

ARTIKEL

by Arinal Mirdha Arinal Mirdha

Submission date: 04-Jul-2022 09:23AM (UTC+0700)

Submission ID: 1866318372

File name: Artikel_Arinal_Mirdha_S2_Akuntansi_4_Juli_2022.docx (136.06K)

Word count: 7149

Character count: 46621

MENGAPA PERUSAHAAN MELAKUKAN KEPUTUSAN *HEDGING*? (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA)

Arinal Mirdha¹, Muhammad Arfan^{2*}, Indayani³

¹⁾ Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Syiah Kuala

^{2,3)} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Syiah Kuala

Jl. Teuku Nyak Arief, Kopelma Darussalam, Kota Banda Aceh, Aceh 23111

*Penulis Korespondensi: arfan_rais@unsyiah.ac.id

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menguji mengapa perusahaan melakukan keputusan *hedging*? Penelitian ini memilih sebanyak 179 perusahaan sebagai populasi dan 124 perusahaan sebagai sampel. Unit analisis yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun pengamatan 2018-2020, sehingga unit observasi berjumlah 372 observasi. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik *simple random sampling*. Sumber data penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan dan dianalisis menggunakan regresi logistik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan dan *financial leverage* merupakan faktor yang memotivasi manajer perusahaan melakukan keputusan *hedging*, sementara likuiditas merupakan faktor yang memitigasi manajer melakukan keputusan *hedging*. Di sisi lain, volatilitas arus kas merupakan faktor yang tidak mampu menjelaskan keputusan *hedging*.

Kata kunci: *Financial leverage, hedging, likuiditas, peluang pertumbuhan, volatilitas arus kas*

MENGAPA PERUSAHAAN MELAKUKAN KEPUTUSAN HEDGING? (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA)

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menguji mengapa perusahaan melakukan keputusan *hedging*? Penelitian ini memilih sebanyak 179 perusahaan sebagai populasi dan 124 perusahaan sebagai sampel. Unit analisis yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun pengamatan 2018-2020, sehingga unit observasi berjumlah 372 observasi. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik *simple random sampling*. Sumber data penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan dan dianalisis menggunakan regresi logistik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan dan *financial leverage* merupakan faktor yang memotivasi manajer perusahaan melakukan keputusan *hedging*, sementara likuiditas merupakan faktor yang memitigasi manajer melakukan keputusan *hedging*. Di sisi lain, volatilitas arus kas merupakan faktor yang tidak mampu menjelaskan keputusan *hedging*.

Kata kunci: *Financial leverage, hedging, likuiditas, peluang pertumbuhan, volatilitas arus kas*

PENDAHULUAN

Dalam era globalisasi saat ini banyak perusahaan berkesempatan untuk melakukan berbagai transaksi secara internasional, baik melakukan ekspor-impor, mendirikan perusahaan di negara lain maupun melakukan transaksi yang berkaitan dengan pendanaan atau investasi. Meskipun dapat memberikan keuntungan lebih untuk perusahaan, perusahaan juga akan menghadapi berbagai risiko akibat dari ketidakpastian ekonomi secara global. Salah satu risiko yang dihadapi yaitu risiko perubahan nilai tukar mata uang atau *foreign exchange exposure*. Risiko ini disebabkan oleh pembayaran transaksi oleh suatu perusahaan yang menyebabkan pertukaran mata uang suatu negara dengan negara lain di mana kurs mata uang dari waktu ke waktu mengalami fluktuasi, sehingga mempengaruhi penggunaan arus kas perusahaan dan bisa berdampak pada penjualan, penetapan biaya produk, dan laba perusahaan (Anniyati, Hermanto, Hidayati, dan Aisyah, 2019; Henderson, 2006; Jutila, 2020).

Dalam mengantisipasi kondisi ketidakpastian dari fluktuasi nilai tukar mata uang, perusahaan melakukan upaya manajemen risiko dengan melakukan lindung nilai atau *hedging* untuk meminimalkan risiko yang terjadi terhadap keuangan perusahaan. Keputusan *hedging* ini dapat mengurangi risiko perusahaan karena kerugian akibat dari fluktuasi nilai tukar mata uang tertutupi dengan keuntungan dari instrumen *hedging* (Mahasari dan Rahyuda, 2020). *Hedging* juga dapat meningkatkan nilai perusahaan karena dapat menjamin dana internal perusahaan untuk mendanai investasi masa depan (Klimczak, 2008). Suatu perusahaan dapat melakukan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif yang terdiri dari beberapa instrumen yaitu *option, forward, future*, dan *swap* (Gewar dan Suryantini, 2020). Beberapa perusahaan pada tahun 2020 seperti PT Tower Bersama Infrastructure Tbk menggunakan fasilitas *hedging* untuk mengelola

risiko utang akibat fluktuasi nilai tukar. Kurs rupiah saat itu yang menyentuh Rp 16.273 per dolar AS mengharuskan perusahaan melakukan *hedging* terhadap semua pinjaman perusahaan yang berdenominasi dolar AS (Ulfah, 2020). PT Sierad Produce Tbk dan PT Alkindo Naratama Tbk juga melakukan hal yang sama, sehingga melemahnya nilai tukar rupiah tidak terlalu berdampak bagi perusahaan. Sementara itu, terdapat juga perusahaan lainnya yang mengelola risiko fluktuasi nilai tukar dengan melakukan natural *hedging* seperti PT Kalbe Farma Tbk

Keputusan *hedging* suatu perusahaan selain dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar mata uang juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lain dari internal perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi suatu perusahaan melakukan *hedging*. Faktor pertama yaitu peluang pertumbuhan. Peluang pertumbuhan yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk tumbuh dan berkembang tinggi, sehingga membutuhkan banyak dana diinvestasikan (Jayanti dan Yadnya, 2020). Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi dapat mengalami masalah *underinvestment* yang tinggi ketika perusahaan tidak memiliki dana investasi yang cukup (Froot, Scharfstein, dan Stein, 1993; Seng dan Thaker, 2018; Velasco, 2014). Masalah *underinvestment* ini dapat dikurangi dengan melakukan *hedging* dengan menjaga ketersediaan arus kas masa depan terhindar dari risiko nilai tukar (Ameer, 2010). Hasil penelitian Jayanti dan Yadnya (2020), Livingstone dan Ngugi (2017), dan Wijayani dan Harsanti (2020) menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*, semakin tinggi peluang pertumbuhan, semakin tinggi kecenderungan perusahaan melakukan *hedging*.

Faktor kedua yaitu *financial leverage* yang menunjukkan seberapa besar jumlah utang yang digunakan dalam struktur modal perusahaan (Block, Hirt, dan Danielsen, 2011). Perusahaan yang memiliki *financial leverage* yang tinggi berarti memiliki utang yang tinggi dan menyebabkan risiko yang tinggi ketika melunasinya terutama utang dalam bentuk valuta asing, sehingga perusahaan melakukan *hedging* untuk meminimalkan risiko tersebut (Gewar dan Suryantini, 2020; Jayanti dan Yadnya, 2020; Mahardini, Suprihatin dan Nurzamzami, 2020). Hasil penelitian Bhagawan dan Lukose (2017), Mahardini et al., (2020), Seng dan Thaker (2018) dan Windari dan Purnawati (2019) menunjukkan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap *hedging*, sehingga perusahaan dengan financial leverage yang tinggi cenderung melakukan *hedging*.

