarwaktu karena periode penelitian ini hanya mencakup empat tahun.

Variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap *hedging* berbasis hutang valuta asing perusahaan adalah *financial distress*, yang dalam penelitian ini diproksi dengan *long term debt*. Dengan demikian, perusahaan harus

mempertahankan struktur modal optimal dengan *long term debt* pada tingkat yang *feasible* karena dalam keputusan pembiayaan dan investasi, investor menilai kinerja perusahaan dengan mempersepsikannya dengan *long term debt*. Semakin tinggi *long term debt*, perusahaan semakin terdorong menerapkan kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing, untuk mengamankan posisi hutangnya yang tinggi dan mengamankan kepastian pembayarannya.

7.1.2 Pengaruh *Agency Problems* terhadap *Shareholder Value*

Mekanisme *agency problems* diproksi dengan *financial distress*, *underinvestment*, dan *foreign exchange risk*. Adapun *shareholder value* diproksi dengan *Market-to-Book-Value of Equity Ratio*. Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 2, yaitu apakah *agency problems* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*? Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk hipotesis 2 yang diuraikan menjadi hipotesis 2a, 2b, dan 2c.

Hasil pengujian hipotesis 2a menyatakan bahwa pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value* menunjukkan arah koefisien yang positif dan signifikan. Dalam penelitian ini, *financial distress* diproksi dengan *long term debt*. Jadi tingginya *long term debt* menunjukkan pemberdayaan sumber eksternal untuk membiayai proyek-proyek perusahaan, sebagai sinyal manajemen kepada investor mengenai primanya kinerja finansial perusahaan, dan diharapkan menghasilkan *return* yang tinggi, sehingga memicu peningkatan *shareholder*

value perusahaan sebagaimana dikemukakan Geczy et al. (1997); Graham and Rogers (1999); Allayannis and Weston (2001); Haushalter et al. (2002); Bartram et al. (2004) Suriawinata (2004); Berry (2006); Allayannis et al. (2009) serta Khediri (2010).

Hasil pengujian hipotesis 2b menyatakan bahwa pengaruh *underinvestment* terhadap *shareholder value* menunjukkan arah koefisien positif dan signifikan. Dalam penelitian ini, *underinvestment* diproksi dengan *capital expenditure*. Jadi tingginya *capital expenditure* mendorong ekspansi bisnis dan meningkatkan pertumbuhan perusahaan, sehingga memicu peningkatan *shareholder value* perusahaan sebagaimana dikemukakan Geczy et al. (1997); Allayannis and Weston (2001); Graham and Rogers (2002); Davies et al. (2006); Hu and Wang (2006); serta Clark and Judge (2008).

Hasil pengujian hipotesis 2c menyatakan bahwa pengaruh *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* menunjukkan arah koefisien positif namun tidak signifikan. Dalam penelitian ini, *foreign exchange risk* diproksi dengan *foreign sales to total sales ratio*. Jadi nilai *foreign sales to total sales ratio* tidak mampu berperan signifikan dalam meningkatkan *shareholder value* perusahaan. Hal ini tidak mendukung temuan Geczy et al. (1997); Graham and Rogers (1999); Allayannis and Weston (2001); Haushalter et al. (2002); Suriawinata (2004); Pramborg (2005); Berry (2006); Eldomiaty et al. (2006); serta Clark and Judge (2008).

Hasil analisis menunjukkan bahwa model yang paling tepat dalam mengilustrasikan pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* adalah

Cross Section Fixed Effect Model. Model ini mengakomodasikan karakteristik setiap unit perusahaan dengan adanya intersep bervariasi antarperusahaan. Perbedaan karakteristik tersebut menunjukkan perbedaan kinerja finansial dan strategi manajerial yang berbeda antarperusahaan. Walaupun intersep antarperusahaan berbeda, namun intersep perusahaan tidak bervariasi antarwaktu karena periode penelitian ini hanya mencakup empat tahun.

Di antara berbagai variabel *agency problems*, variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap *shareholder value* perusahaan adalah *financial distress*, yang dalam penelitian ini diproksi dengan *long term debt*. Dengan demikian, perusahaan harus mempertahankan struktur modal optimal dengan *long term debt* pada tingkat yang *feasible* karena tingginya *long term debt* menunjukkan pemberdayaan sumber eksternal untuk membiayai proyek-proyek perusahaan, sebagai sinyal manajemen kepada investor mengenai primanya kinerja finansial perusahaan, dan diharapkan menghasilkan *return* yang tinggi, sehingga memicu peningkatan *shareholder value*

7.1.3 Pengaruh *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing terhadap *Shareholder Value*

Hedging Berbasis Hutang Valuta Asing diproksi dengan interaksi *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. Adapun *shareholder value* diproksi dengan *Market-to-Book-Value of Equity Ratio*. Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 3, yaitu apakah *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berpengaruh positif terhadap *shareholder value*?

Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk hipotesis 3.

Hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan bahwa pengaruh *hedging* berbasis hutang valuta asing terhadap *shareholder value* menunjukkan arah koefisien yang positif dan signifikan. Dalam penelitian ini, *hedging* berbasis hutang valuta asing diproksi dengan interaksi *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. Tingginya *hedging* berbasis hutang valuta asing mampu meningkatkan *shareholder value* perusahaan sebagaimana dikemukakan Haushalter (2000); Allayannis and Ofek (2001); Keloharju and Niskanen (2001); Allayannis and Weston (2001); Kedia and Mozumdar (2003); Clark and Judge (2008); Eldomiaty et al. (2006); Aabo (2006); Magee (2009); Aretz and Bartram (2010).

