

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI KEPUTUSAN *HEDGING* PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI PENGOLAHAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2014-2018

Eldina Meridelima

Universitas Negeri Surabaya

eldinameridelima16080574094@mhs.unesa.ac.id

Yuyun Isbanah

Universitas Negeri Surabaya

yuyunisbanah@unesa.ac.id

Abstract

Hedging is an alternative used to minimize risk in the company, especially risks due to exchange rate fluctuations. This study aims to determine the factors that influence corporate hedge decisions. This study uses a quantitative approach and the type of study used in secondary data. The object used in this study is a manufacturing industry sector registered in the Indonesia Stock Exchange in 2014-2018. The research sample was 41 companies through a purposive sampling technique. This study's dependent variable uses leverage, liquidity, profitability, growth opportunity, firm size, interest coverage ratio, managerial ownership, and institutional ownership. The independent variable in this study is the hedging decision. The results of this study indicate that liquidity measured by the current ratio showed a negative effect on corporate hedging decisions. The firm size measured using the natural logarithm of total assets has a positive effect on hedging decisions. Leverage, profitability, growth opportunity, interest coverage ratio, managerial ownership, and institutional ownership variables do not affect its hedging decisions. This study implies that companies with large size and low liquidity should do hedging activities to protect the company from adverse risk.

Keywords: foreign currency; hedging; instrument derivative.

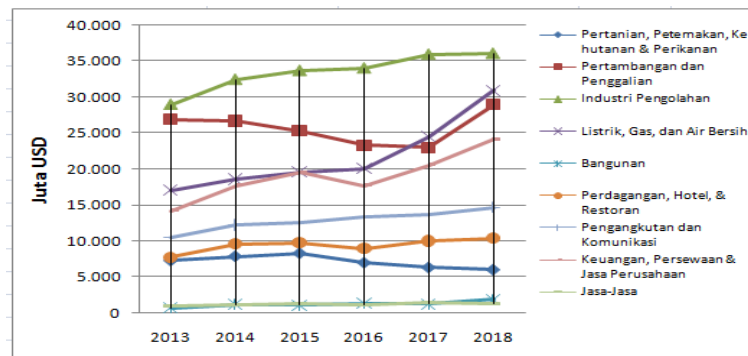
PENDAHULUAN

Perusahaan dapat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis internasional meliputi perdagangan dan investasi internasional. Perdagangan internasional dapat memberikan kesempatan bagi perusahaan domestik untuk melangsungkan kegiatan impor, ekspor, ekspansi usaha, atau mendapatkan pendanaan dari luar negeri. Perdagangan internasional menjadi salah satu faktor utama untuk meningkatkan Produk Domestik Bruto (PDB) dan menjadi tolok ukur pertumbuhan perekonomian suatu negara. Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2018 mencapai 5,18 persen. Sektor industri pengolahan penyumbang pertumbuhan ekonomi tertinggi sebesar 19,82 persen dan diikuti sektor perdagangan 13 persen, konstruksi 11,11 persen, dan pertanian 1,88 persen (Indopremier.com, 2019).

Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang semakin baik akan menciptakan peluang bagi perusahaan semakin besar. Tentunya perusahaan membutuhkan dana, ketika perusahaan tidak cukup membiayai dengan pendanaan internal, maka perusahaan membutuhkan pendanaan dari pihak eksternal (Hidayah & Prasetyono, 2014). Pendanaan eksternal bisa didapatkan dari berbagai sumber, salah satunya dari pihak asing berupa hutang luar negeri (Sasmita & Hartono, 2019). Hutang luar negeri swasta menurut Bank Indonesia (2019) merupakan hutang luar negeri penduduk selain bank sentral dan pemerintah terhadap bukan penduduk dalam mata uang asing maupun rupiah berdasarkan perjanjian hutang.

Pada gambar 1 di bawah ini menunjukkan pergerakan pinjaman luar negeri swasta bukan bank mengalami fluktuasi dan terdapat beberapa sektor yang mengalami peningkatan hutang secara menerus. Sektor yang setiap tahunnya mengalami kenaikan yaitu sektor pengangkutan dan komunikasi; listrik, gas, dan air bersih; serta sektor industri pengolahan. Perusahaan pada sektor industri pengolahan memiliki pinjaman luar negeri terbesar dari pada perusahaan pada sektor lainnya. Jumlah hutang sektor industri pengolahan pada tahun 2014 sebesar USD 32.461 juta dan secara menerus mengalami kenaikan sampai pada tahun 2018 menjadi USD 36.056 juta. Nilai hutang luar

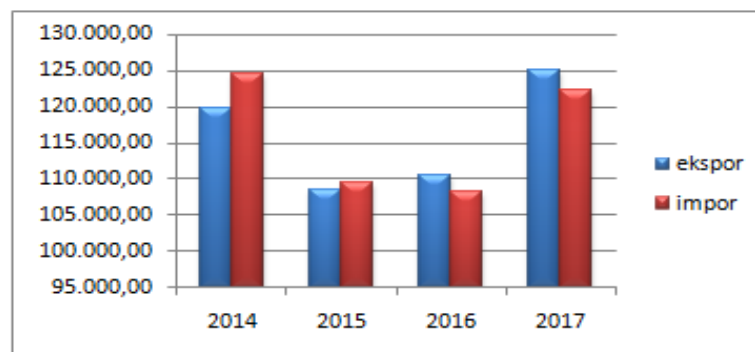
negeri sektor industri pengolahan yang terus mengalami peningkatan dapat menunjang proses produksi dalam negeri. Adanya pendanaan eksternal dapat memperluas pangsa pasar dalam negeri maupun manca negara. Ekspansi pangsa pasar ke manca negara baik dilakukan perusahaan domestik dan dapat berkontribusi dalam meningkatkan jumlah ekspor Indonesia (Bank Indonesia, 2019).



Sumber: Bank Indonesia, data diolah (2019)

Gambar 1. PINJAMAN LUAR NEGERI SWASTA BUKAN BANK MENURUT SEKTOR EKONOMI TAHUN 2014-2018

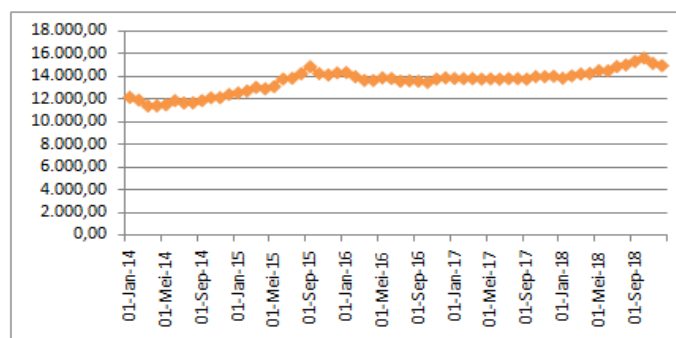
Perkembangan ekspor sektor industri pengolahan tahun 2014 mencapai 119 miliar USD dan mengalami penurunan cukup banyak menjadi 108 miliar USD pada tahun 2015, serta mengalami peningkatan dua tahun berikutnya (bps.go.id, 2019). Menurut Sindonews.com (2019) nilai ekspor sektor industri pengolahan tahun 2018 mencapai 130 miliar USD, serta Menteri Perindustrian Airlangga Hartanto mengatakan bahwa kontribusi ekspor dari industri manufaktur mencapai 71,25 persen dari total ekspor Indonesia. Berdasarkan gambar 1 pinjaman luar negeri sektor industri pengolahan jika dibandingkan dengan dengan nilai ekspor menunjukkan ketidakseimbangan, di mana nilai pinjaman luar negeri mengalami peningkatan setiap tahunnya, sedangkan nilai ekspor tidak mengalami kenaikan secara beruntun. Sebaiknya jika jumlah hutang yang dimiliki perusahaan mengalami kenaikan, maka perusahaan diharapkan dapat meningkatkan jumlah produk yang diekspor.