Faktor ketiga adalah likuiditas. Likuiditas perusahaan yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut likuid karena dapat membayar utang jangka pendeknya tepat waktu (Blach, Wieczorek-Kosmala, Gorczynska, dan Dos, 2014; Sasmita dan Hartono, 2019) atau aset lancar perusahaan lebih besar daripada jumlah utang (Mahasari dan Rahyuda, 2020). Rasio likuiditas yang tinggi akan meyakinkan pemegang obligasi mengenai kemampuan pembayaran di masa depan, sehingga mengurangi masalah *financial distress* (Vural-Yavas, 2016). Sebaliknya, perusahaan dengan likuiditas yang rendah kemungkinan mengalami *financial distress* yang dapat mengakibatkan perusahaan bangkrut (Monda, Giorgino dan Modolin, 2013) terutama pada saat volatilitas pasar

keuangan tinggi dan adanya gejala penurunan ekonomi (Blach *et al.*, 2014). Likuiditas yang rendah semakin menjadi masalah besar jika tagihan utang perusahaan tersebut merupakan utang dalam denominasi mata uang asing. Depresiasi mata uang nasional terhadap mata uang asing membuat jumlah utang yang harus dibayar lebih tinggi, sehingga berisiko bagi keuangan perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan manajemen risiko salah satunya dengan melakukan *hedging* (Guniarti, 2015). Hasil penelitian Wahyudi, *et al.*, (2019), Windari dan Purnawati (2019), Seng dan Thaker (2018), dan Vural-Yavas (2016) menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap *hedging*, artinya bahwa perusahaan dengan likuiditas yang rendah cenderung tinggi dalam melakukan *hedging*.

Faktor yang terakhir yang diperkirakan mempengaruhi *hedging* adalah volatilitas arus kas. Volatilitas arus kas adalah suatu tingkat fluktuasi atau pergerakan arus kas (Fakhrudin dan Darmadji, 2011) atau indeks distribusi arus kas perusahaan (Dechow dan Dichev, 2002). Sangat penting bagi perusahaan untuk menjaga kestabilan arus kas, sehingga dapat menjaga kecukupan dana investasi, kelangsungan usaha, dan juga untuk menghindari dana pinjaman yang mahal, dan oleh karena itu, perusahaan melakukan *hedging* (Froot, Scharfstein dan Stein, 1993). Perusahaan yang memiliki tingkat volatilitas kas yang tinggi atau laba yang dihasilkan dari ekposur nilai tukar akan lebih menguntungkan ketika melakukan *hedging* dengan instrumen derivatif (Ameer, 2010). Hasil penelitian Ameer (2010), Livingstone dan Ngugi, (2017) dan Wahyudi *et al.*, (2019) menunjukkan bahwa volatilitas arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji mengapa perusahaan melakukan *hedging*. Berdasarkan uraian sebelumnya, teridentifikasi peluang pertumbuhan, *financial leverage*, likuiditas, dan volatilitas arus kas memotivasi manajer perusahaan melakukan *hedging*. Penelitian ini penting dilakukan untuk menemukan konsistensi hasil penelitian dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya dengan menguji sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2020 di mana dalam rentang tahun tersebut kondisi ekonomi global mengalami tekanan akibat pandemi *covid-19* yang membuat risiko nilai tukar cukup signifikan terhadap banyak perusahaan. Bagian selanjutnya dari paper ini meliputi: review literatur, kerangka teoretis dan hipotesis, metode penelitian, hasil dan pembahasan, kesimpulan, keterbatasan, dan saran untuk penelitian selanjutnya.

LITERATUR REVIEW

Teori Ekonomi Keuangan

Teori ekonomi keuangan menjelaskan manfaat dan alasan perusahaan melakukan *hedging* yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pendekatan teori ekonomi keuangan dalam *hedging* perusahaan dibangun atas paradigma klasik Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan ketidakrelevanan struktur keuangan terhadap nilai perusahaan yang terdiri dari utang yang tinggi, tarif pajak progresif, biaya yang diharapkan rendah dari kebangkrutan, jaminan pembiayaan internal, asimetri

informasi, dan perbedaan keuntungan informasi menjadi alasan perusahaan melakukan *hedging* (Klimczak, 2008).

Teori Keagenan

Teori keagenan didasarkan pada hubungan pemegang saham dan manajemen perusahaan. Klimczak (2008) menjelaskan bahwa dalam manajemen risiko perusahaan, masalah keagenan menjadi pengaruh kuat terhadap keputusan manajer melakukan *hedging*. Menurut teori ini, *hedging* yang dilakukan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi pemegang obligasi, kreditur potensial, dan calon investor bahwa perusahaan tidak mengambil risiko secara berlebihan dengan uang yang mereka investasikan (Messo, 2016). *Hedging* juga dapat mengurangi biaya keagenan yang dimiliki oleh perusahaan yang memiliki rasio utang terhadap ekuitas tinggi (Monda, Giorgino dan Modolin, 2013).

Pecking Order Theory

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan cenderung lebih memilih pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan sebagai sumber pendanaan dan apabila tidak mencukupi, maka perusahaan akan mencari pendanaan eksternal dengan menerbitkan sekuritas yang paling aman yaitu dengan menerbitkan obligasi dan jika masih belum mencukupi, maka perusahaan akan menerbitkan saham baru (Myers, 1984). *Pecking order theory* mengindikasikan bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan umumnya memiliki jumlah utang yang sedikit karena perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal. Namun, jika perusahaan kurang menguntungkan, maka risiko kebangkrutan tinggi di mana perusahaan kesulitan dalam melunasi utang jangka pendek dengan aset, sehingga perusahaan melakukan *hedging* sebagai manajemen risiko (Meridellima dan Isbanah, 2021).

