

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil-hasil Penelitian Terdahulu yang Relevan

Terdapat penelitian terdahulu telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan *hedging*. Penelitiannya antara lain:

1. Nance, Smith, and Smithson (1993) hasil penelitiannya adalah perusahaan yang melakukan *hedging* memiliki lebih banyak fungsi *convex tax*, memiliki lebih sedikit *coverage of fixed claims*, ukuran perusahaan yang lebih besar, *financial distress* lebih besar, memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar, dan memakai lebih sedikit instrumen pengganti *hedging*. *Hedging* juga meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunkan beban pajak.
2. Nguyen and Faff (2002) melakukan penelitian dengan judul “*On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies*” menyatakan bahwa *leverage* perusahaan (proksi untuk *financial distress*), ukuran perusahaan (proksi untuk *financial distress* dan *setup cost*), dan likuiditas (proksi untuk *financial constraints*) merupakan faktor penting yang berhubungan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan derivatif.
3. Nguyen and Faff (2003) melakukan penelitian dengan judul “*Further Evidence on the Corporate Use of Derivatives in Australia: The Case of*

Foreign Currency and Interest Rate Instruments” yang menyimpulkan bahwa perusahaan lebih suka untuk menggunakan derivatif valas jika nilainya besar dan memiliki hutang lebih banyak dalam struktur modal. Derivatif suku bunga lebih banyak digunakan untuk perusahaan yang lebih besar ukurannya, lebih tingkat *leverage*, lebih tinggi tingkat likuiditasnya, dan membayar dividen lebih banyak.

4. Triki (2005) melakukan penelitian dengan judul “*Three Essays on Risk Management*” yang menyimpulkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk melakukan *hedging* adalah penurunan beban pajak, berhubungan negatif terhadap *hedging*, penurunan *underinvestment cost*, ukuran perusahaan, dan *managerial risk aversion*.
5. Bartram, Brown, and Fehle (2006) melakukan penelitian dengan judul “*International Evidence on Financial Derivatives Usage*” menyatakan bahwa hasil penggunaan derivatif signifikan berhubungan dengan *leverage*, jatuh tempo hutang, kepemilikan aset likuid, kebijakan dividen, dan *operational hedge*. Dalam beberapa kasus, profitabilitas memiliki hubungan positif dengan penggunaan derivatif. Negara dengan pasar derivatif yang kurang likuid (negara berkembang) tidak banyak melakukan *hedging*.
6. Clark, Judge, and Ngai (2006) melakukan penelitian dengan judul “*The Determinants and Value Effects of Corporate Hedging: An Empirical Study of Hongkong and Chinese Firms*” hasil penelitiannya adalah terdapat bukti kuat bahwa terdapat hubungan antara keputusan untuk

lindung nilai dengan *cost of financial distress*. Terdapat hubungan negatif antara aktivitas *hedging* dan kepemilikan pemerintah tetapi faktor pendorong lain aktivitas *hedging* adalah eksposur valuta asing, tingkat penjualan luar negeri dan hutang asing, serta tingkat likuiditas.

7. Belgithar, Clark, and Judge (2008) melakukan penelitian dengan judul “*The Value Effects Of Foreign Currency And Interest Rate Hedging : The UK Evidence*” melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan Amerika Serikat. Dalam penelitiannya ada empat variabel yang diteliti yaitu *leverage, firm value, foreign currency, and interest rate*. Kesimpulan variabel yang berpengaruh positif signifikan adalah *firm value, foreign currency, and interest rate*. Sedangkan variabel *leverage* tidak berpengaruh terhadap perusahaan yang melakukan *hedging*.
8. Klimezak (2008) melakukan penelitian dengan judul “*Corporate hedging and risk management theory: evidence from Polish listed companies*” melakukan penelitian pada perusahaan yang terdaftar di Polandia. Dalam penelitiannya dibagi beberapa aspek yaitu keuangan, manajerial, institusi ekonomi baru, dan *stockholder theory*. Kesimpulan pada aspek keuangan adalah *debt equity ratio*, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap *hedging*, perusahaan yang melakukan *hedging* cenderung lebih mampu membayar beban bunga, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap aktivitas *hedging*, dan hutang lancar dan hutang dalam denominasi asing melalui penjualan berpengaruh positif terhadap

aktivitas *hedging*. Sementara itu variabel pajak (*income tax paid*) berpengaruh negatif terhadap *hedging*.

9. Ameer (2010) melakukan penelitian dengan judul “*Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia*” meneliti *hedging* yang dilakukan perusahaan nonkeuangan di Malaysia, dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan antara eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan, sementara itu *growth opportunity* berhubungan negatif terhadap *hedging*. Hanya sedikit perusahaan Malaysia yang memahami manajemen risiko pada bisnis internasional, dengan derivatif. Para manajer Malaysia kebanyakan *risk averse* dan tidak memahami cara memilih posisi dalam pasar derivatif.
10. Guniarti (2011) melakukan penelitian dengan judul “*Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing*” hasil penelitiannya adalah variabel *leverage*, *firm size*, secara konsisten berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas aktivitas *hedging*, sementara variabel *financial distress* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *hedging*.
11. Putro (2012) melakukan penelitian dengan judul “*Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging*” hasil penelitiannya adalah variabel *debt equity ratio*, *growth opportunity*, dan *firm size* berpengaruh positif terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

Sedangkan untuk variabel *financial distress* dan *liquidity* berpengaruh negatif terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.



Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian	Kesimpulan
1.	Nance, Smith, and Smithson (1993)	<i>On the Determinants of Corporate Hedging</i>	<i>Convex tax, coverage of fixed claims, firm size, growth opportunity, hedging substitution, taxes, cost of financial distress</i>	Regresi Logit	Perusahaan yang melakukan <i>hedging</i> memiliki lebih banyak fungsi <i>convex tax</i> , memiliki lebih sedikit <i>coverage of fixed claims</i> , ukuran perusahaan yang lebih besar, <i>financial distress</i> lebih besar memiliki kesempatan pertumbuhan yang lebih besar, dan memakai lebih sedikit instrumen pengganti <i>hedging</i> . <i>Hedging</i> juga meningkatkan nilai perusahaan dengan menurunkan beban pajak.	Variabel yang berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>Convex tax, coverage of fixed claims, firm size, growth opportunity</i> , dan <i>financial distress</i> . Sedangkan variabel yang tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>hedging substitution</i> dan <i>taxes</i> .
2.	Nguyen and Faff (2002)	<i>On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies</i>	<i>Leverage, size firm, liquidity</i>	Regresi model FEM (<i>Fixed Effect Model</i>)	<i>Leverage</i> perusahaan (proksi untuk <i>financial distress</i>), ukuran perusahaan (proksi untuk <i>financial distress</i> and <i>setup cost</i>), dan likuiditas (proksi untuk <i>financial constraints</i>) merupakan faktor penting yang berhubungan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan derivatif.	Variabel yang berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah seluruh variabel yang meliputi <i>leverage, size firm</i> dan <i>liquidity</i> .

3.	Nguyen and Faff (2003)	<i>Further Evidence on the Corporate Use of Derivatives in Australia: The Case of Foreign Currency and Interest Rate Instruments</i>	<i>Leverage, liquidity, dividend</i>	<i>Logit regression dan Tobit regression</i>	Perusahaan lebih suka untuk menggunakan derivatif valas jika nilainya besar dan memiliki hutang lebih banyak dalam struktur modal. Derivatif suku bunga lebih banyak digunakan untuk perusahaan yang lebih besar ukurannya, lebih tingkat leverage, lebih tinggi tingkat likuiditasnya, dan membayar dividen lebih banyak.	Variabel yang berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>leverage</i> dan <i>liquidity</i> . Sedangkan variabel <i>dividend</i> tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan <i>hedging</i> .
4.	Triki (2005)	<i>Three Essays on Risk Management</i>	Beban Pajak, <i>cost of financial distress, underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, <i>managerial risk aversion</i> .	<i>Logistic regression</i>	Beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk melakukan <i>hedging</i> yakni penurunan beban pajak, berhubungan negatif terhadap <i>hedging</i> adalah <i>cost of financial distress</i> , penurunan <i>underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, dan <i>managerial risk aversion</i> .	Variabel yang berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah beban pajak. Sedangkan variabel <i>cost of financial distress</i> , <i>underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, dan <i>managerial risk aversion</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap keputusan <i>hedging</i> .
5.	Batram, Brown, and Fehle (2006)	<i>International Evidence on Financial Derivatives Usage</i>	<i>Leverage, maturity of debt, liquidity, dividen, profitabilitas.</i>	<i>Profit regression</i>	Penggunaan derivatif signifikan berhubungan dengan <i>leverage</i> (kebijakan hutang), jatuh tempo hutang, kepemilikan aset likuid, kebijakan dividen, dan <i>operational hedge</i> . Dalam beberapa kasus,	Variabel yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>leverage</i> , <i>maturity of debt</i> , <i>liquidity</i> , dan dividen. Sedangkan variabel profitabilitas tidak