Sumber: Badan Pusat Statistik (2019, data diolah)

Gambar 2. NILAI EKSPOR DAN IMPOR SEKTOR INDUSTRI PENGOLAHAN

Sistem nilai tukar mengambang terkendali (*managed float*) pada saat ini diterapkan di Indonesia, yaitu sistem pergerakan nilai tukar yang tidak ada batasan secara resmi dan dibiarkan berfluktuasi, namun untuk menghindari perubahan nilai tukar yang terlalu jauh pemerintah dapat melakukan intervensi (Madura, 2011:224). Pelaksanaan sistem mengambang terkendali membuat nilai rupiah tidak bisa diperkirakan secara pasti. Pada gambar 3 menunjukkan bahwa nilai rupiah terhadap dollar yang berfluktuasi dan cenderung mengalami depresiasi daripada apresiasi. Fluktuasi nilai tukar berdampak pada kegiatan perusahaan yang menggunakan mata uang asing seperti ekspor, impor, dan hutang luar negeri. Depresiasi rupiah secara menerus akan membuat hutang luar negeri yang harus dibayar menjadi lebih tinggi dan belum mencakup beban bunga, sehingga pelemahan rupiah cenderung merugikan perusahaan (Saragih & Musdholifah, 2017).



Sumber: Bank Indonesia, data diolah (2019)

Gambar 3. NILAI RUPIAH TERHADAP USD TAHUN 2014-2018

Perusahaan yang melakukan perdagangan internasional atau pinjaman luar negeri memiliki risiko perubahan nilai tukar, sehingga perlu diminimalisir. Salah satu caranya yaitu dengan menerapkan kebijakan lindung nilai (Sasmita & Hartono, 2019). Lindung nilai menurut Bank Indonesia (2014) merupakan cara untuk meminimalisir risiko yang muncul ataupun diprediksi muncul efek dari perubahan harga di pasar keuangan. *Hedging* berupa *instrument derivative* seperti *future*, *swap*, *forward*, dan *options* merupakan salah satu cara untuk melindungi aset perusahaan (Goklas & Wahyudi, 2016). Hasil dari beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hidayah & Prasetyono (2014) dan Sasmita & Hartono (2019), terdapat faktor-faktor yang mendorong perusahaan dalam melakukan *hedging* berasal dari faktor internal seperti *leverage*, likuiditas, profitabilitas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *interest coverage ratio*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.

Leverage merupakan rasio yang dimanfaatkan perusahaan untuk mengetahui seberapa besar perusahaan dibiayai dengan hutang (Kasmir, 2016:151). Afza & Alam (2011) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan menurut Vural-Yavas (2016), *leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Sementara Megawati *et al.* (2016), dan Danila & Huang (2016) menyatakan *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Likuiditas digunakan untuk mengetahui kapabilitas perusahaan dalam mencukupi hutang yang sudah pada jatuh tempo (Kasmir, 2016:129). Ameer (2010), dan Ahmad & Haris (2012) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Sprcic & Sevic (2012) menunjukkan hasil berbeda, likuiditas berpengaruh positif. Sedangkan menurut Guniarti (2015), likuiditas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan (Kasmir, 2016:196). Penelitian yang dilakukan Vural-Yavas (2016), profitabilitas berpengaruh positif. Shaari *et al.* (2013) mengatakan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh profitabilitas. Sedangkan penelitian lain menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* (Bhagawan & Lukose, 2017).

Growth opportunity merupakan peluang pertumbuhan di masa yang akan datang. Ameer (2010), dan Ahmad & Haris (2012) mengatakan hal yang sama bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif. Sedangkan pendapat lain menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* (Danila & Huang, 2016). Sementara Afza & Alam (2011) berpendapat bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar cenderung akan melakukan aktivitas *hedging* aktivitas perusahaan semakin luas dan melibatkan mata uang asing (Sprcic & Sevic, 2012). Hal ini sejalan dengan penelitian Ameer (2010), serta Afza & Alam (2011), ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan. Sedangkan yang lain menyatakan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* (Ahmad & Haris, 2012).

Interest coverage ratio (ICR) merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga dengan laba sebelum pajak (Hidayah and Prasetiono, 2014). Hasil penelitian Vural-Yavas (2016), bahwa ICR berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Sementara Afza & Alam (2011) mengatakan ICR berpengaruh positif. Sedangkan Lesmana & Musdholifah (2019) mengungkapkan bahwa keputusan *hedging* tidak dipengaruhi oleh ICR.

Kepemilikan manajerial dapat diartikan prosentase besarnya kepemilikan saham yang beredar yang dimiliki oleh pihak manajemen internal perusahaan (Goklas & Wahyudi, 2016). Afza & Alam (2011) menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*. Sedangkan Spric & Sevic (2012) mengatakan hasil berbeda bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Rasio kepemilikan institusional menggambarkan seberapa besar proporsi kepemilikan saham yang beredar dimiliki oleh lembaga ataupun institusi di dalam suatu perusahaan (Hidayah & Prasetiono, 2014). Ameer (2010) menyatakan bahwa keputusan *hedging* dipengaruhi secara negatif oleh kepemilikan institusional. Hidayah & Prasetiono (2014), menunjukkan hasil yang berbeda yaitu kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan. Sementara hasil lain mengatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* (Vural-Yavas, 2016).

Dari latar belakang yang sudah dijelaskan, maka tujuan dari penelitian yaitu untuk menganalisis pengaruh *leverage*, likuiditas, profitabilitas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *interest coverage ratio*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan *hedging* pada perusahaan sektor industri pengolahan.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Trade-Off Theory

Trade off theory merupakan struktur modal berdasarkan pada pertukaran (*trade off*) yang mengasumsikan bahwa terdapat keseimbangan antara keuntungan dari penggunaan hutang dengan biaya-biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (Wikartika & Fitriyah, 2018). Setiap perusahaan memiliki batasan target rasio *leverage* untuk menyeimbangkan keuntungan dari pajak yang didapat dan risiko kebangkrutan. Tingkat *leverage* yang rendah akan memberikan manfaat penghematan pajak yang lebih tinggi dari biaya kebangkrutan, sebaliknya tingkat *leverage* yang tinggi akan menimbulkan risiko kebangkrutan lebih tinggi daripada manfaat yang diperoleh dari penghematan pajak. Ketika rasio *leverage* perusahaan tinggi, maka perusahaan akan melakukan kebijakan *hedging* untuk meminimalisir risiko kebangkrutan (Brigham & Houston, 2014:36).

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih laba ditahan sebagai pendanaan internal. Jika perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan cenderung memilih utang menjadi opsi pertama dan pilihan terakhir yaitu menerbitkan saham baru (Wikartika & Fitriyah, 2018). *Pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan meminjam lebih sedikit, karena perusahaan tidak membutuhkan pendanaan eksternal. Sebaliknya perusahaan yang tidak menguntungkan memiliki risiko kebangkrutan lebih tinggi, jika perusahaan tidak mampu membayar hutang jangka pendek dengan aset perusahaan, sehingga untukantisipasi perusahaan akan melakukan kebijakan *hedging* (Brealey *et al.* 2008:25).

Agency Theory

Agency theory diasumsikan bahwa seluruh individu berbuat sesuai dengan kepentingan pribadi dan pada umumnya dipandang sebagai konflik kepentingan (*conflict of interest*) di dalam perusahaan (Sudana, 2011). Adanya perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pemilik perusahaan atau investor akan menimbulkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*). Pihak manajemen dapat bertindak sesuai dengan pemilik perusahaan jika pemilik perusahaan dapat memberikan insentif. Sedangkan pihak luar manajemen seperti pihak institusi mempunyai kontrol yang kuat sehingga dapat

mengawasi pihak manajemen agar tidak bertindak oportunistis. Implikasi dari berbagai upaya untuk mengurangi *agency problem* akan menimbulkan biaya keagenan (Sudana, 2011:11).

Financial Distress

Financial distress yaitu situasi ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang menyebabkan keraguan akan kondisi perusahaan di masa yang akan datang (Muflihah, 2017). Apabila perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka perusahaan sulit mendapatkan sumber pendanaan karena terlalu berisiko. Ketika perusahaan tidak mendapatkan solusi terkait kesulitan keuangan, dapat dipastikan perusahaan mengalami kebangkrutan (Muflihah, 2017). Jika perusahaan mampu membayar beban bunga dengan laba sebelum pajak yang didapat, maka perusahaan tidak akan melakukan *hedging* karena perusahaan cenderung tidak mengalami kesulitan keuangan (Kussulistiyanti & Mahfudz, 2016).

