

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN, *FINANCIAL DISTRESS*, DAN KEPUTUSAN *HEDGING*: STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Ika Elinda Sasmita

Universitas Negeri Surabaya

ikasasmita@mhs.unesa.ac.id

Ulil Hartono

Universitas Negeri Surabaya

ulilhartono@unesa.ac.id

Abstract

Hedging is method or technique to minimize risks arising from price fluctuations. This study aims to determine the factors that affect the company's hedging decisions. This study uses firm size, growth opportunity, leverage, liquidity, profitability, financial distress as independent variables and hedging as the dependent variable. This study uses a quantitative approach and the data used is in the form of secondary data. The object used in this study is manufacturing companies on Indonesia Stock Exchange in 2013-2017. The sample of this study was 99 companies. The analysis technique used is logistic regression analysis. The results of this study indicate that firm size measured using the natural logarithm of total assets and profitability that is proxied by return on assets has a positive effect on the company's hedging decisions. Liquidity proxied by the current ratio has a negative effect on the company's hedging decisions. Growth opportunity calculated by using a comparison between market value of equity and book value of equity, leverage that is proxied by the debt to assets ratio and financial distress calculated using the Altman z-score formula does not effect the company's hedging decisions. The implication of this study is that companies with large size, low liquidity or high profitability should do hedging activities to protect the company from adverse risks.

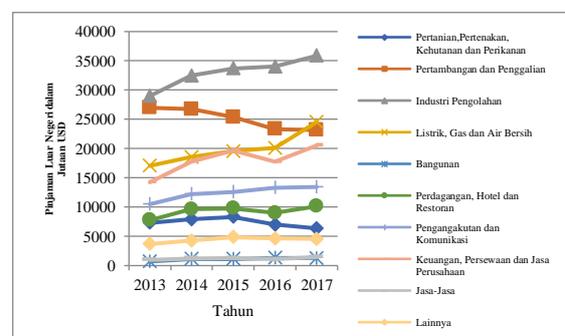
Keyword: foreign exchange risk; hedging; risk management.

PENDAHULUAN

Globalisasi telah mempengaruhi berbagai aspek kegiatan yang ada di dunia termasuk perekonomian yang dapat dilihat dari adanya peningkatan aktivitas perdagangan internasional. Perdagangan internasional adalah perdagangan antarpenduduk dari dua negara (Griffin & Pustay, 2015:144). Aktivitas perdagangan internasional suatu perusahaan akan menimbulkan peluang pertumbuhan yang lebih besar bagi perusahaan dan memerlukan modal lebih yang kemudian menciptakan peluang investasi bagi para kreditur. Seiring dengan tumbuhnya perusahaan, para kreditur akan meminta pengembalian lebih atas peningkatan biaya modal yang sejajar dengan peningkatan ukuran aset perusahaan. Pertumbuhan dalam ukuran aset meminta penambahan utang. Utang atau pinjaman yang dibutuhkan perusahaan dapat diperoleh dari berbagai sumber, tidak menuntut kemungkinan untuk memperolehnya dari luar negeri yang berupa Pinjaman Luar Negeri (Madura, 2006:17).

Menurut Bank Indonesia (2013) Pinjaman Luar Negeri Bukan Bank adalah semua bentuk

pinjaman perusahaan dari bukan penduduk dalam valuta asing maupun rupiah, surat utang dalam valuta asing yang diterbitkan oleh perusahaan, dan kewajiban lain kepada bukan penduduk dalam valuta asing maupun rupiah, termasuk juga yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah. Data Pinjaman Luar Negeri Bukan Bank secara sektoral di Indonesia disajikan dalam gambar 1.

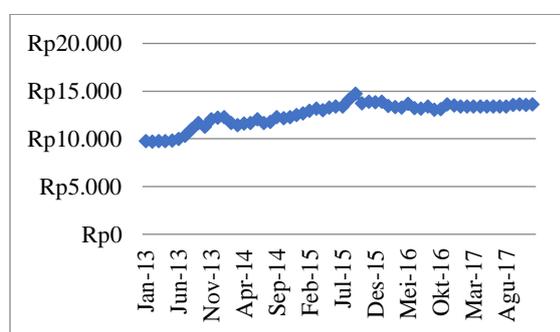


Sumber: Bank Indonesia, data diolah
Gambar 1. PINJAMAN LUAR NEGERI SWASTA BUKAN BANK MENURUT SEKTOR EKONOMI TAHUN 2013-2017

Gambar 1 menunjukkan pinjaman luar negeri perusahaan swasta bukan bank setiap tahunnya

mengalami pergerakan yang fluktuatif dan untuk beberapa sektor cenderung mengalami peningkatan. Sektor yang mengalami peningkatan setiap tahunnya antara lain sektor industri pengolahan; listrik, gas, dan air bersih; serta pengangkutan dan komunikasi. Pinjaman luar negeri sektor industri pengolahan (manufaktur) berada pada posisi tertinggi dibandingkan dengan sektor lainnya. Posisi pinjaman luar negeri sektor industri pengolahan pada tahun 2013 sebesar USD 28.984 juta dan terus mengalami peningkatan sampai pada nilai USD 35.870 juta pada tahun 2017.

Peraturan Bank Indonesia Nomor 12/1/PBI/2010 Pasal 4 tentang Pinjaman Luar Negeri Perusahaan Bukan Bank menyatakan bahwa perusahaan yang akan melakukan Pinjaman Luar Negeri Jangka Pendek maupun Jangka Panjang harus menerapkan fungsi manajemen risiko yang meliputi risiko pasar, risiko likuiditas dan risiko operasional. Hal ini karena Indonesia saat ini menggunakan sistem nilai tukar mengambang terkendali, yaitu sistem nilai tukar yang membiarkan terjadinya pergerakan nilai mata uang yang berfluktuasi tanpa adanya batasan yang jelas namun bank sentral masih dapat melakukan campur tangan dalam pergerakan tersebut (Griffin & Pustay, 2015:184). Adanya penerapan sistem tersebut membuat nilai mata uang tidak dapat diprediksi secara pasti setiap saat. Data kurs rupiah terhadap US dollar disajikan dalam gambar 2 berikut.