Hasil analisis menunjukkan bahwa model yang paling tepat dalam mengilustrasikan pengaruh *hedging* berbasis hutang valuta asing terhadap *shareholder value* adalah *Cross Section Fixed Effect Model*. Model ini mengakomodasikan karakteristik setiap unit perusahaan dengan adanya intersep bervariasi antarperusahaan. Perbedaan karakteristik tersebut menunjukkan perbedaan kinerja finansial dan strategi manajerial yang berbeda antarperusahaan. Walaupun intersep antarperusahaan berbeda, namun intersep perusahaan tidak bervariasi antarwaktu karena periode penelitian ini hanya mencakup empat tahun.

7.1.4 Peran *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing sebagai Pemediasi Pengaruh *Agency Problems* terhadap *Shareholder Value*

Mekanisme *agency problems* diproksi dengan *Financial Distress*, *Underinvestment*, dan *Foreign Exchange Risk*. *Shareholder value* diproksi dengan *Market-to-Book-Value of Equity Ratio*. Adapun *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing diproksi dengan interaksi *hedge ratio* dan *foreign debt ratio*. Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 4, 5, dan 6 yaitu apakah *Hedging* Berbasis Hutang Valuta Asing berperan sebagai pemediasi pengaruh mekanisme *agency problems* terhadap *shareholder value*? Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris hipotesis 4, 5, dan 6.

Hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung *financial distress* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing dapat diterima dengan arah hubungan yang positif dan signifikan. Jadi semakin tinggi *long term debt* akan disikapi dengan peningkatan intensitas kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai pemediasi peningkatan *shareholder value*. Hasil uji empiris hipotesis 4 memberikan bukti empiris yang mendukung Haushalter (2000); Allayannis et al. (2003); Dionne & Triki (2004); Lin & Smith (2007); Bartram et al. (2009).

Hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung *underinvestment* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing dapat diterima dengan arah hubungan yang positif dan signifikan. Jadi semakin tinggi *capital expenditure* akan disikapi dengan

peningkatan intensitas kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai pemediasi peningkatan *shareholder value*. Hasil uji empiris hipotesis 5 memberikan bukti empiris yang mendukung Graham dan Rogers (2002); Suriawinata (2005); Davies et al. (2006); Hu and Wang (2006); Clark and Judge (2008); Schiozer and Saito (2009).

Hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung *foreign exchange risk* terhadap *shareholder value* dimediasi oleh *hedging* berbasis hutang valuta asing dapat diterima dengan arah hubungan yang positif namun tidak signifikan. Jadi peningkatan *foreign sales to total sales ratio* akan disikapi dengan peningkatan intensitas kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai pemediasi peningkatan *shareholder value*; namun mekanisme hubungan ini tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil uji empiris hipotesis 5 ini tidak mendukung Geczy et al (1997); Suriawinata (2005); Pramborg (2005); Clark dan Judge (2006); serta Afra dan Alam (2011).

Hasil analisis menunjukkan bahwa model yang paling tepat dalam mengilustrasikan mediasi *hedging* berbasis hutang valuta asing dalam pengaruh *agency problems* terhadap *shareholder value* adalah *Cross Section Fixed Effect Model*. Model ini mengakomodasikan karakteristik setiap unit perusahaan dengan adanya intersep bervariasi antarperusahaan. Perbedaan karakteristik tersebut menunjukkan perbedaan kinerja finansial dan strategi manajerial yang berbeda antarperusahaan. Walaupun intersep antarperusahaan berbeda, namun intersep perusahaan tidak bervariasi antarwaktu karena periode penelitian ini hanya mencakup empat tahun.

Variabel *hedging* berbasis hutang valuta asing berperan paling dominan dalam memediasi pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian, perusahaan seyogyanya menetapkan kebijakan *hedging* berbasis hutang valuta asing sebagai salah satu determinan dalam menjembatani pengaruh permasalahan keagenan terhadap *shareholder value* perusahaan. Hedging berbasis hutang valuta asing terbukti berperan dominan ketika memediasi pengaruh *financial distress* terhadap *shareholder value*.

7.2 Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian terhadap seluruh hipotesis yang ada pada penelitian ini dan pembahasannya, serta beberapa kesimpulan yang telah ditarik, maka selanjutnya akan dipaparkan implikasi dari temuan-temuan tersebut. Adapun implikasi yang dimaksudkan dari hasil penelitian ini adalah : 1) implikasi terhadap teori-teori yang mendasarinya; 2) implikasi manajerial; 3) implikasi praktis bagi investor; dan 4) implikasi terhadap pemerintah.

7.2.1 Implikasi Teoretis

Implikasi teoretis dari hasil penelitian ini akan diuraikan berdasarkan pada *level theory* yang mendasarinya. *Level theory* yang dimaksud terdiri dari *grand theory*, *midlle theory*, dan *substantial theory*. *Grand theory* dalam penelitian ini adalah teori *agency*. *Midlle theory* dalam penelitian ini adalah teori *balancing*, teori *contracting* dan teori *signalling*. Sedangkan *substantial theory* dalam penelitian ini adalah teori *hedging*.