Hedging

Metode yang bisa digunakan perusahaan dalam mengelola manajemen risiko salah satunya yaitu dengan melakukan *hedging* yang digunakan untuk mengontrol fluktuasi nilai tukar, harga komoditas, dan suku bunga (Keown *et al.*, 2010:333). Seringkali perusahaan menggunakan sekuritas derivatif dalam melakukan *hedging*. Sekuritas derivatif yang digunakan untuk melindungi aset perusahaan yaitu *future*, *forward*, opsi, dan *swap*. Tujuan dari *hedging* untuk *transfer of risk* dan masih tergolong dari salah satu opsi dalam fungsi ekonomi yang diberikan oleh perdagangan berjangka. *Hedging* dapat dimanfaatkan untuk rencana finansial perusahaan untuk melindungi bahwa nilai mata uang asing yang digunakan perusahaan berupa arus kas masuk maupun arus kas keluar tidak berpengaruh dengan adanya fluktuasi nilai tukar (Saragih & Musdholifah, 2017).

Leverage

Rasio leverage dapat dimanfaatkan untuk menghitung sejauh mana aset perusahaan dibiayai dengan utang perusahaan (Kasmir, 2016:113). Secara luas *leverage* dapat digunakan untuk mengetahui kapabilitas perusahaan dalam membiayai semua kewajiban, jika perusahaan dilikuidasi maka perusahaan dapat membayar hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang (Kasmir, 2016:151). Penelitian ini rasio *leveraged* diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER). Pengukuran DER menurut Kasmir (2016:157) dapat dilihat di rumus (1).

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}} \dots\dots\dots(1)$$

Likuiditas

Rasio likuiditas dapat digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam membiayai utang jangka pendek, diartikan bahwa perusahaan dapat memenuhi utang yang telah jatuh tempo. Ketika rasio likuiditas pada perusahaan mampu membiayai kewajibannya, maka dapat dikatakan bahwa perusahaan dalam kondisi likuid dan sebaliknya (Kasmir, 2016:129-130). Proksi yang digunakan dalam pengukuran variabel likuiditas menggunakan *current ratio* (Purwohandoko *et al.*, 2014). Pengukuran CR menurut Purwohandoko *et al.* (2014) dapat dilihat di rumus (2).

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar (current assets)}}{\text{Hutang Lancar (current liabilities)}} \dots\dots\dots(2)$$

Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang dimanfaatkan untuk mengukur kapabilitas perusahaan untuk mendapatkan laba. Tolak ukur tingkat efektivitas manajemen di dalam perusahaan dapat dilihat menggunakan rasio profitabilitas, hal ini dapat dilihat dengan adanya keuntungan yang didapatkan perusahaan dari pendapatan investasi dan penjualan (Kasmir, 2016:196). Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan *return on equity* (ROE). Pengukuran ROE menurut Purwohandoko *et al.* (2014) dapat dilihat di rumus (3).

$$\text{Return on Equity Ratio} = \frac{\text{Earning after interest and tax}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots(3)$$

Growth Opportunity

Growth opportunity yaitu peluang pertumbuhan di masa yang akan datang bagi perusahaan (Hidayah & Prasetyono, 2014). Rasio pertumbuhan menurut Kasmir (2016:114-115) yaitu rasio yang dapat dijelaskan terkait kapabilitas perusahaan memertahankan posisi ekonominya di antara sektor usahanya dan pertumbuhan perekonomian. *Growth opportunity* dalam penelitian ini diukur dengan *market to book value of equity* (MBVE). Menurut Hidayah & Prasetyono (2014) perhitungan MBVE dapat dilihat di rumus (4).

$$\text{Market to Book Value of Equity} = \frac{\text{Lembar aham yang beredar} \times \text{closing price}}{\text{Total ekuitas}} \dots\dots\dots (4)$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan gambaran seberapa besar total aset yang dimiliki suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat memengaruhi perusahaan dalam mengambil setiap keputusan dan juga dapat memengaruhi perusahaan dapat memperoleh kemudahan dalam hal sumber pendanaan (Saragih & Musdholifah, 2017). Perusahaan besar cenderung akan berhati-hati dalam mengelola perusahaan karena lebih diperhatikan oleh masyarakat sehingga perusahaan akan melakukan manajemen risiko yang lebih ketat (Guniarti, 2015). Ukuran perusahaan dalam penelitian menggunakan Ln total aset, hal ini dikarenakan agar data total aset terdistribusi secara normal yaitu dengan melakukan logaritma natural pada total aset untuk mengonversi angka ke nominal lebih kecil (Kautsar, 2014). Menurut Kautsar (2014), perhitungan ukuran perusahaan dapat dilihat di rumus (5).

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln} (\text{Total Asset}) \dots\dots\dots (5)$$

Interest Coverage Ratio

Interest Coverage Ratio (ICR) mengindikasikan kapabilitas perusahaan dalam membayar beban bunga. Semakin tinggi ICR perusahaan maka perusahaan mampu memenuhi beban bunga dan semakin rendah risiko gagal bayar, sehingga perusahaan dapat memperoleh tambahan pinjaman baru dari kreditor (Kasmir, 2016:160-161). Menurut Hidayah & Prasetyono (2014), perhitungan ICR dapat dilihat di rumus (6).

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{Earning before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Beban bunga}} \dots\dots\dots (6)$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial dapat diartikan persentase besarnya kepemilikan saham yang beredar yang dimiliki oleh pihak manajemen internal perusahaan (Goklas & Wahyudi, 2016). Ketika nilai perusahaan meningkat maka kekayaan manajer juga mengalami peningkatan, sehingga keputusan di dalam perusahaan sangat dipengaruhi oleh perilaku manajer. Menurut Kussulistiyanti & Mahfudz (2016), kepemilikan manajerial dapat dilihat pada rumus (7).

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100 \dots\dots\dots (7)$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan rasio yang membandingkan antara jumlah saham yang dimiliki pihak institusional dengan jumlah saham yang beredar. Rasio kepemilikan institusional merupakan gambaran seberapa prosentase proporsi kepemilikan saham yang beredar dimiliki oleh lembaga ataupun institusi di suatu perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat kontrol terhadap manajer, sehingga dapat menekan sifat oportunistis manajer (Hidayah & Prasetyono, 2014). Menurut Hidayah & Prasetyono (2014), kepemilikan institusional dapat dilihat pada rumus (8)

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Total saham institusi}}{\text{Total saham keseluruhan}} \times 100\% \dots\dots\dots (8)$$

Hubungan antar Variabel

Leverage dapat dimanfaatkan untuk menilai kapabilitas perusahaan dalam memenuhi seluruh hutang, jika perusahaan dilikuidasi maka perusahaan dapat membayar utang jangka pendek ataupun jangka panjang (Kasmir, 2016:151). Dalam hal ini *trade off theory* menjelaskan pengaruh *leverage* terhadap keputusan *hedging*. Tingkat *leverage* yang tinggi dan dibebankan oleh perusahaan, maka kebijakan *hedging* akan dilakukan oleh perusahaan untuk meminimalisir risiko gagal bayar. Hal ini disebabkan jika hutang yang dimiliki perusahaan lebih tinggi daripada modal yang dimiliki perusahaan maka tingkat risiko gagal bayar yang dapat menyebabkan kebangkrutan meningkat, dan untuk mengatasinya perusahaan perlu melakukan aktivitas *hedging* bagi perusahaan (Prabawati & Damayanti, 2019).

H1: *Leverage* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Likuiditas dapat menggambarkan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, ketika sudah jatuh tempo (Kasmir, 2016:129). *Pecking order theory* menjelaskan pengaruh likuiditas terhadap pengambilan keputusan *hedging*. Ketika perusahaan semakin likuid maka risiko kegagalan dalam membayar hutang semakin kecil, sehingga perusahaan tidak butuh melakukan kebijakan *hedging* karena memiliki risiko yang rendah (Megawati *et al.*, 2016). Menurut Guniarti (2015) semakin likuid suatu perusahaan maka perusahaan mempunyai peluang untuk melakukan ekspansi usaha, sehingga dana perusahaan dapat dimanfaatkan untuk kegiatan lainnya selain kegiatan *hedging*.

H2: Likuiditas berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Profitabilitas digunakan untuk mengetahui kapabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan. *Pecking order theory* menjelaskan pengaruh profitabilitas terhadap *hedging* perusahaan. Ketika profitabilitas atau laba yang didapat perusahaan tinggi maka aktivitas perusahaan semakin luas dan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan internal perusahaan berupa laba ditahan. Luasnya aktivitas perusahaan sampai ke luar negeri akan meningkatkan risiko fluktuasi kurs, sehingga perusahaan akan meningkatkan aktivitas *hedging* untuk melindungi aset perusahaan.