					profitabilitas memiliki hubungan positif dengan penggunaan derivatif (berbeda dengan teori <i>simple financial distress theory</i>). Negara dengan pasar derivatif yang kurang likuid (negara berkembang) tidak banyak melakukan <i>hedging</i> .	berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> .
6.	Clark, Judge, and Ngai (2006)	<i>The Determinants and Value Effects of Corporate Hedging: An Empirical Study of Hongkong and Chinese Firms</i>	<i>Cost of financial distress, state ownership, eksposur valuta asing, penjualan luar negeri, hutang asing, likuiditas</i>	<i>Logistic regression</i>	Terdapat bukti kuat bahwa terdapat hubungan antara keputusan untuk lindung nilai dengan <i>cost of financial distress</i> . Kemudian hasil penelitian juga menunjukkan hubungan negatif antara aktivitas <i>hedging</i> dan kepemilikan pemerintah. Lalu faktor lain yang mendorong aktivitas <i>hedging</i> adalah eksposur valuta asing, tingkat penjualan luar negeri dan hutang asing, serta tingkat likuiditas.	Variabel yang berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>cost of financial distress</i> , eksposur valuta asing, tingkat penjualan luar negeri dan hutang asing, serta tingkat likuiditas. Sedangkan variabel <i>state ownership</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i> .
7.	Belgithar, Clark, and Judge (2008)	<i>The Value Effects Of Foreign Currency And Interest Rate Hedging : The UK Evidence</i>	<i>Leverage, firm value, foreign currency, and interest rate</i>	<i>Multivariate analyze</i>	Variabel <i>firm value, foreign currency, and interest rate</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>hedging</i> . Sedangkan <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap <i>hedging</i> .	Variabel <i>firm value, foreign currency, and interest rate</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>hedging</i> . Sedangkan <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap <i>hedging</i> .

8.	Klimezak (2008)	<i>Corporate hedging and risk management theory: evidence from Polish listed companies</i>	<i>Debt to equity ratio, EBIT, tax, growth, individual block ownership</i>	ANOVA, logit regression	Variabel DER, EBIT, <i>growth</i> , <i>individual block ownership</i> , dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>hedging</i> . Sementara itu, pembayaran pajak berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> .	Variabel DER, EBIT, <i>growth</i> , <i>individual block ownership</i> , dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>hedging</i> . Sementara itu, pembayaran pajak berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> .
9.	Ameer (2010)	<i>Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia</i>	Eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kesempatan pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan.	Regresi	Terdapat hubungan signifikan antara eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan. Kesempatan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> . Hanya sedikit perusahaan Malaysia yang memahami manajemen risiko pada bisnis Internasional dengan derivatif. Para manajer Malaysia kebanyakan <i>risk averse</i> dan tidak memahami cara memilih posisi dalam pasar derivatif.	Variabel yang berpengaruh positif terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan. Sedangkan variabel kesempatan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> .
10.	Guniarti (2011)	Faktor-faktor yang mempengaruhi aktivitas <i>Hedging</i> dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing	<i>Growth opportunity, leverage, liquidity, firm size, dan financial</i>	Regresi Logistik	Variabel <i>leverage</i> , <i>firm size</i> , dan <i>financial distress</i> secara konsisten berpengaruh signifikan terhadap probabilitas aktivitas <i>hedging</i> . Sedangkan variabel <i>growth opportunity</i> dan <i>liquidity</i> tidak berpengaruh	Variabel <i>leverage</i> , <i>firm size</i> , dan <i>financial distress</i> secara konsisten berpengaruh signifikan terhadap probabilitas aktivitas <i>hedging</i> . Sedangkan variabel <i>growth opportunity</i>

			<i>distress</i>		terhadap keputusan <i>hedging</i> .	dan <i>liquidity</i> tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> .
11.	Putro (2012)	Analisis Faktor yang mempengaruhi penggunaan Instrumen Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan <i>Hedging</i>	<i>Debt equity ratio, financial distress, growth opportunity, liquidity, and firm size</i>	Regresi Logistik	Hasil penelitiannya adalah variabel <i>debt equity ratio, growth opportunity, dan firm size</i> berpengaruh signifikan positif terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan <i>hedging</i> . Sedangkan untuk variabel <i>financial distress</i> dan <i>liquidity</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan <i>hedging</i> .	Variabel yang berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> adalah <i>debt equity ratio, growth opportunity, dan firm size</i> . Sedangkan variabel <i>financial distress</i> dan <i>liquidity</i> tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>hedging</i> .

Sumber: Data diolah peneliti 2014

Apabila ditinjau dari penelitian terdahulu, ada beberapa persamaan dan perbedaan dengan penelitian kali ini yang akan dijelaskan pada tabel sebagai berikut:

Tabel 2.2
Persamaan dan Perbedaan Penelitian Sekarang
Dengan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Periode Pengamatan dan Pengambilan Sampel	Variabel Bebas (X)	Variabel Terikat (Y)
1.	Nance, Smith, and Smithson (1993)	Periode tahun 1986 dan dengan menggunakan 169 perusahaan	<i>Convex tax, coverage of fixed claims, firm size, growth opportunity, hedging substitution, taxes, cost of financial distress</i>	<i>Hedging</i>
2.	Nguyen and Faff (2002)	Periode tahun 1999-2000, 469 perusahaan Australia	<i>Leverage, liquidity</i>	Keputusan dalam penggunaan <i>hedging</i>
3.	Nguyen and Faff (2003)	Periode tahun 2000, sampel mata uang asing dan instrumen tingkat suku bunga di Australia	<i>Leverage, liquidity, dividend</i>	Mata uang asing dan instrumen tingkat suku bunga
4.	Triki (2005)	Periode tahun 1995, Departemen Keuangan Kanada	Beban pajak, <i>cost of financial distress, underinvestment cost</i> , ukuran perusahaan, <i>managerial risk aversion</i> .	<i>Hedging</i>
5.	Batram, Brown, and Fehle (2006)	Sampel 319 perusahaan di 50 kota.	<i>Leverage, maturity of debt, liquidity, dividen, profitabilitas.</i>	<i>Penggunaan derivatif sebagai pengambilan keputusan hedging</i>
6.	Clark, Judge, and Ngai (2006)	227 Perusahaan Hong Kong dan China yang listing pada Hong Kong	<i>Cost of financial distress, state ownership,</i>	Keputusan <i>Hedging</i>

		<i>stock exchange</i>	<i>eksposur valuta asing, penjualan luar negeri, hutang asing, likuiditas</i>	
7.	Belgithar, Clark, and Judge (2008)	Periode 1995, sampel 500 perusahaan non-keuangan di Amerika Serikat	<i>Leverage, firm value, foreign currency, and interest rate</i>	<i>Hedging</i>
8.	Klimezak (2008)	Periode tahun 2001-2005, sampel 150 perusahaan yang listing di Warsaw Stock Exchange	<i>Debt to equity ratio, EBIT, tax, growth, individual block ownership</i>	Perilaku <i>Hedging</i>
9.	Ameer (2010)	Sampel Perusahaan Malaysia	Eksposur penjualan luar negeri, likuiditas, kesempatan pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan.	<i>Hedging</i>
10.	Guniarti (2011)	Periode tahun 2007-2009, dengan menggunakan sampel 77 Perusahaan Non-Finansial	<i>Leverage, liquidity, firm size, financial distress, firm value, dan growth opportunity</i>	Aktivitas <i>Hedging</i>
11.	Putro (2012)	Periode tahun 2006-2010, Perusahaan Automotive and Allied Products yang listing di BEI	<i>Debt equity ratio, financial distress, growth opportunity, liquidity, dan size firm</i>	Keputusan <i>Hedging</i>
12.	Ika Zulfiana (2013)	Periode tahun 2008-2012, Bank Konvensional yang listing di BEI	<i>Debt equity ratio, financial distress, growth opportunity, liquidity, firm size, tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah</i>	Keputusan <i>Hedging</i>

Sumber : Data diolah peneliti 2014

Adapun perbedaan pada penelitian terdahulu dengan penelitian kali ini adalah pada pengambilan perusahaan yakni Bank Konvensional yang

terdaftar di BEI pada tahun 2008-2012. Variabel bebas (*independent variable*) adalah tingkat hutang dalam struktur modal yang diproksikan dengan variabel keuangan yaitu *debt equity ratio* (DER), tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*), kesempatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*), likuiditas (*liquidity*), dan ukuran perusahaan (*firm size*). Ada penambahan variabel yaitu tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah. Penambahan variabel tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah dilakukan karena untuk mengetahui apakah kedua variabel tersebut mempunyai pengaruh terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging* bagi perusahaan. Sedangkan variabel terikat (*dependent variable*) adalah keputusan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif.