KERANGKA TEORETIS DAN HIPOTESIS

Peluang Pertumbuhan dan Hedging

Peluang pertumbuhan menunjukkan kesempatan perusahaan berkembang di masa depan. Peluang pertumbuhan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperluas jangkauan bisnisnya, namun di sisi lain perusahaan akan menghadapi keterbatasan dana investasi. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi memiliki biaya *underinvestment* yang tinggi (Velasco, 2014; Seng dan Thaker, 2018). Masalah *underinvestment* dialami suatu perusahaan ketika risiko-risiko eksternal seperti fluktuasi nilai tukar, suku bunga, dan harga mempengaruhi arus kas internal perusahaan, sehingga menyebabkan kemampuan perusahaan mendanai suatu investasi tertentu menurun (Myers, 1977). Masalah *underinvestment* juga disebabkan karena pemegang saham memilih investasi dalam risiko dan keuntungan yang tinggi dengan arus kas yang tidak stabil daripada investasi dalam risiko dan keuntungan yang rendah dengan arus kas yang aman (Seng dan Thaker, 2018). Oleh karena itu, dalam melindungi dana internal perusahaan, perusahaan melakukan *hedging*. *Hedging* dapat mengurangi probabilitas kesulitan investasi dengan melindungi arus kas masa depan dari risiko nilai

tukar, sehingga *hedging* dapat mengurangi biaya *underinvestment* (Ameer, 2010). Teori ekonomi keuangan Modigliani dan Miller menyatakan bahwa pada kondisi pasar tidak sempurna perusahaan akan melakukan *hedging* untuk menjamin dana internal perusahaan untuk mendanai investasi masa depan dalam meningkatkan nilai perusahaan (Klimczak, 2008). *Hedging* dapat menjamin ketersediaan dana internal dan menyesuaikan pinjaman dan investasi, sehingga dapat meningkatkan nilai pemegang saham, dan oleh karena itu, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung melakukan *hedging* (Froot, Scharfstein dan Stein, 1993; Gay dan Nam, 1998). Hubungan peluang pertumbuhan dan *hedging* diperkuat oleh beberapa temuan empiris. Wijayani dan Harsanti (2020) menemukan bahwa peluang pertumbuhan memiliki pengaruh positif terhadap *hedging*. Artinya, semakin tinggi tingkat peluang pertumbuhan perusahaan maka semakin tinggi perusahaan melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaan dari risiko. Hubungan positif antara *hedging* dengan peluang pertumbuhan juga ditemukan oleh Livingstone dan Ngugi (2017), Jayanti dan Yadnya (2020), Mediana dan Muharam (2016), dan Ameer (2010). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Financial Leverage dan Hedging

Financial leverage menunjukkan seberapa besar jumlah utang yang digunakan dalam struktur modal perusahaan (Block, Hirt, dan Danielsen, 2011). Perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki ketersediaan dana yang cukup untuk mendanai segala aktivitas perusahaan, baik kegiatan operasional maupun perluasan usaha. Ketersediaan dana ini membuat arus kas lebih lancar dalam mendukung setiap kegiatan perusahaan, sehingga dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Namun sumber dana dari utang juga dapat menimbulkan masalah baru seperti meningkatnya biaya kebangkrutan, biaya agensi, tingkat bunga yang tinggi, dan menciptakan asimetri informasi, sehingga menyebabkan ekposur transaksi valuta asing sebagaimana dijelaskan dalam teori Modigliani dan Miller (Pitangga dan Puryandani, 2019). Oleh karena itu, dalam meminimalkan risiko ini perusahaan melakukan *hedging* (Gewar dan Suryantini, 2020; Jayanti dan Yadnya, 2020; Mahardini, Suprihatin dan Nurzamzami, 2020). *Hedging* juga dapat mengurangi *financial distress* akibat utang perusahaan karena dapat menurunkan volatilitas arus kas (Smith dan Stulz, 1985). Penurunan volatilitas arus kas memudahkan perusahaan melunasi kewajibannya tepat waktu (Bhagawan dan Lukose, 2017). *Hedging* memberikan kepastian bagi perusahaan dalam penggunaan utang karena risiko fluktuasi suku bunga dan nilai tukar dapat dikurangi (Seng dan Thaker, 2018). Teori keagenan menjelaskan *hedging* dapat mengurangi biaya keagenan yang dimiliki oleh perusahaan dengan rasio utang terhadap ekuitas yang tinggi (Monda, Giorgino dan Modolin, 2013). Teori ekonomi keuangan Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa struktur keuangan dengan tingkat utang yang tinggi dan kondisi ketidaksempurnaan pasar adalah alasan yang mendorong perusahaan melakukan *hedging* untuk mengurangi risiko dan meningkatkan nilai perusahaan.

Bartram, *et al.*, (2007) menjelaskan bahwa kondisi ketidaksempurnaan pasar seperti kebangkrutan, *financial distress*, penghindaran risiko manjerial dan eksposur valuta asing menjadi alasan perusahaan melakukan *hedging* dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat *financial leverage* yang tinggi memiliki kecenderungan yang tinggi dalam menggunakan derivatif atau melakukan *hedging* (Smith dan Stulz, 1985; Sen dan Thaker, 2018; Bartram, 2019). Hubungan *financial leverage* dengan *hedging* diperkuat oleh hasil penelitian Bhagawan dan Lukose (2017), Ameer (2010), Seng dan Thaker (2018), Winari dan Purnawati (2019), Jayanti dan Yadnya (2020), dan Mahardini, *et al.* (2020) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *financial leverage* dengan *hedging*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂: *Financial leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Likuiditas dan *Hedging*

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya dengan aset lancar yang dimiliki tepat waktu. Tinggi rendahnya likuiditas dapat mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Rasio likuiditas yang tinggi akan meyakinkan pemegang obligasi mengenai kemampuan pembayaran di masa depan, sehingga mengurangi masalah *financial distress* (Vural-Yavas, 2016). Namun, perusahaan dengan likuiditas yang rendah kemungkinan mengalami *financial distress* yang dapat mengakibatkan perusahaan bangkrut (Monda, Giorgino dan Modolin, 2013). Blach, *et al.*, (2014) menjelaskan bahwa pentingnya perusahaan mengelola likuiditas, menurutnya, perusahaan yang paling menguntungkan juga dapat mengalami kebangkrutan jika tidak mengelola likuiditas dengan baik terutama pada saat volatilitas pasar keuangan tinggi dan adanya gejala penurunan ekonomi. Likuiditas yang rendah semakin menjadi masalah besar jika tagihan utang perusahaan tersebut merupakan utang dalam denominasi mata uang asing. Depresiasi mata uang nasional terhadap mata uang asing membuat jumlah utang yang harus dibayar lebih tinggi, sehingga berisiko bagi keuangan perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan manajemen risiko salah satunya dengan melakukan *hedging* (Guniarti, 2015). Keputusan perusahaan melakukan *hedging* terhadap risiko keuangan mampu menstabilkan arus kas perusahaan, sehingga perusahaan menjadi likuid dalam melunasi utang dan membayar kewajiban lainnya tepat waktu (Seng dan Thaker, 2018). *Hedging* juga dapat menurunkan kemungkinan *financial distress* yang disebabkan oleh likuiditas yang rendah dengan mengurangi variabilitas arus kas (Smith dan Stulz, 1985). *Pecking order theory* mengindikasikan bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan umumnya memiliki jumlah utang yang sedikit karena perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal. Namun, jika perusahaan kurang menguntungkan, maka risiko kebangkrutan tinggi di mana perusahaan kesulitan dalam melunasi utang jangka pendek dengan aset, sehingga perusahaan melakukan *hedging* sebagai manajemen risiko (Meridellima dan Isbanah, 2021). Dengan demikian, tinggi rendahnya likuiditas suatu perusahaan dapat mempengaruhi perusahaan dalam melakukan *hedging*. Perusahaan dengan likuiditas

tinggi cenderung rendah dalam melakukan *hedging* karena risiko keuangan yang rendah serta memiliki kecukupan dana dalam mengatasi kemungkinan risiko yang timbul (Jayanti dan Yadnya, 2020; Mahasari dan Rahyuda, 2020), sedangkan perusahaan dengan likuiditas rendah cenderung tinggi dalam melakukan *hedging* sebagai manajemen risiko atas kondisi keuangan perusahaan. Hubungan likuiditas dengan *hedging* diperkuat oleh beberapa temuan empiris dengan hasil negatif yang ditemukan oleh Seng dan Thaker (2018), Jayanti dan Yadnya (2020), Wahyudi, *et al.*, (2019), Windari dan Purnawati (2019), Mediana dan Muharam (2016), Vural-Yavas (2016), dan Ameer (2010). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis ketiga dalam penelitian adalah sebagai berikut:

