

# ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN *HEDGING* DENGAN INSTRUMEN DERIVATIF VALUTA ASING DAN VARIABEL-VARIABEL *VALUE DRIVERS* TERHADAP NILAI KEKAYAAN PEMEGANG SAHAM (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Nonfinansial yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2003)

Ekayana Sangkasari Paranita

Akademi Perdagangan Tjendikia Puruhita Semarang

## ABSTRACT

*The fluctuation of foreign currency exchange has given a negative influence towards cash flow and firm's value, and it also threatens the related-company survive. In the other hand, the company obligates to maximize the shareholder's value. Therefore, to anticipate the negative influence of foreign exchange fluctuation and also to prevent it for the shareholder's importance, thus partly firms have done a hedging policy with foreign exchange derivative instrument. This research has been done to achieve the implication of good managerial both for the investors or the management.*

*This research aims to analyze the influence of hedging policy and foreign exchange derivative instrument towards the shareholder's value with value-drivers control variables. The shareholder's value uses Market-to-Book Value of Equity ratio (MBE) indicator. The hedging policy is reflected dummy variable. Whereas the variable control that is used is Total Asset Turnover (TAT), Operating Profit Margin (OPM), Net Fixed Asset to Total Asset (NFA TA), Current Ration (CR), and Debt to Equity Ratio (DER). The type of data that is used is secondary data that gained from ICMD 2003 - 2004 and JAKARTA STOCK EXCHANGE web site. The research population is the whole non-financed companies in JAKARTA STOCK EXCHANGE. The purposive sampling with full sample method gains 104 emitters as the sample during the period of 2000 - 2003. This research uses regression analysis with Least Square Dummy Variable (LSDV) model. The hypothesis test uses t test and F test with 5 % significant level.*

*This research result shows that the hedging policy with foreign exchange derivative instrument in JAKARTA STOCK EXCHANGE does not influence the shareholder's value. This is caused by the characteristic of JAKARTA STOCK EXCHANGE that have emerging market characteristic, whereas the United States' stock exchange has developed market characteristic. Then the whole of control variables both partially or simultanly contributes a significant influence towards the increasing of shareholder's value.*

**Key words** : hedging, shareholder value, control variable, value drivers.

## PENDAHULUAN

Fluktuasi kurs valuta asing berpotensi memberikan dampak negatif terhadap arus kas dan nilai perusahaan, serta dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari banyaknya perusahaan di Indonesia yang mengalami kesulitan keuangan akibat beratnya beban kewajiban valuta asing sejak Rupiah terdepresiasi secara signifikan. Pada masa krisis moneter, kurs Rupiah pernah mencapai Rp14.900 per US\$ pada bulan Juni 1988. Bila dibandingkan dengan kurs sebesar Rp2.450 per US\$ pada bulan Juni 1997, berarti dalam kurun waktu setahun Rupiah telah terdepresiasi sebesar 83,5% (Sofyan, 2000).

Di sisi lain, perusahaan berkewajiban memaksimalkan *shareholder value* (nilai kekayaan pemegang saham), sebagaimana konsep yang diungkapkan Rappaport (1998) dan Smithson (1998). Nilai kekayaan pemegang saham diindikasikan dengan adanya pembagian deviden dan peningkatan nilai pasar saham. Perusahaan dituntut untuk memprioritaskan kepentingan pemegang saham di atas tujuan operasional perusahaan. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi dampak negatif risiko fluktuasi kurs valuta asing serta melindungi kepentingan para pemegang saham, maka sebagian perusahaan eksportir-importir melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. *Hedging* akan menjamin nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar atau yang akan diterima di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan fluktuasi kurs valuta asing (Faisal, 2001).

Dari serangkaian penelitian empiris yang menganalisis kebijakan *hedging* perusahaan, secara umum disimpulkan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) daripada memaksimalkan utilitas manajer (*managers utility maximization*).

Allayannis dan Weston (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*. Untuk dapat menarik kesimpulan secara bermakna, mereka mengendalikan efek variabel-variabel lain yang dimungkinkan mempengaruhi nilai perusahaan. Secara keseluruhan, pengaruh variabel-variabel kontrol terhadap nilai kekayaan pemegang saham adalah sesuai dengan hipotesis, kecuali variabel pembiayaan untuk riset dan pengembangan sebagai salah satu *proxy* pertumbuhan investasi.

Lebih lanjut Allayannis, Ihrig dan Weston (2001) melakukan penelitian untuk menganalisis kontribusi strategi *operational hedge* dan *financial hedge*. Mereka menyimpulkan bahwa strategi *operational hedge* tidak mengurangi eksposur kurs valuta asing, sedangkan strategi *financial hedge* dapat mengurangi eksposur kurs valuta asing. Oleh karena itu, perusahaan cenderung menggunakan *financial hedge* untuk memproteksi usahanya dari resiko kurs valuta asing. Penggunaan *operational hedge* untuk melengkapi derivatif valuta asing menunjukkan pengaruh yang positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham (dengan indikator *Market-to-Book value of Equity Ratio/MBE*).

Di Indonesia, Suriawinata (2004) menyimpulkan bahwa kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing tidak berpengaruh terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Justru jumlah nosional hedging dengan instrumen derivatif valuta asing yang

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Secara keseluruhan, pengaruh variabel-variabel kontrol terhadap nilai kekayaan pemegang saham adalah sesuai dengan hipotesis, kecuali variabel *dummy* diversifikasi usaha.

Berdasarkan adanya *research gap* antara penelitian Allayanis dan Weston (2001), Allayannis, Ibragimov dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004), dan dalam upaya menindaklanjuti agenda penelitian lebih lanjut dari ketiga penelitian tersebut maka penelitian ini akan menganalisis pengaruh kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing dan variabel *value drivers* terhadap nilai kekayaan pemegang saham pada perusahaan-perusahaan nonfinansial yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) sejak tahun 2000-2003.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing dan variabel *value drivers* terhadap nilai kekayaan pemegang saham.

#### **TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL Kebijakan Hedging**

Tujuan kebijakan *hedging* adalah mengurangi atau menghilangkan variabilitas pendapatan konsolidasi dari perusahaan multinasional yang dihasilkan dari fluktuasi mata uang yang tidak diharapkan (Faisal, 2001).