7.2.1.1 Implikasi terhadap Teori Agency

Teori keagenan menyatakan bahwa dalam organisasi harus terdapat pemisahan tegas antara aktifitas pengendalian dan aktifitas operasional. Berle dan Means (1932) menyatakan tentang pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Namun kondisi tersebut berpotensi menimbulkan konflik antara pemilik dengan pengelola, yang disebut masalah keagenan (*agency problem*). Hubungan keagenan digambarkan sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang ditetapkan antara prinsipal yang menggunakan agen untuk memberikan jasanya bagi kepentingan prinsipal (Jensen and Meckling 1976).

Jensen and Meckling (1976) mengemukakan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika prinsipal mewakilkan wewenangnya pada agen untuk melakukan beberapa pelayanan pada prinsipal dan dikonseptualisasikan dalam perusahaan sebagai serangkaian kontrak di mana hak-hak diwakilkan kepada beberapa kelompok pelaku. Permasalahan keagenan timbul dari benturan kepentingan yang terjadi pada hampir semua aktifitas antar individu dalam hirarki prinsipal-agen. Terdapat kecenderungan bahwa agen tidak dalam kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik, tetapi memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingannya sendiri.

Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan serangkaian kontrak, di mana hak dan wewenang prinsipal diwakilkan kepada beberapa kelompok agen untuk memutuskan kebijakan. Namun hubungan

keagenan tersebut seringkali menimbulkan biaya keagenan. Teori keagenan menjadi sarana yang berguna dalam menganalisis determinan dalam menyusun kontrak yang kompleks pada perusahaan modern (Jensen 2000). Adanya konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur meningkatkan pemahaman pentingnya keberlangsungan pelaksanaan kontrak. Struktur kontrak suatu organisasi akan membatasi risiko yang dihadapi oleh para agen melalui spesifikasi pembayaran hasil yang tetap atau bervariasi berdasarkan ukuran kinerja yang spesifik.

Jensen and Smith (1985) menambahkan bahwa dalam skala aktifitas, untuk memaksimalkan kepentingan diri, para agen akan meminimalkan biaya keagenan melalui hubungan kontrak. Dorongan untuk membuat kontrak dapat memberikan aktifitas *monitoring* dan *bonding* di mana *marginal cost* sama dengan *marginal gains* yang akan mengurangi *residual loss*. Secara khusus, pihak-pihak yang membuat kontrak akan merasa lebih baik dengan memperkirakan aktifitas dengan menggabungkan dan menstrukturkan dalam suatu kontrak untuk memfasilitasi aktifitas-aktifitas yang telah diantisipasi.

Hasil analisis penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa untuk dapat meningkatkan *shareholder value*, maka diperlukan suatu struktur dan mekanisme yang mampu mengelola permasalahan keagenan. *Financial distress* dan *underinvestment* yang tinggi mengandung resiko yang tinggi terkait fluktuasi valuta asing, maka perusahaan dapat mengelola resikonya dengan menerapkan *hedging* berbasis hutang valuta asing, sehingga diharapkan dapat mendorong peningkatan *shareholder value*.

7.2.1.2 Implikasi terhadap Teori *Balancing* dan Teori *Contracting*

Masalah utama dalam keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal optimal. Penetapan struktur modal terkait dengan komposisi pendanaan yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitasnya. Penentuan kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*. Berdasarkan teori keseimbangan (*balancing theory*), pendanaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Modigliani and Miller 1963); (Myers 1984).

Penambahan hutang memperbesar volatilitas total arus kas atau risiko bisnis perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar *return* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi karena memperbesar hutang cenderung akan menurunkan harga saham. Akan tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan karena menggunakan hutang secara optimal akan menaikkan harga saham. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang menyeimbangkan risiko dan *return* sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Sumber dana internal dan eksternal masing-masing memiliki karakteristik dan konsekuensi yang berbeda. Pemilik perusahaan cenderung terdorong untuk menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku manajer dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan saham tersebut dapat menyejajarkan

kepentingan manajer dan pemilik perusahaan (Jensen and Meckling 1976); (Magee 2009). Dengan adanya perimbangan kepemilikan, seluruh risiko bisnis menjadi tanggung jawab bersama. Hal ini akan berimplikasi para manajer bertindak lebih hati-hati dalam penentuan struktur modal perusahaan.

Bagi perusahaan multinasional, akses ke modal pada pasar global akan mengurangi biaya ekuitas dan biaya hutang dibandingkan perusahaan domestik. Akses ke modal di pasar global juga memungkinkan perusahaan multinasional mengelola rasio hutangnya, bahkan ketika pendanaan harus ditingkatkan. Perusahaan multinasional berada pada posisi yang lebih menguntungkan dibanding perusahaan domestik karena arus kasnya terdiversifikasi secara internasional. Hal ini memungkinkan perusahaan multinasional meminimalkan fluktuasi arus kasnya (Eiteman et al. 2010).