H₃: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

9

Volatilitas Arus Kas dan Hedging

Volatilitas arus kas adalah suatu tingkat fluktuasi atau pergerakan arus kas (Fakhrudin dan Darmadji, 2011) atau indeks distribusi arus kas perusahaan (Dechow dan Dichev, 2002). Froot, *et al.*, (1993) menjelaskan bahwa perusahaan dengan arus kas yang stabil dapat memastikan kebutuhan kas terhadap keamanan investasi dan kelangsungan kegiatan perusahaan serta dapat mengurangi ketergantungan terhadap dana eksternal yang mahal, sedangkan perusahaan dengan arus kas yang variabilitas atau volatilitas, mengakibatkan variabilitas dalam jumlah investasi, sehingga perusahaan harus memperoleh dana secara eksternal. Selain itu, volatilitas arus kas menunjukkan ketidakpastian terhadap laba perusahaan tinggi, sehingga ketidakpastian ini berpotensi menimbulkan risiko keuangan seperti kebangkrutan (Mediana dan Muharam, 2016; Wahyudi *et al.*, 2019). Perusahaan dapat mengurangi tingkat volatilitas arus kas dengan melakukan *hedging*, sehingga semakin tinggi volatilitas arus kas suatu perusahaan maka kecerendungan perusahaan untuk melakukan *hedging* juga tinggi. Froot, *et al.*, (1993) menjelaskan bahwa perusahaan dengan variabilitas atau volatilitas arus kas yang tinggi terdorong untuk melakukan *hedging* untuk mengurangi tingkat volatilitas arus kas tersebut, sehingga perusahaan dapat memastikan kecukupan dana internal dan menghindari variabilitas dalam pengeluaran investasi serta mengurangi pendanaan eksternal yang mahal. Perusahaan yang memiliki tingkat volatilitas kas yang tinggi atau laba yang dihasilkan dari ekposur nilai tukar akan lebih menguntungkan ketika melakukan *hedging* dengan instrumen derivatif (Ameer, 2010). Ketidakpastian nilai tukar yang mempengaruhi nilai arus kas masa depan juga mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging* terhadap data keuangan dengan denominasi mata uang asing. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, hubungan volatilitas arus kas dengan keputusan *hedging* menunjukkan hasil positif. Hasil ini ditemukan oleh Ameer (2010), Livingstone dan Ngugi (2017), Wahyudi, *et al.*, (2019) dan Mediana dan Muharam (2016). Dengan demikian, perusahaan dengan volatilitas arus kas tinggi cenderung melakukan *hedging*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis terakhir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₄: Volatilitas arus kas berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun pengamatan 2018-2020, memiliki eksposur valuta asing yang muncul karena adanya aset dan liabilitas dalam valuta asing, dan melakukan ekspor-impor, serta menerbitkan laporan keuangan tahunan yang berjumlah 179 perusahaan. Dari jumlah tersebut, dengan menggunakan formula Slovin (Riyanto dan Hatmawan, 2020), sebanyak 124 perusahaan dipilih sebagai sampel penelitian dengan teknik pemilihan sampel menggunakan *simple random sampling*. Dengan demikian, selama tahun pengamatan (2018-2020) terdapat 372 observasi dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari publikasi laporan keuangan tahunan yang diperoleh melalui *website idx.co.id*.

Operasionalisasi Variabel

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen dan variabel independen. *Hedging* merupakan variabel dependen, sedangkan *peluang pertumbuhan*, *financial leverage*, *likuiditas*, dan *volatilitas arus kas* merupakan variabel independen.

Hedging

Hedging adalah manajemen risiko dari perusahaan dalam melindungi perusahaan dari risiko eksposur valuta asing akibat terjadinya perubahan nilai tukar. Pengukuran keputusan *hedging* menggunakan skala nominal atau dengan variabel *dummy*. Perusahaan yang melakukan *hedging* diberi kode angka 1 dan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* diberi kode angka 0 (Ameer, 2010).

Peluang Pertumbuhan

Peluang pertumbuhan merupakan peluang perusahaan untuk tumbuh dan berkembang di masa depan dengan memanfaatkan dana investasi. Peluang pertumbuhan dapat diukur dengan proksi *market to book value* yang merupakan perbandingan *market value equity* dengan *book value equity* (Ameer, 2010).

Financial Leverage

Financial leverage menunjukkan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang. Semakin tinggi perusahaan dibiayai oleh utang maka semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan. *Financial leverage* diukur dengan menggunakan rasio *leverage* atau *debt equity ratio* (DER), yaitu perbandingan total utang dengan total ekuitas perusahaan (Seng dan Thaker, 2018).

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi pembayaran tepat pada waktunya baik pembayaran yang timbul dari kegiatan utama perusahaan serta kegiatan tambahan lainnya. Likuiditas perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio lancar yang menunjukkan kemampuan perusahaan melunasi utang jangka

pendeknya dengan aset lancar yang dimiliki yang dihitung dengan membandingkan total aset lancar dengan kewajiban lancar (Seng dan Thaker, 2018).

Volatilitas Arus Kas

Volatilitas arus kas adalah tingkat penyebaran arus kas atau indeks distribusi arus kas perusahaan. Volatilitas arus kas menunjukkan fluktuasi arus kas yang terjadi dalam perusahaan dari waktu ke waktu. Arus kas dimasa depan dapat diperkirakan dengan rasio arus kas operasi terhadap total aset. Tingkat volatilitas dapat diukur dengan standar deviasi. Dengan demikian, dalam penelitian ini, volatilitas arus kas diukur dengan standar deviasi arus kas operasi yang dibagi dengan total aset (Dechow dan Dichev, 2002).