Sumber: Bank Indonesia, data diolah

Gambar 2. KURS RUPIAH TERHADAP US DOLLAR TAHUN 2013-2017

Gambar 2 memperlihatkan kurs rupiah terhadap US dollar yang mengalami fluktuasi dan cenderung menunjukkan pelemahan mata uang. Fluktuasi nilai tukar yang terjadi membuat perusahaan harus melakukan berbagai cara dalam pengelolaan risiko nilai tukar dengan

memperhatikan konsekuensi akibat pergerakan nilai mata uang seperti kemampuan dalam memenuhi kewajibannya dan melakukan *hedging*. *Hedging* merupakan usaha dalam mengelola risiko akibat naik turunnya harga di pasar keuangan (Bank Indonesia, 2014).

Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, perbankan, dan sistem pembayaran menerbitkan peraturan kewajiban *hedging* yang tercantum dalam Peraturan Bank Indonesia Nomor 16/21/PBI/2014 tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Non Bank. Berdasarkan peraturan tersebut, perusahaan bukan bank yang mempunyai utang luar negeri berbentuk valuta asing diwajibkan melakukan *hedging* guna mengurangi eksposur terhadap risiko pasar dari segi aset dan liabilitas. Keputusan *hedging* perusahaan selain disebabkan oleh adanya risiko nilai tukar yang merupakan faktor dari luar perusahaan, terdapat faktor dari dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* suatu perusahaan. Hasil dari beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa beberapa faktor yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan seperti ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *leverage*, likuiditas, profitabilitas, dan *financial distress*.

Faktor pertama yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu ukuran perusahaan. Pengukuran besar atau kecilnya ukuran suatu perusahaan dapat diidentifikasi dengan melihat nilai total aset, ekuitas dan penjualan (Ahmad *et al.*, 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Afza & Alam (2011) mendapatkan hasil yaitu terdapat pengaruh ukuran perusahaan secara positif terhadap keputusan *hedging*. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Peihwang *et al.* (2017) menyatakan terdapat pengaruh ukuran perusahaan secara negatif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan penelitian Goklas & Wahyudi (2016) menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan.

Faktor kedua yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu *growth opportunity*. *Growth opportunity* menjadikan besarnya kebutuhan dana yang diperlukan dalam membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut (Saragih & Musdholifah, 2017). Hasil penelitian

Kussulistiyanti & Mahfudz (2016) mendapatkan hasil bahwa terdapat pengaruh *growth opportunity* secara positif terhadap keputusan *hedging*. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Vural-Yavas (2016) menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Widyagoca & Lestari (2016) menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh *growth opportunity*.

Faktor ketiga yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu *leverage*. *Leverage* menggambarkan tolak ukur perusahaan dalam menyelesaikan kewajibannya (Rahardjo, 2007:118). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nuzul & Lautania (2015) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Penelitian yang dilakukan oleh Astyrianti & Sudiarta (2017) memberikan hasil bahwa terdapat pengaruh *leverage* secara positif terhadap keputusan *hedging*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Mugo & Nyali (2015) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Berbeda juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Megawati *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh *leverage*.

Faktor keempat yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu likuiditas. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban lancarnya (Sudana, 2015:24). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Astyrianti & Sudiarta (2017) menyatakan bahwa terdapat pengaruh likuiditas secara positif terhadap keputusan *hedging*. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Ariani & Sudiarta (2017) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Kurniawan & Asandimitra (2018) menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh likuiditas.

Faktor kelima yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu profitabilitas. Profitabilitas menggambarkan keuntungan yang didapatkan atas investasi maupun penjualan untuk mengetahui keefektifan manajemen secara menyeluruh

(Fahmi, 2012:68). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Vural-Yavas (2016) menyatakan bahwa terdapat pengaruh profitabilitas secara positif terhadap keputusan *hedging*. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhagawan & Lukose (2017) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh profitabilitas secara negatif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ariani & Sudiarta (2017) menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh profitabilitas

Faktor keenam yang dapat mempengaruhi keputusan *hedging* perusahaan yaitu *financial distress*. *Financial distress* terjadi pada saat perusahaan tidak mampu untuk mengembalikan kewajiban-kewajibannya (Fahmi, 2012:93). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Adam *et al.* (2017) menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Sianturi & Pangestuti (2015) menyatakan bahwa terdapat pengaruh *financial distress* secara negatif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Nuzul & Lautania (2015) menyatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh *financial distress*.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Portofolio

Teori portofolio menjelaskan bahwa risiko portofolio investasi akan berkurang pada saat ditambahkannya aset lain ke dalam portofolio tersebut meskipun ekspektasi *return*-nya masih sejumlah rata-rata tertimbang dari ekspektasi setiap aset yang ada dalam portofolio (Kodrat & Herdinata, 2009:6). Risiko pada portofolio telah dibedakan menjadi dua macam risiko, yaitu risiko sistematis dan tidak sistematis. *Hedging* dapat digunakan perusahaan dalam meminimalisir risiko sistematis untuk melindungi nilai portofolio dan mengurangi pergerakan pasar yang merugikan (Tandelilin, 2010:484).

Signalling Theory

Signalling theory mengansumsikan bahwa pihak manajemen perusahaan akan memberikan petunjuk atau informasi kepada para investor atas kondisi perusahaannya (Brigham & Houston, 2014:186). Informasi simetris adalah kesamaan

informasi mengenai prospek suatu perusahaan yang diterima oleh semua pihak baik manajer maupun investor. Namun pada kenyataannya, para manajer memiliki informasi yang lebih baik dari pada investor yang disebut dengan asimetri informasi. Adanya asimetri informasi yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan dalam membiayai peluang pertumbuhannya memilih pendanaan eksternal berupa utang yang kemudian menimbulkan risiko bagi perusahaan dan membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaannya.