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Pengertian Manajemen Risiko

Risiko adalah kerugian akibat kejadian yang tidak dikehendaki muncul. Risiko diidentifikasi berdasarkan faktor penyebabnya, yaitu risiko karena pergerakan harga pasar (misalnya, harga saham, nilai tukar atau suku bunga) dikategorikan sebagai risiko pasar. Risiko karena mitra transaksi gagal bayar (*default*) disebut risiko kredit (*default*). Sementara itu, risiko karena kesalahan atau kegagalan orang atau sistem, proses atau faktor eksternal disebut risiko operasional. (Sunaryo, 2009)

Manajemen risiko mempunyai tiga tahapan: mengidentifikasi, mengukur, dan memanajementi risiko. Lembaga *finansial* atau investor dapat memanajementi risiko dengan cara: mengurangi risiko, misalnya dengan melakukan lindung nilai (*hedging*), menyediakan cadangan untuk menopang risiko (*self insurance*) dan mentransfer risiko kepada pihak ketiga dengan *instrumen* derivatif. Bank dapat mentransfer risiko kreditnya kepada pihak lain dengan menggunakan *credit derivatives*. (Sunaryo, 2009)

2.2.2 Teknik Manajemen Risiko

Pada prinsipnya ada empat teknik pengelolaan risiko, keempat teknik tersebut adalah penghindaran risiko, pengurangan risiko, pemindahan risiko dan penahanan risiko. Berikut dijelaskan empat teknik pengelolaan risiko sebagai berikut: (Hanafi, 2006)

2.2.2.1 Penghindaran Risiko (*risk avoidance*)

Penghindaran risiko (*risk avoidance*) adalah tindakan perusahaan untuk tidak melakukan bisnis atau kegiatan tertentu yang memungkinkan risiko yang tidak diinginkan. Setiap jenis perusahaan menghadapi risiko inti (*core risk*) yang spesifik.

2.2.2.2 Pengurangan Risiko (*risk reduction*)

Pengurangan risiko dapat dilakukan paling tidak salah satu dari kedua faktor: pengurangan kemungkinan terjadinya peril (risiko yang menjadi kenyataan) dan menekan besarnya dampak bila peril terjadi. Pengurangan

kemungkinan terjadinya peril ada tiga cara: metode pencegahan, metode diversifikasi, dan metode lindung alamiah.

2.2.2.3 Penahanan Risiko (*risk retention*)

Penahanan risiko adalah tindakan perusahaan untuk mempertahankan risiko dan mengelolanya sendiri. Risiko yang ditahan bisa didanai dan bisa juga tidak didanai. Jika perusahaan tidak menetapkan pendanaan yang khusus ditujukan menahan risiko tertentu. Pendanaan bisa dilakukan melalui dana cadangan. Yang dimaksud dengan dana cadangan disini perusahaan menyalurkan dana tertentu secara periodik yang ditujukan untuk membiayai kerugian akibat dari risiko tertentu.

2.2.2.4 Pemindahan Risiko (*risk transfer*)

Pemindahan risiko adalah memindahkan risiko ke pihak lain (mentranfer risiko ke pihak lain). Teknik pemindahan atau pengalihan risiko tidak bertujuan untuk menghilangkan risiko. Yang dilakukan adalah memindahkan risiko dari perusahaan ke pihak lain yang bersedia atau perusahaan yang membisniskan risiko. Pihak lain tersebut biasanya mempunyai kemampuan yang lebih baik untuk mengendalikan risiko, baik karena skala ekonomi yang lebih baik sehingga bisa mendiversifikasikan risiko lebih baik, atau karena mempunyai keahlian untuk melakukan manajemen risiko lebih baik. Terdapat beberapa teknik yang bisa dilakukan oleh perusahaan untuk melakukan pemindahan risiko, yaitu: asuransi, *hedging*, dan *incorporated* (mendirikan anak cabang).

2.2.3 Jenis-jenis Eksposur Valuta Asing

Seberapa besar dampak perubahan valuta asing terhadap suatu perusahaan disebut dengan eksposur. Dampak perubahan terhadap perusahaan yang terutama dalam aliran kas ke depan. Ada tiga penyebab utama terjadinya fluktuasi valuta asing yaitu eksposur transaksi, eksposur translasi, dan eksposur ekonomi. (Yusgiantoro, 2004)

2.2.3.1 Eksposur Transaksi

Eksposur transaksi mengukur perubahan pada nilai transaksi karena terdapat perbedaan antara kurs valuta asing pada saat transaksi disepakati dan saat transaksi diselesaikan atau dipenuhi. Jadi eksposur ini berhubungan dengan transaksi-transaksi yang sudah ada, tetapi belum jatuh tempo. (Yuliati, 2002)

Nilai aliran kas masuk perusahaan yang diterima dalam berbagai denominasi mata uang asing akan ditentukan oleh kurs valuta asing, pada saat penerimaan dikonversikan ke mata uang yang dikehendaki. Demikian juga dengan aliran kas keluar yang dibayarkan dalam denominasi mata uang asing, nilainya akan tergantung pada kurs valuta asing saat pembayaran akan dilakukan. Eksposur transaksi dapat terjadi disebabkan oleh penggunaan transaksi kredit atau meminjam dana yang pelunasannya dinyatakan dalam mata uang asing.

Pengukuran eksposur transaksi dapat dilakukan melalui dua tahapan yakni:

1. Memproyeksikan penerimaan dan pengeluaran dalam setiap mata uang asing, selama kurun waktu tertentu (misal per bulan, per tahun, dsb).
2. Menghitung keseluruhan eksposur dari semua penerimaan dan pengeluaran bersih.

Bagi sebuah perusahaan besar yang memiliki banyak anak perusahaan, penghitungan eksposur transaksi harus didasarkan pada proyeksi keseluruhan penerimaan dan pengeluaran setelah konsolidasi. Hal ini perlu dilakukan untuk menghindari perusahaan dari redudansi usaha pemagaran risiko (*hedging*).

Eksposur transaksi dapat dilakukan dengan melakukan kontrak *hedging* valuta asing atau menempuh strategi operasi tertentu. Kontrak *hedging* valuta asing bisa dilakukan di pasar *forward*, pasar *futures*, pasar uang, opsi, dan kesepakatan *swap*.

2.2.3.2 Eksposur Translasi

Eksposur akuntansi tidak menimbulkan perubahan pada aliran kas riil perusahaan. Eksposur ini timbul saat sebuah perusahaan membuat laporan keuangan konsolidasi dari seluruh anak perusahaannya yang tersebar di berbagai negara. (Yuliati, 2002)

Pembuatan laporan keuangan konsolidasi memiliki dua tujuan utama. Pertama untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan, kedua untuk mengevaluasi kinerja keuangan anak perusahaan. Dengan membandingkan laporan keuangan setiap anak perusahaan, manajemen dapat mengetahui kinerja keuangan masing-masing anak perusahaan.

Informasi ini sangat berguna untuk merumuskan strategi bersaing dan alokasi sumber daya ke setiap anak perusahaan.

Cara yang ditempuh untuk mengelola eksposur akuntansi adalah *balance sheet hedge*. Cara ini berupaya menetralkan eksposur dengan menyeimbangkan sisi kekayaan dan kewajiban perusahaan, pada arah yang berlawanan. Selain *balance sheet hedge*, juga terdapat teknik lain yakni *contractual hedge* tetapi hasil yang diperoleh seringkali melibatkan unsur spekulatif.