Operasionalisasi variabel disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Referensi Pengukuran
Dependen			
<i>Hedging</i>	Kebijakan perusahaan dalam melindungi perusahaan dari risiko eksposur valuta asing akibat terjadinya perubahan nilai tukar	Variabel dummy, 1= melakukan <i>hedging</i> 0= tidak melakukan <i>hedging</i>	Ameer (2010)
Independen			
Peluang Pertumbuhan	Peluang perusahaan untuk tumbuh dan berkembang di masa depan dengan memanfaatkan dana investasi	$Growth Opportunity = \frac{MVE}{BVE}$	Ameer (2010)
<i>Financial Leverage</i>	<i>Financial leverage</i> menunjukkan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang	$DER = \frac{Total Debt}{Total Equity}$	Seng dan Thaker (2018)
Likuiditas	Kemampuan perusahaan dalam melunasi pembayaran tepat pada waktunya baik pembayaran yang timbul dari kegiatan utama perusahaan serta kegiatan tambahan lainnya	$Current Ratio = \frac{Total Current Asset}{Total Current Liabilities}$	Seng dan Thaker (2018)
Volatilitas Arus Kas	Tingkat penyebaran arus kas atau indeks distribusi arus kas perusahaan yang terjadi dalam perusahaan dari waktu ke waktu	$Cash Volatility = \frac{\sigma CFO}{Total Asset}$	Dechow dan Dichev (2002)

Metode Analisis

Jenis penelitian ini adalah pengujian hipotesis. Metode ⁵ analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi logistik. Regresi logistik digunakan untuk menguji apakah probabilitas variabel dependen dapat diprediksi oleh variabel independen di mana variabel dependen dalam penelitian ini merupakan variabel *dummy*

yang diukur dengan skala data nominal dua kategori, yaitu melakukan *hedging* dan tidak melakukan *hedging*. Model umum analisis regresi logistik adalah sebagai berikut:

$$p = \frac{1}{1 + e^{-(b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n)}} \quad \text{atau} \quad \ln \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

Di mana p = probabilitas variabel dependen

e = logaritma natural

b_0 = konstanta regresi

b_1, b_2, \dots, b_n = koefisien regresi

x_1, x_2, \dots, x_n = variabel independen

Metode analisis regresi logistik ini tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel independen, sehingga tidak perlu melakukan uji normalitas dan uji asumsi klasik. Namun, dalam analisis regresi logistik perlu dilakukan uji kelayakan model dengan beberapa uji statistik berikut ini (Guniarti, 2015) :

Hosmer and Lemeshow's Goodness Of Fit Test

Pengujian ini dilakukan untuk menilai model yang dihipotesiskan agar data empiris cocok atau sesuai dengan model. Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's goodness of fit test* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak, sedangkan jika nilainya lebih besar dari 0,05 maka hipotesis nol tidak ditolak dan ini menunjukkan model mampu memprediksi nilai observasinya atau cocok dengan data.

Overall Model Fit

Pengujian ini dilakukan untuk menilai keseluruhan model. Nilai keseluruhan model ditunjukkan oleh *log likelihood value* (nilai -2LogL), yaitu dengan membandingkan antara nilai -2LogL awal (*block number* = 0) di mana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai -2LogL setelah model memasukkan variabel bebas (*block number* = 1). Apabila nilai -2LogL awal (*block number* = 0) lebih besar dari -2LogL awal (*block number* = 1), maka hal ini menunjukkan model regresi yang baik. *Log likelihood value* ini memiliki kesamaan dengan *sum of square error* pada model regresi sehingga penurunan *log likelihood* menunjukkan model regresi semakin baik.

Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi adalah penilaian kelayakan model yang menggambarkan besarnya kemampuan perubahan nilai variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen yang ditunjukkan oleh nilai *Cox & Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square*. Semakin besar nilai koefisien menunjukkan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen.

Tabel Klasifikasi

Tabel klasifikasi digunakan untuk menghitung keakuratan prediksi model regresi logistik terhadap data observasi yaitu perusahaan yang melakukan *hedging* dan tidak melakukan *hedging*. Semakin tinggi persentase nilai menunjukkan tingkat keakuratan model dalam memprediksi data observasi dan menghasilkan hasil penelitian yang baik.

Uji Koefisien Regresi

Pengujian koefisien regresi dilakukan untuk menguji apakah variabel independen yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Untuk menguji apakah hasilnya berpengaruh atau tidak, dilakukan uji signifikansi pada nilai probabilitas (*P-value*) 5%. Signifikan bermakna bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, dan sebaliknya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Penelitian

Deskripsi data penelitian disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 Statistik Deskriptif

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Peluang Pertumbuhan	372	-115,76	56,79	2,7844	8,65794
<i>Financial Leverage</i>	372	-753,54	114,29	-,3528	39,68314
Likuiditas	372	,06	48,52	2,3386	3,13357
Volatilitas Arus Kas	372	,00	,81	,0631	,07861
<i>Hedging</i>	372	0	1	,38	,486
Valid N (listwise)	372				

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Hasil analisis statistik terhadap peluang pertumbuhan yang diukur dengan *market to book value* menunjukkan nilai minimum sebesar -115,76 dan nilai maksimum sebesar 56,79. Nilai rata-rata sebesar 2,7844 dan standar deviasi sebesar 8,65794. *Financial leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* menunjukkan nilai minimum sebesar -753,54 dan nilai maksimum sebesar 114,29. Nilai rata-rata sebesar -0,3528 dan standar deviasi sebesar 39,68314. Likuiditas yang diukur dengan *current ratio* menunjukkan nilai minimum sebesar 0,06 dan nilai maksimum sebesar 48,52. Nilai rata-rata sebesar 2,3386 dan standar deviasi sebesar 3,13357. Volatilitas arus kas yang diukur dengan *Std. Dev CFO/total asset* menunjukkan nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,81. Nilai rata-rata sebesar 0,38 dan standar deviasi sebesar 30,486.

Hasil Hosmer And Lemeshow's Goodness of Fit Test

Hasil pengujian *Hosmer and Lemeshow's goodness of fit test* disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3 Hasil Hosmer and Lemeshow Test

<i>Step</i>	<i>Chi-square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
1	5,981	8	,649

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Pengujian *Hosmer and Lemeshow's goodness of fit test* menunjukkan nilai *Chi-square* sebesar 5,981 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,649 yang nilainya diatas 0,05. Hal ini berarti model regresi layak untuk digunakan dalam analisis selanjutnya karena model mampu memprediksi nilai observasinya.

Hasil Pengujian Overall Model Fit

Pengujian ini dilakukan untuk menilai keseluruhan model. Nilai keseluruhan model ditunjukkan oleh *log likelihood value* (nilai -2LogL), yaitu dengan membandingkan antara nilai -2LogL awal (*block number* = 0) di mana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai -2LogL setelah model memasukkan variabel bebas (*block number* = 1). Apabila nilai -2LogL awal (*block number* = 0) lebih besar dari -2LogL (*block number* = 1), maka hal ini menunjukkan model regresi yang baik. Hasil pengujian *log likelihood value* (nilai -2LogL) disajikan pada Tabel 4 dan Tabel 5.

