

KEBIJAKAN HEDGING DENGAN DERIVATIF VALUTA ASING PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Ekayana Sangkasari Paranita
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala
Jln. Sriwijaya No. 32 & 26 Semarang 50242
email : esp.gdw@gmail.com

Abstract :

The purpose of this paper is investigate the corporate hedging policy among Indonesian capital market to provide empirical evidence on the determinants of the hedging policy. The research using a sample of 150 non-financial manufacturing firms over the period 2010. The methodology taken is application of logit regression framework and panel data technique. It is found that a few Indonesia firms hedge market risks. There is a significant positive correlation between financial distress costs, underinvestment costs, and assets substitution costs towards corporate hedging policy. Hence, it seems that Indonesian firms do not assign hedging to respond to tax benefit. At present, most of the Indonesian firms are either cautious or unsure about the use of derivative instruments. There is a need to inform managers about usefulness of the derivatives and market risk reporting that would contribute to greater financial transparency. The findings imply that firms should disclose in their publicly financial report that they truly use derivatives for hedging purposes. This paper adds contribution to risk management research by providing strong empirical evidence of corporate hedging policy in Indonesia as one of the emerging market countries.

Keywords : *hedging, derivative, foreign currency exposure, Indonesia*

Paper type : *research paper*

Pendahuluan

Aplikasi kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing semakin meningkat pesat dalam dua dekade terakhir di negara-negara maju. Namun temuan riset-riset empiris mengenai determinan kebijakan *hedging* masih relatif terbatas, dan membutuhkan riset lebih luas terutama di negara-negara berkembang (Khediri, 2010). Determinan kebijakan *hedging* sangat bervariasi antar negara karena tergantung karakteristik unik masing-masing negara (Hu dan Wang, 2006).

Perusahaan multinasional 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 kurs yang mengarah pada fluktuasi dan ketidakpastian nilai perusahaan (Faisal, 2001).

Resiko terbesar dari transaksi multinasional ditimbulkan oleh fluktuasi kurs valuta asing. Fluktuasi kurs valuta asing berdampak langsung pada omzet penjualan, penetapan harga produk, serta tingkat laba eksportir dan importir. Fluktuasi kurs valuta asing juga menyebabkan ketidakpastian nilai aset dan kewajiban, serta dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Levi, 1996). Oleh karena itu, untuk mengantisipasi dampak negatif risiko fluktuasi kurs valuta asing serta melindungi kepentingan para pemegang saham, maka perusahaan multinasional melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing.

Menurut analisis struktur modal Modigliani-Miller (1958, 1963), kebijakan *hedging* tidak memberikan nilai tambah apapun. Dalam pasar modal yang sempurna, masing-masing para pemegang saham dapat mengelola sendiri strategi portofolio sesuai dengan profil resiko yang mereka kehendaki. Namun realitanya, perusahaan beroperasi pada pasar modal yang tidak sempurna, dan manajemen resiko menggunakan ketidaksempurnaan pasar untuk menjelaskan motivasi kebijakan *hedging* (Suriawinata, 2004). Ketidaksempurnaan pasar yang dimaksud adalah adanya pajak penghasilan, biaya-biaya transaksi, dan asimetri informasi (Smith dan Stulz, 1985; Froot et al., 1993; Breeden dan Viswanathan, 1996; Culp, 2001).

Davies et al. (2006) menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di Norwegia menerapkan kebijakan *hedging* bukan untuk tujuan mengurangi *financial distress cost* dan akses ke pasar modal eksternal. Temuannya adalah bahwa ukuran perusahaan, internasionalisasi, dan likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan *hedging*. Riset Hu dan Wang (2006) pada perusahaan-perusahaan Hongkong sebagai wilayah administrasi otonom China yang memiliki valuta asing tersendiri, namun tetap harus terintegrasi dengan pasar modal China, cenderung memandang kebijakan valuta asing sebagai determinan utama kebijakan *hedging* karena China akan menerapkan sistem devisa mengambang. Adapun perusahaan-perusahaan di Inggris menerapkan kebijakan *hedging* dengan determinan utama *financial distress costs* (Clark dan Judge, 2008). Klimczak (2008) memberikan kontribusi dalam teori manajemen resiko dengan melakukan riset komprehensif atas teori-teori *hedging*. Temuannya menyatakan bahwa kebijakan *hedging* di Polandia tidak berdasarkan salah satu teori secara mendasar, namun dipengaruhi eksposur valuta asing, *market-to-book value*, sektor informasi teknologi dan jasa, serta ukuran perusahaan. Sementara itu, Schiozer dan Saito (2009) mengemukakan bahwa skala ekonomis, *financial distress costs*, asimetri informasi, oportunitas pertumbuhan berpengaruh terhadap kebijakan *hedging* perusahaan di negara-negara Amerika Latin.