Menurut Suriawinata (2004), *hedging* diartikan sebagai tindakan yang diambil untuk mengurangi risiko dan variabilitas hasil yang akan diperoleh. Tindakan-tindakan *hedging* antara lain diversifikasi, pembelian asuransi, serta penggunaan instrumen derivatif untuk meningkatkan kepastian nilai transaksi yang akan dilakukan di masa mendatang.

#### **Derivatif dan Instrumen Derivatif**

Menurut Utomo (2000) derivatif bukan sebuah klaim atas arus pendapatan seperti layaknya saham, obligasi, atau reksadana, melainkan kontrak perjanjian antara dua pihak untuk menjual atau membeli sejumlah barang (baik komoditas maupun sekuritas) pada tanggal tertentu di masa mendatang dengan harga yang disepakati pada saat ini. Adapun Mc. Donald (2003) menyatakan bahwa derivatif adalah instrumen keuangan (atau kesepakatan antara dua orang atau

lebih) yang nilainya ditentukan oleh harga sesuatu yang lain. Sementara itu, Husnan (2003) mengemukakan bahwa sekuritas derivatif adalah sekuritas yang diterbitkan berdasarkan atas (atau terkait dengan) sekuritas tertentu (yang disebut sebagai *underlying security*). Dengan demikian, keberadaan sekuritas derivatif adalah karena diturunkan dari sekuritas lainnya.

#### **Kebijakan Hedging Dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing**

Gunawan (2003) menyatakan bahwa kebijakan *hedging* terutama dilakukan untuk menghindari posisi-posisi terbuka dalam valuta asing, yaitu tidak seimbang aset dan utang valuta asing. Utomo (2000) mengemukakan bahwa kebijakan *long hedging* digunakan untuk perlindungan terhadap kenaikan pada harga *spot* dari instrumen finansial atau portofolio di masa mendatang, sedangkan *short hedging* digunakan untuk perlindungan terhadap penurunan pada harga *spot* dari instrumen finansial atau portofolio di masa mendatang. Prinsip dasar *hedging* dalam hal ini adalah untuk melakukan komitmen penyeimbang dalam valuta asing yang sama, yakni komitmen kedua untuk sejumlah yang sama dari komitmen awal namun berlawanan tanda (Faisal, 2001).

#### **Nilai kekayaan pemegang saham (Shareholder Value)**

Rappaport (1998) mengemukakan proposisi bahwa tujuan yang paling tepat dari suatu organisasi komersial adalah memaksimalkan nilai kekayaan pemegang saham, melalui pembagian deviden dan peningkatan nilai pasar saham. Asumsi dasar dari konsep ini adalah bahwa nilai suatu bisnis/perusahaan merupakan nilai sekarang bersih dari aliran kasnya di masa mendatang dalam suatu waktu tertentu yang didiskontokan dengan biaya modal untuk bisnis tersebut. Perusahaan yang menerapkan konsep nilai kekayaan pemegang saham akan lebih berkonsentrasi pada aliran kasnya, dibandingkan keuntungan. Selain itu, perusahaan akan selalu memprioritaskan kepentingan pemegang saham di atas semua tujuan perusahaan.

Konsep penciptaan nilai kekayaan pemegang saham yang dikemukakan Rappaport (1998) dapat dirangkum dalam gambar berikut :

**Gambar 1.**  
**Penciptaan Nilai Kekayaan Pemegang Saham**



Sesuai dengan model penelitian Allyannis, Ihrig, dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004), penelitian ini menggunakan *Market-to-Book value of Equity Ratio* (MBE) sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham (*shareholder value*). Menurut Walsh (2002), *Market-to-Book value of Equity Ratio* mencerminkan penilaian akhir dan paling menyeluruh atas status pasar saham perusahaan secara keseluruhan. Rasio ini mengikhtisarkan pandangan investor tentang perusahaan secara keseluruhan, manajemennya, labanya, likuiditasnya, dan prospek masa depan perusahaan. Selain itu, rasio ini mengaitkan total kapitalisasi pasar perusahaan dengan dana para pemegang saham. Rasio ini juga mencerminkan persepsi para investor tentang kinerja perusahaan dilihat dari laba, kekuatan neraca atau likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan.

#### **Pengaruh Kebijakan Hedging Dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Terhadap Nilai Kekayaan Pemegang Saham**

Tujuan kebijakan *hedging* adalah untuk mengurangi atau menghilangkan variabilitas pendapatan konsolidasi dari perusahaan multinasional yang dihasilkan dari fluktuasi mata uang yang tidak diharapkan (Faisal, 2001). Adapun asumsi dasar dari

konsep nilai kekayaan pemegang saham adalah bahwa nilai suatu bisnis/perusahaan merupakan nilai sekarang bersih dari aliran kasnya di masa mendatang dalam suatu waktu tertentu yang didiskontokan dengan biaya modal untuk bisnis tersebut (Rappaport, 1998).

Penelitian Alayannis dan Weston (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* menggunakan derivatif valuta asing memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*. Pada tahun yang sama, Alayannis, Ihrig dan Weston (2001) melakukan penelitian untuk menganalisis kontribusi strategi *operational-hedge* dan *financial-hedge* dengan instrumen derivatif valuta asing terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Mereka menyimpulkan bahwa penggunaan *operational-hedge* untuk melengkapi instrumen derivatif valuta asing akan meningkatkan nilai kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Perusahaan yang melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki *Market-to-Book value of Equity Ratio* lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

### Variabel Value Drivers

Variabel *value drivers* pencipta nilai kekayaan pemegang saham adalah sebagai berikut :

1. Pertumbuhan penjualan  
Penelitian ini menggunakan digunakan *total asset turnover* (TAT) sebagai indikator pertumbuhan penjualan. Menurut Ang (1997), *total assets turnover* menunjukkan efisiensi seluruh aktiva perusahaan yang digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan. Menurut model Rappaport (1998), *total assets turnover* merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang berdampak positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :  
H2 : *Total Assets Turnover* berpengaruh positif terhadap *Market-to-Book value of Equity Ratio*.
2. Profitabilitas  
Penelitian ini menggunakan *operating profit margin* (OPM) sebagai indikator profitabilitas. Menurut Allayannis dan Weston (2001), saham yang perusahaannya memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, cenderung akan diperdagangkan dengan harga premium (harga pasar saham di atas nilai bukunya, yang berarti  $MBE > 1$ ). Menurut Ang (1997), *OPM* merupakan rasio profitabilitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sesuai dengan model Rappaport (1998), *OPM* merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang berdampak positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :  
H3 : *Operating Profit Margin* berpengaruh positif terhadap *Market-to-Book value of Equity Ratio*.
3. Investasi aktiva tetap  
Dalam penelitian ini digunakan *Net Fixed Assets to Total Assets* (NFA) sebagai indikator investasi aktiva tetap. Sesuai dengan model Rappaport

(1998), investasi aktiva tetap merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang berdampak positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Net Fixed Assets to Total Assets* berpengaruh positif terhadap *Market-to-Book value of Equity Ratio*.