Tabel 4 Nilai -2LogL awal (*block number* = 0)

		<i>Coefficients</i>	
<i>Iteration</i>		$-2 \text{ Log likelihood}$	<i>Constant</i>
Step 0	1	493,718	-,484
	2	493,710	-,484
	3	493,710	-,484

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Tabel 5 Nilai -2LogL (*block number* = 1)

		<i>Coefficients</i>				
<i>Iteration</i>		$-2 \text{ Log likelihood}$	<i>Constant</i>	Peluang Pertumbuhan	<i>Financial Leverage</i>	Likuiditas Volatilitas Arus Kas
Step 1	1	474,827	-,499	,118	-,016	-,103
	2	473,796	-,497	,142	-,016	-,130
	3	471,626	-,450	,152	-,003	-,172
	4	447,468	,530	,334	,288	-1,034
	5	444,944	,766	,441	,375	-1,330
	6	444,322	,825	,458	,436	-1,412
	7	443,273	,832	,408	,621	-1,463
	8	443,107	,844	,397	,722	-1,511
	9	443,101	,848	,396	,746	-1,524
	10	443,101	,848	,396	,747	-1,524

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Berdasarkan Tabel 4 dan 5, hasil -2LogL (*block 0*) menunjukkan nilai sebesar 493,710 dan hasil -2LogL (*block 1*) menunjukkan nilai sebesar 443,101. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai -2LogL (*block 0*) lebih besar dibandingkan nilai -2LogL (*block 1*), sehingga hasil ini menunjukkan model regresi yang baik.

10

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi adalah penilaian kelayakan model yang menggambarkan besarnya kemampuan perubahan nilai variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen yang ditunjukkan oleh nilai *Cox & Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square*. Semakin besar nilai koefisien menunjukkan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai

variabel dependen. Nilai *Cox & Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square* disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6 Model Summary

Step	Cox dan Snell R		
	-2 Log likelihood	Square	Nagelkerke R Square
1	443,101 ^a	,127	,173

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Berdasarkan Tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,173 yang lebih besar dari nilai *Cox dan Snell R Square* sebesar 0,127. Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel peluang pertumbuhan, *financial leverage*, likuiditas, dan volatilitas arus kas dalam menjelaskan varians keputusan *hedging* adalah sebesar 17,3%, sedangkan 82,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Tabel Klasifikasi

Tabel klasifikasi digunakan untuk menghitung keakuratan prediksi model regresi logistik terhadap data observasi yaitu perusahaan yang melakukan *hedging* dan tidak melakukan *hedging*. Semakin tinggi persentase nilai menunjukkan tingkat keakuratan model dalam memprediksi data observasi dan menghasilkan hasil penelitian yang baik. Sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 124 perusahaan dengan tahun pengamatan selama 2018-2020, sehingga terdapat 372 unit observasi. Hasil klasifikasi perusahaan yang melakukan *hedging* dan yang tidak melakukan *hedging* dapat disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7 Tabel Klasifikasi

Observed			Predicted		
			Hedging		Percentage Correct
			tidak melakukan hedging	melakukan hedging	
Step 1	Hedging	tidak melakukan hedging	217	14	93,9
		melakukan hedging	112	29	20,6
Overall Percentage					66,1

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Berdasarkan Tabel 7, prediksi observasi perusahaan yang tidak melakukan *hedging* sebanyak 231, sedangkan hasil observasinya sebanyak 217 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 93,9%. Selanjutnya, prediksi observasi perusahaan yang melakukan *hedging* sebanyak 141, sedangkan hasil observasinya sebanyak 29 dengan ketepatan klasifikasi sebesar 20,6%. Adapun ketepatan prediksi secara keseluruhan pada model ini mencapai 66,1%, sehingga terdapat 33,9% variabel yang tidak dapat diprediksi oleh model.

Hasil Omnibus Tests of Model Coefficients

Omnibus test of model coefficients digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Hasil *omnibus test of model coefficients* disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8 Hasil Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	Df	Sig.
Step 1	Step	50,609	4	,000
	Block	50,609	4	,000
	Model	50,609	4	,000

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Berdasarkan Tabel 8, hasil *omnibus tests of model coefficients* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh dari variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Artinya, peluang pertumbuhan, *financial leverage*, likuiditas, dan volatilitas arus kas secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Besarnya kemampuan variabel secara bersama-sama dalam menjelaskan keputusan *hedging* adalah sebesar 17,3%, sedangkan 82,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

Hasil Uji Wald

Uji *Wald* digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas atau signifikansi (*sig*) dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% (0,05). Hasil uji *Wald* disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9 Hasil Uji Wald

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Peluang	,396	,129	9,389	1	,002	1,486
	Pertumbuhan						
	<i>Financial Leverage</i>	,747	,338	4,871	1	,027	2,110
	Likuiditas	-1,524	,338	20,280	1	,000	,218
	Volatilitas Arus Kas	-,798	1,581	,255	1	,614	,450
	<i>Constant</i>	,848	,333	6,502	1	,011	2,335

Sumber: Hasil olah data SPSS 26

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 9, persamaan regresi logistik dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\ln \frac{p}{1-p} = 0,848 + 0,396(PP) + 0,747(FL) - 1,524(Lik) - 0,798(VAK)$$

Berdasarkan Tabel 9, hasil uji signifikansi menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan memiliki nilai *wald* sebesar 9,389 dengan signifikansi sebesar 0,002. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa peluang pertumbuhan memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*. *Financial leverage* memiliki nilai *wald* sebesar

4,871 dengan signifikansi sebesar 0,027. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*. Likuiditas memiliki nilai *wald* sebesar 20,280 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa likuiditas memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*. Hasil uji volatilitas arus kas menunjukkan nilai *wald* sebesar 0,255 dengan signifikansi sebesar 0,614. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yang berarti bahwa volatilitas arus kas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Pembahasan

Pengaruh Peluang Pertumbuhan terhadap Keputusan *Hedging*

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung melakukan *hedging* karena memiliki masalah *underinvestment* yang tinggi di mana risiko-risiko fluktuasi nilai tukar, suku bunga, dan harga dapat mempengaruhi arus kas internal perusahaan yang dapat menyebabkan kemampuan perusahaan dalam mendanai investasi masa depan menurun, sehingga perusahaan mengurangi risiko tersebut dengan melakukan *hedging* (Ameer, 2010; Myers, 1977). Dengan melakukan *hedging*, perusahaan dapat menjamin ketersediaan dana internal dan dapat menyesuaikan pinjaman dan investasi, sehingga nilai pemegang saham meningkat, dan oleh karena itu, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung melakukan *hedging* (Froot, Scharfstein dan Stein, 1993; Gay dan Nam, 1998). Hasil ini juga sesuai dengan teori ekonomi keuangan Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar akan mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging* untuk menjamin dana internal perusahaan untuk mendanai investasi masa depan dalam meningkatkan nilai perusahaan (Klimczak, 2008). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Wijayani dan Harsanti (2020), Jayanti dan Yadnya (2020), Livingstone dan Ngugi (2017), Mediana dan Muharam (2016), dan Ameer (2010) yang menemukan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh *Financial Leverage* terhadap Keputusan *Hedging*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial leverage* menjadi penentu keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging*. Perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi memiliki kecenderungan yang tinggi untuk melakukan *hedging*. Hal ini sesuai dengan teori ekonomi keuangan Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur keuangan dengan tingkat utang yang tinggi dan ketidaksempurnaan pasar adalah alasan yang mendorong perusahaan dalam melakukan *hedging* untuk mengurangi risiko dan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, teori keagenan juga menjelaskan bahwa *hedging* dapat mengurangi biaya keagenan yang dimiliki oleh perusahaan dengan rasio utang terhadap ekuitas yang tinggi (Monda, Giorgino dan Modolin, 2013), sehingga perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi cenderung melakukan *hedging* untuk mengurangi biaya keagenannya. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Bhagawan dan Lukose (2017), Ameer (2010), Seng dan Thaker (2018), Windari dan Purnawati (2019), Jayanti dan Yadnya (2020), dan Mahardini, et

al. (2020) yang menemukan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan Hedging