Indonesia sebagai salah satu negara berkembang memiliki pasar modal dengan karakteristik yang unik dibandingkan dengan negara-negara maju atau negara-negara berkembang lainnya. 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 pada data panel yang diuji dengan model regresi logistik, sekaligus menjelaskan integrasi *financial distress hypothesis*, *underinvestment problem hypothesis*, dan *assets substitution problem hypothesis*.

Penelitian ini bertujuan mengembangkan pendekatan empiris sebagai upaya memberikan kontribusi dalam kontroversi teoritis determinan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing di negara berkembang. Penelitian ini dimaksudkan untuk menjawab fenomena yang terjadi terhadap hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing pada perusahaan nonfinansial di Bursa Efek Indonesia.

Tinjauan Teoretis

Hedging Policy. *Hedging* 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). Rasionalitas kebijakan *hedging* didasarkan pada dua *mainstream* teori yang masing-masing memberikan landasan yang berbeda. *Mainstream* pertama yakni

shareholder value maximization theory menjelaskan bahwa rasionalitas kebijakan *hedging* adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang sahamnya melalui pengurangan *tax liabilities*, *financial distress cost*, *underinvestment cost*, dan *assets substitution cost* (Smith dan Stulz, 1985; Froot et al, 1993; Mian, 1996; Culp, 2001). Adapun *mainstream* kedua adalah *manager's utility maximization theory* yang menjelaskan bahwa rasionalitas kebijakan *hedging* adalah untuk memaksimalkan kepentingan manajer perusahaan (Stulz, 1984; DeMarzo dan Duffie, 1995; Breeden dan Viswanathan, 1996; Fatemi dan Luft, 2002).

Riset ini menggunakan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing sebagai indikator kebijakan *hedging* perusahaan. Data kualitatif tersebut dinyatakan dalam variabel *dummy*, di mana aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing bernilai = 1 apabila perusahaan melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing, dan *D_HEDG* bernilai = 0 apabila sebaliknya.

Shareholder Value Maximization Theory. Penelitian ini menganalisis berdasarkan *mainstream* pertama sehingga dalam konteks ini tinjauan teoritis hanya mengulas *mainstream* pertama. *Shareholder value maximization theory* bertolak dari tiga pemikiran berikut. **Pertama**, salah satu determinan utama kebijakan *hedging* adalah motivasi untuk mengurangi *financial distress cost*. *Financial distress cost* meliputi biaya legalitas, biaya administrasi kebangkrutan, *moral hazard*, biaya pengawasan dan biaya kontrak, yang dapat mengikis nilai pasar perusahaan (Myers, 1984). Kebijakan *hedging* dapat menurunkan probabilitas terjadinya biaya kesulitan finansial, dengan cara mengurangi fluktuasi arus kas atau laba akuntansi. Rendahnya probabilitas biaya kesulitan finansial dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan dan meningkatkan potensi hutang, sehingga pada akhirnya dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Smith dan Stulz, 1985; Shapiro dan Titman, 1998; Haushalter, 2000; Nguyen dan Faff, 2002).

Kebanyakan riset terdahulu menggunakan rasio hutang sebagai indikator *financial distress*. Nance et al (1993) menyimpulkan pengaruh positif namun tidak signifikan antara rasio hutang dan kebijakan *hedging* perusahaan. Sebaliknya, Geczy et al. (1997) menyimpulkan bahwa rasio hutang berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Sedangkan riset Graham dan Rogers (2002) serta Nguyen dan Faff (2002) menyimpulkan pengaruh positif dan signifikan antara rasio hutang dan kebijakan *hedging*.