Trade-off Theory

Trade-off theory merupakan suatu teori yang disebut sebagai teori pertukaran *leverage* dimana perusahaan menggunakan utang untuk memperoleh manfaat dari pajak yang tidak seharusnya dibayarkan (Brigham & Houston, 2014:183). Utang akan menjadi lebih murah dari pada saham biasa atau preferen ketika pembayaran bunga digunakan sebagai pengurang beban pajak. Utang yang digunakan dalam jumlah besar oleh perusahaan akan menambah laba operasi perusahaan dan mengurangi pajak yang harus dibayarkan. Adanya *leverage* yang dibebankan membuat risiko yang ditimbulkan semakin tinggi dan membuat tindakan *hedging* yang harus dilakukan perusahaan semakin besar.

Pecking Order Theory

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya menerapkan kebijakan penjualan aset-aset yang ada (Fahmi, 2012:113). Tingkat likuiditas yang rendah menjadikan penggunaan dana internal perusahaan kurang mencukupi terutama untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan ketika mengalami masalah dalam likuiditas maka sangat memungkinkan perusahaan tersebut mulai memasuki masa *financial distress*. Adanya utang yang didenominasi valuta asing saat nilai tukar mengalami depresiasi dapat memperburuk kondisi yang ada. Hal ini membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk menyesuaikan waktu jatuh tempo antara aset dan kewajiban.

Du Pont Theory

Du pont theory menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan berdasarkan kaitan antara utang, jumlah aset, penjualan dan pendapatan (Sudana, 2015:27).

Lianto (2013) menerangkan bahwa *du pont* memperlihatkan bagaimana interaksi rasio aktivitas dan *profit margin* dalam menentukan profitabilitas aset yang dimiliki perusahaan. *Du pont* dapat digunakan untuk mengetahui seberapa efektif dan efisien perusahaan dalam mengelola aset yang dimiliki untuk menciptakan aktivitas operasional perusahaan tingginya profitabilitas suatu perusahaan menggambarkan luasnya kegiatan operasional.

Hedging

Hedging merupakan salah satu upaya perusahaan dalam mengelola manajemen risiko untuk mengontrol harga komoditas yang digunakan dalam produksi, suku bunga jika akan melakukan utang atau nilai tukar untuk melakukan transaksi ke luar negeri (Keown *et al.*, 2010:333). *Hedging* yang dilakukan perusahaan seringkali mempergunakan sekuritas derivatif. Sekuritas derivatif adalah klaim yang digambarkan oleh aset keuangan terhadap aset keuangan lainnya (Ambarwati, 2010:221). Karakteristik perusahaan dalam penelitian ini direpresentasikan oleh ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *leverage*, likuiditas, dan profitabilitas.

Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan adalah total nilai aset, ekuitas, dan penjualan perusahaan dapat menunjukkan besar atau kecilnya suatu perusahaan (Ahmad *et al.*, 2015). Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi aktivitas yang dilakukan perusahaan, besarnya ukuran perusahaan membuat perusahaan tersebut lebih luas dalam menjalankan usahanya dan semakin mudah untuk memperoleh pendanaan karena akses ke pasar modal semakin terbuka (Saragih & Musdholifah, 2017)

Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan harapan dari pemilik perusahaan dan investor agar dapat menjadikan perusahaan menjadi lebih besar (Sianturi & Pangestuti, 2015). Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi memerlukan kebutuhan dana yang besar. Adanya keadaan dimana pertumbuhan aset baru lebih cepat dibandingkan dengan tambahan laba ditahan, maka pendanaan internal dari tambahan laba ditahan tidak mencukupi dan mengakibatkan kebutuhan dana tambahan dari eksternal (Sudana, 2015:69).

Leverage

Leverage adalah usaha meningkatkan atau menaikkan profitabilitas dengan penggunaan biaya tetap (Horne & Junior, 2013:138). *Leverage* terjadi karena adanya beban tetap bagi perusahaan yang disebabkan oleh aset dan sumber dana yang digunakan dalam kegiatan operasi perusahaan. Laba yang tinggi akan didapatkan dengan penggunaan utang yang lebih besar dari pada penggunaan modal sendiri saat kondisi ekonomi baik. Sebaliknya, pada saat kondisi ekonomi buruk penggunaan modal sendiri yang lebih besar dari pada penggunaan utang akan menghasilkan laba lebih besar (Sudana, 2015:181).

Likuiditas

Likuiditas adalah ukuran untuk mengetahui banyaknya sumber daya milik perusahaan yang digunakan dalam membayarkan kewajiban jangka pendek yang harus segera dilunasi (Rahardjo, 2007:11). Perusahaan yang mampu untuk memenuhi kewajibannya sebelum waktu jatuh tempo disebut sebagai perusahaan likuid. Faktor-faktor seperti tidak adanya dana sama sekali atau dana yang dimiliki perusahaan masih memerlukan beberapa waktu untuk dicairkan pada saat kewajiban jatuh tempo menjadikan perusahaan tidak mampu dalam memenuhi kewajibannya terutama dalam jangka pendek.

Profitabilitas

Kasmir (2016:196) menyatakan bahwa ukuran untuk mengetahui laba atau keuntungan yang didapatkan perusahaan pada periode tertentu disebut sebagai profitabilitas. Keuntungan yang diperoleh semaksimal mungkin merupakan salah satu tujuan perusahaan. Besaran keuntungan yang diperoleh perusahaan seperti yang telah ditargetkan sebelumnya bisa menjadikan kesejahteraan bagi pihak yang bersangkutan serta menimbulkan investasi baru dan menjadikan mutu produk meningkat. Sehingga pemenuhan target yang telah ditetapkan menjadi tuntutan manajemen perusahaan.