Berdasarkan teori *contracting*, suatu transaksi derivatif merupakan kontrak penukaran pembayaran antarpihak, yang nilainya diturunkan dari nilai aset, tingkat referensi atau indeks. Sejumlah riset menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung menggunakan derivatif valuta asing (Geczy et al. 1997); (Al-Shboul and Alison 2009). Adapun berdasarkan teori *balancing*, pembiayaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan atas penggunaan hutang. Jika manfaat penggunaan hutang masih besar, maka hutang dapat ditambah. Namun jika pengorbanan menggunakan hutang lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak perlu ditambah lagi (Myers 1984). Konsep ini mendorong perusahaan menerbitkan *foreign debt* untuk

meng*hedging* eksposur valuta asing. *Foreign debt* dapat berlaku sebagai *natural hedge* karena suatu perusahaan dengan pendapatan dalam valuta asing tertentu dapat berhutang dalam valuta asing yang sama untuk mengurangi risiko valuta asing tersebut (Kedia and Mozumdar 2003).

Penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa sinkronisasi *hedging* dengan derivatif valuta asing dan *hedging* dengan *foreign debt* dapat menjadi pemediasi pengaruh permasalahan keagenan *financial distress* dan *underinvestment* terhadap *shareholder value*. Sinkronisasi tersebut juga memunculkan konsep baru, yaitu *hedging* berbasis hutang valuta asing, sebagai konsep baru yang berkontribusi dalam teori *balancing* dan teori *contracting*.

7.2.1.3 Implikasi terhadap Teori Signalling

Ross (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang baik kinerjanya dapat memberi sinyal misalnya berupa jumlah hutang yang tinggi pada struktur modalnya. Perusahaan yang kurang baik kinerjanya, tidak akan berani menggunakan hutang dalam jumlah besar karena berisiko tinggi. Selanjutnya akan terjadi separating equilibrium di mana perusahaan yang baik kinerjanya akan lebih banyak menggunakan hutang, sedangkan perusahaan yang kurang baik kinerjanya akan lebih banyak menggunakan ekuitas. Investor akan dapat membedakan kinerja perusahaan dengan melihat struktur modalnya, dan lebih mengapresiasi perusahaan dengan jumlah hutang yang lebih besar. Apresiasi investor akan nilai saham perusahaan akan meningkatkan *shareholder value* (Sugiarto 2009).

Salah satu jenis informasi yang dipublikasikan perusahaan dan dapat menjadi sinyal bagi pihak eksternal, terutama investor, adalah laporan tahunan. Informasi dalam laporan tahunan berupa informasi akuntansi dan informasi non akuntansi. Investor memerlukan informasi perusahaan untuk menangkap sinyal dari manajemen mengenai kondisi kinerja finansial perusahaan. Kebijakan *hedging* dapat menjadi salah satu sinyal dari manajemen bahwa perusahaan telah merespon permasalahan keagenan terkait dengan eksposur valuta asing yang dihadapinya. Informasi kebijakan *hedging* dalam catatan atas laporan keuangan perusahaan diharapkan dapat menjadi sinyal positif yang berpengaruh dalam peningkatan apresiasi investor atas harga saham perusahaan, yang pada akhirnya akan meningkatkan *shareholder value* perusahaan.

7.2.1.4 Implikasi terhadap Teori *Hedging*

Hedging adalah tindakan yang dilakukan untuk melindungi perusahaan dari eksposur fluktuasi nilai tukar valuta asing. Perusahaan multinasional yang memutuskan untuk melakukan *hedging* terhadap sebagian atau seluruh eksposur transaksinya, dapat menggunakan derivatif. *Hedging* sebagai strategi keuangan menjamin nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing. Prinsip dasar *hedging* adalah melakukan komitmen penyeimbang dalam valuta asing yang sama, yakni komitmen kedua untuk sejumlah yang sama dari komitmen awal namun berlawanan tanda (Eiteman et al. 2010).

Eitman et al. (2010) menyatakan bahwa kebijakan *hedging* terutama dilakukan untuk menghindari posisi terbuka dalam valuta asing, yaitu tidak seimbang antara aset dan utang valuta asing. Ketidakseimbangan tersebut dalam bentuk *long position* dan *net position*. Nilai perusahaan merupakan nilai kini dari arus kas yang diharapkan di masa mendatang, yang mengandung ketidakpastian. Nilai mata uang di masa mendatang dipengaruhi perubahan kurs valuta asing, sehingga perusahaan yang meng-*hedging* eksposur valuta asingnya akan mengurangi varians nilai arus kas yang diharapkan. Risiko valuta asing merupakan varians dari arus kas yang diharapkan, yang timbul dari perubahan kurs valuta asing. *Hedging* valuta asing dapat mengurangi risiko valuta asing.

Penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing terbukti signifikan sebagai pemediasi pengaruh permasalahan keagenan *financial distress* dan *underinvestment* terhadap *shareholder value*. Konsep *hedging* berbasis hutang valuta asing merupakan konsep baru, yang selain berkontribusi dalam teori *balancing* dan teori *contracting*, juga berkontribusi dalam teori *hedging*.

7.2.2 Implikasi Manajerial

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan *shareholder value*, yang dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan secara akurat. Manajemen keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan. Berdasarkan deskripsi tersebut, implikasi manajerial adalah fungsi pendanaan dengan tujuan meningkatkan *shareholder*

value. Implikasi manajerial terhadap fungsi pengelolaan manajemen resiko perusahaan adalah sebagai berikut :

- 1) Hasil pengujian hipotesis 4 dan 5 menunjukkan bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing mampu memediasi pengaruh *agency problems*, yakni *financial distress* dan *underinvestment*, terhadap *shareholder value*. Jadi hasil pengujian hipotesis ini memberikan implikasi manajerial bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing dapat digunakan sebagai suatu pilihan strategi kebijakan pendanaan secara komprehensif. Kebijakan *hedging* tersebut mengilustrasikan intensitas *hedging* perusahaan dibandingkan dengan total aset perusahaan tersebut.
- 2) Dalam upaya peningkatan *hedging* berbasis hutang valuta asing, maka perusahaan harus mengelola *agency problems* yang diproksi dengan *financial distress* dan *underinvestment*. *Financial distress* dan *underinvestment* dalam mekanisme *agency problems* telah menunjukkan peranannya mendorong pihak manajemen untuk mengambil pilihan strategis yang mensinkronisasikan keputusan *hedging* dengan derivatif valuta asing dan *hedging* dengan *foreign debt*.