Kedua, kebijakan *hedging* dapat mengurangi *underinvestment cost*. *Underinvestment cost* timbul ketika pembiayaan eksternal mahal sehingga perusahaan harus mengurangi investasinya ketika arus kas internal tidak cukup untuk mendanai proyek yang prospektif. *Underinvestment cost* mencerminkan *net present value* proyek yang mestinya positif jika tersedia pembiayaan internal. Dengan kebijakan *hedging*, perusahaan diproteksi dari fluktuasi arus kas sehingga yakin bahwa arus kas internal memadai untuk mendanai investasi (Froot et al., 1993).

Riset-riset terdahulu oleh Nance et al. (1993), Geczy et al. (1997), Gay dan Nam (1998), Haushalter (2000), Graham dan Rogers (2002), Nguyen dan Faff (2002), Davies et al. (2006), serta Clark dan Judge (2008) menggunakan *proxy* yang berbeda-beda untuk oportunitas investasi (*market-to-book value of equity*, *book-to-market value of equity*, *price earning ratio*, *capital expenditure*, *dividend yield*). Mayoritas menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara oportunitas investasi dan kebijakan *hedging*.

Ketiga, kebijakan *hedging* juga dimungkinkan dapat mengurangi *assets substitution cost*. *Assets substitution cost* timbul karena perbedaan insentif yang diterima pemilik modal dan kreditur dari suatu proyek investasi. Pada pembiayaan dengan hutang, pemegang saham cenderung memilih proyek yang lebih beresiko. Kreditur menganggap hal ini sebagai perilaku oportunistik pengalihan resiko pemegang saham, sehingga

membebaninya dengan tingkat suku bunga yang tinggi. Kenaikan biaya modal akan mengurangi *net present value* proyek. Penurunan *net present value* tersebut menunjukkan *assets substitution cost* yang muncul akibat pemegang saham mengalihkan proyek beresiko rendah dengan proyek beresiko tinggi. Perusahaan yang *hedging* arus kasnya akan berkurang *assets substitution cost*nya, dan dibebani tingkat suku bunga yang lebih rendah. Dengan biaya modal yang lebih rendah, *net present value* proyek akan meningkat sehingga juga meningkatkan *shareholder value* (Culp, 2001).

Kebijakan hedging untuk mengurangi *assets substitution problem* timbul antara lain dari penggunaan hutang bank. Misalkan perusahaan minyak yang memiliki hutang bank akan melakukan *hedging* untuk mengurangi eksposurnya terhadap resiko fluktuasi harga komoditas (Lookman, 2005).

Financial Distress Hypothesis. Perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* untuk mengurangi fluktuasi arus kas dan meminimalkan kondisi *financial distress* (Smith dan Stulz, 1985; Haushalter, 2000). Mayoritas riset 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, 2002; Suriawinata, 2005; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Clark dan Judge, 2008; Klimczak, 2008). Sementara semakin besar *interest coverage ratio*, mengindikasikan bahwa *financial distress cost* perusahaan lebih rendah, sehingga semakin rendah pula motivasi untuk melakukan *hedging* (Geczy et al. 1997; Haushalter, 2000; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Clark dan Judge, 2008; Schiozer dan Saito, 2009). *Leverage* adalah *debt to equity ratio*, sedangkan *interest coverage ratio* adalah *earning before interest and tax* dibagi *interest expenses*. Sejalan dengan riset-riset terdahulu tersebut, dirumuskan hipotesis :

H1 : *Debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

H2 : *Interest coverage ratio* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*.

Underinvestment Hypothesis. 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 *market-to-book value of equity* mengindikasikan semakin besar juga oportunitas investasi suatu perusahaan, sehingga semakin kuat juga motivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging* (Nance et al., 1993; Geczy et al., 1997; Graham dan Rogers, 2002; Suriawinata, 2005; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006; Clark dan Judge, 2008). Semakin besar *size* (ukuran) perusahaan, terdapat kecenderungan perusahaan untuk menerapkan kebijakan *hedging* karena lebih ekonomis (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. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis berikut :

H3 : *Market-to-book value of equity* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

H4 : *Natural log of total assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Assets Substitution Hypothesis. 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). 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. *Foreign exchange exposure* diproxy dengan *foreign liabilities to total sales* (Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006). Berdasarkan rasionalisasi tersebut, dirumuskan hipotesis :

H5 : *Current ratio* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*.

