



CALL FOR PAPER DOCTORAL COLLOQUIUM & CONFERENCE

AUDITORIUM BRI Lt.3 Gd. Program Magister Sains & Doktor FEB UGM | Yogyakarta, 28 - 29 November 2012

Yogyakarta, 15 November 2012

Kepada :

Yth. Ibu Ekayana Sangkasari Paranita

Dengan hormat,

Sesuai dengan rekomendasi tim reviewer dan berdasarkan *blind review*, dengan ini kami selaku panitia memberitahukan kepada Saudara, bahwa artikel yang berjudul :

“Kebijakan Hedging Pada Perusahaan Non Finansial Di Indonesia”

dinyatakan **DITERIMA** untuk disajikan dalam kegiatan *Doctoral Colloquium & Conference* yang akan berlangsung tanggal 28-29 November 2012 di Program Magister Sains dan Doktor FEB UGM. Tahap berikutnya (jika belum melakukan registrasi) Saudara diminta untuk melengkapi biaya registrasi ditransfer melalui Bank Mandiri no rekening 137-00-10305015 a.n. UGM FEB S3 Biaya Pendidikan.

Atas perhatian dan kerjasamanya kami ucapkan terimakasih.

Hormat kami,

Ketua Panitia

Panitia Doktor **Kolokium & Conference**
FEB UGM 2012

Intiyas Utami

Jadwal Presentasi Doctoral Colloquium & Conference

KAMIS, 29 NOVEMBER 2012

Ruang Kelas Program M.Si dan Doktor FEB UGM

Sesi 1 Kelas Niaga (08.30 – 10.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
1	Arni Utaminingsih	Pengaruh Aktivitas Pasar dan Reputasi <i>Underwriter</i> terhadap <i>Excess Returns</i> dalam Proses Penjaminan Saham IPO di Bursa Efek Indonesia	Dedhy Sulistiawan
2	Musdalifah Azis	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Perilaku Investor Terhadap <i>Return</i> Saham Perusahaan LQ45 Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	
3	Hermun Ningsih	Dampak <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap <i>Cost of Equity Capital</i> dengan <i>Disclosure</i> sebagai Variabel Mediasi	

Sesi 2 Kelas 201 (08.30-10.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
4	Lailah Fujianti	Pengaruh Kekuatan Monitoring Internal dan Eksternal terhadap Biaya Keagenan serta Dampaknya terhadap Kebijakan Deviden	Efraim Giri
5	Wuryan Andayani, Jogiyanto Hartono, Greg Sheiler	Kemampuan Prediksi Arus Kas untuk Kualitas Laba dan Perusahaan Keluarga: Pemisahan Hak Aliran Kas, Hak Kontrol dan Ekspropriasi	
6	Sri Wahyuni, Zaki Baridwan, Setiono Miharjo, Supriyadi	Analisis Pengaruh Karakteristik Kualitas Auditor terhadap <i>Cost of Debt Financing</i> : Pengujian " <i>Dual Roles</i> " Auditor pada pasar Obligasi di Indonesia	

Sesi 1 Kelas Lippobank (08.30-10.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
7	Mochtar Rasyid	Pendekatan Kontemporer Dalam Riset Ekonomi Pembangunan : Aplikasi pada Studi tentang Transfer Rumah Tangga	Listya Endang
8	Ratno Purnomo	Pendekatan Multifoci pada Konsekuen Iklim Keadilan : Analisis Lintas Level dengan <i>Hierarchical Linear Modelling</i> (HLM)	
9	Prijo Utomo dan Suhari Pranyoto	<i>Contingent Valuation Based on Sustainability Indicators to Enhance Integrated Geothermal utilization : A Case review of wayang Windu Geothermal Field, west java Indonesia</i>	

Sesi 2 Kelas Niaga (10.30-12.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
10	Manuati Dewi	Peran Variabel Situasional dalam Konflik Pekerjaan-Keluarga-Budaya : Dukungan Awal untuk Teori Sistem Ekologis	Dhien Mardiah
11	John Agustinus	Kajian Fenomonologi Kinerja Keuangan dan Akuntabilitas Pengelolaan Dana Otonomi Khusus Bidang Pendidikan di Provinsi Papua	
12	Hety Budianti, Shine Pintor Siolemba	<i>Identification of Main Issues Affecting the Growth of Graduates Middle and Small Business in Jogjakarta</i>	

Sesi 2 Kelas 201 (13.00-14.30)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
13	MuazarooH	Faktor Penentu Efisiensi Biaya Bank di Indonesia: Metode <i>Stochastic Frontier Analysis</i>	Junedi
14	Firman Pribadi dan Syamsudin	Model merton sebagai Prediktor kebangkrutan bank-bank Publik di Indonesia	
15	Saadah Yuliana	Pengembalian Pembiayaan pada Bank Pembiayaan Rakyat Syariah: Pengaruh Faktor Religiusitas, Faktor Ekonomi, Modal Sosial dan Kearifan Lokal	

Sesi 2 Kelas Lippobank (13.00-14.30)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
16	Dyah Ekaari Sekar Jatningsih, Mahfud Solihin	<i>The Role of Cost Information in New Product Development: An Interactive Effect between Type and Strategy</i>	Efraim Giri
17	Rozmita Dewi	<i>The Influences of Internal Auditors Competency and Objectivity on Internal Audit Function Effectivity and Their Implication on Fraudulent Financial Reporting Detection</i>	
18	Djajasukma Tjahjadi	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keluasan Pengungkapan Informasi melalui Situs Web	

Sesi 3 Kelas Niaga (13.00-14.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
19	Fidiana	Menera Kesadaran dan Kepatuhan Akuntansi Berkesalehan Sosial	Listya
20	Kresno Hendarto	Bagaimana Sikap Konsumen Terhadap Protes yang Dilakukan pada Konser Lady Gaga?Sebuah Studi Pendahuluan	

Sesi 3 Kelas 201 (13.00 -14.00)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
21	Sri Suryaningsum	Benarkah Terjadi Pergeseran Management Laba Akruwal di Negara-negara Asia	Dedhy Sulistiawan
22	Ekayana Sangkasari Paranita	Kebijakan <i>Hedging</i> pada Perusahaan Non Finansial di Indonesia	

Sesi 4 Kelas Niaga (14.30-15.30)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
23	Luciana Almilia	Model <i>Belief Adjustment</i> dalam Pengambilan Keputusan Investasi	Junaedi
24	Sri Wahyuni dan Yogyanto H	Studi Eksperimen terhadap Kandungan Informasi <i>Management Guidance</i>	