2.2.3.3 Eksposur Operasi

Eksposur operasi mengukur setiap perubahan pada nilai sekarang perusahaan yang disebabkan oleh perubahan aliran kas operasi, karena perubahan yang tidak terduga pada kurs valuta asing. Analisis eksposur operasi bertujuan untuk mengetahui dampak dari perubahan kurs valuta asing (yang tak terduga) terhadap kegiatan operasi dan posisi bersaing perusahaan. Eksposur operasi memiliki kesamaan dengan eksposur transaksi, yaitu berhubungan dengan perubahan aliran kas karena fluktuasi kurs valuta asing. Akan tetapi, eksposur operasi mempunyai cakupan yang lebih luas dari eksposur transaksi dan dampaknya terhadap eksistensi perusahaan yang lebih fundamental dari eksposur transaksi dan eksposur akuntansi. (Yuliati, 2002)

Kunci sukses agar dapat mengelola eksposur operasi dengan baik adalah kepekaan manajemen dalam mengetahui adanya ketidakseimbangan pada kondisi paritas dan kesiapannya dalam menyiapkan langkah-langkah

strategis yang tepat untuk bereaksi terhadap kondisi tersebut. Langkah terbaik yang bisa diambil manajemen adalah mendiversifikasikan basis kegiatan operasi dan pembelanjaan perusahaan secara internasional. Diversifikasi operasional mendiversifikasikan penjualan, lokasi fasilitas produksi dan sumber pengadaan bahan baku ke beberapa negara. Sementara itu, diversifikasi pembelanjaan berarti mencari dana di lebih dari satu pasar modal dan dalam lebih dari satu jenis mata uang.

2.2.4 Pengertian *Hedging*

Lindung nilai atau *hedging*, atau *hedge* merupakan istilah yang sangat populer dalam perdagangan berjangka. Dimana *hedging* merupakan salah satu fungsi ekonomi dari perdagangan berjangka, yaitu *transfer of risk*. *Hedging* merupakan suatu strategi untuk mengurangi risiko kerugian yang diakibatkan oleh dampak perubahan valuta asing.

Menurut Sunaryo (2009) prinsip *hedging* adalah “menutupi kerugian posisi aset awal dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging*.” Sebelum melakukan *hedger* hanya memegang sejumlah aset awal. Setelah melakukan *hedging*, *hedger* memegang sejumlah aset awal dan sejumlah tertentu instrumen *hedging*. Portofolio yang terdiri atas aset awal dan instrumen *hedging*-nya disebut portofolio *hedging*. Portofolio *hedging* ini mempunyai risiko yang lebih rendah dibanding risiko aset awal.

Individu atau perusahaan yang melakukan *hedging* pada perdagangan berjangka, disebut: “*hedger*”. *Hedger* mempunyai usaha pokok pada pasar

fisik (*cash market*), sedangkan aktivitas mereka pada perdagangan berjangka (*futures market*) untuk memperkecil risiko dari fluktuasi harga yang tidak menguntungkan. Dengan melakukan kegiatan tersebut keuntungan yang ditargetkan dapat direalisasikan, atau walaupun menyimpang, penyimpangannya tidak terlalu jauh. Oleh karena itu proses dari *hedging* ini memerlukan *skill* khusus dalam memilih instrumen derivatif mana yang paling baik digunakan sebagai lindung nilai.

2.2.4.1 Instrumen derivatif untuk melakukan *Hedging*

Eiteman (2007) menarik kesimpulan sebagai berikut:

Manajemen keuangan perusahaan multinasional di abad 21 akan perlu untuk mempertimbangkan penggunaan instrumen derivatif keuangan. Derivatif-derivatif ini, dinamakan karena nilai mereka diturunkan dari sebuah aset yang mendasarinya seperti suatu saham atau mata uang, adalah sebuah alat yang kuat dan dipergunakan dalam bisnis saat ini untuk dua tujuan manajemen yang sangat jelas: spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Manajer keuangan dari sebuah MNE mungkin membeli derivatif keuangan ini untuk mengambil posisi untuk mengharapkan keuntungan, yaitu spekulasi, atau menggunakan instrumen ini untuk mengurangi risiko yang berhubungan dengan manajemen harian dari arus kas perusahaan, yaitu lindung nilai (*hedging*). (Eiteman, 2007)

Instrumen derivatif dapat dikelompokkan menjadi opsi, *forward*, *futures*, dan *swap*, dengan bahan dasar instrumen derivatif adalah saham, suku bunga, obligasi, nilai tukar, komoditas, dan indeks. (Sunaryo, 2009)

a. Opsi (Option)

Opsi valuta asing (*foreign currency option*) adalah kontrak yang memberi hak kepada pembeli opsi (*buyer*) hak, namun bukan kewajiban, untuk membeli atau menjual sejumlah tertentu valuta asing

tertentu dengan harga per unit tertentu untuk periode waktu tertentu (sampai tanggal jatuh tempo). (Eiteman, 2007)

Opsi tersebut berisi dua jenis yaitu:

1. Opsi Jual (*Put Option*) adalah suatu instrumen negosiasi yang memungkinkan pemiliknya untuk menjual suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.
2. Opsi Beli (*Call Option*) adalah suatu instrumen negosiasi yang memungkinkan pemiliknya untuk membeli suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. (Ang, 1997)

Contoh suatu kontrak opsi adalah sebagai berikut:

PT Luxurious dapat memanfaatkan pasar opsi untuk melakukan *hedging*, yaitu dengan membeli opsi put. Dengan membeli opsi put, PT Luxurious memiliki hak untuk menukarkan dana pembayaran dari PT Dalton sebesar £1,000,000 dengan US\$. PT Dalton juga dapat melakukan *hedging* melalui pasar opsi, yaitu dengan membeli opsi call yang memberi hak kepada PT Dalton untuk menukarkan US\$ dengan £. PT Luxurious mempunyai dua alternatif tempat untuk membeli opsi put, yaitu di Bursa Efek Philadelphia dan di bank.

Berikut rincian biaya dari masing-masing alternatif:

Beli opsi put di Bursa Efek Philadelphia

Biaya premi per opsi ($\$0.025 \times \text{£}31,250$)	\$ 781.25
Biaya pialang per opsi	50.00 +
Biaya total per opsi	<u>\$ 831.25</u>
Biaya opsi per £ ($\$831.25/\text{£}31,250$)	\$0.02666

Jumlah opsi yang dibutuhkan (£1,000,000/£31,250)	32
Biaya total untuk 32 opsi (32 x \$831.25)	\$ 26,600

Beli opsi put di bank

$$\begin{aligned}
 \text{Biaya opsi} &= (\text{nilai opsi}) \times (\text{premi}) \times (\text{nilai tukar spot}) \\
 &= £1,000,000 \times 0.015 \times \$1.7640 \\
 &= \$26,460
 \end{aligned}$$

Dari perhitungan di atas, PT Luxurious akan membeli opsi put di bank karena lebih murah. PT Luxurious harus menyerahkan dana ke bank senilai \$26,460. Apabila biaya modal perusahaan 12% per tahun, maka biaya pembelian opsi put adalah $(US\$26,460 \times 12\%/4) = \$27,254$, atau 0.0273 per £. Dengan membeli opsi put, PT Luxurious membatasi jumlah maksimal kerugian yang mungkin ditanggung. Sebaliknya, PT Luxurious memperoleh kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang tidak terhingga.

Apabila pada bulan Juni, nilai tukar spot lebih rendah dari *strike price* opsi put (\$1.75/£), maka akan lebih menguntungkan untuk membeli £ di pasar spot. Dengan kata lain, opsi put tidak akan dijalankan. Pada kondisi ini, PT Luxurious menanggung kerugian sebesar \$27,254. Sebaliknya, apabila nilai tukar spot bulan Juni lebih tinggi dari \$1.75/£, maka opsi put akan dijalankan.

Inti dari ide *hedging* melalui pasar opsi adalah:

Maret	Juni
Beli opsi put untuk menjual £ untuk nilai tukar \$1.75/£.	Terima £1,000,000
Bayar \$26,460 untuk membeli opsi put	Jalankan opsi put dan memperoleh \$1,750,000
	Jual £1,000,000 di pasar spot, jika nilai tukar spot lebih rendah dari \$1.75/£

b. Kontrak *Future* atau *Forward*

Kontrak *Future* atau *Forward* adalah kontrak untuk membeli atau menjual komoditas yang dicantumkan (seperti kedelai atau jagung) atau klaim finansial (seperti Treasury Bond AS) pada harga tertentu pada waktu di masa depan yang tertentu. (Yuliati, 2005)

Contoh suatu kontrak *future* atau *forward* adalah sebagai berikut:

PT Luxurious mengubah ketidakpastian penerimaannya menjadi sesuatu yang pasti, meskipun nilai tukar *forward* tiga bulanan lebih kecil dari nilai tukar spot saat ini. Di sini PT Luxurious berusaha membatasi risiko karena gejolak perubahan nilai tukar.