4. Investasi modal kerja  
Dalam penelitian ini digunakan *Current Ratio* (CR) sebagai indikator investasi modal kerja. Menurut Ang (1997), CR bertujuan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancarnya. Sesuai dengan model Rappaport (1998), investasi modal kerja merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang berdampak positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :  
H5 : *Current Ratio* berpengaruh positif terhadap *Market-to-Book value of Equity Ratio*.
5. Struktur permodalan  
Dalam penelitian ini digunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai indikator struktur modal. Menurut Ang (1997), DER dapat digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap *total shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Sesuai dengan model Rappaport (1998), struktur modal merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang berdampak positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :  
H6 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Market-to-Book value of Equity Ratio*.

### Penelitian Terdahulu

Nance, Smith dan Smithson (1993) memperoleh temuan bahwa keputusan *hedging* dengan instrumen derivatif dipengaruhi motif untuk (1) mengurangi *expected tax liabilities*, (2) mengurangi *transaction costs*, dan (3) mengatasi *agency problem*.

Adapun Tufano (1996) meneliti perbedaan motivasi yang mendorong manajemen resiko perusahaan merumuskan kebijakan *hedging*. Berdasarkan penelitiannya, ia membagi motif *hedging* perusahaan menjadi dua kelompok, yaitu (1) kelompok motivasi *hedging* yang berdasarkan paradigma maksimisasi kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*), dan (2) kelompok motivasi *hedging* yang berdasarkan paradigma maksimisasi utilitas manajer (*managers utility maximization*).

Smith (1997) mengemukakan bahwa terdapat dua jenis insentif pajak yang memotivasi aktivitas *hedging* perusahaan, yaitu (1) peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*) yang memberikan penghematan pajak dari biaya bunga (*interest tax deductions*) dan (2) pengurangan *expected tax liability* apabila fungsi biaya pajak adalah cekung (*convex*).

Berdasarkan hasil penelitian-penelitian empiris tersebut, secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) daripada untuk memaksimalkan utilitas manajer (*managers utility maximization*).

Allayannis dan Weston (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

Lebih lanjut Allayannis, Ihrig dan Weston (2001) melakukan penelitian untuk menganalisis kontribusi strategi *operational hedge* dan *financial hedge*. Mereka menyimpulkan perusahaan cenderung menggunakan *financial hedge* untuk memproteksi usahanya dari resiko kurs valuta asing. Penggunaan *operational hedge* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap nilai kekayaan pemegang saham (dengan indikator MBE).

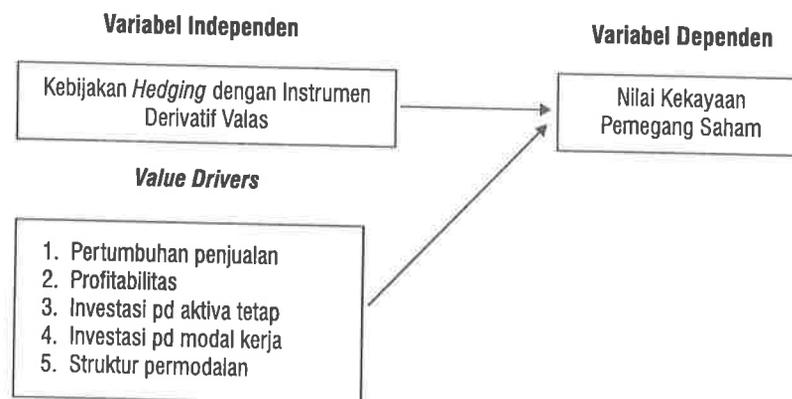
Graham dan Rogers (2002) menemukan bukti bahwa *hedging* dimotivasi oleh insentif pajak yang berasal dari peningkatan kapasitas hutang yang memberikan nilai tambah berupa pengurangan kewajiban pajak yang berasal dari biaya bunga. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa perusahaan melakukan *hedging* untuk mengurangi *financial distress costs*.

Di Indonesia, Suriawinata (2004) menyimpulkan bahwa kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing tidak berpengaruh terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Justru jumlah nosional *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai kekayaan pemegang saham.

### Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikiran teoritis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 2  
 Kerangka Pemikiran Teoritis



### Posisi Penelitian Dibandingkan Penelitian Terdahulu

Penelitian Allayanis dan Weston (2001) berfokus pada nilai perusahaan (*firm value*), sedangkan penelitian Suriawinata (2004) berfokus pada nilai kekayaan pemegang saham (*shareholder value*). Penelitian ini mengambil fokus yang sama dengan Suriawinata.

Penelitian ini tidak menggunakan dua ukuran (aktifitas *hedging* dan jumlah nosional *hedging*) sebagai indikator kebijakan *hedging* perusahaan, sebagaimana penelitian Suriawinata (2004). Sebaliknya penelitian ini hanya menggunakan aktifitas *hedging* sebagai indikator kebijakan *hedging*. Hal ini dilakukan karena dalam kurun waktu penelitian ini dilakukan, jumlah perusahaan yang mengungkapkan jumlah nosional *hedging*nya sangat minim, sehingga tidak representatif sebagai sampel.

Menindaklanjuti agenda penelitian mendatang penelitian Suriawinata (2004), maka penelitian ini menerapkan pendekatan *panel data*. Sehubungan dengan hal tersebut, digunakan teknik analisis regresi dengan pendekatan *Least-Squares Dummy Variable (LSDV) Model*.