Sesi 4 Kelas Lippobank (14.30-15.30)

No	Nama Pemakalah	Judul	Moderator
25	Sri Fadilah	Analisis Pengaruh Implementasi Pengendalian Intern dan <i>Total Quality Management</i> Terhadap Kinerja Organisasi Melalui Penerapan <i>Good Governance</i>	Dhien Mardiyah
26	Anton A Setyawan	Model Estimasi Relationship marketing dalam Business to Business: pendekatan <i>Dyadic vs Non-Dyadic</i>	



PROGRAM MAGISTER SAINS DAN DOKTOR
Ilmu Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi
UNIVERSITAS GADJAH MADA

Sertifikat

Program Magister Sains dan Doktor menyatakan bahwa:

Ekayana Sangkasari Paranita

telah mengikuti

**Doctoral Colloquium and Conference:
Contemporary Research in Economics and Business**

sebagai

Pemakalah

yang diselenggarakan pada tanggal 28 - 29 November 2012
di kampus Program Magister Sains dan Doktor FEB UGM

Organized by:
Forum Mahasiswa dan Alumni Doktoral Ekonomi Universitas Gadjah Mada (FORMADEGAMA)

Yogyakarta, 29 November 2012
Ketua Program



Dr. Supriyadi, M.Sc.
NIP. 196212101990031003

Kebijakan *Hedging* pada Perusahaan Nonfinansial di Indonesia

Ekayana Sangkasari Paranita
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala
Jln. Sriwijaya No. 32 & 36 Semarang 50242
email : esp.gdw@gmail.com

Pendahuluan

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-perusahaan tersebut 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 (Levi, 1996).

Sementara itu, perusahaan mempunyai kewajiban memaksimalkan nilai pemegang saham (Rappaport, 1986) dan (Smithson, 1998). Oleh karena itu, untuk mengantisipasi dampak negatif risiko fluktuasi kurs valuta asing serta melindungi kepentingan para pemegang saham, maka sebagian perusahaan multinasional melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. *Hedging* sebagai suatu strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar (*outflow*) atau sejumlah valuta asing yang akan

diterima (*inflow*) di masa yang akan datang tidak akan terpengaruh oleh perubahan fluktuasi kurs valuta asing (Faisal, 2001).

Fenomena tersebut mendorong sejumlah penelitian kebijakan hedging. Menindaklanjuti agenda penelitian terdahulu tentang bervariasinya temuan atas kebijakan hedging, serta mengingat riset atas penerapan kebijakan hedging di Indonesia masih sangat terbatas, maka riset ini ditujukan untuk menganalisis determinan kebijakan *hedging* pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Orisinalitas penelitian ini terletak pada penekanan adanya integrasi terhadap konsep kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing dan/atau kebijakan *foreign debt*.

Penelitian ini bertujuan mengembangkan pendekatan baru sebagai upaya memberikan kontribusi teoritis dalam determinan kebijakan *hedging* di negara berkembang. Adapun upaya yang akan dilakukan adalah dengan cara mensintesis eksposur valuta asing, *foreign debt*, serta kebijakan *hedging* dalam perspektif *hedging theory* dan *capital structure theory*. Penelitian ini dimaksudkan untuk menindaklanjuti hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan kebijakan *hedging* pada perusahaan nonfinansial di Bursa Efek Indonesia.

Tinjauan Teoritis

Teori Hedging. Studi kebijakan *hedging* menjelaskan penggunaan instrumen derivatif sebagai sarana *hedging* oleh perusahaan untuk mengurangi fluktuasi arus kas akibat pergerakan kurs valuta asing, tingkat suku bunga, dan harga komoditas. Pada hakekatnya perusahaan beroperasi dalam pasar modal yang tidak sempurna, dan teori manajemen risiko yang telah berkembang sampai saat ini menggunakan asumsi ketidaksempurnaan pasar untuk menjelaskan motif perusahaan melakukan *hedging*. Ketidaksempurnaan pasar yang disebutkan Smith dan Stulz (1985) antara lain adalah adanya pajak penghasilan korporasi, biaya-biaya transaksi (termasuk biaya kepailitan dan biaya keagenan), serta asimetri informasi.

Eitman, Stonehill, dan Moffett (2010) menyatakan bahwa kebijakan *hedging* terutama dilakukan untuk menghindari posisi-posisi terbuka dalam valuta

asing, yaitu tidak seimbangnya aset dan utang valuta asing. Ketidakseimbangan tersebut dalam bentuk *long position* dan *net position*. *Hedging* sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar (*outflow*) atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima (*inflow*) di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing. Prinsip dasar *hedging* dalam hal ini adalah untuk melakukan komitmen penyeimbang dalam valuta asing yang sama, yakni komitmen kedua untuk sejumlah yang sama dari komitmen awal namun berlawanan tanda (Eitman, Stonehill, dan Moffett, 2010).

Tufano (1996) menyatakan bahwa kajian teoritis atas teori *hedging* terbagi dalam dua *mainstreams* (aliran). Aliran pertama berfokus pada kebijakan *hedging* yang bertujuan memaksimalkan *shareholder value* (Smith dan Stulz, 1985; Froot et al, 1993; Culp, 2001). Sedangkan aliran kedua berfokus pada kebijakan *hedging* yang bertujuan memaksimalkan kepentingan manajer (Stulz, 1984; DeMarzo dan Duffie, 1995; Breeden dan Viswanathan, 1996; Fatemi dan Luft, 2002).

Menurut Dobson dan Soenen (1993), terdapat tiga alasan berbasis biaya keagenan yang mendasari manajemen *menhedging* resiko perusahaannya. Pertama, *hedging* mengurangi ketidakpastian dengan meredam gejolak arus kas sehingga menurunkan biaya hutang. Kedua, dengan pendanaan hutang tertentu, meredam gejolak arus kas melalui *hedging* akan mengurangi permasalahan keagenan substitusi aset. Ketiga, *hedging* mengurangi probabilitas kesulitan keuangan sehingga dapat meningkatkan jangka waktu hubungan kontraktual antar pemegang saham.

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.