H6 : *Foreign liabilities to total sales* berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging*.

Metodologi

Sampling. *Purposive sampling* diterapkan terhadap perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut :

- 1) Perusahaan nonfinansial di sektor manufaktur, karena perusahaan finansial dimungkinkan menggunakan derivatif bukan untuk kepentingan hedging, dan karena sektor manufaktur merupakan sektor terbesar dengan variabilitas subsektor yang dinilai cukup representatif mewakili seluruh perusahaan publik;
- 2) Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangannya per 31 Desember untuk tahun buku 2007 sampai dengan tahun buku 2010 yang telah diaudit, beserta catatan-catatan atas laporan keuangan;
- 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.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, diperoleh *sampling* 133 perusahaan dan 532 *firm-year observations*. Informasi mengenai kebijakan *hedging* diperoleh dari Catatan atas Laporan Keuangan masing-masing perusahaan. Terdapat 30 perusahaan yang melaporkan penggunaan instrumen derivatif valuta asing, namun hanya 18 perusahaan yang melaporkan nilai nosionalnya. Keseluruhan perusahaan dalam sampel menyatakan bahwa mereka menggunakan instrumen derivatif valuta asing tersebut untuk meng*hedging* eksposur valuta asing.

Teknik Analisis Data. Riset ini mengaplikasikan *Logistic Regression* untuk menganalisis kebijakan hedging dengan instrumen derivatif valuta asing. *Logistic Regression* digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. *Logistic Regression* 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 *Debt to Equity Ratio* (DER), *Interest Coverage Ratio* (ICR), *Market-to-Book Value of Equity* (MBV), *Natural Log of Total Assets* (LnTA), *Current Ratio* (CA), dan *Foreign Liabilities to Total Sales* (FL). Untuk

memperhitungkan *year effect*, disertakan *dummy years* di mana tahun 2007 digunakan sebagai *benchmark year* (Gujarati, 2003). Persamaan *Logistic Regression*nya adalah sebagai berikut :

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = \alpha_1 + \sum_{j=2008}^{2010} \delta_j D_{\text{YEAR}_j} + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{ICR}_{it} + \beta_3 \text{MBV}_{it} + \beta_4 \text{LnTA}_{it} + \beta_5 \text{CA}_{it} + \beta_6 \text{FL}_{it}$$

Hasil dan Pembahasan

Tabel 1 berikut menunjukkan hasil uji multikolinearitas dengan tolok ukur nilai *tolerance* dan VIF (*Variance Inflating Factor*) masing-masing variabel. Keseluruhan variabel tidak ada yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 yang bermakna tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Adapun nilai VIF juga tidak ada yang melebihi 10. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat multikolinearitas antarvariabel independen dalam model regresi.

Tabel 1. Nilai Tolerance dan VIF (*Variance Inflating Factor*)

| Variabel Independen | <i>Tolerance</i> | <i>VIF</i> |
|---------------------|------------------|------------|
| DER | 0.558 | 1.792 |
| ICR | 0.629 | 1.591 |
| MBV | 0.797 | 1.254 |
| LnTA | 0.725 | 1.379 |
| CR | 0.913 | 1.095 |
| FL | 0.860 | 1.162 |
| D-2008 | 0.659 | 1.518 |
| D-2009 | 0.616 | 1.622 |
| D-2010 | 0.639 | 1.566 |

Adapun Tabel 2 berikut menunjukkan hasil analisis *Logistic Regression* mengenai kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing dengan sejumlah variabel independen.