Skenario di atas menjelaskan bahwa PT Luxurious saat ini (bulan Maret) menyepakati untuk menjual £1,000,000 yang akan diterima 3 bulan yang akan datang, dengan menandatangani kontrak *forward* 3 bulanan pada nilai tukar US\$1.7540/£. Pada bulan Juni, setelah menerima pembayaran dari PT Dalton sebesar £1,000,000, PT Luxurious menyerahkan £1,000,000 ke bank dan memperoleh US\$1,754,000.

c. *Swap*

Swap adalah konversi kewajiban utang dalam mata uang berbeda, *Swap* adalah perjanjian antara dua pihak untuk saling menukar aliran (arus) kas (*cash flow*) secara periodik selama periode tertentu pada masa mendatang menurut aturan yang disepakati.

Contoh suatu kontrak *swap* adalah sebagai berikut:

Misalkan, *swap* antara A dan B. *Fixed-for-floating swap* mengharuskan A membayar aliran kas secara periodik berdasarkan suku bunga tetap sebesar 5,5 persen dari 100 (USD) kepada B, sedangkan B membayar berdasarkan suku bunga mengambang tertentu kepada A. Selanjutnya, A menerima suku bunga mengambang dan membayar suku bunga tetap. Sebaliknya, B menerima suku bunga tetap dan membayar suku bunga mengambang. Angka acuan 100 (USD) disebut *notional swap*. Pada *swap suku bunga* nilai *notional* bagi A dan B adalah sama, yaitu 100, oleh karena itu, *notional* tidak perlu dipertukarkan pada akhir periode *swap*. (Sunaryo, 2009)

2.2.5 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengambilan Keputusan Hedging

2.2.5.1 *Debt Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri atau ekuitas yang digunakan untuk membayar hutang. *Debt to*

Equity Ratio (DER) merupakan perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitasnya. Secara matematis *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat diformulasikan sebagai berikut: (Ang, 1997)

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total equity}} \quad \dots \dots \dots (2.1)$$

Total debt merupakan total liabilities (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total shareholder's equity* merupakan total modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *debt to equity ratio* (DER) menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek maupun jangka panjang) semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997)

Risiko-risiko tersebut bukanlah hal yang tidak mungkin terjadi, karena fluktuatifnya kondisi ekonomi membuat ketidakpastian semakin besar, maka dari itu perusahaan perlu untuk melakukan manajemen risiko untuk mengalihkan risiko yang kemungkinan muncul tersebut. Hal tersebut sesuai dengan pendapat semakin tinggi tingkat hutang atau *debt equity ratio* maka akan semakin besar pengambilan keputusan *hedging* yang dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko Nguyen and Faff (2003) dan Klimezak (2008).

2.2.5.2 Tingkat Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*)

Financial Distress adalah suatu pengukuran yang mengindikasikan kesulitan dalam pengembalian hutang kepada kreditur, atau dapat disebut sebagai pengukur kebangkrutan perusahaan. Salah satu pengukuran *financial distress* dapat diterangkan dari perhitungan *Z-Score* yang dikemukakan oleh Edward I. Altman. Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan sebagai pengukur kinerja dalam memprediksi kecenderungan kebangkrutan dan ketidakbangkrutan perusahaan, yang sekarang dikenal sebagai *Altman Z-Zcore*. Secara matematis *Financial Distress* dapat diformulasikan dengan metode *Z-Score* sebagai berikut: (Subramanyam, 2010)

$$Z - Score = 1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1,0 X5 \dots (2.2)$$

Dimana :

Z Score = *Overall Index of Corporate Health*.

X1 = Modal kerja terhadap total harta (*Working Capital to Total Assets*).

X2 = Laba yang ditahan terhadap total harta (*Retairned Earnings to Total Assets*).

X3 = Pendapatan sebelum pajak dan bunga terhadap total harta (*Earnings Before Interest and Taxes to Total Assets*).

X4 = Nilai pasar sendiri terhadap nilai buku dari hutang (*Market Value Equity to Book Value of Total Debt*).

X5 = Penjualan terhadap total harta (*Sales to Total Assets*).

Kriteria yang digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan model ini adalah perusahaan yang mempunyai skor $Z > 2,90$ mengindikasikan perusahaan tersebut tergolong sehat, sedangkan perusahaan yang mempunyai skor $Z < 1,20$ mengindikasikan perusahaan tersebut tergolong tidak sehat, atau kecenderungan kebangkrutannya tinggi, hal tersebut membuat perusahaan akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya, sehingga lebih memungkinkan untuk mencari suatu mekanisme pengalihan risiko dengan menggunakan keputusan *hedging*. Rasio keuangan yang dianalisis adalah rasio-rasio keuangan yang terdapat pada model Altman yaitu:

$$X1 = \frac{\text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

$$X2 = \frac{\text{Retairned Earnings}}{\text{Total Assets}}$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

$$X4 = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Debt}}$$

$$X5 = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Jadi ketika nilai *Z-Score* Altman menurun perusahaan akan terdorong untuk melakukan keputusan *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara nilai *Z-Score* Altman dengan keputusan *hedging* adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Triki (2005), dan Guniarti (2011).

2.2.5.3 Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*)

Growth Opportunity yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk maju kian besar, sehingga untuk menjawab kesempatan tersebut, kebutuhan dana dalam jumlah yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang akan sangat dibutuhkan. Oleh karenanya perusahaan akan mempertahankan pendapatan yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali dan pada waktu yang bersamaan perusahaan akan diharapkan tetap mengandalkan pendanaan melalui hutang yang lebih besar (Baskin, 1989). Hal tersebut akan berbeda bila perusahaan yang memiliki tingkat kesempatan pertumbuhan perusahaan yang rendah sehingga tidak membutuhkan pembiayaan eksternal.

Proksi pengukuran variabel *Growth Opportunity* pada penelitian ini adalah perbandingan antara MVE (*market value of equity*) dan BVE (*book value of equity*). Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut: (Chen, 2006)

$$\text{Growth Opportunity} = \frac{MVE}{BVE} \dots \dots \dots (2.3)$$

Dimana:

$$MVE = \frac{EAT}{EPS} \times \text{Closing Price} \dots \dots \dots (2.3.1)$$

MVE = Nilai Pasar

$$BVE = \text{Total Asset} - \text{Total Liabilities} \dots \dots \dots (2.3.2)$$

BVE = Rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar

Nilai pasar atau *market value of equity* didapat dari perhitungan unsur laba bersih perusahaan yang dapat mengalami penurunan nilai ketika

perusahaan mengalami kesulitan keuangan karena berbagai macam pengeluaran dari jenis risiko seperti fluktuasi risiko mata uang asing, harga komoditas bahan baku yang mengalami kenaikan sehingga harga pokok produksi semakin besar, sehingga menurunkan tingkat laba. Sedangkan dalam perhitungan *book value of equity* diharapkan memiliki nilai lebih kecil karena mengindikasikan bahwa penggunaan hutang pada perusahaan tersebut relatif kecil dan dapat meningkatkan nilai *book value of equity*.

Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan yang tinggi menunjukkan nilai pasar yang semakin baik di antara perusahaan lainnya, hal itu membuat perusahaan percaya diri untuk menggunakan dana eksternal untuk penggunaan pertumbuhan perusahaan, selain itu membuat calon investor bersedia menanamkan dananya kepada perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, karena dinilai dapat menjadi sarana investasi yang baik. Nilai dari proksi kesempatan pertumbuhan perusahaan yang semakin besar membuat perusahaan lebih banyak menggunakan hutang sebagai sumber dana (Chen, 2006).

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat cenderung memilih hutang sebagai sumber pendanaan dibandingkan perusahaan yang memiliki laju pertumbuhan yang lambat, seperti yang diungkapkan oleh Weston (1997) dan Brigham (2006). Bertambahnya hutang dalam perusahaan, tentunya akan menambah risiko perusahaan seperti gagal bayar karena kebangkrutan, eksposur valuta asing. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan

keputusan *hedging* untuk melindungi perusahaannya (Nance, Smith, dan Smithson, 1993).