Minton dan 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, Randall dan Lie (2002) berpendapat bahwa nilai modal sendiri mencerminkan potensi *underinvestment*nya. Penelitian empiris mereka menunjukkan sensitivitas nilai perusahaan produsen minyak dalam ketidakpastian harga minyak disebabkan karena produsen menghadapi ketidaksempurnaan pasar, seperti *financial distress* dan *underinvestment*. Mereka menyimpulkan bahwa dengan mengurangi biaya atas ketidaksempurnaan pasar tersebut, manajemen resiko perusahaan dapat meningkatkan nilai pemegang saham. MacMinn (1987) menunjukkan bahwa kebijakan *hedging* yang tepat akan meningkatkan keamanan hutang dan memungkinkan pemegang saham menerima seluruh tambahan pendapatan dari investasi berikutnya. Model tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki dorongan untuk menerapkan *hedging* karena dapat mengurangi biaya kebangkrutan dan/atau keagenan.

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* arusnya 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 Stulz (1990), Lessard (1990), Shapiro dan Titman (1998), Froot, Scharfstein dan Stein (1993), Getzy, Minton dan Schrand (1997), dan Haushalter, Randall dan Lie (2002).

Teori Struktur Modal. Masalah utama dalam optimalisasi keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal yang optimal. Penetapan struktur modal terkait dengan komposisi pendanaan yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitasnya. Struktur pendanaan adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan yang ditentukan oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

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 mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Mao, 2003). Dengan adanya perimbangan kepemilikan, seluruh resiko bisnis menjadi tanggung jawab bersama. Hal ini akan berimplikasi para manajer bertindak lebih hati-hati dalam penentuan struktur modal perusahaan.

Leverage keuangan merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan memberikan keuntungan yang lebih besar daripada biaya tetapnya sehingga akan meningkatkan *return* bagi pemegang saham (Keown, 2005). *Leverage* keuangan adalah penggunaan hutang yang dapat digunakan untuk meningkatkan *return* pemegang saham, dengan resiko meningkatnya kerugian pada masa-masa sulit.

Perusahaan yang memiliki hutang lebih beresiko daripada perusahaan tanpa hutang karena menanggung resiko bisnis dan resiko finansial. Terdapat dua teori yang mendasari struktur modal yaitu teori statis (*balancing/trade-off theory*) dan *pecking order theory*. Berdasarkan teori statis, pendanaan perusahaan menggunakan struktur modal optimal yang menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak terhadap biaya financial distress. Tujuan teori statis adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal eksternal (Myers, 1984). 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.

Sedangkan *pecking order theory* menyatakan bahwa pendanaan perusahaan menggunakan sumber-sumber pendanaan dengan prioritas resiko terkecil yaitu laba ditahan, hutang, dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Jadi teori ini cenderung mendukung penggunaan sumber dana internal. Berdasarkan pandangan *pecking order theory*, perusahaan yang tingkat hutangnya rendah cenderung rendah juga probabilitas biaya *financial distress*nya sehingga cenderung bermaksud meningkatkan hutangnya, termasuk *foreign debt* (Gonzales et al., 2010).

Selain itu, perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang tinggi akan lebih memprioritaskan sumber pendanaan internal (Myers dan Majluf, 1984). Myers (1977) menyatakan bahwa *underinvestment problem* akan meningkat pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi, sehingga kreditur akan mengurangi pendanaan mereka. Allayannis, Brown, dan Klaper (2003) juga menjelaskan bahwa biaya keagenan yang tinggi berpotensi dialami perusahaan yang oportunitas pertumbuhannya tinggi. Hal ini berimplikasi bahwa oportunitas pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hedging perusahaan.

Perusahaan-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, Brown, dan Klaper, 2003).

Determinan Kebijakan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing.

Nance, Smith, dan Smithson (1993) melakukan survei kebijakan hedging pada 169 perusahaan berdasarkan data Compustat. Mereka menyimpulkan bahwa kebijakan *hedging* dapat meningkatkan nilai perusahaan, melalui pengurangan *expected tax liabilities* dan *financial distress cost*. Hal ini diperluas oleh Geczy, Minton, dan Schrand (1997) yang meneliti kebijakan hedging pada 372 perusahaan nonfinansial. Temuannya menyatakan bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang ketat dan memiliki eksposur valuta asing cenderung

menggunakan derivatif valuta asing. Perusahaan menggunakan derivatif valuta asing untuk mengurangi variabilitas arus kas yang diinvestasikan di masa yang akan datang.

Hasil riset atas 419 perusahaan nonfinansial di bursa efek Hong Kong juga menunjukkan bahwa eksposur valuta asing merupakan faktor utama yang menentukan kebijakan *hedging* perusahaan. Variabel-variabel volatilitas arus kas, *financial distress cost*, *underinvestment cost*, dan *size* menjadi variabel independen. Aktifitas *hedging* dengan derivatif valuta asing menjadi kebijakan yang sangat vital dalam kesuksesan entitas bisnis Hong Kong, sebagaimana temuan Hu dan Wang (2006).

Selain itu, 485 perusahaan multinasional di Australia juga menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing untuk mengurangi eksposur valuta asingnya. Dalam penelitian ini, eksposur valuta asing antara lain diproxy dengan *foreign sales*, rasio hutang terhadap ekuitas, dan likuiditas. Persentase kepemilikan saham individu dan institusi berpengaruh signifikan terhadap eksposur valuta asing (Al Shboul dan Alison, 2009)

Adapun Schiozer dan Saito (2009) meneliti kebijakan *hedging* pada 55 perusahaan nonfinansial negara berkembang di Amerika Latin, meliputi Argentina, Brazil, Chili, dan Meksiko. Eskposur valuta asing antara lain diwakili oleh variabel rasio *foreign debt* terhadap total hutang, total aset, likuiditas, dan *coverage ratio*. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa penggunaan derivatif valuta asing yang bertujuan untuk *hedging* dapat menghasilkan arus kas sejumlah biaya modal, laba operasi, dan biaya-biaya finansial.

Sejumlah penelitian empiris tersebut menunjukkan bahwa perusahaan multinasional tidak dapat menghindari dari eksposur valuta asing yang berdampak langsung pada volatilitas arus kasnya. Gejolak arus kas perusahaan dapat memicu permasalahan *assets substitution cost*, 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* berbasis valuta asing.

Determinan Kebijakan Hedging dengan Foreign Debt. Untuk menghadapi resiko valuta asing, derivatif bukanlah satu-satunya pilihan kebijakan *hedging*. Penerbitan *foreign debt* dapat menjadi instrumen *natural hedging* bagi perusahaan yang memperoleh pendapatannya dari luar negeri. Penelitian-penelitian terkini berfokus pada analisis penggunaan *foreign debt* untuk *hedging* resiko valuta asing.