Financial Distress

Financial distress adalah keadaan perusahaan yang berada dalam ancaman kebangkrutan yang disebabkan oleh kesulitan keuangan (Ambarwati, 2010:31). Kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan diakibatkan oleh berbagai faktor, namun penyebab kesulitan

keuangan yang paling banyak disebabkan oleh kesalahan manajemen dalam mengelola perusahaan yang dilakukan secara berulang-ulang. Manajemen perusahaan harus mampu mengetahui faktor-faktor yang mengakibatkan kesulitan keuangan perusahaan sebelum kejadian tersebut terjadi (Sudana, 2015:286).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Ukuran perusahaan yang besar menggambarkan luasnya aktivitas perusahaan dan tidak menuntut kemungkinan akan memasuki perdagangan internasional. Aktivitas usaha yang dilakukan lintas negara akan menimbulkan risiko yang beragam sehingga membuat perusahaan lebih berhati-hati (Guniarti, 2014). Perusahaan besar cenderung melakukan *hedging* untuk melindungi arus kas dan asetnya karena berisiko mengalami kerugian atas selisih kurs. Sehingga ukuran perusahaan yang besar menjadikan probabilitas *hedging* perusahaan semakin tinggi (Kussulistyanti & Mahfudz, 2016).

H1 : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh Growth Opportunity terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Growth opportunity menunjukkan tingginya kesempatan perusahaan untuk maju dan membuat kebutuhan dana perusahaan menjadi besar (Widyagoca & Lestari, 2016). Salah satu alternatif pendanaan yang dapat dipilih perusahaan yaitu melalui utang. Jika utang yang digunakan perusahaan didenominasi valuta asing maka akan menimbulkan risiko fluktuasi nilai tukar (Astyrianti & Sudiarta, 2017). Perusahaan kemudian akan melakukan berbagai upaya untuk menghindari risiko dengan melakukan *hedging*. Sehingga tingginya *growth opportunity* perusahaan menjadikan keputusan *hedging* perusahaan menjadi tinggi.

H2 : *Growth opportunity* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh Leverage terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Leverage merupakan gambaran banyaknya utang yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan

yang didanai dengan utang yang tinggi membuat perusahaan tersebut akan menghadapi risiko gagal bayar yang tinggi. Utang perusahaan yang didenominasi valuta asing dan adanya depresiasi nilai tukar menjadikan jumlah utang akan membesar. Hal ini kemudian membuat perusahaan melakukan berbagai upaya manajemen risiko seperti *hedging*. Sehingga tingginya rasio *leverage* suatu perusahaan menyebabkan keputusan *hedging* perusahaan menjadi tinggi (Guniarti, 2014).

H3 : *Leverage* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Likuiditas menunjukkan kesanggupan perusahaan untuk membayar kewajiban lancarnya dengan melihat rasio likuiditasnya. Perusahaan dengan aset lancar yang cukup untuk memenuhi kewajiban lancarnya berarti rasio likuiditas yang dimiliki perusahaan tinggi. Sebaliknya rasio likuiditas yang rendah berarti kas dan aset lancar yang ada pada perusahaan kurang cukup untuk membayarkan kewajiban lancarnya. Hal ini membuat perusahaan lebih waspada terhadap risiko-risiko yang merugikan dengan melakukan pengelolaan keuangannya secara hati-hati. Sehingga rendahnya likuiditas perusahaan menjadikan keputusan *hedging* perusahaan tinggi (Kussulistiyanti & Mahfudz, 2016).

H4 : Likuiditas berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Tingginya profitabilitas menggambarkan luasnya aktivitas perusahaan. Profitabilitas yang tinggi membuat perusahaan terdorong untuk melakukan perluasan bisnis sampai luar negeri. Hal ini kemudian menimbulkan risiko akibat kondisi pasar internasional yang dinamis. Transaksi lintas negara yang dilakukan perusahaan memberikan pendapatan dalam valuta asing. Adanya perbedaan nilai tukar membuat perusahaan terdorong melakukan *hedging* sebagai upaya penghindaran selisih kurs yang merugikan. Sehingga semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin tinggi

keputusan *hedging* perusahaan (Megawati et al., 2016).

H5 : Profitabilitas berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh *Financial Distress* terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Financial distress mengindikasikan adanya ancaman kebangkrutan pada perusahaan yang dinilai dari kesulitan perusahaan dalam mengembalikan kewajibannya kepada kreditur (Nuzul & Lautania, 2015). Kesulitan keuangan yang dialami membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaan dari risiko kebangkrutan yang disebabkan adanya kewajiban perusahaan yang berada pada posisi tidak aman. Perusahaan berpendapat bahwa penggunaan *hedging* dapat mengurangi nilai sekarang dari biaya kesulitan keuangan. Sehingga semakin tinggi tingkat *financial distress* semakin tinggi keputusan *hedging* yang dilakukan perusahaan (Sianturi & Pangestuti, 2015).

H6 : *Financial distress* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laman Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id berupa laporan keuangan dan tahunan perusahaan. Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria yaitu perusahaan mempunyai laporan keuangan tahunan yang telah diaudit selama lima tahun berurutan; mempunyai eksposur valuta asing yang muncul karena adanya aset dan kewajiban dalam valuta asing, penjualan ekspor, impor bahan baku atau memiliki anak perusahaan di luar negeri; dan mempunyai *history closing price* selama lima tahun berurutan. Berdasarkan pengambilan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan, maka sampel yang didapatkan sejumlah 99 perusahaan dengan 5 tahun pengamatan yang memenuhi syarat untuk diteliti.