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas mempengaruhi perusahaan dalam melakukan *hedging*. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah cenderung tinggi dalam melakukan *hedging*. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan likuiditas rendah memiliki tingkat risiko keuangan yang tinggi seperti kemungkinan *financial distress* yang dapat mengakibatkan perusahaan bangkrut dan risiko keuangan yang disebabkan oleh depresiasi mata uang yang dapat mengakibatkan jumlah utang yang harus dibayar menjadi lebih banyak. Keputusan perusahaan melakukan *hedging* terhadap risiko keuangan mampu menstabilkan arus kas perusahaan, sehingga perusahaan menjadi likuid dalam melunasi utang dan membayar kewajiban lainnya tepat waktu (Seng dan Thaker, 2018) sehingga dapat mengurangi masalah *financial distress* (Smith dan Stulz, 1985). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan umumnya memiliki jumlah utang yang sedikit karena perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal. Namun, jika perusahaan kurang menguntungkan, maka risiko kebangkrutan tinggi di mana perusahaan kesulitan dalam melunasi utang jangka pendek dengan aset, sehingga perusahaan melakukan *hedging* sebagai manajemen risiko (Meridellima dan Isbanah, 2021). Perusahaan dengan likuiditas yang rendah memiliki aset lancar yang rendah, sehingga lebih tinggi risiko dan kesulitan dalam melunasi utang jangka pendek. Hal ini membuat perusahaan cenderung tinggi dalam melakukan *hedging*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Seng dan Thaker (2018), Jayanti dan Yadnya (2020), Wahyudi, et al., (2019), Windari dan Purnawati (2019), Mediana dan Muharam (2016), Vural-Yavas (2016), dan Ameer (2010) yang menemukan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*.

Pengaruh Volatilitas Arus Kas terhadap Keputusan Hedging

Hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas arus kas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Tidak signifikannya volatilitas arus kas menunjukkan bahwa fluktuasi arus kas operasi perusahaan tidak mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging*. Hal ini bisa disebabkan oleh kegiatan operasional perusahaan dalam menghasilkan arus kas operasi tidak dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar sebagaimana dijelaskan oleh Ameer (2010) bahwa tingkat arus kas operasi perusahaan yang dipengaruhi oleh nilai tukar tergantung pada sifat operasional perusahaan, seperti tingkat ekspor dan impor, keterlibatan dalam kegiatan pasar asing, persaingan mata uang, dan kompetitif dalam pasar input dan output, sehingga ketidakpastian nilai tukar ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan derivatif sebagai *hedging* atas arus kas masa depan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Ameer (2010), Livingstone dan Ngugi (2017), Wahyudi, et al., (2019), dan Mediana dan Muharam (2016). Namun, hasil ini didukung oleh hasil penelitian

Mahardini et al. (2020) dan hasil penelitian Mediana dan Muharam (2016) dari pengukuran arus kas operasi terhadap total aset.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

² Berdasarkan hasil pengujian dan analisis, maka dapat disimpulkan bahwa peluang pertumbuhan dan *financial leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*, sedangkan likuiditas menunjukkan pengaruh yang negatif. Sementara itu, volatilitas arus kas menunjukkan hasil yang tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan dan *financial leverage* semakin mendorong perusahaan melakukan keputusan *hedging* dan sebaliknya. Di sisi lain, likuiditas merupakan faktor yang berkebalikan dengan peluang pertumbuhan dan *financial leverage*, di mana upaya perusahaan melakukan keputusan *hedging* semakin menurun bila tingkat likuiditas semakin tinggi, dan sebaliknya, sementara volatilitas arus kas tidak mampu menjelaskan mengapa perusahaan melakukan keputusan *hedging*.

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya terdiri dari empat variabel independen dengan kemampuan mempengaruhi sebesar 17,3%, sedangkan 82,7% lagi dijelaskan oleh variabel diluar penelitian ini. Oleh karena itu, bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan uji pada variabel lainnya seperti kepemilikan manjerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan nilai perusahaan dan memperluas ruang lingkup penelitian dengan menguji seluruh perusahaan.

REFERENSI

- Ameer, R. 2010. "Determinants of corporate hedging practices in Malaysia," *International Business Research*. Vol. 3 No. 2, hal. 119–130.
- Anniyati, H., H. Hermanto., dan S. A. Hidayati. 2019. "Pengaruh firm size, financial distress, debt level, dan managerial ownership terhadap keputusan hedging pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia," *Jmm Unram - Master of Management Journal*. Vol 9 No. 1, hal. 28–41.
- Bartram, S. M. 2019. "Corporate hedging and speculation with derivatives," *Journal of Corporate Finance*. Vol 57, hal. 9–34.
- Bartram, S. M., G. W. Brown., dan J. E. Hund. 2007. "Estimating systemic risk in the international financial system," *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 No. 3, hal. 835–869.
- Bhagawan, P. M. dan J. P. Lukose. 2017. "The determinants of currency derivatives usage among Indian non-financial firms: An empirical study," *Studies in Economics and Finance*. Vol. 34 No. 3, hal. 363-382.
- Blach, J. et al. 2014. "Innovations in liquidity management– the potential of corporate treasury," *Journal of Economics and Management*. Vol. 18, hal. 209–224.
- Block, S. B., G. A. Hirt., dan B. R. Danielsen. 2011. *Foundations of foundations of financial management*. 14 ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Choi, Y. M., K. Park., dan W. S. Kim. 2020. "Corporate hedging and dividend policy: An empirical study of Korean firms," *Finance Research Letters*. Vol 32, hal. 1–14.
- Dechow, P. dan I. D. Dichev. 2002. "The quality of accruals and earnings: The role of