### METODE PENELITIAN

#### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sedangkan berdasarkan klasifikasi pengumpulannya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk *panel data*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *MBE (Market-to-Book value of Equity Ratio)* sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham (*shareholder value*), dan kelima *value drivers* yang datanya ini diolah dari buku ICMD tahun 2003-2004, serta aktifitas *hedging* perusahaan yang diperoleh dari Catatan Atas Laporan Keuangan Konsolidasi yang dirilis *web site* BEJ : [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id).

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di BEJ periode tahun 2000-2003. Dalam penelitian ini, metode *sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria *purposive sampling*, dari 271 perusahaan nonfinansial yang terdaftar di BEJ selama

tahun 2000-2003, didapatkan 104 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel.

### Definisi Operasional Variabel

#### Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen, yaitu nilai kekayaan pemegang saham (*shareholder value*), dengan indikator *Market-to-Book value of Equity Ratio (MBE)*. MBE adalah rasio antara nilai pasar saham suatu perusahaan dengan nilai buku sahamnya.

#### Variabel Independen

Penelitian ini menggunakan enam variabel independen yakni :

1. Kebijakan *Hedging* dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing  
Dalam penelitian ini, digunakan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing sebagai indikator kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing. Data kualitatif tersebut dinyatakan dalam variabel *dummy*, di mana aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing (*D\_HEDG*) bernilai = 1 apabila perusahaan melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing, dan *D\_HEDG* bernilai = 0 apabila sebaliknya.
2. Pertumbuhan Penjualan  
Dalam penelitian ini, digunakan *total asset turnover* sebagai indikator pertumbuhan penjualan, yang diperoleh dengan cara membagi jumlah penjualan dengan total aktiva.
3. Profitabilitas  
Dalam penelitian ini, digunakan *operating profit margin* sebagai indikator profitabilitas, yang diperoleh dengan cara membagi laba sebelum bunga dan pajak dengan total penjualan.
4. Investasi Aktiva Tetap  
Dalam penelitian ini, digunakan *Net Fixed Assets to Total Assets* sebagai indikator investasi aktiva tetap, yang diperoleh dengan cara membagi aktiva tetap bersih dengan total aktiva.
5. Investasi Modal Kerja  
Dalam penelitian ini, digunakan *Current Ratio* sebagai indikator investasi modal kerja, yang diperoleh dengan cara membagi aktiva lancar dengan hutang lancar.

## 6. Struktur Modal

Dalam penelitian ini, digunakan *Debt to Equity Ratio* sebagai indikator struktur modal, yang diperoleh dengan cara membagi total hutang yang mengandung komponen bunga dengan total modal sendiri.

### Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi. Dalam penelitian ini, analisis regresi diterapkan dengan pendekatan **Fixed Effect Model (FEM)**. Model ini adalah suatu model regresi yang secara khusus digunakan untuk mengestimasi dan menganalisis *panel data* dengan memperhitungkan individualitas masing-masing unit *cross section*.

Perbedaan intersep antar unit *cross section* sangat diperhitungkan, sejalan dengan adanya perbedaan karakteristik di antaranya. Hal ini dimungkinkan dengan teknik variabel *dummy*. Jika suatu variabel kualitatif mempunyai sejumlah  $m$  kategori, hanya digunakan sejumlah  $(m-1)$  variabel *dummy*. Hal ini dimaksudkan untuk menghindari *dummy-variable trap*, yakni kondisi *perfect collinearity*/multikolinearitas atau adanya hubungan linier yang sempurna antar variabel. Suatu kategori/variabel yang tidak memiliki variabel *dummy* ditetapkan sebagai *base category* (kategori/variabel dasar) atau *benchmark category* (kategori/variabel pembanding); dan semua perbandingan dilakukan mengacu pada kategori/variabel dasar atau pembanding tersebut (Gujarati, 2003).

Sesuai dengan model penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004), semua variabel ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural, kecuali untuk variabel-variabel *dummy*. Adapun model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\ln MBE_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_2 + \alpha_3 D_3 + \alpha_4 D_4 + \beta_1 D\_HEDG_{it} \\ + \beta_2 \ln TAT_{it} + \beta_3 \ln OPM_{it} + \beta_4 \ln NFA\_TA_{it} \\ + \beta_5 \ln CR_{it} + \beta_6 \ln DER_{it} + \epsilon_{it}$$

### Keterangan :

MBE	: <i>Market-to-Book value of Equity Ratio</i>
$\alpha_1$	: <i>Intercept</i> untuk tahun 2000 sebagai <i>base-year</i>
$\alpha_{2,3,4}$	: <i>Differential intercept coefficients</i> untuk tahun 2001-2003
$D_{2,3,4}$	: <i>Dummy</i> tahun sejak tahun 2001-2003
$\beta_{1,2,3,4,5,6}$	: Koefisien variabel independen dan variabel kontrol
D_HEDG	: <i>Dummy</i> aktifitas <i>hedging</i>
TAT	: <i>Total Assets Turnover</i>
OPM	: <i>Operating Profit Margin</i>
NFA_TA	: <i>Net Fixed Assets to Total Assets</i>
CR	: <i>Current Ratio</i>
DER	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
$\epsilon_{it}$	: <i>Error term</i>

Penelitian ini akan melakukan estimasi terhadap *panel data* yang mencakup jangka waktu empat tahun, maka digunakan tiga variabel *dummy*. Jadi, tidak ada variabel *dummy* untuk tahun 2000 sebagai *base year* (tahun dasar). Dengan kata lain,  $\alpha_1$  menunjukkan intersep untuk tahun 2000, sedangkan  $\alpha_2, \alpha_3$ , dan  $\alpha_4$  sebagai *differential intercept coefficients* menunjukkan seberapa besar intersep tahun 2001, 2002, dan 2003 berbeda dari intersep tahun 2000.

### Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik sebagai alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat terbaik, linear, tak bias atau BLUE (*Best, Linear, Unbiased Estimator*) (Gujarati, 2003). Uji gejala penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat untuk digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah variabel dependen dan independen dalam model regresi berdistribusi normal atau tidak. Dalam penelitian ini, uji normalitas dilakukan dengan metode grafik dan statistik.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Dalam penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan dengan *Durbin-Watson (DW) test*.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel independen. Dalam penelitian ini, pengujian multikolinearitas dilakukan dengan menganalisis matriks korelasi antar variabel independen serta menghitung *tolerance value* dan *variance inflation factor (VIF)*.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan secara grafis dan statistik.