Allayannis dan Ofek (2001) menganalisis 500 perusahaan nonfinansial di pasar modal Amerika pada tahun 1993 untuk menemukan determinan keputusan *hedging* dan *hedging* dengan *foreign debt*. Temuan mereka menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar dan memiliki resiko valuta asing akan menggunakan *foreign debt*, sedangkan perusahaan yang memiliki resiko valuta asing yang lebih besar akan membutuhkan derivatif. Sedangkan perusahaan-perusahaan berskala lebih kecil cenderung menggunakan *hedging* dengan *foreign debt* karena mahal biaya derivatif.

Di antara penelitian-penelitian sejenis di Eropa, penelitian Keloharju dan Niskanen (2001) paling terkemuka. Dengan menggunakan sampel 44 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Finlandia pada tahun 1985-1991, diperoleh 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 multinasional dilakukan Nandy (2003) yang menganalisis hutang dalam US dollar yang dimiliki perusahaan-perusahaan Inggris dan Canada, serta interdependensi antar perbedaan karakteristik *foreign debt*. Peneliti mengemukakan bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan hutang dalam US dollar berhubungan signifikan dengan eksposur valuta asing dan pajak. Peneliti menyimpulkan bahwa pilihan denominasi mata uang *foreign debt* sangat terkait dengan *maturity* dan keamanan hutang.

Kedia dan Mozumdar (2003) meneliti faktor-faktor yang menentukan penerbitan *foreign debt* pada sepuluh mata uang yang sering digunakan di 532 perusahaan Amerika. Hasilnya menunjukkan bahwa *foreign debt* berhubungan

positif dengan aktifitas luar negeri dan ukuran perusahaan. Mereka juga menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang ingin mengurangi permasalahan asimetri informasinya cenderung akan menerbitkan *foreign debt*.

Otero et al. (2008) menganalisis determinan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* pada 49 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Spanyol pada tahun 2003. Hasilnya menunjukkan bahwa *foreign debt* diterbitkan untuk *hedging* resiko valuta asing, dan satu-satunya variabel yang berpengaruh langsung terhadap kebijakan dan volume hutang adalah tingkat eksposur valuta asing.

Adapun penelitian yang menggabungkan analisis *foreign debt* dan derivatif sebagai instrumen *hedging* valuta asing dilakukan oleh Judge. Judge (2006a) menganalisis determinan *hedging* bagi perusahaan nonfinansial yang terdaftar di Financial Times Top 500 di Inggris pada tahun 1995. Temuan penelitian menunjukkan bahwa kebijakan *hedging* berkaitan dengan skala ekonomis, biaya *financial distress*, eksposur valuta asing, dan likuiditas. Selain itu peneliti menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan likuiditas, ukuran, dan pajak yang besar cenderung akan menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif. Penggunaan derivatif berhubungan negatif signifikan dengan aset-asetnya di luar negeri, sebaliknya penggunaan *foreign debt* berhubungan positif signifikan dengan aset-asetnya di luar negeri. Ketika eksposur timbul dari aktifitas ekspor/impor, perusahaan akan cenderung melakukan *hedging* hanya dengan derivatif. Perusahaan yang menghadapi permasalahan *financial distress* akan cenderung melakukan *hedging* hanya dengan derivatif, atau kombinasi diantaranya, atau instrumen *hedging* lainnya. Dalam penelitiannya yang lain, Judge (2006b) menganalisis kebijakan *hedging* atas resiko valuta asing dengan sampel yang sama. Temuannya menyimpulkan bahwa kebijakan *hedging* valuta asing terkait dengan ukuran perusahaan, eksposur valuta asing, biaya *financial distress*, fungsi pajak, dan likuiditas.

Di Eropa, dengan sampel 47 perusahaan nonfinansial yang terdaftar di pasar modal Denmark pada tahun 2001, Aabo (2006) menganalisis determinan *foreign debt* dibandingkan dengan derivatif untuk *hedging* valuta asing. Peneliti

menyimpulkan bahwa *foreign debt* berhubungan positif dengan eksposu valuta asing, ukuran perusahaan, dan biaya *financial distress*, namun berhubungan negatif dengan asimetri informasi.

Clark dan Judge (2005, 2008) meneliti penerapan *hedging* valuta asing di pasar modal Inggris menggunakan populasi yang sama dengan Judge (2006a, 2006b) dengan 174 perusahaan sebagai sampelnya. Clark dan 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 dan Judge (2008) menganalisis penggunaan kombinasi derivatif dan *foreign debt* untuk membuktikan hipotesis bahwa *hedging* bertujuan untuk menghindari biaya *financial distress*. Mereka mengemukakan misklasifikasi penelitian-penelitian terdahulu terkait dengan asumsi bahwa hanya perusahaan yang menggunakan derivatif yang dianggap menerapkan kebijakan *hedging*, dan bahwa *leverage* bukan merupakan proxy tepat untuk biaya *financial distress*. Mereka mengusulkan penggunaan indikator secara simultan atas biaya *financial distress* (*interest coverage ratio, net positive financial income, company credit rating, tax-losses carried forward*). Temuannya menunjukkan bahwa variabel *leverage* adalah determinan signifikan hanya jika perusahaan *hedging* memiliki *foreign debt* atau *foreign debt* dan derivatif secara simultan.

Pengembangan Hipotesis. Perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* untuk mengurangi fluktuasi arus kas dan meminimalkan kondisi *financial distress* (Smith dan Stulz, 1985; Haushalter, 2000). Mayoritas penelitian terdahulu menggunakan *leverage* dan *interest coverage ratio* sebagai *proxy financial distress*. *Leverage* yang lebih tinggi mengindikasikan *financial distress costs* yang lebih tinggi, sehingga semakin besar juga motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging* (Graham dan Rogers, 2002; Nguyen dan Faff, 2003; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Klimczak, 2008).

Total debt to total assets ratio yang tinggi cenderung meningkatkan resiko arus kas dan mengindikasikan *financial distress cost* yang lebih tinggi, sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerapkan kebijakan

hedging dengan derivatif valuta asing. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 1 berikut :

Hipotesis 1 :

Total debt to total assets ratio berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

Di sisi lain, semakin besar *interest coverage ratio*, mengindikasikan *financial distress cost* perusahaan lebih rendah, sehingga semakin rendah pula motivasi untuk melakukan *hedging* (Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Clark dan Judge, 2008; Schiozer dan Saito, 2009).