Tabel 2. Analisis *Logistic Regression*; Variabel Dependen D_HEDG {1,0}

| Variabel Independen | <i>Coefficient Estimate</i> | <i>p-value</i> |
|--------------------------------------|-----------------------------|----------------|
| Intercept | -17.204 | 0.000 |
| DER | 0.229 | 0.000 |
| ICR | 0.550 | 0.000 |
| MBV | 0.072 | 0.491 |
| LnTA | 0.789 | 0.003 |
| CR | -0.048 | 0.646 |
| FL | -0.080 | 0.639 |
| D-2008 | -1.263 | 0.133 |
| D-2009 | -1.467 | 0.137 |
| D-2010 | -1.141 | 0.183 |
| <i>Cox & Snell R²</i> | 0.582 | |
| <i>Nagelkerke R²</i> | 0.896 | |
| <i>Hosmer & Lemeshow Test</i> | 9.368 | |
| <i>Prediction Accuracy</i> | 96.1 | |
| <i>Number of Observations</i> | 532 | |
| - <i>Obs with Dep = 0</i> | 419 | |
| - <i>Obs with Dep > 0</i> | 113 | |

Untuk menilai *overall fit* model terhadap data, dilakukan tes statistik atas hipotesis kelayakan model (Ghozali, 2009). Hipotesis nol untuk menilai kelayakan model menyatakan bahwa model yang dihipotesiskan *fit* dengan data. Diharapkan uji statistik tidak akan menolak hipotesis nol agar model *fit* dengan data. Cox & Snell R^2 merupakan ukuran yang serupa dengan R^2 yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimal kurang dari satu sehingga sulit diinterpretasikan. Adapun Nagelkerke R^2 merupakan modifikasi dari koefisien Cox & Snell R^2 dengan nilai maksimalnya. Nilai Nagelkerke R^2 dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*. Nilai Nagelkerke R^2 sebesar 0,896 berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen adalah sebesar 89,6%.

Hosmer & Lemeshow Test menguji *goodness of fit* model terhadap data. Jika nilai Hosmer & Lemeshow Test sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak. Hal ini berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya, sehingga model tidak *fit* karena tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Sebaliknya berlaku jika nilai *Hosmer & Lemeshow Test* lebih besar dari 0,05. Output SPSS menunjukkan nilai *Hosmer & Lemeshow Test* sebesar 9,368 dengan probabilitas signifikansi 0,312 yang bernilai jauh di atas 0,05. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa model tersebut *fit* dengan data.

Classification Table pada output SPSS mengindikasikan nilai estimasi yang benar dan salah. Kolom menunjukkan dua nilai prediksi atas variabel dependen, yakni menerapkan kebijakan *hedging* (1) atau tidak menerapkan kebijakan *hedging* (0). Sedangkan baris menunjukkan dua nilai observasi sesungguhnya dari variabel dependen tersebut. Pada model yang sempurna, semua observasi akan berada pada diagonal dengan tingkat ketepatan peramalan 100%. Output SPSS menunjukkan bahwa prediksi observasi yang menerapkan kebijakan *hedging* sebanyak 113 observasi, namun observasi yang sesungguhnya menerapkan kebijakan *hedging* hanya 104 observasi. Dengan demikian ketepatan model ini adalah 104/113 atau 96,1%.

Estimasi *maximum likelihood parameter* dari model dapat ditentukan berdasarkan output *variable in the equation*. Persamaan *Logistic Regression* hasil riset dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = -17.204 + 0.229 \text{ DER} + 0.550 \text{ ICR} + 0.072 \text{ MBV} + 0.789 \text{ LnTA} - 0.048 \text{ CR} - 0.080 \text{ FL} - 1.263 \text{ D2008} - 1.467 \text{ D2009} - 1.141 \text{ D2010}$$

Probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* secara positif berhubungan dengan *financial distress*. Secara signifikan terbukti bahwa semakin besar *debt to equity ratio* perusahaan, maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* semakin besar. Temuan ini memperkuat temuan riset-riset terdahulu bahwa rasio hutang yang tinggi mengindikasikan *financial distress cost* yang lebih tinggi sehingga membawa perusahaan pada kondisi memerlukan kebijakan *hedging*. Selain itu, secara signifikan terbukti bahwa semakin rendah *interest coverage ratio* suatu perusahaan maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* juga semakin besar. Jadi berkebalikan dengan rasio hutang, *interest coverage ratio* yang tinggi mencerminkan *financial performance* yang lebih stabil sehingga mengindikasikan *financial distress costs* yang lebih rendah. Temuan terkait *financial distress hypothesis* ini sejalan dengan temuan riset Geczy et al. (1997), Haushalter (2000), Graham dan Rogers (2002), Suriawinata (2005), Davies et al. (2006), Hu dan Wang (2006), Clark dan Judge (2008), Klimczak (2008), serta Schiozer dan Saito (2009).

Probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* secara positif berhubungan dengan *underinvestment problem*. Secara signifikan terbukti bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* semakin besar. Menurut *economies of scale*, semakin besar perusahaan maka penerapan suatu kebijakan akan dirasakan semakin ekonomis bebannya. Hal ini mendukung

temuan riset-riset terdahulu (Nance et al., 1993; Mian, 1996; Geczy et al., 1997; Graham dan Rogers, 2002; Suriawinata, 2005; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006). Sementara itu, semakin besar *market-to-book value of equity* suatu perusahaan maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan hedging juga semakin besar karena perusahaan cenderung mempunyai oportunitas investasi yang besar, sehingga semakin besar pula *underinvestment problemnya*. Namun temuan ini tidak terbukti signifikan secara empiris. Hal ini dimungkinkan karena investor pada pasar modal Indonesia tidak memandang *market-to-book value of equity* sebagai sinyal positif bagi kinerja suatu perusahaan, sebagaimana temuan Suriawinata (2005) dan Paranita (2006).

Probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* secara negatif berhubungan dengan *assets substitution problem*, namun riset ini tidak dapat membuktikan *assets substitution problem hypothesis* secara signifikan. Semakin rendah *current ratio* suatu perusahaan, maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* semakin besar. *Current ratio* yang rendah mengindikasikan rendahnya aset likuid yang dikelola perusahaan, yang pada gilirannya memotivasi untuk menerapkan kebijakan *hedging*. Hal ini sejalan dengan temuan riset terdahulu (Tufano, 1996; Gezcy et al, 1997; Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006). Sementara itu, temuan hipotesis terakhir berseberangan dengan temuan riset-riset terdahulu (Suriawinata, 2005; Clark dan Judge, 2006; Davies et al., 2006; Hu dan Wang, 2006). Pembuktian hipotesis riset ini menyatakan bahwa semakin besar *foreign liabilities* suatu perusahaan maka probabilitas perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* justru semakin rendah. Hal ini terkait dengan karakteristik unik pasar modal Indonesia, di mana perusahaan yang menanggung *foreign liabilities* yang tinggi biasanya cenderung menekan biaya-biaya operasional dan administrasi, sehingga tidak menganggarkan kebutuhan untuk melakukan *hedging*.

Hedging semakin berkembang sebagai bagian dari manajemen resiko dan merupakan salah satu indikator financial performance yang layak dipertimbangkan investor. Hedging juga menjadi tumpuan para pemegang saham untuk mengamankan nilai investasinya. Implikasinya, perusahaan selayaknya mempublikasikan kebijakan hedging dalam laporan keuangannya secara transparan, terutama kontrak hedging dan nilai nosional hedgingnya. Dengan demikian diharapkan akan terbentuk strategi manajemen resiko yang semakin komprehensif dengan dunia keuangan internasional.

Simpulan

Secara umum dapat disimpulkan bahwa temuan riset ini mendukung *mainstream shareholder value maximization* bahwa perusahaan menerapkan kebijakan hedging untuk meningkatkan nilai para pemegang sahamnya. Hal ini ditunjukkan dengan kecenderungan perusahaan menerapkan hedging untuk mengatasi financial distress, underinvestment problem, dan assets substitution problem. Beberapa temuan tidak selalu selaras dengan riset-riset terdahulu karena terkait dengan karakteristik unik pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- 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.
- 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.
- Breeden, D. dan S. Viswanathan (1996), Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model, *Duke University Working Paper*, Place : Duke University.
- 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.
- 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.
- Ghozali, Imam, 2003, **Aplikasi Analisis Multivariate**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N, 2003, **Basic Econometrics, Fourth Edition**, Mc. Graw-Hill, New York.
- 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.
- 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.
- Manurung, Adler Haymans, 2003, “Hedge Funds”, **Usahawan** No. 12, Th. XXXII, December, hal. 53-56
- 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.
- 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.
- 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.