H3: Profitabilitas berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Growth opportunity dapat diartikan peluang pertumbuhan bagi perusahaan di masa yang akan datang. Dalam hal ini *pecking order theory* menjelaskan pengaruh *growth opportunity* terhadap pengambilan keputusan *hedging*. Ketika tingkat peluang pertumbuhan perusahaan tinggi, maka perusahaan berpeluang untuk semakin maju dan besar dan tentunya perusahaan membutuhkan pendanaan untuk membiayai peluang pertumbuhan yang dimiliki. Ketika pendanaan internal perusahaan tidak mencukupi, maka dibutuhkan pendanaan eksternal salah satunya berupa hutang luar negeri. Apabila perusahaan menggunakan pendanaan dengan *foreign currency* maka risiko akan gagal bayar semakin tinggi disebabkan adanya perubahan nilai tukar (Hidayah & Prasetyono, 2014). Perusahaan perlu melakukan kebijakan *hedging* untuk melindungi adanya risiko yang dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan.

H4: *Growth opportunity* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Ukuran perusahaan dapat memengaruhi perusahaan dalam mengambil keputusan dan perusahaan dapat lebih mudah untuk memperoleh sumber pendanaan (Saragih & Musdholifah, 2017). *Trade off theory* menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Total aset yang dimiliki perusahaan semakin besar maka dapat diartikan ukuran perusahaan semakin besar, sehingga dengan mudah perusahaan memperoleh pendanaan eksternal berupa hutang untuk ekspansi usaha. Meningkatnya hutang dapat menimbulkan risiko gagal bayar apalagi hutang diperoleh dari hutang luar negeri yang cenderung mempunyai risiko terhadap perubahan nilai tukar, dan untuk melindungi aset perusahaan dari paparan risiko maka perusahaan dapat melakukan kebijakan *hedging*.

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Interest coverage ratio (ICR) dimanfaatkan untuk mengetahui kapabilitas perusahaan dalam memenuhi beban bunga (Keown *et al.*, 2010). *Financial distress* menjelaskan pengaruh ICR terhadap keputusan *hedging*. Tingkat rasio ICR yang tinggi bagi perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan mampu memenuhi biaya bunga untuk jangka waktu tertentu dengan laba yang diperoleh dalam waktu tertentu, sehingga perusahaan cenderung memiliki risiko gagal bayar yang semakin rendah (Hidayah & Prasetyono, 2014). Ketika risiko yang dimiliki perusahaan rendah, maka perusahaan tidak akan melakukan kebijakan *hedging* untuk meminimilisir risiko.

H6: *Interest coverage ratio* berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Kepemilikan manajerial dapat diartikan besarnya prosentase saham yang beredar dan dimiliki oleh pihak manajemen internal perusahaan. *Agency theory* menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan *hedging*. Semakin besar tingkat kepemilikan yang dimiliki manajer perusahaan akan memengaruhi manajer dalam hal pengambilan keputusan. Hal ini disebabkan kekayaan manajer yang terikat pada nilai perusahaan membuat keputusan *hedging* perusahaan sangat dipengaruhi oleh manajer. Manajer cenderung melakukan kebijakan *hedging* bagi perusahaan, karena karakteristik manajer yang cenderung menghindari risiko (Ameer, 2010). Hal ini dikarenakan manajer akan berupaya untuk meminimalkan risiko yang berdampak pada berkurangnya *return* investasinya, sehingga semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajer maka perusahaan akan melaksanakan kebijakan *hedging*.

H7: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Kepemilikan institusional menggambarkan seberapa besar prosentase saham yang beredar dimiliki oleh pihak institusi atau lembaga di dalam perusahaan. *Agency theory* menjelaskan pengaruh kepemilikan institusional terhadap keputusan *hedging*. Pihak institusi sebagai pengawas terhadap manajer akan semakin kuat, jika kepemilikan saham oleh pihak institusi semakin besar, sehingga pihak institusi dapat meredam perilaku oportunistis manajer (Hidayah & Prasetyono, 2014). Semakin besar kepemilikan saham oleh pihak institusi maka probabilitas untuk melakukan kebijakan *hedging* semakin rendah. Hal ini dikarenakan pihak institusi tidak menyukai hutang sehingga dapat menekan manajer untuk mengurangi hutang perusahaan yang dapat menimbulkan risiko gagal bayar.

H8: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif dan termasuk riset kausal karena digunakan untuk menguji sebab menguji pengaruh variabel *leverage*, likuiditas, profitabilitas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *interest coverage ratio*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Perusahaan yang tergolong dalam sektor industri pengolahan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia berdasarkan tahun 2014-2018 digunakan sebagai objek pada penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan data berupa laporan keuangan tahunan atau *annual report* tahun 2014 hingga tahun 2018. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan sektor industri pengolahan sebanyak 163 perusahaan, sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 41 perusahaan dengan lima tahun pengamatan berdasarkan beberapa kriteria yang sudah ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan tahunan yang sudah diaudit selama lima tahun berturut-turut tahun 2014-2018; perusahaan yang tidak melakukan aktivitas valuta asing berupa kegiatan ekspor, impor, aktivitas operasi perusahaan, serta mendapatkan pendanaan dari luar negeri selama lima tahun berturut-turut; perusahaan yang tidak memberikan informasi terkait data kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan histori *closing price* saham selama lima tahun berturut-turut tahun 2014-2018.

Pada penelitian ini menggunakan data sekunder untuk pengumpulan data yang berasal dari laman Bursa Efek Indonesia yang melampirkan *annual report* atau laporan keuangan tahunan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan teknik regresi logistik karena variabel dependen yaitu keputusan *hedging* perusahaan menggunakan kategori di mana akan diberi skor 1 jika perusahaan melakukan keputusan *hedging* dengan *instrument derivative* dan memberi skor 0 jika perusahaan tidak melakukan keputusan *hedging* dengan *instrument derivative*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1.
OUTPUT REGRESI LOGISTIK

Variabel X	B	Sig	Pengujian Model	
X1_DER	-0,159	0,184	-2Log Likelihood blok number 0	218,982
X2_CR	-0,865	0,004		
X3_ROE	1,235	0,109	-2Log Likelihood blok number 1	118,739
X4_MBVE	0,015	0,621		
X5_SIZE	0,942	0,000	Nagelkerke's R Square	0,587
X6_ICR	0,000	0,943	Hosmer and Lemeshow's Test	0,505
X7_KEPMAN	0,014	0,478		
X8_KEPINS	0,011	0,501	Tabel Klasifikasi 2x2	89,3%
Constant	-27,824			

Sumber: Ouput SPSS

Menilai Model Fit

Pengujian model fit digunakan untuk mengetahui penambahan variabel bebas atau variabel independen apakah dapat memperbaiki model menjadi fit dan dapat dikatakan layak jika nilai -2LogL blok number 0 lebih besar dari -2LogL block number 1 di. Hasil dari pengujian menunjukkan nilai statistic -2LogL blok number 0 yang menggunakan konstanta saja sejumlah 218,288 sedangkan nilai -2LogL block number 1 setelah ditambahkan variabel bebas atau independen mengalami penurunan sebesar 99,549 dan signifikan secara statistic serta nilainya menjadi 118,739. Nilai chi square dalam penelitian ini yaitu dengan df 8 (205-197) dapat diperoleh angka 15,50731, maka selisih penurunan -2LogL signifikan. Jika dibandingkan nilai -2LogL blok number 0 (99,549) lebih besar dari -2LogL block number 1 (15,50731), dapat diartikan bahwa dengan adanya tambahan variabel independen dapat memperbaiki model dan model regresi dapat dikatakan layak.

Koefision Determinasi

Koefision determinasi (*Nagelkerke R square*) dapat menjelaskan seberapa besar variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen. Nilai -2 Log Likelihood pada tabel 1 dapat diketahui sebesar 118,739. Koefision determinasi dapat ditunjukkan dari nilai *Nagelkerke's R Square* yaitu sebesar 0,587. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel bebas atau independen dalam penelitian ini sebesar 58,7% memiliki kemampuan dalam menjelaskan variabel dependen, sisanya dapat dijelaskan oleh variabel lainnya yaitu sebesar 41,3%.