## ANALISIS DATA

### Gambaran Umum Perusahaan

Perusahaan nonfinansial yang tercatat di Bursa Efek Jakarta sampai dengan akhir tahun 2003 sebanyak 271 perusahaan. Perusahaan-perusahaan nonfinansial ini digolongkan ke dalam 29 kelompok usaha. Dari keseluruhan perusahaan nonfinansial tersebut, yang memenuhi kriteria untuk menjadi sampel penelitian ini sebanyak 104 perusahaan yang terbagi dalam 29 kelompok usaha. Kelompok usaha *Automotive and Allied Products* merupakan kelompok usaha yang anggotanya terbanyak menjadi sampel penelitian ini yaitu sejumlah 14 perusahaan.

### Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

Untuk memberikan gambaran data mengenai keseluruhan variabel dalam penelitian ini, Tabel 1 berikut memaparkan statistik deskriptif masing-masing variabel.

Tabel 1.  
Statistik Deskriptif Perusahaan Sampel  
Descriptive Statistics

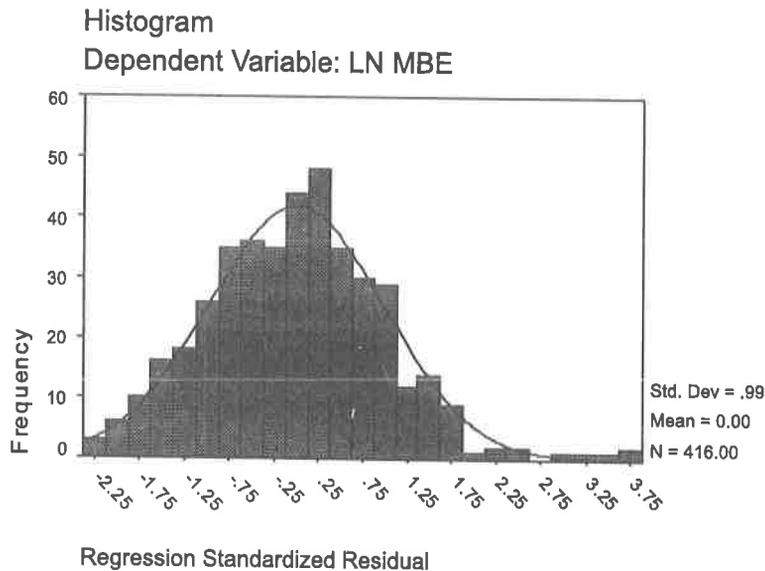
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LN MBE	416	-3.0794	3.7305	-.102235	.955711
D HEDG	416	0	1	.18	.39
LN TAT	416	-3.2189	4.6151	-.292097	.867483
LN OPM	416	-4.6052	-.6162	-2.134478	.854927
LN NFA_TA	416	-6.1031	.5916	-1.095942	.832481
LN CR	416	-3.9120	2.7524	.520561	.837857
LN DER	416	-3.2189	3.2457	.335164	1.200467
D 2001	416	0	1	.25	.43
D 2002	416	0	1	.25	.43
D 2003	416	0	1	.25	.43
Valid N (listwise)	416				

Sumber : Data sekunder yang diolah

**Hasil Pengujian Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik  
Uji Normalitas**

Grafik histogram penelitian ini dapat dilihat pada  
Gambar 3 berikut :

**Gambar 3**  
**Grafik Histogram**



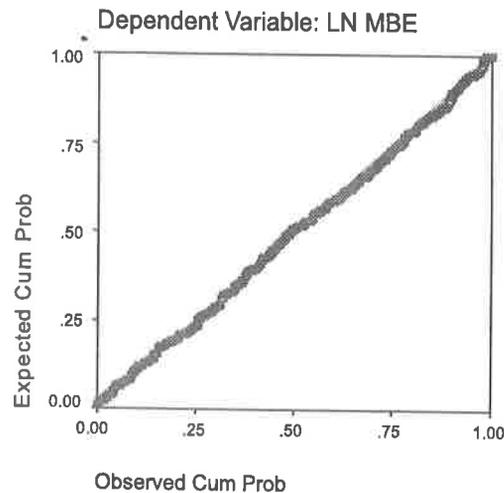
Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Gambar 3, nampak bahwa histogram menggambarkan data yang berdistribusi normal atau mendekati normal karena berbentuk seperti lonceng

(*bell shaped*). Adapun grafik *normal probability plot* penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 4 berikut :

**Gambar 4**  
**Grafik Normal Probability Plot**

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Gambar 4 terlihat bahwa sebaran data berada di sekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti garis diagonal sehingga asumsi normalitas dapat dipenuhi.

Sedangkan *Kolmogorov-Smirnov test* penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2 berikut :

Tabel 2  
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		416
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	9.212482E-10
	Std. Deviation	.8539353
Most Extreme Differences	Absolute	.028
	Positive	.028
	Negative	-.015
Kolmogorov-Smirnov Z		.568
Asymp. Sig. (2-tailed)		.904

- a. Test distribution is Normal.  
b. Calculated from data.

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 2 terlihat bahwa nilai Z *Kolmogorov-Smirnov test* sebesar 0,568 atau lebih besar daripada *cut off value* yaitu 0,5. Nilai tersebut mempunyai signifikansi di atas 0,05 yakni sebesar 0,904. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

#### Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi dengan *Durbin-Watson test* dapat dilihat pada Tabel 3 berikut ini :

Tabel 3  
Uji Autokorelasi dengan *DW Test*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.606 <sup>a</sup>	.362	.318	.863348	1.906

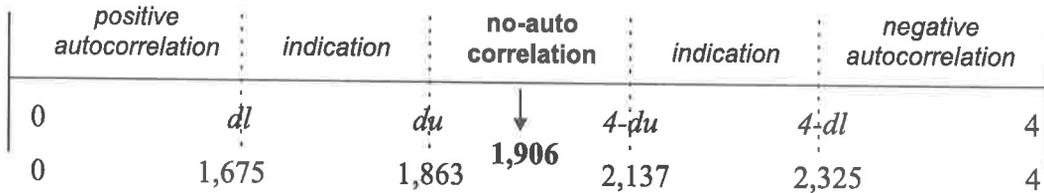
- a. Predictors : (Constant), D\_2003, D\_HEDG, LN CR, LN NFA\_TA, LN OPM, D\_2001, LN TAT, LN DER, D-2002  
b. Dependent Variable : LN MBE