Interest coverage ratio adalah *earning before interest and tax* dibagi *interest expenses*. *Interest coverage ratio* yang tinggi menunjukkan *financial distress cost* perusahaan lebih rendah, sehingga semakin rendah pula motivasi perusahaan melakukan *hedging*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 2 :

Hipotesis 2 :

Interest coverage ratio berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

Keloharju dan Niskanen (2001) menyimpulkan adanya pengaruh positif antara tingkat hutang dengan volume *foreign debt* yang digunakan suatu perusahaan. Sejalan dengan hal tersebut, Aabo (2006) menyatakan bahwa jika suatu perusahaan memutuskan untuk mendanai proyek investasinya menggunakan hutang, maka perusahaan tersebut juga akan meningkatkan jumlah *foreign debt*-nya. Namun berdasarkan teori struktur modal, perusahaan yang tingkat hutangnya tinggi lazimnya mempunyai kecenderungan mengalami *financial distress cost* yang lebih tinggi, sehingga akan berupaya menerapkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*.

Total debt to total assets ratio yang tinggi cenderung meningkatkan resiko arus kas dan mengindikasikan *financial distress cost* yang lebih tinggi, sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 3 berikut :

Hipotesis 3 :

Total debt to total assets ratio berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*.

Mian (1996) serta Allayannis dan Ofek (2001) mengemukakan bahwa perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang lebih besar akan menghadapi *underinvestment costs* yang lebih besar, sehingga lebih termotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging*. Menurut Froot et al. (1993), problem pembiayaan eksternal yang mahal adalah masalah klasik *underinvestment*, di mana pemegang saham memutuskan untuk menolak proyek beresiko rendah jika mereka menilai bahwa keuntungan ekonomis akan beralih ke kreditur. Manajemen resiko dapat meminimalkan hal ini dengan kebijakan *hedging*. *Underinvestment problem* lazimnya dialami perusahaan dengan oportunitas investasi yang besar. Semakin tinggi *capital expenditure scaled by the book value of assets* mengindikasikan semakin besar juga oportunitas investasi suatu perusahaan, sehingga semakin kuat juga motivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing (Geczy et al., 1997; Graham dan Rogers, 2002; Suriawinata, 2005; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Clark dan Judge, 2008; Schiozer dan Saito, 2009).

Capital expenditure scaled by the book value of assets yang tinggi cenderung meningkatkan resiko arus kas dan mengindikasikan masalah *underinvestment* yang lebih tinggi, sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 4 berikut :

Hipotesis 4 :

Capital expenditure scaled by the book value of assets berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

Selain itu, semakin besar *size* (skala ukuran) perusahaan, terdapat kecenderungan perusahaan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing karena lebih ekonomis dibandingkan perusahaan yang *size* (skala ukurannya) lebih kecil (Nance et al., 1993; Mian, 1996; Geczy et al., 1997; Graham dan Rogers, 2002; Suriawinata, 2005; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006). Riset-riset terdahulu tersebut menggunakan *natural log of total assets* sebagai proxy *size* (ukuran) perusahaan.

Semakin besar *natural log of total assets* menunjukkan semakin besar pula skala bisnis perusahaan. Perusahaan dengan skala bisnis yang besar memiliki kecenderungan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing karena lebih ekonomis dibandingkan perusahaan yang skala bisnisnya lebih kecil. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 5 berikut :

Hipotesis 5 :
Natural log of total assets berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan derivatif valuta asing.

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. Perusahaan dengan oportunitas pertumbuhan yang besar cenderung menggunakan sumber dana internal (Myers dan Majluf, 1984). Permasalahan *underinvestment* cenderung meningkat pada perusahaan yang memiliki oportunitas pertumbuhan yang besar, sehingga kreditur mengurangi pendanaannya (Myers, 1977). Allayannis dan Ofek (2001) menjelaskan perusahaan-perusahaan berskala bisnis besar yang memiliki resiko 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 masalah *underinvestment*, akan ditempuh kebijakan *hedging* dengan *foreign debt* (Keloharju dan Niskanen, 2001; Kedia dan Mozumdar, 2003; Clark and Judge, 2005; Aabo, 2006; Judge, 2006b).

Semakin besar *natural log of total assets* menunjukkan semakin besar pula skala bisnis perusahaan. Perusahaan berskala bisnis besar akan memiliki akses lebih baik ke pasar uang internasional sehingga untuk mengatasi masalah *underinvestment*, akan ditempuh kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 6 berikut :

Hipotesis 6 :
Natural log of total assets berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*.

Kebijakan *hedging* untuk mengurangi *assets substitution problem* timbul antara lain dari penggunaan hutang bank. Pemegang saham cenderung memilih proyek yang lebih beresiko. Kreditur menganggapnya sebagai perilaku oportunistik sehingga membebaninya dengan tingkat suku bunga yang tinggi. Perusahaan yang memiliki aset yang likuid cenderung tidak terbebani *assets substitution problem* dan kurang membutuhkan instrumen *hedging* karena memiliki substitusi *hedging*. Dalam hal ini likuiditas diproxy dengan *current ratio* (Tufano, 1996; Gezcy et al, 1997; Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006).

Semakin besar *current ratio* menunjukkan semakin likuid aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki aset yang likuid cenderung tidak terbebani *assets substitution problem* dan kurang membutuhkan instrumen *hedging* dengan derivatif valuta asing karena memiliki substitusi *hedging*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 7 berikut :

<p>Hipotesis 7 : <i>Current ratio</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing.</p>
--

Perusahaan menggunakan instrumen derivatif valuta asing untuk kepentingan *hedging* terhadap *foreign exchange exposure*. Semakin tinggi *foreign exchange exposure* yang dihadapi suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kebutuhan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. Mengacu penelitian-penelitian terdahulu, *foreign exchange exposure* diproxy dengan *foreign liabilities to total sales* (Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006).

Semakin besar *foreign liabilities to total sales* menunjukkan semakin besar pula kewajiban dalam valuta asing yang dihadapi perusahaan. Semakin tinggi *foreign exchange exposure* yang dihadapi suatu perusahaan akan memicu semakin tinggi pula kebutuhan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 8 berikut :

<p>Hipotesis 8 : <i>Foreign liabilities to total sales</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan <i>hedging</i> dengan derivatif valuta asing.</p>

Perusahaan memiliki *foreign debt* untuk kepentingan *hedging* terhadap *foreign exchange exposure*. Semakin tinggi *foreign exchange exposure* yang dihadapi suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kebutuhan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Mengacu penelitian-penelitian terdahulu, *foreign exchange exposure* diproxy dengan *foreign liabilities to total sales* (Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006).