7.2.3 Implikasi Praktis Bagi Investor

Penelitian ini menggunakan semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia di semua sektor, kecuali sektor finansial secara konsisten dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Dengan demikian, temuan empiris dalam penelitian ini dapat dijadikan acuan investor dalam berinvestasi.

Temuan penelitian membuktikan secara empiris bahwa *hedging* berbasis hutang valuta asing berkontribusi dalam peningkatan *shareholder value* perusahaan. Dengan demikian investor dapat mengapresiasi informasi kebijakan *hedging* dalam laporan tahunan perusahaan sebagai salah satu sinyal positif manajemen tentang kinerja finansial perusahaan, terutama bagi perusahaan-perusahaan yang tereksposur valuta asing. Kebijakan *hedging* yang diterapkan perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan telah merespon eksposur valuta asing yang dihadapinya.

7.2.4 Implikasi terhadap Pemerintah

Temuan penelitian ini mempunyai implikasi praktis bagi pemerintah dengan mendukung wacana Kementerian Keuangan untuk segera menerapkan kebijakan *hedging* pada perusahaan yang tereksposur valuta asing, terutama BUMN (Badan Usaha Milik Negara) karena terdapat indikasi peningkatan kerugian perusahaan diakibatkan selisih kurs valuta asing. Dalam tahun 2014, BUMN yang menyatakan akan menerapkan kebijakan *hedging* adalah PT Garuda Indonesia karena mendesak untuk mengamankan arus kasnya terhadap fluktuasi valuta asing. Beban dan resiko *hedging* perusahaan BUMN akan ditanggung APBN (Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara) yang berjalan. Oleh sebab itu, diperlukan upaya kolektif dari berbagai *stakeholder* untuk mensosialisasikan manfaat, kegunaan, dan pentingnya kebijakan *hedging* sehingga akan timbul kesadaran akan pentingnya kebijakan *hedging* bagi kesinambungan pelaku bisnis di Bursa Efek Indonesia.

7.3 Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

Model teoretikal dasar yang dibangun dan model penelitian empiris yang dikembangkan dalam penelitian ini masih mengandung keterbatasan. Adapun keterbatasan dari penelitian ini terletak pada beberapa hal sebagai berikut :

- 1) Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan mekanisme *agency problems* karena teori keagenan lebih menyoroti aspek internal. Keterbatasan penelitian ini memberi peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan aspek eksternal.
- 2) Model analisis data dalam penelitian ini menggunakan asumsi bahwa hubungan kausalitas antarvariabel independen dan dependen adalah bersifat linier sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya. Keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan model analisis data yang bersifat nonlinier sebagai upaya untuk mendapatkan hasil analisis data yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Aabo, T. 2006. The Importance of Corporate Foreign Debt in Managing Exchange Rate Exposure in Non-Financial Companies. *European Financial Management* 12 (4):633-649.
- Abdelghany, K.E. 2005. Disclosure of Market Risk or Accounting Measures of Risk : An Emprical Study. *Managerial Auditing Journal* 20 (8):867-875.
- Abor, J. 2005. Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms. *The Journal of Riks Finance* 6 (4):306-318.
- Afza, T., and Alam, A. 2011. Corporate Derivatives and Foreign Exchange Risk Management. *The Journal of Risk Finance* 12 (5):409-420.
- Allayannis, G., and Weston, J.P. 2001. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies* 14 (1):243-276.
- Allayannis, G. et al. 2001. Exchange Rate Hedging : Financial Versus Operational Strategis. *AEA Papers and Proceedings* May:391-395.
- Allayannis, G., and Ofek, E. 2001. Exchange Rate Exposure, Hedging, and The Use of Foreign Currency Derivatives. *Journal of International Money and Finance* 20 (2):273-296.
- Allayannis, G., et al. 2003. Capital Structure and Financial Risk : Evidence From Foreign Debt Use In East Asia. *The Journal of Finance* 58 (6):2667-2709.
- Allayannis, G., et al. 2012. The Use Currency Derivatives, Corporate Governance, and Firm Value Around The World. *Journal of International Economics* 87:65-79.
- Al-Shboul, M., and Alison, S. 2009. The Effects of the Use of Corporate Derivatives on The Foreign Exchange Rate Exposure. *Journal of Accounting-Business and Management* 16 (1):72-92.
- Ameer, R. 2009. Value-Relevance of Foreign-Exchange and Interest-Rate Derivatives Disclosure. *The Journal of Risk Finance* 10 (1):78-90.
- Ameer, R. 2010. Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia. *International Foreign Exchange Research* 3 (2):120-130.
- Ameer, R., et al. 2011. Survey on The Use of Derivatives and Their Effect on Cost of Equity Capital. *The Journal of Derivatives* Fall:56-71.
- Aretz, K., and Bartram, S.M. 2007. Why Hedge? Rationales for Corporate Hedging and Value Implications. *The Journal of Risk Finance* 8 (5):434-449.
- Aretz, K., and Bartram, S.M. 2010. Corporate Hedging and Shareholder Value. *The Journal of Financial Research* 33 (4):317-371.
- Baron, R.M., and Kenny, D.A. 1986. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research : Conseptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51 (6):1173-1182.
- Bartram, S.M. 2000. Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. *Financial-Markets, Intitution and Instrument* 9(5):279-324.