Definisi Operasional Variabel Hedging

Hedging adalah perlindungan pada nilai aset dari ketidakpastian perubahan harga di masa depan (Tandelilin, 2010:468). Pengukuran keputusan hedging perusahaan menggunakan skala nominal. Perusahaan yang memiliki keputusan hedging diberi kode angka 1 dan perusahaan memiliki keputusan tidak hedging diberi kode angka 0 (Ahmad et al., 2015). Data keputusan hedging perusahaan didapatkan dari catatan atas laporan keuangan perusahaan.

Definisi Operasional Variabel Ukuran Perusahaan

Penilaian terhadap besarnya jumlah aset yang dimiliki perusahaan dilakukan untuk mengetahui ukuran perusahaan. Perhitungan besarnya aset perusahaan akan diubah dalam bentuk logaritma natural. Penggunaan logaritma natural (Ln) digunakan untuk mengkonversi angka ke nominal yang lebih kecil dan membuat data total aset terdistribusi normal (Kautsar, 2014). Formulasi ukuran perusahaan (1) sebagai berikut.

$$Ukuran\ Perusahaan = Ln(Total\ Assets)(1)$$

Definisi Operasional Variabel Growth Opportunity

Growth opportunity diketahui dengan membagi MVE (market value of equity) (3) dengan BVE (book value of equity) (4). MVE merupakan hasil pembagian antara penghasilan setelah pajak dengan penghasilan per saham yang kemudian dikalikan dengan harga penutupan. BVE merupakan selisih antara total aset dengan total utang jangka panjang. Aset riil yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai pasar menggambarkan adanya growth opportunity bagi perusahaan (Guniarti, 2014). Formulasi growth opportunity (2) adalah sebagai berikut.

$$Growth\ Opportunity = \frac{MVE}{BVE} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

$$MVE = \frac{EAT}{EPS} \times Closing\ Price \dots\dots\dots(3)$$

$$BVE = Total\ Assets - Total\ Liabilities(4)$$

Definisi Operasional Variabel Leverage

Rasio leverage dalam penelitian ini diprosikan dengan debt to asset ratio (debt ratio). Debt to asset ratio yang tinggi menunjukkan besarnya

penggunaan utang oleh perusahaan (Kasmir, 2016:156). Formulasi debt to asset ratio (5) adalah sebagai berikut.

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets} \dots\dots\dots(5)$$

Definisi Operasional Variabel Likuiditas

Proksi yang digunakan untuk mengetahui rasio likuiditas dalam penelitian ini yaitu current ratio. Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dapat menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya (Kasmir, 2016:134). Formulasi current ratio (6) adalah sebagai berikut.

$$Current\ Ratio = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities} \dots\dots\dots(6)$$

Definisi Operasional Variabel Profitabilitas

Rasio profitabilitas dalam penelitian ini diketahui dengan return on assets (ROA). Besarnya ROA menggambarkan keefektifan dan keefisienan penggunaan aset perusahaan dalam menghasilkan laba bagi perusahaan (Sudana, 2015:25). Formulasi ROA (7) adalah sebagai berikut.

$$Return\ on\ Assets = \frac{Earning\ after\ Taxes}{Total\ Assets} \dots\dots\dots(7)$$

Definisi Operasional Variabel Financial Distress

Identifikasi financial distress dalam penelitian ini menggunakan Z-score yang dirumuskan oleh Altman. Perhitungan Z-score akan menghasilkan nilai Z > 2,99 berarti keuangan perusahaan kuat, 2,99 ≥ Z ≥ 1,88 berarti kondisi keuangan perusahaan dalam tanda tanya (bisa naik atau turun) dan Z < 1,88 berarti perusahaan dalam kesulitan keuangan yang serius (Rahardjo, 2007:140). Formulasi Z-score dapat dilihat di rumus (8). Z-score dapat dihitung dengan mempertimbangkan X1 yaitu pembagian antara working capital dengan total assets (9), X2 yaitu pembagian antara retained earning dengan total assets (10), X3 yaitu pembagian antara EBIT dengan total assets, X4 yaitu pembagian antara market value of equity dengan book value of total debt (11) dan X5 yaitu pembagian antara total revenue dengan total assets (13).

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5 \dots\dots\dots(8)$$

Keterangan:

Z = Indeks keseluruhan kesehatan perusahaan

$$X1 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(9)$$

$$X2 = \frac{\text{Retained Earning}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(10)$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(11)$$

$$X4 = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Total Debt}} \dots\dots\dots(12)$$

$$X5 = \frac{\text{Total Revenue}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(13)$$

Data penelitian ini dianalisis menggunakan analisis regresi logistik yang meliputi uji keseluruhan model, koefisien determinasi, uji kelayakan model, ketepatan klasifikasi, estimasi parameter dan interpretasinya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Keseluruhan Model

Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah penambahan variabel independen ke dalam model dapat memperbaiki model fit. Hasil pengujian menunjukkan nilai statistik -2LogL dengan konstanta saja tanpa variabel sebesar 481,216 dan nilai -2LogL turun menjadi 347,771 setelah ditambahkan variabel independen atau terdapat penurunan sebesar 133,445 dan angka ini signifikan secara statistik. Jika dibandingkan dengan tabel *chi square* dengan df 6 (495–489) yang diperoleh angka 12,5916, maka selisih penurunan -2LogL signifikan karena 133,445 lebih besar dari 12,5916. Hal ini berarti adanya variabel independen yang dimasukkan ke dalam model memperbaiki model fit.

Koefisien Determinasi

Pengujian dilakukan untuk mengetahui kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Hasil pengujian menghasilkan nilai *Cox and Snel's R Square* sebesar 0,236 dan nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0,380 yang berarti sebesar 38% variabilitas variabel dependen yang mampu dijelaskan dengan variabel independen.

Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model menggunakan *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test*. Nilai *Hosmer and Lemeshow's* yang didapatkan sebesar

12,329 dan signifikan pada 0,137 yang berarti lebih besar dari 0,05 sehingga model dapat diterima atau dikatakan fit karena sesuai dengan data observasinya.