Semakin besar *foreign liabilities to total sales* menunjukkan semakin besar pula kewajiban dalam valuta asing yang dihadapi perusahaan. Itulah sebabnya, semakin tinggi *foreign exchange exposure* yang dihadapi suatu perusahaan akan memicu semakin tinggi pula kebutuhan untuk menerapkan kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis 9 berikut :

Hipotesis 9 :

Foreign liabilities to total sales berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* dengan *foreign debt*..

Metode Penelitian

Jenis dan Sumber Data. Sumber data yang digunakan terdiri dari :

1. *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD);
2. *Annual report* (laporan tahunan) semua perusahaan sampel tahun 2001-2011;
3. *JSX Monthly Statistic* terbitan Januari 2001-Desember 2011;

Populasi. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonfinansial yang terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2011.

Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah sebagai berikut :

1. Tahun 2001 adalah tahun efektif mulai berlakunya Penerapan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) 50 dan PSAK 55;
2. Data keuangan tahun 2001 digunakan sebagai awal periode dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kinerja perusahaan secara lebih objektif karena telah melewati imbas krisis moneter pada tahun 1997;

3. Data keuangan tahun 2011 digunakan sebagai akhir periode karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia (BEI) terakhir menerbitkan ICMD tahun 2012 yang memuat laporan keuangan pada tahun 2011;
4. Penelitian menggunakan panel data atau *pooled data*, yaitu gabungan antara *cross section data* dengan *time series data* sehingga semakin lebar rentang waktu yang digunakan maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh.

Sampling. *Purposive sampling* diterapkan terhadap perusahaan publik nonfinansial yang terdaftar di BEI berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut :

- 1) Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangannya per 31 Desember untuk tahun buku 2001 sampai dengan tahun buku 2011 yang telah diaudit, beserta catatan-catatan atas laporan keuangan;
- 2) Perusahaan tersebut terdaftar terus-menerus pada BEI atau tidak pernah di-*delisting* BEI dalam periode tahun 2001-2011;
- 3) Perusahaan tersebut secara fundamental memiliki eksposur valuta asing yang timbul dari impor bahan baku, penjualan ekspor, aset dan kewajiban dalam valuta asing, atau memiliki anak perusahaan di luar negeri;
- 4) Perusahaan tersebut melakukan pembukuan transaksinya dalam mata uang Rupiah;
- 5) Perusahaan tersebut mempunyai nilai buku ekuitas yang positif.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Financial Distress Cost. Penelitian ini menggunakan variabel *interest coverage ratio* dan *total debt to total assets ratio* sebagai indikator *financial distress cost*, sebagaimana penelitian Geczy, et al. (1997), Davies et al. (2006), serta Hu dan Wang (2006). Semakin rendah *interest coverage ratio* mengindikasikan semakin tinggi probabilitas *financial distress cost*. Adapun semakin tinggi *total debt to total assets ratio* mengindikasikan semakin tinggi probabilitas *financial distress cost*. Beberapa penelitian tersebut merumuskan *interest coverage ratio* sebagai rata-rata laba sebelum bunga dan pajak selama tiga tahun terakhir dibagi biaya bunga pada tahun terakhir.

Underinvestment Cost. *Underinvestment cost* timbul ketika pemegang saham memutuskan untuk menolak proyek investasi beresiko rendah jika mereka menilai bahwa keuntungan proyek tersebut akan mengalir ke kreditur. Myers (1993), Mian (1996), serta Allayannis dan Ofek (2001) menyatakan bahwa *underinvestment cost* cenderung mengancam perusahaan-perusahaan yang memiliki peluang investasi yang bagus, sehingga peluang investasi yang bagus dihipotesiskan berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*. Peluang investasi tersebut lazimnya diproxy dengan *capital expenditure to total assets ratio* dan *natural log of total assets*, sebagaimana penelitian Graham and Rogers (2002), Suriawinata (2005), Davies et al. (2006), Hu and Wang (2006), dan Gonzales et al. (2010).

Assets Substitution Problem. Perusahaan dengan aset yang likuid cenderung tidak terbebani *assets substitution problem* dan kurang urgen kebutuhannya terhadap *hedging* karena memiliki substitusi *hedging*. Dalam hal ini likuiditas diproxy dengan *current ratio* sebagaimana penelitian Suriawinata (2005) dan Clark and Judge (2006). Di samping itu, semakin tinggi *foreign exchange exposure* yang dihadapi suatu perusahaan maka semakin urgen kebutuhan untuk menerapkan kebijakan *hedging*. Sejalan dengan penelitian Suriawinata (2005), Clark and Judge (2006), Davies et al. (2006), dan Hu and Wang (2006), *foreign exchange exposure* diproxy dengan *foreign liabilities to total sales ratio*.

Kebijakan *Hedging* dengan Derivatif Valuta Asing. Sesuai ketentuan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 55 mengenai “Akuntansi untuk Instrumen Derivatif dan Aktifitas Lindung Nilai”, penelitian ini menggunakan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing sebagai indikator kebijakan *hedging* perusahaan. Mengacu penelitian Geczy, et all (1997), Allayannis dan Weston (2001), Klimczak (2008), Schiozer and Saito (2009), serta Gonzales (2010), data kualitatif tersebut dinyatakan dalam variabel *dummy*, di mana aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing (dengan notasi D_HEDG) bernilai = 1 apabila perusahaan melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing, dan D_HEDG bernilai = 0 apabila sebaliknya.

Selain itu, aktifitas *hedging* dalam Penjelasan atas Laporan Keuangan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia belum mengungkapkan nilai nosionalnya sehingga baru memungkinkan diproxy dengan variabel *dummy*.

Kebijakan Hedging dengan Foreign Debt. Bursa Efek Indonesia tergolong dalam *emerging market*, yang memiliki karakteristik sangat berbeda dengan bursa efek pada *developed market*. Sebagaimana fenomena perusahaan-perusahaan di negara berkembang, perusahaan-perusahaan publik di Indonesia menghadapi kendala keterbatasan sumber modal dari dalam negeri sehingga cenderung membutuhkan sumber modal dari luar negeri untuk mendanai proyek-proyek investasinya. *Foreign debt* (hutang dalam nominasi valuta asing) merupakan eksposur utama yang dihadapi perusahaan-perusahaan di Indonesia, dan berpengaruh signifikan dalam volatilitas laba, arus kas, dan nilai investasinya.