- Bartram, S.M. 2007. Corporate Cash Flow and Stock Price Exposures to Foreign Exchange Rate Risk. *Journal of Corporate Finance* 13:981-994.
- Bartram, S.M., et al. 2009. International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management* Spring:185-206.
- Bartram, S.M., et al. 2010. Resolving the Expose Puzzle : The Many Facets of Exchange Rate Exposure. *Journal of Financial Economics* 95: 148-173.
- Bartram, S.M., et al. 2011. The Effect of Derivatives on Firm Risk and Value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46 (3):967-999.
- Belghitar, Y., et al. 2012. Foreign Currency Derivative Use and Shareholder Value. *International Review of Financial Analysis*:1-11.
- Berle, A.A., and Means, G.C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Brunswick:Transaction Publishers.
- Berry H. 2006. Shareholder Valuation of Foreign Investment and Expansion. *Strategic Management Journal* 27:1123-1140.
- Bessembinder, H. 1991. Forward Contract and Firm Value : Investment Incentive and Contracting Effects. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (4):519-532.
- Black, F., and Scholes, M. 1973. The Pricing of Option and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (3):637-654.
- Bodnar G.M. et al. 1997. Both Sides of Corporate Diversification : The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification. *Working Paper 6224 National Bureau of Economic Research, Cambridge*.
- Bradley M. et al. 1984. On The Existence of An Optimal Capital Structure : Theory and Evidence. *The Journal of Finance* 39 (3):857-878.
- Breeden D. and Viswanathan S. 1998. Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model. *Working Paper in University of Pennsylvania, Philadelphia*.
- Brown P. et al. 2011. Corporate Governance, Accounting and Finance : A Review. *Accounting and Finance* 51:96-172.
- Campbell, T.S., and Kracaw, W.A. 1987. Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22 (3):315-328.
- Carneiro, L.A., and Sherris, M. 2008. Corporate Interest Rate Risk Management with Derivatives in Australia : Empirical Result. *Revista Condabilidade and Finance* 19 (46):86-107.
- Chiang, Y., and Lin, H. 2005. The Use of Foreign Currency Derivatives and Foreign-Denominated Debt to Reduce Exposure to Exchange Rate Fluctuations. *International Journal of Management* 22 (4):598-604.
- Chiang, Y., and Lin, H. 2007. Foreign Exchange Exposure Financial and Operational Hedge Strategies of Taiwan Firms. *Investment Management and Financial Innovations* 4 (3):95-105.
- Clark, E., and Judge, A. 2008. The Determinants of Foreign Currency Hedging : Does Foreign Currency Debt Induce a Bias? *European Financial Management* 14 (3):445-469.

- Clark, E., and Judge, A. 2009. Foreign Currency Derivatives versus Foreign Currency Debt and the Hedging Premium. *European Financial Management* 15 (3):606-642.
- Clark, E., and Judge, A. 2011. Asymmetric Foreign Currency Exposures and Derivatives Use : Evidence From France. *Journal of International Financial Management and Accounting* 22 (1):27-45.
- Clark, E. and Mefteh, S. 2011. Asymmetric Foreign Currency Exposures and Derivatives Use : Evidence from France. *Journal of International Financial Management and Accounting* 22 (1):27-45.
- Coase, R.H. 1937. The Nature of The Firm. *Economica* 4(16):386-405.
- Coleman, A.K. 2007. Corporate Governance and Shareholder Value Maximization : An African Perspective. *The Author-Journal Compilation* by African Development Bank. 350-367.
- Davies, D., et al. 2006. The Determinants of Norwegian Exporters' Foreign Exchange Risk Management. *The European Journal of Finance* 12 (3):217-240.
- DeMarzo P.M. and Duffie D. 1995. Corporate Incentives for Hedge Accounting. *The Review of Financial Studies* 8 (3):743-771.
- Dobson, J., and Soenen, L. 1993. Three Agency-Problems Reasons for Hedging and Hedge Accounting. *Review of Financial Studies* 8 (3):743-771.
- Dolde, W. 1995. Hedging Leverage and Primitive Risk. *Journal of Financial Engineering* 4 (2):187-216.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency Theory : An Assessment and Review. *Academy of Management Journal* 14:57-74.
- Eiteman, D. K., et al. 2010. *Multinational Foreign Exchange Finance*. Twelfth Edition ed. Massachusetts: Pearson Education.
- Eldomyaty, T.I., et al. 2006. Do Informativeness of Co-Integrated Financial Fundamentals Contribute To Shareholder Value in A Transitional Market? Evidence from Egypt. *Journal of Financial Management and Analysis* 19 (1):14-25.
- Eldomyaty, T.I., and Kamel, H. 2009. Shareholder Value and The Articulation of P/B Return in Egyp's CASE 50 Index. *International Research Journal of Finance and Economica* (23):114-127.
- Elliot, W.B., et al. 2003. Foreign-Denominated Debt and Foreign Currency Derivatives : Complements or Substitutes in Hedging Foreign Currency Risk?. *Journal of Multinational Financial Management* 13:123-139.
- El-Masry, A. 2006. The Exchange Rate Exposure of UK Nonfinancial Companies : Industry Level Analysis. *Managerial Finance* 32(2):115-136.
- El-Masry, A. 2006. Derivatives Use and Risk Management Practices by UK Nonfinancial Companies. *Managerial Finance* 32(2):137-159.
- El-Masry, A. et. al. 2007. The Exchange Rate Exposure of UK Non-Financial Companies. *Managerial Finance* 33 (9):620-641.
- El-Masry, A., and Abdel-Salam, O. 2007. Exchange Rate Exposure : Do Size and Foreign Operations Matter? *Managerial Finance* 33 (9):741-765.
- Eun, C. S., et al. 2012. *International Finance*. Sixth Edition ed. New York: McGraw-Hill Irwin.