2.2.5.4 Tingkat Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Subramanyam, 2010). Likuiditas adalah menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban pada saat ditagih, perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid.

Rasio likuiditas yang mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan diproksikan dengan *current ratio*. Aktiva lancar umumnya meliputi kas, sekuritas, piutang usaha, dan persediaan. Kewajiban lancar atau hutang lancar terdiri atas utang lancar, wesel tagih jangka pendek, utang jatuh tempo yang kurang dari satu tahun, akrual pajak, dan beban-beban akrual lainnya (terutama gaji). (Subramanyam, 2010)

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \dots \dots \dots (2.4)$$

Nilai *Current Ratio* yang tinggi dari suatu perusahaan akan mengurangi ketidakpastian bagi investor, namun mengindikasikan adanya dana yang menganggur sehingga akan mengurangi tingkat profitabilitas perusahaan, akibatnya ROA juga semakin kecil. Adanya eksposur transaksi memperburuk penurunan profitabilitas tersebut, dikarenakan eksposur transaksi mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan, apabila pembayaran transaksi dilakukan dengan menggunakan denominasi kurs

valuta asing, nilainya akan lebih besar apabila valuta asing mengalami apresiasi terhadap mata uang domestik, sehingga risiko meningkat. Dengan demikian, semakin tinggi nilai likuiditas maka semakin tinggi keputusan *hedging* yang dilakukan karena tingginya risiko dalam pemenuhan kewajiban jangka pendek dan sebaliknya (Nguyen and Faff: 2002) dan Ameer (2010).

2.2.5.5 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Besar kecilnya suatu perusahaan membuat pengambilan keputusannya pun berbeda-beda. Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal. Semakin besar suatu perusahaan risiko yang diterima pun semakin besar, mereka cenderung lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* untuk melindungi aset mereka. Karena dampak yang ditimbulkan suatu risiko dalam perusahaan besar lebih berdampak besar, maka mereka akan memberlakukan suatu manajemen risiko yang lebih ketat dibandingkan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan (*firm size*) diprosikan melalui: (Purnomosidhi, 2005)

$$Firm Size = \ln Total Asset \dots \dots \dots (2.5)$$

Ukuran perusahaan dilihat dari jumlah total asset yang dimilikinya, semakin besar aset yang dimiliki, semakin hati-hati perusahaan tersebut melangkahkan suatu kegiatan di perusahaannya. Perusahaan yang lebih besar tentunya memiliki aktivitas operasional yang luas dan lebih berisiko

karena adanya kemungkinan besar untuk bertransaksi ke berbagai negara akan melibatkan beberapa mata uang yang berbeda. Dalam kegiatannya akan terdapat eksposur transaksi karena fluktuatif nilai tukar mata uang asing. Untuk itu perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan pengambilan keputusan *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko (Nance, Smith and Smithson; 1993, Nguyen and Faff; 2002, Guniarti; 2011, dan Putro; 2012).

2.2.5.6 Tingkat Suku Bunga

BI rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Kenaikan tingkat bunga pinjaman memiliki dampak negatif terhadap setiap emiten, karena akan meningkatkan beban bunga kredit dan menurunkan laba bersih. Kenaikan suku bunga mengurangi nilai sekarang dari arus kas masa depan, sehingga mengurangi daya tarik peluang investasi, untuk alasan ini tingkat bunga riil menjadi penentu kunci dari pengeluaran investasi bisnis. Sertifikat Bank Indonesia adalah surat berharga atas unjuk dalam rupiah yang diterbitkan oleh bank Indonesia sebagai pengakuan hutang berjangka waktu pendek dengan waktu diskonto.

Melalui penggunaan SBI tersebut Bank Indonesia dapat secara tidak langsung mempengaruhi tingkat bunga di pasar uang dengan cara mengumumkan *stop of rate* (SOR). SOR adalah tingkat bunga yang

diterima oleh Bank Indonesia atas penawaran tingkat bunga dari persen lelang. Selanjutnya, SOR tersebut akan dapat dipakai sebagai indikator bagi tingkat suku bunga transaksi di pasar uang pada umumnya. Untuk itu perusahaan jasa yang tingkat suku bunganya menurun akan lebih banyak melakukan pengambilan keputusan *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko. (Belgithar, Clark, and Judge; 2008)

2.2.5.7 Nilai Tukar Rupiah

Definisi nilai tukar atau kurs (*foreign exchange rate*) adalah harga mata uang suatu negara relatif terhadap mata uang negara lain (Abimanyu, 2004). Karena nilai tukar ini mencakup dua mata uang, maka titik keseimbangannya ditentukan oleh sisi penawaran dan permintaan dari kedua mata uang tersebut. Kurs transaksi bank indonesia merupakan salah satu bank yang memberikan informasi mengenai nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing. Dalam penelitian ini kurs yang digunakan adalah nilai tukar rupiah terhadap dollar. Untuk itu perusahaan jasa yang nilai tukar rupiahnya terhadap dolar menurun akan lebih banyak melakukan pengambilan keputusan *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko (Belgithar, Clark, and Judge; 2008).

2.2.6 Hedging dengan Menggunakan Instrumen Derivatif Dalam Islam

Hedging dengan menggunakan instrumen derivatif opsi, *future*, *forward*, dan *swap* disebut dengan transaksi valuta asing. Menurut Karim (2001) transaksi valuta asing di istilahkan dengan kata *al-sharf* yang berarti jual beli valuta asing atau dalam istilah bahasa Inggris adalah *money changer*. Menurut Taqiyuddin an-Nabhani mendefinisikan *al-sharf* dengan pemerolehan harta dengan harta lain, dalam bentuk emas dan perak, yang sejenis dengan saling menyamakan antara emas yang satu dengan emas yang lain, atau antara perak satu dengan perak yang lain (atau berbeda sejenisnya) semisal emas dengan perak, dengan menyamakan atau melebihkan antara jenis yang satu dengan jenis yang lain.

Berdasarkan pengertian *al-sharf*, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *al-sharf* merupakan suatu perjanjian jual beli suatu valuta dengan valuta lainnya, transaksi jual beli mata uang asing yang sejenis (misalnya rupiah dengan rupiah) maupun yang tidak sejenis (misalnya rupiah dengan dolar atau sebaliknya). Dalam literatur klasik, ditemukan dalam bentuk jual beli dinar dengan dinar, dirham dengan dirham atau dinar dengan dirham. Tukar menukar seperti ini dalam hukum Islam termasuk salah satu cara jual beli, dan dalam hukum perdata Barat disebut dengan *barter*. Pada prinsipnya praktek jual beli seperti *al-sharf* diperbolehkan dalam Islam berdasarkan firman Allah dalam surat al-Baqarah ayat 275:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي
 يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ
 الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّنْ
 رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ
 أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

Artinya : Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.

Menurut Karim (2008) jual beli diklasifikasikan dalam banyak pembagian dengan sudut pandang yang berbeda-beda, yaitu sebagai berikut:

a. Klasifikasi Jual Beli dari Sisi Objek Dagangan

Ditinjau dari sisi ini, jual beli dibagi menjadi tiga jenis:

Pertama: Jual beli umum, yaitu menukar uang dengan barang.

Kedua : Jual beli *ash-sharf* atau *Money Changer*, yakni penukaran uang dengan uang.

Ketiga : Jual beli *muqayadhah* atau barter, yakni menukar barang dengan barang.

b. Klasifikasi Jual Beli dari Sisi Standarisasi Harga

1. Jual beli *Bargaen* (Tawar Menawar). Yakni jual beli dimana penjual tidak memberitahukan modal barang yang dijualnya.
2. Jual beli Amanah. Yakni jual beli dimana penjual memberitahukan harga modal jualannya. Dengan dasar jual beli ini, jenis jual beli tersebut terbagi menjadi tiga jenis lain:
 - Jual beli *murabahah*, yakni jual beli dengan modal dan prosentase keuntungan yang diketahui.
 - Jual beli *wadhi'ah*, yakni jual beli dengan harga di bawah modal dan jumlah kerugian yang diketahui.
 - Jual beli *tauliyah*, yakni jual beli dengan menjual barang dengan harga modal, tanpa keuntungan dan kerugian.

Sebagian ahli fiqih menambahkan lagi jenis jual beli yaitu jual beli *isyarak* dan *mustarsal*. Jual beli *Isyarak* adalah menjual sebagian barang dengan sebagian uang bayaran. Sedangkan jual beli *mustarsal* adalah jual beli dengan harga pasar. *Mustarsil* adalah orang lugu yang tidak mengerti harga dan tawar menawar.