Variabel	Pengukuran	Sumber
<i>Total Debt to Total Assets Ratio (DER)</i>	total hutang dibagi total aktiva	Geczy, et al. (1997), Davies et al. (2006), Hu & Wang (2006)
<i>Interest Coverage Ratio (ICR)</i>	rata-rata laba sebelum bunga dan pajak selama tiga tahun terakhir dibagi biaya bunga pada tahun terakhir	Geczy, et al. (1997), Davies et al. (2006), Hu & Wang (2006)
<i>Capital Expenditure to Total Assets Ratio (IAR)</i>	capital expenditure dibagi total aktiva	Graham & Rogers (2002), Suriawinata (2005), Davies et al. (2006), Hu & Wang (2006), Gonzales et al. (2010)
<i>Ln Total Assets (Ln TA)</i>	<i>natural logarithm of total assets</i>	Graham & Rogers (2002), Suriawinata (2005), Davies et al. (2006), Hu & Wang (2006), Gonzales et al. (2010)
<i>Current Ratio (CR)</i>	total hutang lancar dibagi total aktiva lancar	Suriawinata (2005), Clark and Judge (2006)
<i>Foreign Liabilities to Total Sales Ratio (FLR)</i>	total hutang luar negeri dibagi total penjualan	Suriawinata (2005), Clark & Judge (2006), Davies et al. (2006), Hu & Wang (2006)

Variabel	Pengukuran	Sumber
<i>Dummy Kebijakan Hedging (DHED)</i>	aktifitas <i>hedging</i> dengan instrumen derivatif valuta asing = 1 jika perusahaan melakukan aktifitas <i>hedging</i> , dan = 0 apabila sebaliknya	Geczy, et all (1997), Allayannis & Weston (2001), Klimczak (2008), Schiozer & Saito (2009), Gonzales (2010)
<i>Foreign Debt (FODE)</i>	total hutang dalam nominasi valuta asing	Keloharju & Niskanen (2001), Nandy (2003), Otero et al. (2008), Judge (2006a), Aabo (2006), Clark & Judge (2005, 2008)

Teknik Analisis

Logit Regression Model. Penelitian ini mengaplikasikan *Logit Regression Model* untuk menganalisis kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. *Logit Regression Model* digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Model ini lazim diterapkan ketika variabel dependen berupa nonmetrik atau kategori, dan asumsi *multivariate normal distribution* tidak terpenuhi (Hair, 2010). Dalam riset ini, variabel dependennya adalah *binary variable*, yakni *dummy* aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing (DHEDG). Adapun variabel independennya adalah *Total Debt to Total Assets Ratio* (TDTA), *Interest Coverage Ratio* (ICR), *Capital Expenditure to Total Assets Ratio* (CAPEX), *Natural Log of Total Assets* (LnTA), *Current Ratio* (CR), dan *Foreign Liabilities to Total Sales* (FL). Untuk memperhitungkan *year effect*, disertakan *dummy years* di mana tahun 2001 digunakan sebagai *benchmark year* (Gujarati, 2003). Persamaan *Logistic Regression*nya adalah sebagai berikut :

$$\ln \frac{p}{1-p} = \alpha_1 + \sum_{j=2001}^{2010} \delta_j D_{\text{YEAR}_j} + \beta_1 \text{TDTA}_{it} + \beta_2 \text{ICR}_{it} + \beta_3 \text{CAPEX}_{it} + \beta_4 \text{LnTA}_{it} + \beta_5 \text{CR}_{it} + \beta_6 \text{FL}_{it}$$

DAFTAR PUSTAKA

- Allayannis, George., and Weston, James P., 2001, “*The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value*”, **The Review of Financial Studies**, Spring, Vol. 14, No. 1, pp. 243-276.
- Allayannis, George., Ihrig, Jane., and Weston, James P., 2001, “*Exchange Rate Hedging : Financial versus Operational Strategies*”, **AEA Papers and Proceedings**, May 2001, pp. 391-395.
- Allayannis, George., and E. Ofek., 2001, “Exchange Rate Exposure, Hedging, and The User of Foreign Currency Derivatives”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 20, No. 2, pp. 273-296.
- Amihud, Y. dan B. Lev 1981, “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, **Bell Journal of Economics**, Vol. 12 No. 2, pp. 605-617.
- Arifin, Zaenal, 1997, “Analisis Untung-Rugi dan Strategi Hedging Terhadap Depresiasi dan Apresiasi Rupiah”, **Jurnal Siasat Bisnis**, Th. I, Vol. 4, Mei, hal. 17-21.
- Bartram, S. M. (2000), Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation, *Financial-Markets, Institution and Instruments* 9 (5), pp.279-324.
- Bessembinder H. (1991), Forward Contract and Firm Value : Investment Incentive and Contracting Effects, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (4), pp.519-532.
- Black, F. dan M. Scholes (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy* 81 (3), pp. 637-654.
- Brander, J.A. dan T. Lewis (1986), Oligopoly and Financial Structure, *American Economic Review* 76 (5), pp. 956-970.
- Breeden, D. dan S. Viswanathan (1996), Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model, *Duke University Working Paper*, Place : Duke University.
- Campbell, T.S. dan W.A. Kracaw (1987), Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22 (3), pp. 315-328.
- Dobson, J. dan L. Soenen (1993), Three Agency-Cost Reasons for Hedging and Hedge Accounting, *Review of Financial Studies* 8 (3), pp.743-771.
- Dolde, W. (1995), Hedging, Leverage and Primitive Risk, *Journal of Financial Engineering* 4 (2), pp.187-216.
- Eldomiaty, Tarek Ibrahim, 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**, Vol. 19, No.1, hal. 14-25.
- Faisal, M., 2001, **Manajemen Keuangan Internasional**, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta.
- Fama, F. E. (1980), Agency Problems and the Theory of The Firm, *The Journal of Political Economy* 88 (2), pp. 288-307.
- Fatemi, A. dan C. Luft (2002), Corporate Risk Management : Costs and Benefits, *Global-Finance-Journal* 13 (1), pp.29-38.
- Fazzari, S., R. Hubbard dan B. Petersen (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp. 141-195.
- Fogg, Blaine V, 1988, “*Leveraged Recaps : Maximizing Shareholder Value*”, **Corporate Growth**, September/October.
- Froot, K.A., D.S. Scharfstein dan J.C. Stein (1993), Risk Management : Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, *Journal of Finance* 48 (5), pp.1629-1658.