- Faisal, M. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fama, F. E. 1980. Agency Problems and the Theory of The Firm. *The Journal of Political Economy* 88 (2):288-307.
- Fatemi, A., and Luft C. 2002. Corporate Risk Management : Cost and Benefits. *Global-Finance Journal* 13 (1):29-38.
- Fogg, B.V. 1988. Leverage Recaps : Maximizing Shareholder Value. *Corporate Growth*. September/October.
- Froot, K.A., et al. 1993. Risk Management : Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance* 48 (5):1629-1658.
- Gatopoulos, G., and Louberge, H. 2013. Combined Use of Foreign Debt and Currency Derivatives Under the Threat of Currency Crises : The Case of Latin America Firms. *Journal of International Money Finance* 35:54-75.
- Gay, G.D., and Nam J. 1998. The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use. *Financial Management* 27 (4):53-69.
- Geczy, C., et al. 1997. Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance* 52 (4):1323-1354.
- Ghozali, I., dan Ratmono, D. 2013. *Analisis Multivariat dan Ekonometrika : Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gonzales L.O. et al. 2010. Foreign Debt as a Hedging Instrument of Exchange Rate Risk : A New Perspective. *The European Journal of Finance* 16 (7):677-710.
- Gonzales J.E. et. all. 2012. Does The Use Of Foreign Currency Derivatives Affect Firms' Market Value? Evidence from Colombia. *Emerging Markets Finance and Trade* 48 (4):50-66.
- Gonzales, L.O., et al. 2010. Foreign Debt as a Hedging Instrument of Exchange Rate Risk : a New Perspective. *The European Journal of Finance* 16 (7):677-710.
- Graham, J.R., and Rogers, D.A. 2002. Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives? *The Journal of Finance* 57 (2):815-839.
- Greene, W.H. 2003. *Econometrics Analysis*. Fifth Edition. Prentice Hall International, Inc.
- Gujarati, D.N. and Porter, D.C. 2009. *Basic Econometrics*. Fifth Edition. New York : McGraw-Hill.
- Hagelin, N., and Pramborg, B. 2004. Hedging Foreign Exchange Exposure : Risk Reduction From Transaction and Translation Hedging. *Journal of International Financial Management and Accounting* 15 (1):1-20.
- Hassanzadeh, et.all. 2013. The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy, and Capital Structure on the Return and Created Value of Shareholders. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences* 7 (2):390-398.
- Haushalter, G.D., et al. 2002. Price Uncertainty and Corporate Value. *Journal of Corporate Finance : Contracting, Governance and Organization* 8 (3):271-286.
- Hu, C., and Wang, P. 2006. The Determinants of Foreign Currency Hedging-Evidence from Hong Kong Non-Financial Firms. *Asia-Pacific Financial Markets* 12:91-107.

- Ibrahim, H. and Samad F.A. 2011. Agency Costs, Corporate Governance Mechanism and Performance of Public Listed Family Firms in Malaysia. *South Africa Journal of Bussiness Management* 42 (3):17-25.
- Jensen, C.M., and Meckling W. 1976. Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Jensen, C.M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2):323-329.
- Joesoef, J.R. 2008. *Pasar Uang dan Pasar Valuta Asing*. Jakarta : Salemba Empat.
- Kedia S. and Mozumdar A. 2003. Foreign Currency Denominated Debt : An Empirical Examination. *The Journal of Business* 76 (4):521-546.
- Keloharju, M., and Niskanen, M. 2001. Why Do Firms Raise Foreign Currency Denominated Debt? Evidence from Finland. *European Financial Management* 7 (4):481-496.
- Khediri, K.B. 2010. Do Investors Really Value Derivatives Use? Empirical Evidence from France. *The Journal of Risk Finance* 11 (1):62-74.
- Khediri, K.B. and Folus, D. 2008. Hedging and Financing Decisions : A Simultaneous Equations Model. *Banquers, Markets & Investors* 98:28-38.
- Klimczak, K.M. 2008. Corporate Hedging and Risk Management Theory : Evidence From Polish Listed Companies. *The Journal of Risk Finance* 9 (1):20-2-39.
- Koutmos, G., and Martin, A.D. 2002. Asymmetric Exchange Rate Exposure : Theory Evidence. *Journal of International Money and Finance* 22:365-383.
- Leland H.E. 1998. Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. *Working Paper in University of California, Berkeley*.
- Loderer, C. et al. 2010. Shareholder Value : Principles, Declarations, and Actions. *Financial Management*. Spring. 5-32.
- Mac Minn, R.D. 1987. Forward Markets, Stock Markets, and The Theory of the Firm. *The Journal of Finance* 42 (5):1167-1185.
- Mac Minn, R. D. 1990. Limited Liability, Corporate Value, and the Demand for Liability for Liability Insurance. *The Journal of Risk and Insurance* 57 (4): 581-607.
- Magee S. 2009. Foreign Currency Hedging and Firm Value : A Dynamic Panel Approach. <http://ssrn.com/abstract=1150471>.
- Mian, S.L. 1996. Evidence on Corporate Hedging Policy. *Journal of Financial and Quatitative Analysis* 31 (3):419-439.
- Minton, B.A., and Schrand C. 1999. The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Cost of Debt and Equity Financing. *Journal of Financial Economics* 54 (3):423-460.
- Modigliani, M., and Miller M. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory Of Investment. *The American Economic Review* 48 (3):261-297.
- Morck, R., and Yeung, B. 1991. Why Investor Value Multinationality. *The Journal of Bussiness*. 64 (2):165-187.