Ketepatan Klasifikasi

Pengujian pada tabel klasifikasi digunakan untuk mengetahui tingkat keakuratan regresi logistik dalam mengklasifikasikan perusahaan yang memiliki keputusan *hedging* dan tidak *hedging*.

Tabel 1.
CLASIFFICATION TABLE

	Observed	Predicted		Percentage Correct	
		Tdk Hedg	Hedg		
Step 4	Hedg	Tdk	380	21	94.8
		Hedg	62	32	34.0
	Overall Percentage				83.2

Sumber: Output SPSS

Tabel 1 menunjukkan kemampuan prediksi dari regresi logistik dalam memproyeksikan perusahaan yang memiliki keputusan tidak *hedging* sebanyak 401 perusahaan sedangkan hasil observasi hanya 380, sehingga ketepatan klasifikasi sebesar 94,8% (380/401). Proyeksi untuk perusahaan yang memiliki keputusan *hedging* sebanyak 94 perusahaan sedangkan hasil observasi hanya 32, sehingga ketepatan klasifikasi sebesar 34,0% (32/94). Keakuratan klasifikasi pada model secara keseluruhan adalah sebesar 83,2%.

Uji Estimasi Parameter dan Interpretasinya

Uji hipotesis pada penelitian ini menguji pengaruh variabel independen yaitu ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *leverage*, likuiditas, profitabilitas dan *financial distress* terhadap variabel dependen yaitu keputusan *hedging* perusahaan.

Pengujian regresi logistik pada tabel 2 memperlihatkan bahwa variabel independen yang signifikan dibawah 0,05 yaitu ukuran perusahaan, likuiditas dan profitabilitas. Sehingga persamaan regresi logistik (14) yang terbentuk sebagai berikut.

$$\ln \frac{p}{1-p} = -22,794 + 0,758(\text{Size}) - 0,615(\text{Likuiditas}) + 6,701(\text{Profitabilitas}) \dots\dots\dots(14)$$

Tabel 2.
VARIABLE IN THE EQUATION

		B	Sig
Step 4 ^a	Size	.758	.000
	Likuiditas	-.615	.000
	Profitabilitas	6.701	.000
	Constant	-22.794	.000

Sumber: Output SPSS

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H₁ diterima. Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memiliki aktivitas yang luas bahkan hingga ke luar negeri. Aktivitas tersebut dapat menimbulkan eksposur transaksi yang mengakibatkan adanya risiko fluktuasi nilai tukar. Perusahaan dengan ukuran yang besar kemudian akan melakukan *hedging* untuk meminimalisir dampak dari perubahan nilai tukar (Guniarti, 2014). Hasil penelitian ini mendukung teori portofolio yang menjelaskan bahwa perusahaan akan menambahkan aset yang dimilikinya ke dalam portofolio untuk meminimalisir risiko tidak sistematis dan melakukan *hedging* untuk meminimalisir risiko sistematis atas pergerakan pasar yang merugikan. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dengan ukuran yang besar perlu melakukan *hedging* untuk mengurangi fluktuasi nilai tukar yang merugikan.

Pengaruh Growth Opportunity terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan, yang berarti H₂ ditolak. Hal ini karena *growth opportunity* membuat perusahaan lebih memilih menggunakan ekuitas dalam membiayai kebutuhannya. Penggunaan ekuitas lebih dipilih karena perusahaan menghindari adanya biaya keagenan antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Utang yang digunakan perusahaan akan lebih sedikit disaat perusahaan memiliki investasi dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi karena sebagian besar

pendanaan internal dapat dibayai dengan pengembalian investasi tersebut, dengan kata lain untuk melakukan ekspansi perusahaan lebih memilih menggunakan laba ditahan dibandingkan utang (Widyagoca & Lestari, 2016). Hasil penelitian ini tidak mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa dengan asimetri informasi yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan dalam membiayai peluang pertumbuhannya memilih pendanaan eksternal berupa utang yang kemudian menimbulkan risiko bagi perusahaan. Peluang pertumbuhan yang semakin tinggi membutuhkan pendanaan yang besar dan membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaannya. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan *growth opportunity* yang ada. Antisipasi risiko akibat *growth opportunity* pada perusahaan dilakukan dengan penggunaan laba ditahan dalam memenuhi kebutuhan dana atas peluang pertumbuhan perusahaan.

Pengaruh Leverage terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H₃ ditolak. Perusahaan menggunakan *leverage* untuk memaksimalkan keuntungannya. Penggunaan *leverage* dimaksudkan untuk meningkatkan nilai pemegang saham melalui EPS (*earning per share*). Penggunaan *leverage* bermanfaat untuk mengurangi pajak perusahaan karena adanya beban bunga. Selama beban bunga lebih kecil dari peningkatan pendapatan dari pendanaan eksternal maka *leverage* tidak menimbulkan risiko yang besar (Goklas & Wahyudi, 2016). Hasil penelitian ini tidak mendukung *trade-off theory* yang menyatakan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan dilakukan untuk mengurangi pajak yang harus dibayarkan dan menambah laba operasi perusahaan. Peningkatan penggunaan utang membuat perusahaan memiliki risiko gagal bayar dalam memenuhi kewajibannya, sehingga *hedging* dilakukan perusahaan untuk menanggulangi dampak negatif risiko tersebut. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan tingkat *leverage* perusahaan. Penggunaan *leverage* oleh perusahaan bertujuan untuk memperoleh laba yang semaksimal

mungkin. Antisipasi risiko akibat adanya *leverage* pada perusahaan dilakukan dengan memperhatikan tingkat beban bunga perusahaan.