- Gay, G.D. dan J. Nam (1998), The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use, *Financial Management* 27 (4), pp. 53-69.
- Geczy, Christopher., Minton, Bernadette A., and Schrand, Catherine., 1997, "Why Firms Use Currency Derivatives", **The Journal of Finance**, Vol. LII, No. 4, September, hal. 1323-1354.
- Graham, John R., and Rogers, Daniel A., 2002, "Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?", **The Journal of Finance**, Vol. LVII, No. 2 April, hal 815-839.
- Greene, William H., 2003, *Econometrics Analysis, Fifth Edition*, Prentice Hall International, Inc.
- Gujarati, Damodar N, 2003, *Basic Econometrics, Fourth Edition*, Mc. Graw-Hill, New York.
- Gunawan, Itjang D., 2003, **Transaksi Derivatif, Hedging, dan Pasar Modal**, Grasindo, Jakarta.
- Haushalter, G. Davis, Randall, A. Heron dan E. Lie (2002), Price Uncertainty and Corporate Value, *Journal of Corporate Finance : Contracting, Governance and Organization* 8 (3), pp. 271-286.
- Haushalter, G.D. (2000), Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging : Evidence from Oil and Gas Producers, *The Journal of Finance* 55 (1), pp. 107-152.
- Holstrom, B. (1979), Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics* 10 (1), pp. 74-91.
- Hoshi, T., A. Kashyap dan D. Scharfstein (1991), Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics* 106 (1), pp. 33-60.
- Jensen, C.M. dan W. Meckling (1976), Theory of The Firm Managerial Behaviour, Agency Cost and Capital Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4), pp.305-360.
- Kaplan, S. dan L. Zingales (1997), Do Investment Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints, *Quarterly Journal of Economics* 112 (1), pp. 169-215.
- Lamont, O. (1997), Cash Flow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets, *Journal of Finance* 51 (1), pp. 57-82.
- Lessard, D.R. (1991), Global Competition and Corporate Finance in the 1990s, *Journal of Applied Corporate Finance* 3 (4), pp. 59-72.
- Levi, Maurice D., 1996, **Keuangan Internasional** (terjemahan), Buku 1-2, Mc. Graw-Hill Book Co. & Penerbit Andi, Yogyakarta.
- Magee, Shane, 2009, "Foreign Currency Hedging and Firm Value : A Dynamic Panel Approach", Macquarie University, NSW 2109, Australia, email : shane.magee@mafc.mq.edu.au.
- Manurung, Adler Haymans, 2003, "Hedge Funds", **Usahawan** No. 12, Th. XXXII, December, hal. 53-56.
- MacMinn R.D. dan L.M. Han (1990), Limited Liability, Corporate Value, and the Demand for Liability Insurance, *The Journal of Risk and Insurance* 57 (4), pp 581-607.
- MacMinn R.D. (1987), Forward Markets, Stock Markets, and The Theory of the Firm, *The Journal of Finance* 42 (5), pp. 1167-1185.
- MacMinn R.D. (1987), Insurance and Corporate Risk Management, *Journal of Risk and Insurance* 54 (4), pp. 658-677.
- Maksimovic, V. (1988), Capital Structure in Repeated Oligopolies, *Rand Journal of Economics* 19 (3), pp. 389-407.
- Mayers, D. dan C.W. Smith, Jr. (1982), On the Corporate Demand for Insurance, *The Journal of Business* 55 (2), pp.281-296.

- Mayers, D. dan C.W. Smith, Jr. (1987), Corporate Insurance and the Underinvestment Problem, *Journal of Risk and Insurance* 54 (1), pp.45-54.
- Mello, A.S. dan J.E. Parsons (2000), Hedging and Liquidity, *The Review of Financial Studies* 13 (1), pp. 127-153.
- Mian, Shenhzad L., 1996, "Evidence on Corporation Hedging Policy", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.31, No.3, Sept, hal.419-439.
- Minton, B.A. dan C. Schrand (1999), The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Cost of Debt and Equity Financing, *Journal of Financial Economics* 54 (3), pp.423-460.
- Modigliani, M. dan M. Miller (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory Of Investment, *The American Economic Review* 48 (3), pp. 261-297.
- Myers, C.S. (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39 (3), pp. 575-592.
- Nance, Deana R., Smith, Clifford W., Jr., and Smithson, Charles W., 1993, "On the Determinants of Corporate Hedging", **The Journal of Finance**, Vol. XLVIII, No. 1, March, hal. 267-284.
- Paranita, Ekayana Sangkasari, 2006, "Analisis Pengaruh Kebijakan Hedging Dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dan Variabel-Variabel Value Drivers Terhadap Nilai Pemegang Saham", **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol. 15/ No. 1/Juli 2006.
- Rappaport, Alfred, 1983, "Corporate Performance Standards and Shareholder Value", **The Journal of Business Strategy**, Spring, Vol. 3, Issue 4, hal. 28-38.
- _____, 1987, "Lingking Competitive Strategy and Shareholder Value Analysis", **The Journal of Business Strategy**, Spring, Vol. 7, Issue 4, hal. 58-67.
- _____, 1998, **Creating Shareholder Value : A Guide For Managers and Investors**, Revised Edition, Free Press, London.
- Smith, Pamela A., and Stulz., 1997, "Hedging with Derivatives", **Internal Auditor**, April, hal. 68-75.
- Smithson, Charles W., 1998, **Managing Financial Risk : A Guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximization**, Third Edition, Mc. Graw-Hill, USA.
- Sofyan, Hanafi, 2000, **Perdagangan Berjangka dan Ekonomi Indonesia : Alternatif Baru Manajemen Resiko dan Lindung Nilai bagi Investor Masa Depan**, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Suriawinata, Iman S., 2004, "Apakah Kebijakan Hedging Perusahaan dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dapat Meningkatkan Nilai Pemegang Saham?", **Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya**, Vol. 9, No. 2, November, hal. 59-80.
- Tufano, Peter., 1996, "Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry", **The Journal of Finance**, Vol. LI No. 4, September, hal. 1097-1137.
- Walsh, Ciaran, 2002, **Key Management Ratios : Rasio-rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis**, terjemahan, Edisi 3, Erlangga, Jakarta.