- Myers, C.S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* 39 (3):575-592.
- Nance, D.R., et al. 1993. On The Determinants of Corporate Hedging. *The Journal of Finance* 48 (1):267-284.
- Nguyen, H., and Faff, R. 2003. Further Evidence on the Corporate Use of Derivatives in Australia : The Case of Foreign Currency and Interest Rate Instrument. *Australian Journal of Management* 28 (3):307-326.
- Nguyen, H., and Faff, R. 2003. Can The Use of Foreign Currency Derivatives Explain Variations In Foreign Exchange Exposure? Evidence From Australian Companies. *Journal of Multinational Finance Management* 13 : 193-215.
- Nguyen, H., and Faff, R. 2006. Foreign Debt and Financial Hedging : Evidence From Australia. *International Review of Economic and Finance* 15:184-201.
- Opler et all. 1997. Designing Capital Structure To Shareholder Value. *Journal of Applied Corporate Finance* 10 (1):21-32.
- Pantzalis, C. et all. 2001. Operational Hedge and the Foreign Exchange Exposure of U.S Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies* 32 (4):793-812.
- Pawlina, G. 2010. Underinvestmen, Capital Structure and Strategic Debt Restructuring. *Journal of Corporate Finance* 16:679-702 .
- Pramborg, B. 2005. Foreign Exchange Risk Management by Swedish and Korean Nonfinancial Firms : A Comparative Survey. *Pasific-Basin Finance Journal* 13:343-366.
- Purnanandam, A. 2006. Financial Distress and Corporate Risk Management. *Journal of Financial Economics*. 87:706-739.
- Rappaport, A. 1983. Corporate Performance Standards and Shareholder Value. *The Journal of Foreign Exchange Strategy* 3 (4):28-38.
- Ross S.A. 1977. The Determinants of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics* 8 (1):23-40.
- Rossi, J., and Jose, L. 2011. Exchange Rate, Foreign Currency Debt, and the Use of Derivaties : Evidence From Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade* 47 (1): 67-89.
- Schiozer, R. F., and Saito, R. 2009. The Determinants of Currency Risk Management in Latin American Nonfinancial Firms. *Emerging Markets Finance & Trade* 45 (1):49-71.
- Shapiro, A.C. 1975. Exchange Rate Changes, Inflation and the Value of Multinational Corporations. *The Journal of Finance* 30 (2):485-502.
- Shleifer A. and Vishny R. W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2):737-783.
- Smith, P.A., and Stulz. 1997. Hedging with Derivatives. *Internal Auditor* April:68-75.
- Smithson, C.W. 1998. *Managing Financial Risk : A Guide to Derivative Products, Financial Enging and Value Maximixation*. Third Edition. Mc Graw-Hill.
- Smithson, C.W., and Simkins, B.J. Does Risk Management Add Value? A Survey Of the Evidence. *Journal of Aplied Finance*. 17 (3):8-17

- Suriawinata, I.S. 2004. Apakah Kebijakan Hedging Perusahaan dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dapat Meningkatkan Nilai Pemegang Saham? *Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya* 9 (2):59-80.
- Tai, Chu-Seng. 2010. Foreign Exchange Risk and Risk Expose in The Japanese Stock Market. *Managerial Finance* 36 (6):511-524.
- Tufano, P. 1996. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal of Finance* 51 (4):1097-1137.
- Vijayalaksmi, D., and Manoharan, P. 2013. A Study on Corporate Leverage and Impact on Shareholder Value Creation of Indian Metal Sector-A Panel Data Approach. *International Refereed Research Journal*. 4 (3).
- Wang, X., and Fan, L. 2011. Determinants of Corporate Hedging Policies. *International Journal of Business and Social Science* 2 (6):29-39.
- Yip, W.H. and Nguyen, H. 2012. Exchange Rate Exposure and the Use of Foreign Currency Derivatives in the Australian Resources Sector. *Journal of Multinational Financial Management* 22:151-167.
- Yusgiantoro, P. 2004. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta:Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Zhou, V.Y., and Wang, P. 2012. Managing Foreign Exchange Risk With Derivatives in UK Non-Financial Firms. *International Review of Financial Analysis*:1-9.