- accrual estimation errors,” *The Accounting Review*, Vol. 77(Suplement 2002), hal. 35–59.
- Fakhruddin, H. M. dan T. Darmadji. 2011. *Pasar modal Indonesia*. 2 ed. Jakarta: Salemba empat.
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein., dan J. C. Stein. 1993. “Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies,” *The Journal of Finance*. Vol. 48 No. 5, hal. 1629–1658.
- Gay, G. D. dan J. Nam. 1998. “The underinvestment problem and corporate derivatives use,” *Financial Management*. Vol. 27 No. 4, hal. 53.
- Gewar, M. M. dan N. P. S. Suryantini. 2020. “The effect of leverage, managerial ownership, and dividend policy on hedging decisions in manufacturing companies,” *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*. Vol. 4 No. 1, hal. 382–389.
- Guniarti, F. 2015. “Faktor-faktor yang mempengaruhi aktivitas hedging dengan instrumen derivatif valuta asing,” *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 5 No. 1, hal. 64–79.
- Henderson, C. 2006. *Currency strategy: The practitioner’s guide to currency investing, hedging and forecasting*. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons Ltd.
- Jayanti, D. A. N. dan I. P. Yadnya. 2020. “The effect of leverage, liquidity and growth opportunity on hedging decision making in mining companies at Indonesia Stock Exchange,” *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*. Vol. 4 No. 12, hal. 251–257.
- Jutila, A. 2020. *The determinants of currency hedging*. (Tesis). University of Vaasa.
- Klimczak, K. M. 2008. “Corporate hedging and risk management theory: evidence from Polish listed companies,” *Journal of Risk Finance*, Vol. 9 No. 1, hal. 20–39.
- Livingstone, K. T. dan K. Ngugi. 2017. “Determinants of corporate hedging practices used by companies,” *International Journal of Business Management & Finance*. Vol. 1 No. 5, hal. 73–92.
- Mahardini, N. Y., N. S. Suprihatin., dan F. Nurzamzami. 2020. “Does leverage, dividend per share, and cash flow volatility affect hedging decisions?: An empirical study on listed manufacturing companies,” *Journal of Accounting Auditing and Business*. Vol. 3 No. 2, hal. 104.
- Mahasari, A. A. K. R. dan H. Rahyuda. 2020. “The effect of firm size, leverage, and liquidity on hedging decisions of consumer goods industry on the Indonesia Stock Exchange,” *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, Vol. 4 No.10, hal. 106–113.
- Mediana, I. dan H. Muharam. 2016. “Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan lindung nilai (hedging) menggunakan instrumen derivatif,” *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 5 No. 2, hal. 1–14.
- Meridelima, E. dan Y. Isbanah. 2021. “Analisis faktor-faktor yang memengaruhi keputusan hedging perusahaan sektor industri pengolahan yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018,” *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol. 9 No. 1, hal. 112–128.
- Messo, R. J. O. 2016. “Alternative method of mitigating risk on medium and large corporations,” *International Journal of Business and Management*, Vol. 11 No. 11, hal. 164–174.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1958. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment,” *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, hal. 261–297.

- Monda, B., M. Giorgino., dan I. Modolin. 2013. "Rationales for corporate risk management - A critical literature review," *SSRN Electronic Journal*, No. 45420.
- Myers, S. C. 1977. "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Management*, Vol. 5 No. 2, hal. 147–175.
- Myers, S. C. 1984. "The capital structure puzzle," *The Journal of Finance*. Vol. 39 No. 3, hal. 574–592.
- Pitangga, S. dan S. Puryandani. 2019. "The influence of growth profitability, leverage and opportunity on hedging activities in state-owned enterprises companies 2012-2016," *Advances in Economics, Business and Management Research*, Vol. 86 No. Icobame 2018, hal. 213–217.
- Riyanto, S. dan A. A. Hatmawan. 2020. *Metode riset penelitian kuantitatif penelitian di bidang manajemen, teknik, pendidikan dan eksperimen*. Yogyakarta: Deepublish.
- Sasmita, I. E. dan U. Hartono. 2019. "Karakteristik perusahaan, financial distress, dan keputusan hedging: Studi pada perusahaan manufaktur di Indonesia," *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol. 7 No. 3, hal. 655–667.
- Seng, C. K. dan H. M. T. Thaker. 2018. "Determinants of corporate hedging practices: Malaysian evidence," *Reports on Economics and Finance*, Vol. 4 No. 4, hal. 199–220.
- Seok, S. I. *et al.* 2020. "Determinants of hedging and their impact on firm value and risk: After controlling for endogeneity using a two-stage analysis," *Journal of Korea Trade*. Vol. 24 No. 1, hal. 1–34.
- Smith, C. W. dan R. M. Stulz. 1985. "The determinants of firms' hedging policies," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 20 No. 4, hal. 391–405.
- Ulfah, F. U. 2020. *Dolar sentuh Rp16.000, begini strategi Tower Bersama (TBIG), Bukit Asam (PTBA) dan Adaro (ADRO) kelola utang*, *Bisnis.com*. Tersedia pada: <https://market.bisnis.com/read/20200322/192/1216544/dolar-sentuh-rp16.000-begini-strategi-tower-bersama-tbig-bukit-asam-ptba-dan-adaro-adro-kelola-utang>. (diakses pada 5 Februari 2021).
- Velasco, G. L. 2014. "Factors influencing derivatives usage by selected listed companies in the Philippines," *Philippine Management Review*. Vol. 21 No. 2002, hal. 1–12.
- Vural-Yavas, C. 2016. "Determinants of corporate hedging: Evidence from emerging market," *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 8 No. 12, hal. 151.
- Wahyudi, S. *et al.* 2019. "The determinants of corporate hedging policy: A case study from Indonesia," *International Journal of Economics and Business Administration*. Vol. 7 No. 1, hal. 113–129.
- Wijayani, D. R. dan P. Harsanti. 2020. "Determinant of hedging activities in SOE companies listed in Indonesia Stock Exchange period 2015-2019," *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, Vol. 5 No. 1, hal. 800–817.
- Windari, I. G. M. dan N. K. Purnawati, N. K. 2019. "Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap keputusan hedging pada perusahaan manufaktur terdaftar Di BEI," *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, Vol. 8 No. 8, hal. 4815–4840.

ARTIKEL

ORIGINALITY REPORT

15%

SIMILARITY INDEX

15%

INTERNET SOURCES

16%

PUBLICATIONS

8%

STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1	docobook.com Internet Source	3%
2	etd.unsyiah.ac.id Internet Source	3%
3	journal.uinjkt.ac.id Internet Source	1%
4	repository.ub.ac.id Internet Source	1%
5	repository.stei.ac.id Internet Source	1%
6	eprints.undip.ac.id Internet Source	1%
7	journal.unesa.ac.id Internet Source	1%
8	eprints.uny.ac.id Internet Source	1%
9	jurnal.unsyiah.ac.id Internet Source	1%

10 ejournals.umn.ac.id 1 %
Internet Source

11 media.neliti.com 1 %
Internet Source

12 Submitted to Universitas Putera Batam 1 %
Student Paper

13 lib.ibs.ac.id 1 %
Internet Source

14 ejournal.unhi.ac.id 1 %
Internet Source

Exclude quotes On

Exclude matches < 1%

Exclude bibliography On