Menguji Kelayakan Model Regresi

Uji kelayakan model pada penelitian ini menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Godness of Fit Test*. Dapat dilihat pada tabel 1 bahwa nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow's Test* sebesar 0,505. Dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi 0,505 lebih besar dibandingkan dengan 0,05 yang berarti H0 diterima, sehingga dapat diartikan model dapat dikatakan layak atau dengan kata lain model mampu memprediksi nilai observasinya.

Tingkat Ketepatan Klasifikasi

Tabel klasifikasi 2x2 dapat digunakan untuk mengestimasi nilai benar dan salah. Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa pada penelitian ini data yang digunakan sebesar 89,3% dengan prediksi perusahaan yang melakukan *hedging* (nilai 1) sebesar 65,2% dan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* (nilai 0) sebesar 96,2%.

Uji Estimasi Parameter dan Interpretasinya

Pada penelitian ini uji hipotesis dilakukan untuk menguji pengaruh variabel bebas atau independen yaitu *leverage*, likuiditas, profitabilitas, *growth opportunity*, ukuran perusahaan, *interest coverage ratio*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan *hedging* perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil pengujian regresi logistik pada tabel 1 menunjukkan bahwa variabel independen yang hasilnya signifikan di bawah 0,05 yaitu likuiditas dan ukuran perusahaan. Persamaan logistik yang terbentuk dapat dilihat di rumus (9).

$$\ln \frac{p}{1-p} = -27,824 - 0,865(\text{likuiditas}) + 0,942(\text{ukuran perusahaan}) + e \dots\dots\dots(9)$$

Pengaruh *Leverage* terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil pada penelitian ini menyatakan bahwa variabel *leverage* yang diprosikan dengan DER tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan *hedging*. Sehingga H1 ditolak, dapat diartikan bahwa besar kecil rasio *leverage* perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan yang diambil perusahaan. Hasil pada penelitian ini tidak sejalan dengan teori *trade off* yang mengatakan bahwa dengan adanya hutang maka akan menurunkan nilai pajak yang perlu dibayar dan meningkatkan laba operasi, namun penggunaan hutang akan meningkatkan risiko gagal bayar yang menyebabkan perusahaan melakukan keputusan *hedging* untuk meminimalisir. Implikasi teori hasil penelitian ini variabel *leverage* dimanfaatkan untuk mengoptimalkan laba perusahaan yang ditujukan untuk menaikkan nilai pemegang saham dengan menggunakan *earning per share* (EPS). Selama beban bunga yang harus dibayar perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan peningkatan pendapatan dari adanya hutang, maka rasio *leverage* tidak terlalu berisiko bagi perusahaan serta perusahaan memperoleh pengurangan pajak yang disebabkan adanya beban bunga yang meningkat (Goklas & Wahyudi, 2016).

Leverage tidak memiliki pengaruh terhadap *hedging* dapat dibuktikan dengan perusahaan di sektor industri pengolahan yang memiliki nilai DER terendah selama periode 2014-2018 yaitu SULI, CPRO, serta IIKP. Namun, ketiga perusahaan tersebut tidak melakukan keputusan *hedging* selama periode 2014-2018. Sedangkan perusahaan yang mempunyai nilai DER tertinggi yaitu perusahaan CPRO, INAI, ALMI, serta SULI juga tidak melakukan kebijakan *hedging* bagi perusahaan. Data lain yang mendukung yaitu perusahaan CEKA yang nilai DERnya mengalami penurunan selama periode penelitian, namun tidak melakukan kebijakan *hedging*. Hal tersebut didukung oleh perusahaan GGRM dan KLBF yang tidak menggunakan *hedging* untukantisipasi adanya risiko yang dapat merugikan perusahaan. Berbeda dengan perusahaan SMSM yang nilai DERnya juga mengalami penurunan selama tahun 2014 hingga 2018, namun perusahaan melakukan kebijakan *hedging* berupa *forward*. SMSM melakukan *hedging* bukan untukantisipasi risiko adanya hutang sehingga berdampak adanya fluktuasi nilai tukar, namun dikarenakan sebagian besar bahan baku masih diimpor dan hasil produk jadi diekspor. Sehingga hubungan antara DER dengan kebijakan *hedging* tidak ada arah yang pasti. Implikasi dari penelitian ini yaitu dalam melakukan kebijakan *hedging* perusahaan tidak butuh memerhatikan tingkat *leverage* perusahaan. Hal ini disebabkan tujuan *leverage* untuk memaksimalkan laba perusahaan, bukan untuk menjadi dasar pengambilan kebijakan *hedging*. Hasil dari penelitian ini didukung Shaari *et al.* (2013), Kussulistyanti & Mahfudz (2016), serta Butt *et al.* (2018).

Pengaruh Likuiditas terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil pada penelitian ini menyatakan bahwa variabel likuiditas yang diukur menggunakan CR berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Sehingga H2 diterima, dapat diartikan bahwa semakin rendah likuiditas perusahaan maka perusahaan akan meningkatkan aktivitas *hedging*. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih penggunaan dana internal yang dimiliki perusahaan, sehingga likuiditas yang tinggi dibutuhkan bagi perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan termasuk memenuhi hutang jangka pendek perusahaan. Implikasi teori hasil penelitian jika nilai CR suatu perusahaan rendah dapat diartikan bahwa jumlah hutang lancar lebih besar daripada aset lancar yang dimiliki, sehingga meningkatkan risiko kegagalan. Tingkat risiko gagal bayar semakin tinggi jika hutang jangka pendek didenominasi mata uang asing karena adanya fluktuasi nilai tukar. Ketika rupiah

mengalami depresiasi maka nilai hutang semakin meningkat, sehingga hal tersebut mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging* untuk meminimalisir risiko (Guniarti, 2015).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas yang diproksikan dengan CR maka perusahaan tidak perlu melakukan keputusan *hedging* dan sebaliknya. Hal ini dapat dibuktikan dengan perusahaan yang mempunyai nilai CR tertinggi pada periode 2014-2018 yaitu perusahaan KICI (2014, 2016, dan 2017); LMSH (2015); serta PBRX (2018) yang selama periode penelitian tidak melakukan kebijakan *hedging*. Bukti lainnya yaitu INDF yang mengalami penurunan nilai CR selama periode penelitian dan perusahaan melakukan kebijakan *hedging*. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa ketika nilai CR rendah, maka perusahaan akan melakukan keputusan *hedging* sebagai akibat besarnya nilai hutang lancar perusahaan yang tidak sebanding dengan aset lancar yang dipunyai. Sedangkan NIKL yang nilai CR mengalami peningkatan selama tahun 2015-2017 dan tidak melakukan kebijakan *hedging*. Namun pada tahun 2018 memutuskan untuk melakukan *hedging* dan berdampak pada turunnya nilai CR. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang tidak melakukan *hedging* akan meningkatkan nilai CR, dan jika perusahaan menggunakan *hedging* maka nilai CR dapat menurun sehingga berdampak bagi perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Implikasi dari hasil penelitian yaitu rendahnya tingkat likuiditas perusahaan berdampak pada meningkatnya risiko gagal bayar. Adanya hutang dalam valuta asing akan semakin meningkatkan risiko gagal bayar, sehingga perusahaan yang memiliki likuiditas rendah perlu melakukan kebijakan *hedging* untukantisipasi risiko gagal bayar serta adanya dampak fluktuasi nilai tukar yang dapat memperbesar jumlah hutang. Hasil penelitian didukung oleh Ameer (2010), Ahmad & Haris(2012).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa variabel profitabilitas yang diukur menggunakan ROE tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan *hedging*, yang berarti H3 ditolak. Sehingga dapat diartikan bahwa besar kecilnya nilai ROE yang dimiliki perusahaan tidak mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging*. Hasil penelitian tidak sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan urutan sumber pendanaan yaitu lebih memilih pendanaan internal berupa laba ditahan, hutang, dan opsi terakhir yaitu menerbitkan saham. Dalam hal ini perusahaan tidak memilih opsi yang diberikan *pecking order theory* dan lebih memilih melakukan *natural hedging* untuk meminimalisir risiko yang tidak memerlukan biaya sehingga dapat terhindar dari risiko gagal bayar dan berdampak pada berkurangnya laba perusahaan. Implikasi teori hasil penelitian yaitu semakin luas aktivitas operasional dan melibatkan banyak mata uang asing akan menimbulkan risiko fluktuasi nilai tukar semakin besar, sehingga untukantisipasi perusahaan dapat melakukan *hedging*. Akan tetapi, perusahaan lebih memilih menerapkan *natural hedging* yaitu dengan mengatur keseimbangan antara pengeluaran dan pendapatan dalam valuta asing dibandingkan dengan melakukan *hedging instrument derivative* yang memerlukan biaya *hedging*.

Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *hedging* dapat dijelaskan dengan perusahaan ASII yang memiliki nilai ROE selalu meningkat selama periode penelitian dan diikuti dengan menggunakan *hedging* berupa *cross currency swap*. Tujuan penggunaan *hedging* untukantisipasi hutang dalam valuta asing yang harus ditukar menjadi mata uang fungsional perusahaan. Sebagian besar lagi risiko yang dikelola oleh perusahaan ASII menggunakan *natural hedging* yang berasal dari liabilitas moneter dan aset dalam mata uang yang sama. Namun, berbeda dengan perusahaan PYFA yang nilai ROEnya selalu meningkat namun tidak menggunakan *hedging*. Sementara SMSM pada tahun 2015-2018 nilai ROE selalu mengalami penurunan, meskipun perusahaan sudah menggunakan *hedging* berupa *forward*. Dengan begitu, dapat dijelaskan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*, karena terdapat perusahaan yang memiliki nilai ROE selalu meningkat namun tetap menggunakan *hedging*. Implikasi dari penelitian ini yaitu perusahaan tidak perlu memerhatikan profitabilitas perusahaan untuk melakukan *hedging*, karena profitabilitas dapat digunakan sebagai rasio untuk mengukur kapabilitas perusahaan dalam mendapatkan keuntungan. Perusahaan dapat melakukan kebijakan *hedging* dengan *instrument derivative* jika pengeluaran perusahaan dalam mata uang asing lebih besar dari pendapatan yang diterima perusahaan dalam valuta asing, sehingga akan berdampak pada berkurangnya laba yang diperoleh perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian Danila & Huang (2016), serta Ariani & Sudiartha (2017).

Pengaruh *Growth opportunity* terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa variabel *growth opportunity* yang diproksikan dengan MBVE tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan, sehingga H4 ditolak. Dapat diartikan bahwa tinggi rendahnya peluang pertumbuhan perusahaan tidak akan memengaruhi keputusan *hedging* perusahaan. Hasil dari penelitian ini tidak sesuai dengan teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa perusahaan dalam membiayai peluang pertumbuhan cenderung memilih menggunakan hutang. Namun, perusahaan lebih memilih memakai pendanaan internal untuk membiayai biaya *growth opportunity* perusahaan. Penggunaan dana internal dipilih untuk menghindari biaya keagenan dan risiko fluktuasi nilai tukar jika perusahaan memilih hutang dalam mata uang asing. Implikasi teori dari hasil penelitian dalam melakukan kebijakan *hedging* perusahaan tidak perlu memerhatikan *growth opportunity*, karena perusahaan lebih memilih pendanaan internal berupa laba ditahan untuk membiayai *growth opportunity* sehingga terhindar dari risiko gagal bayar akibat adanya hutang.

Growth opportunity yang diproksikan dengan MBVE dapat dijelaskan oleh perusahaan yang memiliki nilai MBVE terkecil yaitu selama periode pengamatan yaitu perusahaan SULI, CPRO, PBRX. Dalam hal ini perusahaan tersebut tidak melakukan kebijakan *hedging*. Sementara perusahaan IIKP yang memiliki nilai MBVE terbesar kedua setelah Unilever Indonesia juga tidak melakukan *hedging*. Hal ini disebabkan semakin tingginya nilai MBVE dikarenakan oleh meningkatnya laba perusahaan sehingga permintaan akan saham juga akan naik, hal tersebut akan menimbulkan meningkatnya harga saham dan nilai MBVE juga akan mengikuti. Hal ini didukung dengan perusahaan UNVR pada tahun 2014 harga saham terus mengalami kenaikan hingga mencapai Rp 55.900 pada tahun 2017, dan selama itu nilai MBVE terus mengalami peningkatan. Ketika harga saham turun menjadi Rp 45.400 pada tahun 2018, hal ini berdampak pada turunnya nilai MBVE perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa besar kecilnya nilai MBVE tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, namun besar kecilnya nilai MBVE dipengaruhi oleh naik turunnya harga saham. Implikasi pada penelitian ini yaitu perusahaan dalam melakukan kebijakan *hedging* tidak perlu memerhatikan MBVE sebagai proksi dari *growth opportunity*. Nilai MBVE perusahaan sangat dipengaruhi oleh harga saham, sehinggaantisipasi risiko akibat *growth opportunity* yaitu perusahaan dapat menggunakan pendanaan internal berupa laba ditahan untuk memenuhi peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini sejalan dengan Afza & Alam (2011), Guniarti (2015), serta Goklas & Wahyudi (2016).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh secara positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan, sehingga H5 diterima. Dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar, maka probabilitas perusahaan dalam menggunakan *hedging* semakin tinggi. Hasil penelitian sejalan dengan *trade off theory* yang mengasumsikan bahwa struktur berdasarkan pada pertukaran (*trade off*) antara kerugian dan keuntungan dalam menggunakan hutang. Ukuran perusahaan yang besar cenderung lebih mudah untuk mendapatkan sumber pendanaan baik internal maupun eksternal berupa hutang, sehingga perusahaan dapat melakukan ekspansi usaha dan dapat memanfaatkan pengurangan pajak dengan adanya hutang dan berdampak pada meningkatnya keuntungan perusahaan. Implikasi teori dari hasil penelitian yaitu jika nilai ukuran suatu perusahaan besar maka aktivitas operasional perusahaan juga semakin luas dan risiko yang diterima perusahaan lebih besar karena adanya transaksi yang menggunakan valuta asing, sehingga untuk melindungi aset yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan *hedging*. Sebaliknya jika nilai ukuran perusahaan semakin kecil maka risiko yang diterima juga semakin rendah, sehingga semakin rendah aktivitas *hedging* yang dilakukan perusahaan.

Data Hasil penelitian didukung dengan adanya data yang dapat ditunjukkan oleh perusahaan ASII yang memiliki nilai ukuran perusahaan tertinggi selama periode 2014-2018 dan juga perusahaan melakukan kebijakan *hedging*. Kebijakan *hedging* dilakukan ASII karena perusahaan memiliki 200 lebih anak perusahaan, sehingga risiko yang didapat tinggi dan untuk melindungi asetnya ASII melakukan *hedging* berupa kontrak *forward* dan *swap*. Data ini didukung oleh perusahaan KRAS dan TPIA yang memiliki nilai ukuran perusahaan selalu meningkat selama tahun 2014-2018 dan

melakukan kebijakan *hedging*. Sementara hasil lainnya yaitu perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan terkecil selama periode pengamatan yaitu KICI; LMSH; IIKP; serta PTSN. Perusahaan-perusahaan tersebut yang memiliki nilai ukuran perusahaan terkecil tidak melakukan kebijakan *hedging*. Implikasi dari penelitian ini yaitu ukuran perusahaan yang semakin besar harus melakukan kebijakan *hedging* yang dapat digunakan untuk meminimalisir adanya risiko perubahan nilai tukar yang dapat merugikan bagi perusahaan. Hal ini sejalan dengan Ameer (2010), serta Guniarti (2015).

Pengaruh *Interest coverage ratio* terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa variabel *interest coverage ratio* (ICR) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan *hedging*, yang berarti H6 ditolak. Pengambilan keputusan *hedging* tidak perlu memerhatikan ICR yang rendah atau bahkan minus. Hasil dari penelitian ini tidak sesuai dengan *financial distress* yang menjelaskan bahwa ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kewajiban yang sudah jatuh tempo. Ketika rasio ICR perusahaan rendah maka perusahaan dapat mengendalikan dengan mengontrol nilai hutang perusahaan sesuai dengan kemampuan perusahaan agar dapat terhindar dari *financial distress*. Implikasi teori hasil penelitian jika nilai ICR perusahaan rendah berarti perusahaan mengalami kerugian sebelum pajak dan bunga yang mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu membayar beban bunga. Jika perusahaan melakukan *hedging* perusahaan tetap saja tidak bisa membayar karena mengalami kerugian, karena manfaat *hedging* untuk mengunci pada nilai tertentu.