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H_4 diterima. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan dalam membayarkan kewajiban lancarnya dengan baik karena memiliki dana cadangan yang cukup. Perusahaan dengan likuiditas yang rendah akan lebih waspada untuk melakukan pengelolaan keuangannya dan menjadikan perusahaan tersebut terdorong untuk *hedging* dalam menghindari risiko yang dapat merugikan (Ariani & Sudiartha, 2017). Hasil penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menerangkan bahwa penggunaan dana internal lebih dipilih perusahaan dalam mendanai kegiatannya yang mengakibatkan kebutuhan likuiditas perusahaan tinggi. Perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas tinggi memiliki cadangan aset lancar yang besar dan dapat digunakan untuk mengantisipasi risiko sehingga probabilitas *hedging* menjadi rendah. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah memiliki risiko gagal bayar yang tinggi. Adanya utang yang didenominasi valuta asing akan memperbesar risiko gagal bayar pada perusahaan. Hal ini kemudian membuat perusahaan dengan likuiditas yang rendah harus menggunakan *hedging* untuk menghindari fluktuasi nilai tukar yang dapat memperbesar utang perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H_5 diterima. Tingginya profitabilitas yang dimiliki menjadikan perusahaan lebih cepat dalam melakukan perluasan bisnisnya bahkan bisa sampai ke luar negeri. Adanya kedinamisan keadaan pasar internasional menimbulkan kehati-hatian perusahaan dalam melakukan setiap aktivitas bisnisnya agar terhindar dari kerugian. Selain itu terlibatnya dalam perdagangan internasional menimbulkan transaksi dengan beberapa negara yang

mengakibatkan adanya pendapatan dalam bentuk mata uang yang berbeda. Ketika perusahaan menerima pendapatan dalam valuta asing disaat terjadi pelemahan mata uang maka keuntungan yang akan didapatkan akan berkurang. Hal ini kemudian membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk meminimalisir dampak negatif dari selisih kurs (Megawati *et al.*, 2016). Hasil penelitian sejalan dengan *du pont theory* yang menerangkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kegiatan operasional yang luas. Transaksi perdagangan internasional akan menggunakan mata uang yang berbeda. Adanya perbedaan selisih kurs yang dapat terjadi sewaktu-waktu membuat perusahaan memutuskan *hedging* untuk menghindari kerugian. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki aktivitas usaha yang luas dan bisa jadi terlibat dalam perdagangan internasional yang rentan terhadap risiko fluktuasi nilai tukar. Hal ini kemudian membuat perusahaan dengan profitabilitas tinggi perlu melakukan *hedging* untuk meminimalisir terjadinya kerugian akibat selisih kurs.

Pengaruh Financial Distress terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H_6 ditolak. Hal ini karena sebagian besar perusahaan yang ada dalam penelitian ini memiliki utang dalam valuta asing. Selain itu perusahaan dalam penelitian ini juga memiliki utang dalam suku bunga mengambang. Sedangkan identifikasi keadaan *financial distress* yang menggunakan *z-score* dilakukan dengan menilai kegiatan operasional perusahaan secara keseluruhan tidak dari segi utang saja. Hal ini kemudian menjadikan tidak berpengaruhnya *financial distress* terhadap keputusan *hedging* perusahaan. (Nuzul & Lautania, 2015). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya menerapkan kebijakan penjualan aset-aset yang ada. Ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya tepat waktu maka hal tersebut merupakan pertanda adanya *financial distress* pada perusahaan. *Hedging* digunakan perusahaan untuk menyesuaikan jatuh tempo antara aset dan kewajiban yang kemudian dapat mengurangi kemungkinan terjadinya

kebangkrutan pada perusahaan. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan kondisi *financial distress* yang dialami perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan *hedging* ketika memiliki utang yang didenominasi valuta asing atau memiliki utang dalam suku bunga mengambang.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia. Perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki aktivitas usaha yang luas dan memiliki eksposur nilai tukar yang besar sehingga memerlukan *hedging* untuk melindungi arus kas dan aset yang dimilikinya. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia. Perusahaan dengan likuiditas tinggi memiliki dana cadangan yang cukup dan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan baik sehingga probabilitas *hedging* menjadi rendah. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur di Indonesia. Profitabilitas tinggi pada perusahaan menunjukkan aktivitas usaha yang dilakukan cenderung lebih luas dan menghasilkan pendapatan dalam berbagai mata uang sehingga *hedging* digunakan perusahaan untuk meminimalisir kemungkinan terjadinya selisih kurs yang merugikan.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah nilai *Nagelkerke's R Square* yang didapatkan sebesar 38% sehingga masih terdapat 62% variabel lain di luar model penelitian ini yang dapat menjelaskan keputusan *hedging* perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel independen lain dalam melihat probabilitas keputusan *hedging* perusahaan. Penambahan sampel penelitian dari sektor lainnya atau penggunaan tahun penelitian yang lebih panjang juga dapat dilakukan oleh penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

Adam, T. R., Fernando, C. S., & Salas, J. M. (2017). Why Do Firms Engage in Selective Hedging? Evidence from The Gold Mining Industry. *Journal of Banking and Finance*,

77, 269–282.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.05.006>

Afza, T., & Alam, A. (2011). Determinants of Corporate Hedging Policies: A Case of Foreign Exchange and Interest Rate Derivative Usage. *African Journal of Business Management*, 5(14), 5792–5797.
<https://doi.org/10.5897/AJBM11.217>

Ahmad, G. N., Mardiyati, U., & Nashrin, A. S. (2015). Analysis of Hedging Determinants with Foreign Currency Derivative Instruments on Companies Listed on Bei Period 2012-2015. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 6(2), 540–557.

Ambarwati, S. D. A. (2010). *Manajemen Keuangan Lanjut*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Ariani, N. N. N., & Sudiartha, G. M. (2017). Pengaruh Leverage, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *E-Journal Manajemen Unud*, 6(1), 347–374.

Astyrianti, N. N., & Sudiartha, G. M. (2017). Pengaruh Leverage, Kesempatan Tumbuh, Kebijakan Dividen dan Likuiditas terhadap Keputusan Hedging PT Unilever Tbk. *E-Journal Manajemen Unud*, 6(3), 1312–1339.