3. Jual beli *muzayadah* (lelang). Yakni jual beli dengan cara penjual menawarkan barang dagangannya, lalu para pembeli saling menawar dengan menambah jumlah pembayaran dari pembeli sebelumnya, lalu si penjual akan menjual dengan harga tertinggi dari para pembeli tersebut.

c. Pembagian Jual Beli Dilihat dari Cara Pembayaran

Ditinjau dari sisi ini, jual beli terbagi menjadi empat bagian:

- ❖ Jual beli dengan penyerahan barang dan pembayaran secara langsung.
- ❖ Jual beli dengan pembayaran tertunda.
- ❖ Jual beli dengan penyerahan barang tertunda.
- ❖ Jual beli dengan penyerahan barang dan pembayaran yang sama-sama tertunda.

Berdasarkan klarifikasi jual beli, *al-sharf* dilihat dari sisi objek dagangan termasuk ke dalam klarifikasi kedua yaitu jual beli *ash-sharf* atau *Money Changer*, yakni penukaran uang dengan uang. *Al-sharf* dilihat dari sisi standarisasi harga termasuk ke dalam klarifikasi pertama yaitu jual beli *bargaen* (tawar menawar). Yakni jual beli dimana penjual tidak memberitahukan modal barang yang dijualnya. Sedangkan *al-sharf* dilihat dari cara pembayaran termasuk ke dalam klarifikasi ketiga yaitu jual beli dengan penyerahan barang tertunda.

Disamping firman Allah diatas, ada beberapa hadist Rasulullah yang berkaitan dengan transaksi *al-sharf*, antara lain :

1. *Hadits Nabi riwayat al-Baihaqi dan Ibnu Majah dari Abu Sa'id al-Khudri: Rasulullah SAW bersabda, "Sesungguhnya jual beli itu hanya boleh dilakukan atas dasar kerelaan (antara kedua belah pihak)" (HR. al-Baihaqi dan Ibnu Majah, dan dinilai shahih oleh Ibnu Hibban),*
2. *Hadits Nabi riwayat Muslim, Abu Daud, Tirmizi, Nasa'i, dan Ibn Majah, dengan teks Muslim dari 'Ubadah bin Shamit, Nabi s.a.w. bersabda: "(Juallah) emas dengan emas, perak dengan perak, gandum dengan gandum, sya'ir dengan sya'ir, kurma dengan kurma, dan garam dengan garam (dengan syarat harus) sama dan sejenis serta secara*

tunai. Jika jenisnya berbeda, juallah sekehendakmu jika dilakukan secara tunai.”

3. *Hadits Nabi riwayat Muslim, Tirmidzi, Nasa'i, Abu Daud, Ibnu Majah, dan Ahmad, dari Umar bin Khatthab, Nabi s.a.w. bersabda: “(Jual beli) emas dengan perak adalah riba kecuali (dilakukan) secara tunai.” Hadits Nabi riwayat Muslim dari Abu Sa'id al-Khudri, Nabi s.a.w. bersabda: “Janganlah kamu menjual emas dengan emas kecuali sama (nilainya) dan janganlah menambahkan sebagian atas sebagian yang lain; janganlah menjual perak dengan perak kecuali sama (nilainya) dan janganlah menambahkan sebagian atas sebagian yang lain; dan janganlah menjual emas dan perak tersebut yang tidak tunai dengan yang tunai.” Hadits Nabi riwayat Muslim dari Bara' bin 'Azib dan Zaid bin Arqam: “Rasulullah saw melarang menjual perak dengan emas secara piutang (tidak tunai).”*

Pada prinsip syariahnya, praktek jual beli valuta asing dapat dianalogikan dan dikategorikan dengan pertukaran antara emas dan perak atau dikenal dalam terminologi fiqih dengan istilah (*al-sharf*) yang disepakati para ulama tentang keabsahannya. Dari beberapa hadist diatas, dapat dijelaskan sebenarnya praktek *al-sharf* diperbolehkan jika dilakukan atas dasar kerelaan antara kedua belah pihak dan secara tunai, serta tidak boleh adanya penambahan antara suatu barang yang sejenis (emas dengan emas atau perak dengan perak), karena kelebihan antara dua barang yang sejenis tersebut merupakan *riba al-fadl* yang jelas-jelas dilarang oleh Islam.

Namun bila berbeda jenisnya, seperti emas dengan perak atau dalam mata uang sekarang misalnya Rupiah dengan Dolar atau sebaliknya maka dapat ditukarkan (*exchange*) sesuai dengan *market rate* (harga pasar) dengan catatan harus kontan atau *spot*. Adapun kriteria 'tunai' atau 'kontan' dalam jual beli yang dikembalikan kepada kelaziman pasar yang berlaku meskipun hal itu melewati beberapa jam penyelesaian (*settlement*-nya) karena proses teknis transaksi. Harga atas pertukaran itu dapat ditentukan

berdasarkan kesepakatan antara penjual dan pembeli atau harga pasar (*market rate*). Kriteria tunai (kontan) dalam praktek *al-sharf* seperti hadits diatas adalah untuk menghindari terjadinya *riba nasi'ah*.

Adapun kriteria yang ditetapkan berdasarkan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 28/DSN-MUI/III/2002 tentang jual beli mata uang (*al-sharf*) adalah transaksi jual beli mata uang pada prinsipnya boleh dengan ketentuan sebagai berikut:

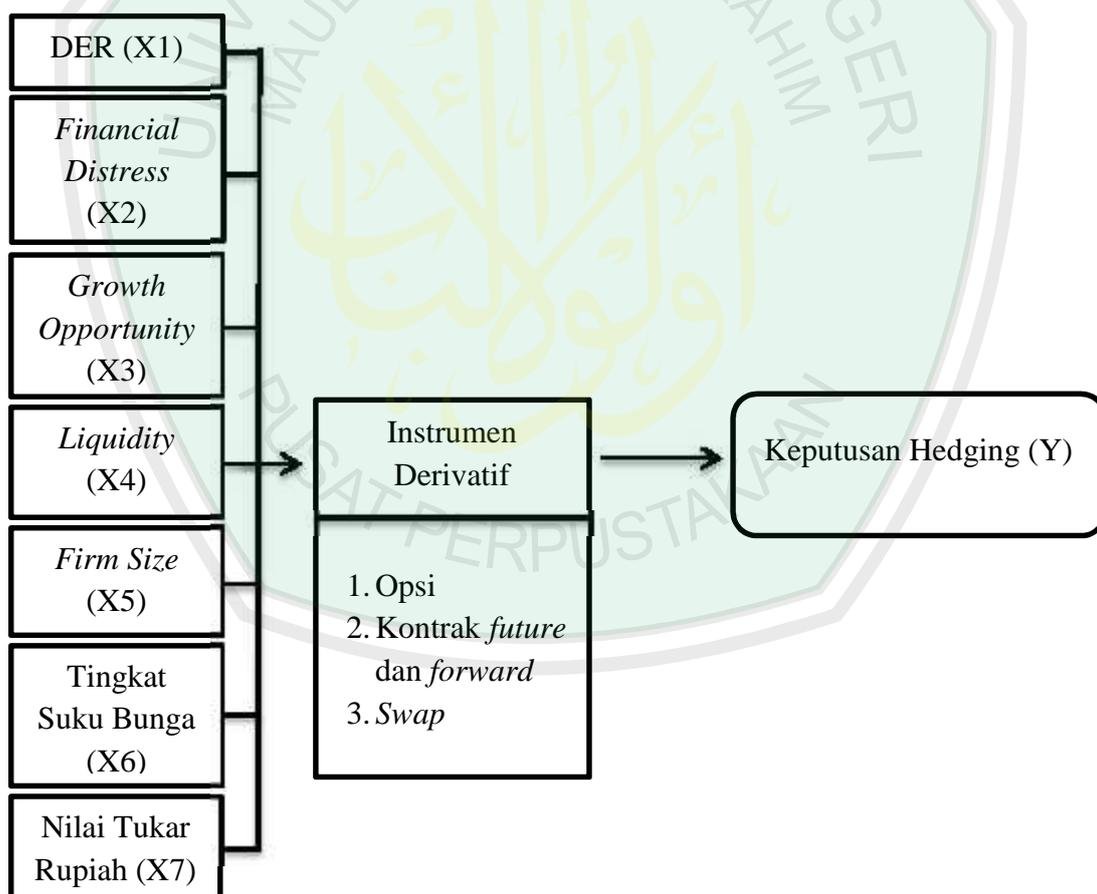
1. Tidak untuk spekulasi (untung-untungan).
2. Ada kebutuhan transaksi atau untuk berjaga-jaga (simpanan).
3. Apabila transaksi dilakukan terhadap mata uang sejenis maka nilainya harus sama dan secara tunai (*at-taqabudh*).
4. Apabila berlainan jenis maka harus dilakukan dengan nilai tukar (kurs) yang berlaku pada saat transaksi dilakukan secara tunai.