Perusahaan yang mempunyai nilai ICR terendah di sektor industri pengolahan yaitu perusahaan PTSN, BTON, CPRO, GDST. Keempat perusahaan tersebut tidak melakukan kebijakan *hedging* untukantisipasi risiko gagal bayar, karena nilai ICR dari keempat perusahaan tersebut hasilnya minus mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami kerugian sehingga perusahaan tidak dapat membayar beban bunga. Perusahaan Ultrajaya Milk Industry (ULTJ) memiliki nilai ICR tertinggi selama periode 2014-2018 pada sektor industri pengolahan dan perusahaan ULTJ tidak menggunakan *hedging*. Hal ini dikarenakan ULTJ cenderung menurunkan jumlah beban bunga dari tahun 2014-2017 dan berdampak naiknya nilai ICR. Sebaliknya perusahaan TPIA yang selama periode penelitian menggunakan *hedging* namun nilai ICR mengalami fluktuasi. Kenaikan dan penurunan nilai ICR pada perusahaan TPIA selalu diikuti dengan kenaikan dan penurunan jumlah beban bunga yang harus dibayar perusahaan. Implikasi dari penelitian yaitu perusahaan dalam melakukan *hedging* tidak perlu memerhatikan ICR, karena nilai ICR perusahaan dapat dikendalikan dengan beban bunga yang harus dibayar perusahaan dan laba yang didapat perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian (Lesmana & Musdholifah, 2019).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Keputusan *Hedging* Perusahaan

Hasil dari penelitian menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan *hedging*. Sehingga H7 ditolak, yang berarti total saham yang dimiliki oleh pihak manajerial tidak akan memengaruhi keputusan *hedging* karena perilaku manajer yang cenderung berbeda-beda. Menurut Goklas & Wahyudi (2016) mengatakan bahwa meskipun kebijakan *hedging* diputuskan oleh pihak internal, namun sifat dari manajer yang berbeda-beda menjadi salah satu hal yang sulit diteliti. Misalkan jika pandangan manajer yang optimis tentang perekonomian negara kedepan akan membaik, maka manajer yang memiliki saham secara dominan tidak akan melakukan *hedging* bagi perusahaan. Sebaliknya jika pandangan manajer pesimis akan perekonomian kedepan maka manajer akan melakukan *hedging* karena asetnya berupa saham terikat ke dalam perusahaan, sehingga manajer akan meminimalisir risiko terhadap asetnya. Hasil dari penelitian tidak didukung dengan *agency theory* yang mengatakan bahwa karakteristik manajer cenderung menghindari risiko sehingga manajer cenderung melakukan kebijakan sesuai dengan kepentingan manajer. Implikasi teori dari hasil penelitian ini yaitu kebijakan *hedging* bagi perusahaan sangat dipengaruhi oleh keinginan dari pihak manajer. Kekayaan manajer yang terikat dengan nilai perusahaan cenderung untuk menghindari risiko, sehingga meminimalisir dengan melakukan kebijakan *hedging*. Keputusan *hedging* dilakukan pihak manajer dikarenakan dapat meminimalisir kerugian perusahaan yang berdampak pada nilai saham yang dimiliki manajer. Akan tetapi, dalam hal ini dalam mengambil keputusan manajer akan melihat kondisi perusahaan yang memiliki risiko sehingga perlu melakukan

hedging ataupun tidak, dengan begitu tinggi atau rendahnya kepemilikan manajerial tidak akan berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan.

Perusahaan PTSN dan BTON memiliki persentase kepemilikan manajerial lebih dari 70% dan tertinggi selama periode penelitian, namun kedua perusahaan tersebut tidak melakukan kebijakan *hedging*. Hal ini dikarenakan perseroan memiliki *treasury line* di mana perusahaan dapat melangsungkan penukaran dari jenis mata uang yang satu ke lainnya, sehingga tidak memiliki risiko akibat fluktuasi nilai tukar. Sementara perusahaan ASII dan BRPT yang persentase kepemilikan manajerial diatas 50% lebih dan memilih menggunakan *hedging*. Berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan manajerialnya rendah selama periode penelitian seperti KRAH (2014) serta CPRO (2017 dan 2018), namun tidak melakukan kebijakan *hedging*. Sedangkan UNVR yang memiliki nilai kepemilikan manajerial terendah tahun 2016 dan 2017 lebih memilih melakukan kebijakan *hedging*, karena digunakan untuk melakukan pembayaran pembelian bahan baku dan pembayaran hutang dalam valuta asing yang akan jatuh tempo. Hal ini didukung oleh perusahaan INDF, KRAS, serta TPIA yang pada tahun 2014-2018 persentase kepemilikan manajerial di bawah 1% namun tetap melakukan kebijakan *hedging*. Implikasi dari hasil penelitian yaitu variabel kepemilikan manajerial tidak perlu diperhatikan perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging*. Kebijakan *hedging* perusahaan dapat dilakukan sesuai dengan kebutuhan perusahaan untuk mengurangi risiko seperti adanya fluktuasi nilai tukar, bukan untuk melindungi aset yang dimiliki manajer berupa saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian Ahmad & Haris (2012), serta Hidayah & Prasetyono (2014).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Keputusan Hedging Perusahaan

Hasil dari penelitian menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan *hedging* bagi perusahaan, sehingga H8 ditolak. Naik dan turunnya nilai kepemilikan institusional tidak akan memiliki pengaruh terhadap keputusan terkait kebijakan *hedging* di perusahaan. Hal ini dikarenakan kebijakan *hedging* diambil perusahaan jika perusahaan benar-benar membutuhkan sehingga terhindar dari risiko perubahan nilai tukar. Hasil dari penelitian ini tidak didukung dengan *agency theory* yang mengatakan tingginya kepemilikan institusional dapat mengontrol manajer untuk memengaruhi untuk melakukan *hedging* atau tidak. Implikasi teori hasil penelitian kebijakan *hedging* yang diambil perusahaan sesuai dengan kebutuhan perusahaan agar terhindar dari fluktuasi nilai tukar sehingga dapat memaksimalkan kepentingan bagi pemilik perusahaan. Jika perusahaan tidak melakukan *hedging* berarti terdapat alternatif-alternatif lainnya seperti kebijakan natural *hedging*, mempunyai cadangan dalam mata uang asing, dan lainnya. Tingginya kepemilikan institusional di perusahaan digunakan sebagai kontrol bagi para manajer yang memiliki sifat oportunis, sehingga kebijakan yang dilakukan manajer sesuai dengan keinginan pemilik saham perusahaan.

Perusahaan yang memiliki persentase kepemilikan institusional terkecil di sektor industri pengolahan yaitu PTSN tahun 2014 dan 2015 serta BTON tahun 2016. Kedua perusahaan tersebut tidak melakukan kebijakan *hedging*. Berbeda dengan BRPT yang memiliki kepemilikan institusional terendah pada tahun 2017-2018 namun perusahaan tetap melakukan kebijakan *hedging* berupa *forward* dan *swap cross currency*. Hal ini disebabkan adanya salah satu anak perusahaan yang bergantung pada harga minyak mentah dunia, serta *swap* dilakukan untuk melindungi adanya suku bunga mengambang dikarenakan hutang yang didenominasi oleh dollar. Sementara perusahaan yang kepemilikan institusional tertinggi yaitu GDST tahun 2014, TFCO tahun 2015-2016, serta CEKA tahun 2017. Ketiga perusahaan tersebut memiliki persentase 95% lebih saham yang dimiliki institusi, namun tidak melakukan kebijakan *hedging*. Berbeda dengan UNVR yang memiliki persentase kepemilikan institusional mencapai 98,85% pada tahun 2018, namun melakukan kebijakan *hedging*. Hal tersebut dilakukan untuk melakukan pembayaran hutang dalam mata uang asing yang akan jatuh tempo dan untuk melakukan pembelian bahan baku impor. Implikasi pada hasil penelitian ini yaitu perusahaan tidak perlu memerhatikan tingkat kepemilikan institusional dalam melakukan kebijakan *hedging*, karena kebijakan *hedging* dilakukan berdasarkan kondisi dan kebutuhan setiap perusahaan. Kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai kontrol bagi para manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian (Vural-Yavas, 2016).

KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian dapat dikatakan bahwa variabel *leverage*, profitabilitas, *growth opportunity*, *interest coverage ratio*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan *hedging* perusahaan. Hal ini dikarenakan pengambilan keputusan *hedging* dipengaruhi oleh operasional perusahaan yang melibatkan mata uang asing seperti impor, ekspor, serta hutang luar negeri. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Hal ini disebabkan tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi mampu membayar hutang jangka pendek, sehingga probabilitas *hedging* menjadi rendah karena terhindar dari risiko gagal bayar. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan *hedging* perusahaan. Hal ini disebabkan semakin besar ukuran suatu perusahaan maka aktivitas perusahaan semakin luas dan memiliki risiko fluktuasi nilai tukar yang tinggi, sehingga perusahaan melakukan kebijakan *hedging* untuk melindungi aset dan arus kas perusahaan. Bagi perusahaan dapat mempertimbangkan variabel-variabel yang memiliki pengaruh secara signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Sementara bagi investor perlu memperhatikan kebijakan yang diambil perusahaan dalam menghadapi risiko fluktuasi nilai tukar, sehingga investor lebih cermat agar tidak mengalami kerugian.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada variabel independen sehingga dapat dijelaskan oleh variabel lainnya yang masih belum ada dalam model penelitian ini. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah jenis variabel independen lainnya khususnya dari faktor eksternal seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, serta nilai tukar rupiah. Variabel *leverage* dalam penelitian ini tidak menunjukkan apakah perusahaan memiliki hutang dalam mayoritas rupiah atau dalam mata uang asing, sehingga disarankan untuk penelitian selanjutnya untuk memasukkan variabel yang membedakan perusahaan menggunakan hutang dalam mata uang asing atau rupiah.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T. and 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), pp. 5792–5797. doi: 10.5897/AJBM11.217.
- Ahmad, N. and Haris, B. (2012) 'Factors for Using Derivatives: Evidence From Malaysian Non-Financial Companies', *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), pp. 79–88. Available at: <http://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/3152>.
- Ameer, R. (2010) 'Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia', *International Business Research*, 3(2), pp. 120–130. doi: 10.5539/ibr.v3n2p120.
- Ariani, N. N. N. and Sudiarta, G. M. (2017) 'Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia', *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(1), pp. 347–374.
- Badan Pusat Statistik (2019) *Analisis Komoditas Ekspor, 2012-2018, Sektor Pertanian, Industri, dan Pertambangan*. Available at: <https://www.bps.go.id/publication/2019/08/02/8790fedf90b47c11b009a5ca/analisis-komoditas-ekspor--2012-2018--sektor-pertanian--industri--dan-pertambangan.html> (Accessed: 18 October 2019).
- Bank Indonesia (2019) *Posisi Pinjaman Luar Negeri Swasta (Bukan Bank) Menurut Sektor Ekonomi*. Available at: <https://www.bi.go.id/en/statistik/seki/terkini/eksternal/Contents/Default.aspx> (Accessed: 11 October 2019).
- Bhagawan, M. P. and Lukose, P. J. J. (2017) 'The determinants of currency derivatives usage among Indian non-financial firms: An empirical study', *Studies in Economics and Finance*, 34(3), pp. 363–382. doi: 10.1108/SEF-09-2014-0172.

- BPS.go.id (2019) *Produk Domestik Bruto*. Available at: <https://www.bps.go.id/subject/11/produk-domestik-bruto--lapangan-usaha-.html#subjekViewTab1> (Accessed: 25 October 2019).
- Brealey, R. A., Myers, S. C. and Marcus, A. J. (2008) *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Kelima. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Brigham, E. F. and Houston, J. F. (2014) *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Kesatu. Jakarta: Salemba Empat.
- Butt, A. A. *et al.* (2018) ‘Corporate Derivatives and Ownership Concentration: Empirical Evidence of Non-Financial Firms Listed on Pakistan Stock Exchange’, *Journal of Risk and Financial Management*, 11(3), p. 33. doi: 10.3390/jrfm11030033.
- Danila, N. and Huang, C. H. (2016) ‘The determinants of exchange rate risk management in developing countries: Evidence from Indonesia’, *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(1), pp. 53–67. doi: 10.1504/AAJFA.2016.074552.
- Goklas, F. and 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 Management*, 5(4), pp. 1–14.
- Guniarti, F. (2015) ‘Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging Dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing’, *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(1), pp. 64–79. doi: 10.15294/jdm.v5i1.3651.
- Hidayah, N. and Prasetyono (2014) ‘Faktor Penentu Perusahaan Melakukan Pengambilan Keputusan Hedging pada Derivatif Valuta Asing (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode)’, *International Journal of the History of Sport*, 31(18), pp. 2405–2412. doi: 10.1080/09523367.2014.915518.
- Indopremier.com (2019) *Empat Sektor Jadi Penyumbang Utama Pertumbuhan Ekonomi Triwulan IV 2018*, www.indopremier.com. Available at: https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=Empat_Sektor_Jadi_Penyumbang_Utama_Pertumbuhan_Ekonomi_Triwulan_IV_2018&news_id=101206&group_news=IPOTN_EWS&news_date=&taging_subtype=ECONOMICS&name=&search=y_general&q=PDB,pertumbuhan ekonomi, konsu (Accessed: 18 October 2019).
- Kasmir (2016) *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali.
- 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’, 23(2), pp. 1–13.
- Keown, arthur J. *et al.* (2010) *Manajemen Keuangan*. Kesepuluh. Jakarta: Indeks.
- Kussulistiyanti, M. J. W. A. and 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, pp. 1–14.
- Lesmana, N. V. D. and Musdholifah (2019) ‘Faktor-Faktor Internal Keputusan Hedging dan Dampaknya pada Nilai Perusahaan Miscellaneous Industry’, *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 7, pp. 857–867.
- Madura, J. (2011) *Keuangan Perusahaan Internasional Buku 1*. Kedelapan. Jakarta: Salemba Empat.

- Eldina Meridelima & Yuyun Isbanah. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Keputusan Hedging Perusahaan Sektor Industri Pengolahan yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2018
- Megawati, I. A. P., Wiagustini, L. P. and Artini, L. G. S. (2016) 'Determinasi Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia', *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 10(5), pp. 3391–3418.
- Muflihah, I. Z. (2017) 'Analisis Financial Distress Perusahaan Manufaktur Di Indonesia dengan Regresi Logistik', *Majalah Ekonomi*, XXII(2), pp. 254–269.
- Prabawati, N. P. H. and Damayanti, C. R. (2019) 'Pengaruh Faktor Debt to Equity Ratio , Market to Book Value , dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging dengan Menggunakan Instrumen Derivatif (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014 – 2017', *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)|Vol*, 69(1), pp. 40–49.
- Purwohandoko *et al.* (2014) *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Teori, Aplikasi, dan Kasus)*. Surabaya: Unesa University press.
- Saragih, F. and Musdholifah (2017) 'Pengaruh Growth Opportunity, Firm Size, Dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Perban Kan Indonesia', *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 5(2), pp. 1–10.
- Sasmita, I. E. and Hartono, U. (2019) 'Karakteristik Perusahaan, Financial Distress, dan Keputusan Hedging: Studi Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia', *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(1), pp. 1–20.
- Shaari, N. A. *et al.* (2013) 'The Determinants of Derivative Usage: A study on Malaysian firms', *Journal of Contemporary Research in Business*, 5(2), pp. 300–316.
- Sindonews.com (2019) *Kontribusi Ekspor Manufaktur 2018 Ditopang Lima Sektor*. Available at: <https://ekbis.sindonews.com/read/1380508/34/kontribusi-ekspor-manufaktur-2018-ditopang-lima-sektor-1550668541> (Accessed: 5 November 2019).
- Sprcic, D. M. and Sevic, Z. (2012) 'Determinants of corporate hedging decision: Evidence from Croatian and Slovenian companies', *Research in International Business and Finance*. Elsevier B.V., 26(1), pp. 1–25. doi: 10.1016/j.ribaf.2011.05.001.
- Sudana, I. M. (2011) *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Surabaya: Penerbit Erlangga.
- Vural-Yavas, C. (2016) 'Determinants of Corporate Hedging: Evidence from Emerging Market', *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), p. 151. doi: 10.5539/ijef.v8n12p151.
- Wikartika, I. and Fitriyah, Z. (2018) 'Penguujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index', *BISMA (Bisnis dan Manajemen)*, 10(2), p. 90. doi: 10.26740/bisma.v10n2.p90-101.