Sumber: Data sekunder yang diolah

Hasil *Durbin-Watson test* pada Tabel 3 menunjukkan nilai 1,906. Nilai tersebut digunakan untuk menghitung *du* (batas atas) dan *dl* (batas bawah) dengan tabel *Durbin-Watson Statistic-Significance Points for dl and du*. Pada  $\alpha = 5\%$ , jumlah sampel ( $n$ )

= 416 dan jumlah variabel bebas ( $k$ ) = 9, diperoleh nilai *dl* sebesar 1,675 dan nilai *du* sebesar 1,863. Nilai *Durbin-Watson test* sebesar 1,906 terletak di antara  $du = 1,863$  dan  $4-du = 4 - 1,863 = 2,137$  seperti gambar berikut :

Gambar 5  
Posisi Nilai *Durbin-Watson Test*



Sebagaimana terlihat dalam Gambar 5, nilai *DW test* terletak pada posisi *no-auto correlation* sehingga tidak terdapat autokorelasi pada model regresi dalam penelitian ini.

#### Uji Multikolinearitas

Matriks korelasi antar variabel independen dapat dilihat dalam Tabel 4 berikut :

Tabel 4  
Matriks Korelasi antar Variabel Independen

	D_2003	D_HEDG	LN CR	LN NFA-TA	LN OPM	D_2001	LN TAT	LN DER	D_2002
D_2003	1.000	.007	-.020	-.025	.184	.494	.005	.009	.508
D_HEDG	.007	1.000	-.054	-.112	.019	-.003	-.047	-.051	-.001
LN CR	-.020	-.054	1.000	-.010	-.175	.025	-.332	.472	.028
LN NFA-TA	-.025	-.112	-.010	1.000	-.085	.054	.066	-.050	.043
LN OPM	.184	.019	-.175	-.085	1.000	.025	.298	.013	.118
D_2001	.494	-.003	.025	.054	.025	1.000	-.021	-.053	.505
LN TAT	.005	-.047	-.332	.066	.298	-.021	1.000	-.119	-.009
LN DER	.009	-.051	.472	-.050	.013	-.053	-.119	1.000	-.045
D_2002	.508	-.001	.028	.043	.118	.505	-.009	-.045	1.000

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 4 menginformasikan bahwa model regresi dalam penelitian ini terbebas persoalan multikolinearitas karena seluruh koefisien korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,90.

Metode yang lebih handal dalam pengujian multikolinearitas adalah menghitung *tolerance value* dan *variance inflation factor (VIF)*. Hasil pengolahan data berkenaan dengan *tolerance value* dan VIF dapat dilihat pada Tabel 5 berikut :

Tabel 5  
*Tolerance Value dan Variance Inflation Factor (VIF)*

VARIABEL	TOLERANCE	VIF
D_HEDGING	0.979	1.021
LN TAT	0.817	1.224
LN OPM	0.846	1.181
LN NFA_TA	0.964	1.037
LN CR	0.681	1.468
LN DER	0.756	1.324
D_2001	0.659	1.517
D_2002	0.649	1.541
D_2003	0.642	1.557

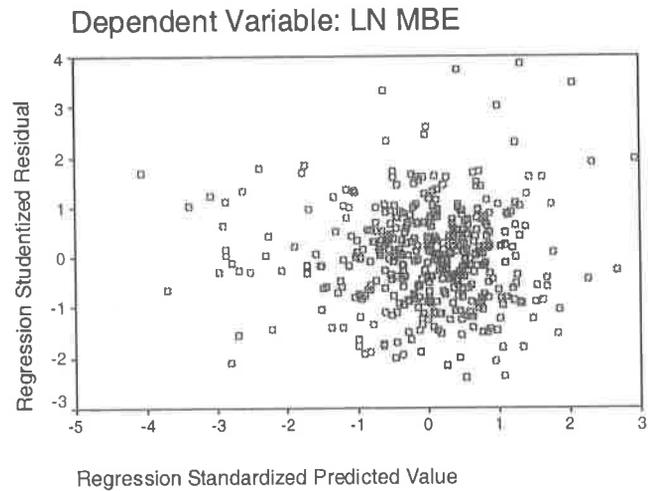
Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 5 dapat dilihat bahwa semua variabel mempunyai *tolerance value* diatas 0,1 dan nilai VIF dibawah 10. Jadi tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi di model penelitian ini.

### Uji Heteroskedastisitas

Grafik *scatterplot* yang menggambarkan nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan residualnya (SRESID) dapat diamati dalam Gambar 6 berikut :

Gambar 6  
Grafik *Scatterplot*



Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Gambar 6, terlihat bahwa noktah-noktah terpencah secara acak berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi dalam penelitian ini.

Di samping menggunakan grafik *scatterplot*, dilakukan juga uji Glejser. Hasil uji Glejser untuk model regresi penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 6 berikut :

Tabel 6  
Hasil Uji Glejser

		Coefficients <sup>a</sup>				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.497	.096		5.193	.000
	D_HEDG	-6.22E-02	.066	-.045	-.938	.349
	LN TAT	.117	.032	-.192	-.813	.341
	LN OPM	7.67E-02	.032	-.124	-1.376	.096
	LN NFA_TA	7.503E-02	.031	.118	1.151	.162
	LN CR	.134	.037	.212	1.066	.290
	LN DER	5.604E-02	.024	.127	1.130	.218
	D_2001	-9.42E-03	.072	-.008	-.306	.896
	D_2002	-7.82E-03	.072	-.006	-.108	.914
	D_2003	-6.51E-02	.073	-.053	-.891	.373

<sup>a</sup> Dependent Variable : ABSUT

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 6 menunjukkan bahwa seluruh koefisien tidak signifikan, berarti tidak ada heteroskedastisitas dalam model regresi penelitian ini.

### Hasil Analisis Data

Dalam penelitian ini digunakan analisis regresi

dengan teknik *Fixed Effect Model (FEM)* atau *Least Square Dummy Variable (LSDV) Model*.