Dengan adanya ketentuan dari Fatwa Dewan Syari'ah Nasional mengenai jual beli mata uang (*al-sharf*), dapat disimpulkan bahwa bank konvensional yang memutuskan untuk melakukan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif baik berupa *future*, *forward*, *option* dan *swap* hukumnya haram untuk dilakukan. Karena transaksi tersebut tidak dilakukan secara tunai dan tidak memenuhi ketentuan yang sudah ditetapkan Dewan Syari'ah Nasional.

2.3 Kerangka Berfikir

Berdasarkan telaah pustaka yang sudah dikemukakan dimana penelitian ini menggunakan variabel independen, yaitu variabel internal meliputi *debt equity ratio*, *financial distress*, *growth opportunity*, *liquidity*, *firm size*, dan variabel eksternal meliputi tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah sementara itu, variabel dependen yaitu *hedging*. Maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis pada gambar 2.3 sebagai berikut:

Gambar 2.3
Kerangka Berfikir



Sumber : Nance, Smith, and Smithson (1993); Nguyen and Faff (2002-2003); Batram, Brown, and Fehle (2006); Clark, Judge, Ngai (2006); Triki (2005); Belgithar, Clark, and Judge (2008); Klimezak (2008); Ameer (2010); Guniarti (2011); Putro (2012)

2.4 Hipotesis

2.4.1 *Debt Equity Ratio (DER)*

Menurut Ang (1997) *debt to equity ratio (DER)* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri atau ekuitas yang digunakan untuk membayar hutang. Penggunaan hutang diyakini mampu mengungkit kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Ketersediaan dana tersebut mampu menjalankan perusahaan untuk berbagai kebutuhan, seperti kebutuhan operasional, ekspansi usaha, dan lain-lain. Karena terpenuhinya dana tersebut, maka perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar. Namun semakin tinggi proporsi tingkat hutang terhadap modal sendiri, maka akan berpengaruh terhadap besaran risiko yang semakin besar.

Semakin tinggi rasio hutang terhadap modal sendiri atau *debt equity ratio* yang ditanggung perusahaan, sehingga semakin besar tindakan *hedging* yang perlu dilakukan untuk mengurangi dampak buruk risiko tersebut, sehingga semakin besar tingkat *debt to equity ratio* yang diterima perusahaan, semakin besar peluang perusahaan untuk mengambil keputusan *hedging*. Jadi *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* sesuai dengan hasil penelitian dari Nguyen and Faff (2003) dan Klimezak (2008). Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1= Variabel internal yaitu *debt equity ratio* (DER), berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.2 Tingkat Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*)

Altman Z-Score adalah pengukur kinerja dalam memprediksi kecenderungan kebangkrutan dan ketidakbangkrutan perusahaan. Apabila nilai hasil perhitungan menunjukkan angka yang rendah, maka perusahaan tersebut termasuk dalam perusahaan yang mempunyai kemungkinan kebangkrutan, hal tersebut membuat perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya, sehingga lebih memungkinkan untuk mencari suatu mekanisme pengalihan risiko dengan aktivitas *hedging*.

Jadi ketika nilai *Z-Score* Altman menurun, maka perusahaan akan terdorong untuk melakukan aktivitas *hedging* sehingga dapat diketahui bahwa hubungan antara nilai *Z-Score* Altman dengan aktivitas *hedging* adalah berhubungan negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, and Smithson (1993), dan Guniarti (2011).

Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H2 = Variabel internal yaitu tingkat kesulitan keuangan (*financial distress*), berpengaruh negatif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.3 Kesempatan Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*)

Perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai probabilitas untuk tumbuh dan digemari oleh para calon investor, untuk menjawab kesempatan yang sudah ditunjukkan, perusahaan membutuhkan tambahan dana, agar perusahaan tersebut tumbuh. Salah satu cara mendapatkan sumber dana dengan cepat untuk membiayai tumbuhnya perusahaan adalah memasukkan sumber hutang ke dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lambat. (Baskin, 1989)

Hutang merupakan salah satu cara yang efektif untuk mendapatkan suntikan dana secara cepat, namun hal tersebut akan membawa dampak baru, yaitu adanya risiko tambahan dari penggunaan hutang tersebut. Dengan semakin besarnya kesempatan pertumbuhan perusahaan, hal tersebut mendorong semakin tingginya hutang dari pihak eksternal dan semakin tinggi risiko kesulitan keuangan maka tindakan lindung nilai atau *hedging* yang dilakukan juga akan semakin banyak. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, and Smithson (1993) dan Putro (2012) yang menyatakan bahwa bertambahnya hutang dalam perusahaan, tentunya akan menambah risiko perusahaan seperti gagal bayar karena kebangkrutan, eksposur valuta asing. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan

keputusan *hedging* untuk melindungi perusahaannya. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H3 = Variabel internal yaitu kesempatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*), berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.4 Tingkat Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Subramanyam, 2010). Likuiditas adalah menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban pada saat ditagih, perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid. Rasio likuiditas yang mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan diproksikan dengan *current ratio*.

Adanya eksposur transaksi memperburuk penurunan profitabilitas tersebut, dikarenakan eksposur transaksi mempengaruhi aliran kas jangka pendek perusahaan, apabila pembayaran transaksi dilakukan dengan menggunakan denominasi kurs valuta asing, nilainya akan lebih besar apabila valuta asing mengalami apresiasi terhadap mata uang domestik, sehingga risiko meningkat. Dengan demikian, semakin tinggi nilai likuiditas maka semakin tinggi keputusan *hedging* yang dilakukan karena tingginya risiko dalam pemenuhan kewajiban jangka pendek dan sebaliknya. Sesuai

dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nguyen and Faff (2002) dan Ameer (2010). Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H4 = Variabel internal yaitu likuiditas (*liquidity*), berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.5 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Semakin besar suatu ukuran perusahaan, maka aktivitas perusahaan tidak hanya melibatkan perdagangan dalam negeri, namun juga melakukan kerjasama dengan mancanegara. Hubungan bisnis dengan perusahaan yang berada di luar negeri pun biasanya berkaitan dengan perjanjian dagang, pinjaman hutang, persaingan, dan lain-lain. Operasional yang mencakup berbagai negara akan menimbulkan eksposur valuta asing.

Semakin besar suatu perusahaan semakin besar risiko yang timbul, maka semakin mungkin perusahaan untuk melakukan *hedging*. Perusahaan yang lebih besar akan lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nance, Smith, dan Smithson (1993) dan Nguyen and Faff (2002,2003). Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H5 = Variabel internal yaitu ukuran perusahaan (*firm size*), berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.6 Tingkat Suku Bunga

Secara signifikan variabel eksternal yaitu tingkat suku bunga diduga berpengaruh positif terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging* dikarenakan apabila tingkat suku bunga tersebut rendah bank akan mengalami penurunan terhadap simpanan para nasabah. Karena para nasabah akan beralih untuk menginvestasikan uangnya ke pasar modal. Oleh karena itu, perusahaan akan memakai *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif untuk mengatasi risiko yang akan terjadi pada perusahaan. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan Belgithar, Clark, and Judge (2008) yang menyimpulkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging*. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H6 = Variabel eksternal yaitu tingkat suku bunga, berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

2.4.7 Nilai Tukar Rupiah

Secara signifikan variabel eksternal yaitu nilai tukar rupiah diduga berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* dikarenakan apabila nilai tukar rupiah tersebut rendah maka perusahaan akan memakai *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif untuk mengatasi risiko yang akan terjadi pada perusahaan. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Belgithar, Clark, and Judge (2008) yang menyatakan bahwa valuta asing

atau nilai tukar rupiah terhadap dolar berpengaruh terhadap keputusan *hedging*. Maka hipotesis yang diajukan adalah:

H7 = Variabel eksternal yaitu nilai tukar rupiah terhadap dolar, berpengaruh positif signifikan terhadap penggunaan instrumen derivatif sebagai pengambilan keputusan *hedging*.