Bank Indonesia. Pinjaman Luar Negeri Perusahaan Bukan Bank, Pub. L. No. 12/1/PBI/2010 (2013). Indonesia: Pusat Riset dan Edukasi Bank Sentral, Bank Indonesia. Retrieved from <https://www.bi.go.id/id/peraturan/kodifikasi/non-bank/Pages/2.1.2.3.PinjamanLuarNegeriPerusahaanBukanBank.aspx>

Bank Indonesia. Peraturan Bank Indonesia tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Non Bank, Pub. L. No. 16/21/PBI/2014 (2014). Indonesia: Divisi Informasi Hukum, Departemen Hukum. Retrieved from <https://www.bi.go.id/id/peraturan/moneter>

- /Pages/pbi_162114.aspx
- Bank Indonesia. (2018a). Kurs Transaksi Bank Indonesia. Retrieved September 28, 2018, from <https://www.bi.go.id/id/moneter/informasi-kurs/transaksi-bi/Default.aspx>
- Bank Indonesia. (2018b). Posisi Pinjaman Luar Negeri Swata (Bukan Bank) Menurut Sektor Ekonomi. Retrieved November 21, 2018, from <https://www.bi.go.id/id/statistik/seki/terkini/eksternal/Contents/Default.aspx>
- Bhagawan, P. M., & Lukose, J. P. J. (2017). The Determinants of Currency Derivatives Usage Among Indian Non-Financial Firms: An Empirical Study. *Studies in Economics and Finance*, 34(3), 363–382. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2014-0172>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Bursa Efek Indonesia. (2018). Laporan Keuangan dan Tahunan. Retrieved December 12, 2018, from <https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/>
- Fahmi, I. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Goklas, F., & Wahyudi, S. (2016). Kebijakan Hedging dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya (Studi Empiris pada Perusahaan Non Finansial yang Terdaftar Di BEI Periode 2012-2014). *Diponegoro Journal of Managements*, 5, 1–14.
- Griffin, R. W., & Pustay, M. W. (2015). *Bisnis Internasional: Sebuah Perspektif Manajerial* (8th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Guniarti, F. (2014). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(1), 64–79. Retrieved from <http://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jdm>
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz Jr, J. M. (2013). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan* (13th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Jiwandhana, R. S. P., & Triaryati, N. (2016). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(1), 31–58.
- Kasmir. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Kautsar, A. (2014). Analisis Pengaruh Firm Size, DER dan Sales Growth terhadap Dividend Payout Ratio dengan ROE sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Non Keuangan yang Listed di BEI Tahun 2009 - 2011. *Jurnal Bisnis Strategi*, 23(2), 1–13.
- Keown, A. J., Marthin, J. D., Petty, J. W., & Junior, D. F. S. (2010). *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Jakarta: PT Indeks.
- Kodrat, D. S., & Herdinata, C. (2009). *Manajemen Keuangan based on Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Kurniawan, D. P., & Asandimitra, N. (2018). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif sebagai Pengambilan Keputusan Hedging pada Perusahaan Sektor Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2011- 2015. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(November 2015), 1–11.
- Kussulistyanti, M. J. W. A., & Mahfudz. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Keputusan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing (Studi pada Perusahaan Non-Finansial yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2011-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 1–14.
- Lianto, D. (2013). Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan Menggunakan Analisis Du Pont. *Jurnal JIBEKA*, 7(3), 25–31.
- Madura, J. (2006). *Keuangan Perusahaan Internasional* (8th ed.). Jakarta: Salemba Empat.

- Megawati, I. A. P., Wiagustini, L. P., & Artini, L. G. S. (2016). Determinasi Keputusan Hedging pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 10(5), 3391–3418.
- Mugo, G. E., & Nyali, K. T. (2015). Corporate Hedging Strategies in The Financial Sector in Kenya. *International Journal of Business. Social and Education*, 1, 222–246.
- Nuzul, H., & Lautania, M. F. (2015). Pengaruh Leverage, Financial Distress, dan Growth Options terhadap Aktivitas Hedging Pada Perusahaan Non-Keluangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 2(2), 104–113.
- Peihwang, W., Li, X., & Bei, Z. (2017). Corporate Hedging, Firm Focus and Firm Size: The Case of REITs. *Emerald Publishing Limited*, 43(3), 313–330.
- Rahardjo, B. (2007). *Keuangan dan Akuntansi untuk Manajer Non Keuangan*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Rossi, J. L. J. (2013). Hedging, Selective Hedging, or Speculation? Evidence of The Use of Derivatives by Brazilian Firms During The Financial Crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5), 415–433. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.08.004>
- Saragih, F., & Musdholifah. (2017). Pengaruh Growth Opportunity , Firm Size , dan Liquidity terhadap Keputusan Hedging pada Perusahaan Perbankan Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 5, 1–10. <https://doi.org/10.15446/historelo.v10n19.61601>
- Sianturi, C. N., & Pangestuti, I. R. D. (2015). Pengaruh Liquidity, Firm Size, Growth Opportunity, Financial Distress, Leverage dan Managerial Ownership terhadap Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif. *Diponegoro Journal of Management*, 4.
- Sprcic, D. M., & Sevic, Z. (2012). Determinants of Corporate Hedging Decision: Evidence from Croatian and Slovenian Companies. *Research in International Business and Finance*, 26(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2011.05.001>
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik* (2nd ed.). Jakarta: Erlangga.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kansius.
- Vural-Yavas, C. (2016). Determinants of Corporate Hedging: Evidence from Emerging Market. *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), 151. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n12p151>
- Widyagoca, I. G. P. A., & Lestari, P. V. (2016). Pengaruh Leverage, Growth Opportunities, dan Liquidity Terhadap Pengambilan Keputusan Hedging PT Indosat Tbk. *E-Journal Manajemen Unud*, 5(2), 1282–1308.