Adapun hasil analisis regresi dengan Model LSDV dalam penelitian ini dapat dilihat dalam Tabel 7 berikut :

Tabel 7  
Hasil Regresi dengan Model LSDV

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.399	.160		2.497	.013
	D_HEDG	-.158	.111	-.064	-1.426	.155
	LN TAT	.189	.054	.172	3.496	.001
	LN OPM	.148	.054	.133	2.753	.006
	LN NFA_TA	.195	.052	.170	3.759	.000
	LN CR	.357	.061	.313	5.832	.000
	LN DER	.156	.041	.195	3.831	.000
	D_2001	-.252	.120	-.114	-2.093	.037
	D_2002	-.281	.121	-.127	-2.311	.021
	D_2003	-.340	.122	.015	-3.279	.018

<sup>a</sup> Dependent Variable : LN MBE

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan output regresi dengan Model LSDV pada Tabel 7 maka dapat dirumuskan persamaan matematis sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Ln MBE} = & 0,399 - 0,158 D\_HEDG + 0,189 \text{ Ln TAT} + 0,148 \text{ Ln OPM} + \\ & 0,195 \text{ Ln NFA\_TA} + 0,357 \text{ Ln CR} + 0,156 \text{ DER} - 0,252 D\_2001 - \\ & 0,281 D\_2002 - 0,003407 D\_2003 \end{aligned}$$

Persamaan matematis tersebut dapat dianalisis sebagai berikut :

#### 1. Intersep

Intersep memiliki nilai t hitung sebesar 2,497 dan nilai signifikansi sebesar 0,013. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  sehingga intersep signifikan. Antilog dari intersep 0,399 adalah 1,4903 yang merupakan rata-rata *Market-to-Book value of Equity Ratio (MBE)* pada tahun 2000 (*base year*) atau rata-rata *MBE* pada perusahaan yang tidak melakukan aktifitas *hedging*.

#### 2. Variabel Dummy Hedging (D\_HEDG)

Variabel *Dummy Hedging* memiliki nilai t hitung sebesar -1,426 dan nilai signifikansi sebesar 0,155. Koefisien *D\_HEDG* sebesar -0,158 bermakna bahwa *Market-to-Book value of Equity Ratio (MBE)* pada perusahaan yang melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing adalah sebesar antilog dari  $[(0,399 - 0,158) = 0,241]$  yaitu 1,2725. Jadi *MBE* pada perusahaan yang melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing lebih rendah 14,61% daripada *MBE* pada perusahaan yang tidak

melakukan *hedging*. Namun nilai signifikansi  $D\_HEDG$  lebih besar daripada  $\alpha=0,05$  sehingga variabel  $D\_HEDG$  tidak signifikan. Oleh karena itu, hipotesis pertama ditolak.

Temuan penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Allayannis, Ihrig, dan Weston (2001). Namun di sisi lain, temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Suriawinata (2004). Kontradiksi tersebut dimungkinkan karena adanya perbedaan karakteristik pasar modal di Amerika Serikat yang bersifat *developed market* dengan pasar modal Indonesia (BEJ) yang bersifat *emerging market*.

Dalam pasar modal Indonesia, faktor kebijakan *hedging* atau *nonhedging* yang diterapkan emiten belum menjadi fokus investor dalam pengambilan keputusan investasinya karena jumlah emiten BEJ yang menerapkan kebijakan *hedging* masih sedikit, sekitar 17%. Secara umum, yang lebih menjadi fokus investor yang ingin menanamkan dananya di BEJ adalah hasil analisis fundamental emiten (Ang, 1997).

### 3. Variabel LN Total Assets Turnover (Ln TAT)

Variabel Ln  $TAT$  memiliki nilai t hitung 3,496 dan nilai signifikansi 0,001. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka variabel  $TAT$  signifikan sehingga hipotesis kedua diterima. Ini berarti  $TAT$  berpengaruh positif secara signifikan terhadap  $MBE$  sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham. Koefisien regresi 0,189 bermakna bahwa setiap peningkatan 1%  $TAT$  akan berpengaruh terhadap peningkatan  $MBE$  sebesar 0,189%.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa  $TAT$  berpengaruh signifikan dalam peningkatan nilai kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa emiten nonfinansial di BEJ pada periode penelitian ini memiliki kapabilitas dalam mengelola pertumbuhan penjualannya sehingga dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang sahamnya, yang tercermin dalam peningkatan  $MBE$ .

### 4. Variabel LN Operating Profit Margin (Ln OPM)

Variabel Ln  $OPM$  memiliki nilai t hitung 2,753 dan nilai signifikansi 0,006. Nilai signifikansi tersebut

lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka variabel  $OPM$  signifikan sehingga hipotesis ketiga diterima. Ini berarti  $OPM$  berpengaruh positif secara signifikan terhadap  $MBE$  sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham. Koefisien regresi 0,148 bermakna bahwa setiap kenaikan 1%  $OPM$  akan berpengaruh terhadap peningkatan  $MBE$  sebesar 0,148%.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa  $OPM$  berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa emiten nonfinansial di BEJ pada periode penelitian ini memiliki kapabilitas dalam mengelola profitabilitasnya sehingga dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang sahamnya, yang tercermin dalam peningkatan  $MBE$ .

### 5. Variabel LN Net-Fixed Assets to Total Assets (Ln NFA\_TA)

Variabel Ln  $NFA\_TA$  memiliki nilai t hitung 3,759 dan nilai signifikansi 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka variabel  $NFA\_TA$  signifikan sehingga hipotesis keempat diterima. Ini berarti  $NFA\_TA$  berpengaruh positif secara signifikan terhadap  $MBE$  sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham. Koefisien regresi 0,195 bermakna bahwa setiap kenaikan 1%  $NFA\_TA$  akan berpengaruh terhadap peningkatan  $MBE$  sebesar 0,195%.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa  $NFA\_TA$  berpengaruh signifikan dalam peningkatan nilai kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa emiten nonfinansial di BEJ pada periode penelitian ini memiliki kapabilitas dalam mengelola investasi aktiva tetapnya sehingga dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang sahamnya, yang tercermin dalam peningkatan  $MBE$ .

### 6. Variabel LN Current Ratio (Ln CR)

Variabel Ln  $CR$  memiliki nilai t hitung 5,832 dan nilai signifikansi 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka variabel  $CR$  signifikan sehingga hipotesis kelima diterima. Ini berarti  $CR$  berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai

kekayaan pemegang saham. Koefisien regresi 0,357 bermakna bahwa setiap kenaikan 1% *CR* akan berpengaruh terhadap peningkatan MBE sebesar 0,357%.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa *CR* berpengaruh signifikan dalam peningkatan nilai kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa emiten nonfinansial di BEJ pada periode penelitian ini memiliki kapabilitas dalam investasi modal kerjanya sehingga dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang sahamnya, yang tercermin dalam peningkatan MBE.

#### 7. Variabel LN Debt to Equity Ratio (DER)

Variabel Ln *DER* memiliki nilai t hitung 3,831 dan nilai signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka variabel *DER* signifikan sehingga hipotesis keenam diterima. Ini berarti *DER* berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Koefisien regresi 0,156 bermakna bahwa setiap kenaikan 1% *DER* akan berpengaruh terhadap peningkatan MBE sebesar 0,156%.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa *DER* berpengaruh signifikan dalam peningkatan nilai kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa emiten nonfinansial di BEJ pada periode penelitian ini memiliki kapabilitas dalam mengelola struktur permodalannya sehingga dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang sahamnya, yang tercermin dalam peningkatan MBE.

#### 8. Variabel Dummy\_2001 (D\_2001)

Variabel *Dummy\_2001* memiliki nilai t hitung - 2,093 dan nilai signifikansi 0,037. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  sehingga bermakna bahwa MBE tahun 2001 secara signifikan berbeda dengan MBE tahun 2000. Koefisien regresi - 0,252 bermakna bahwa rata-rata MBE tahun 2001 lebih rendah 0,252% daripada rata-rata MBE tahun 2000.

Berdasarkan persamaan matematis hasil regresi diketahui bahwa rata-rata MBE tahun 2000 adalah sebesar 1,4903 jadi rata-rata MBE tahun 2001 adalah sebesar  $1,4903 - (0,252\% \times 1,4903) = 1,4865$ .

#### 9. Variabel Dummy\_2002 (D\_2002)

Variabel *Dummy\_2002* memiliki nilai t hitung - 2,311 dan nilai signifikansi 0,021. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  sehingga bermakna bahwa MBE tahun 2002 secara signifikan berbeda dengan MBE tahun 2000. Koefisien regresi - 0,281 bermakna bahwa rata-rata MBE tahun 2002 lebih rendah 0,281% daripada rata-rata MBE tahun 2000. Berdasarkan persamaan matematis hasil regresi diketahui bahwa rata-rata MBE tahun 2000 adalah sebesar 1,4903 jadi rata-rata MBE tahun 2002 adalah sebesar  $1,4903 - (0,281\% \times 1,4903) = 1,4861$ .

#### 10. Variabel Dummy\_2003 (D\_2003)

Variabel *Dummy\_2003* memiliki nilai t hitung - 3,279 dan nilai signifikansi 0,018. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  sehingga bermakna bahwa MBE tahun 2003 secara signifikan berbeda dengan MBE tahun 2000. Koefisien regresi 0,34 bermakna bahwa rata-rata MBE tahun 2003 lebih rendah 0,34% daripada rata-rata MBE tahun 2000. Berdasarkan persamaan matematis hasil regresi diketahui bahwa rata-rata MBE tahun 2000 adalah sebesar 1,4903 jadi rata-rata MBE tahun 2003 adalah sebesar  $1,4903 - (0,34\% \times 1,4903) = 1,4852$ .

Jadi secara keseluruhan, dapat dikatakan bahwa di BEJ semua variabel *value drivers* berpengaruh signifikan dalam penciptaan nilai kekayaan pemegang saham dengan indikator MBE. Sedangkan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing tidak berpengaruh dalam penciptaan nilai kekayaan pemegang saham karena karakteristik pasar modal Indonesia yang masih *emerging market*.

Adapun untuk menguji hipotesis ketujuh dilakukan pengujian statistik dengan uji F. Adapun hasil analisis regresi simultan dalam penelitian ini dapat dilihat dalam Tabel 8 berikut :

Tabel 8  
Hasil Regresi Simultan

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	76.434	9	8.493	11.394	.000 <sup>a</sup>
	Residual	302.620	406	.745		
	Total	379.054	415			

a. Predictors : (Constant), D\_2003, D\_HEDG, LN CR, LN NFA\_TA, LN OPM, D\_2001, LN TAT, LN DER, D-2002

b. Dependent Variable : LN MBE

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari Tabel 8 diketahui bahwa nilai F hitung 11,394 dengan nilai signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil daripada  $\alpha=0,05$  maka hipotesis ketujuh diterima. Ini berarti terdapat pengaruh yang signifikan dari seluruh variabel independen, baik variabel kebijakan *hedging* maupun variabel *value*

*drivers*, secara simultan terhadap variabel MBE sebagai variabel dependen.

Selanjutnya, untuk menganalisis seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi dependen antara lain dapat diketahui dari koefisien determinasinya. Koefisien determinasi dari model penelitian ini dapat dilihat dalam Tabel 9 berikut :

Tabel 9  
Nilai Koefisien Determinasi

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.606 <sup>a</sup>	.362	.318	.863348	1.906

a. Predictors : (Constant), D\_2003, D\_HEDG, LN CR, LN NFA\_TA, LN OPM, D\_2001, LN TAT, LN DER, D-2002

b. Dependent Variable : LN MBE

Sumber: Data sekunder yang diolah

Koefisien determinasi (*R square*) sebesar 0,362 mengandung makna bahwa variasi (naik turunnya) MBE sebagai indikator nilai kekayaan pemegang saham dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 36,2% sedangkan sebesar 63,8% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model. Koefisien determinasi dalam penelitian ini relatif rendah karena adanya variasi yang besar antar data *cross section* yang banyak (104 emiten), sedangkan data *time series*nya relatif singkat (4 tahun).

*Standard Error of the Estimate* dalam penelitian ini adalah 0,83348. Hal ini mengindikasikan bahwa model regresi penelitian ini relatif tepat dalam memprediksi variabel dependen. Ghazali (2005) menyatakan bahwa semakin kecil *Standard Error of the Estimate* berarti model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Koefisien determinasi hanyalah salah satu – dan bukan satu-satunya – kriteria *goodness of fit* model yang baik (Insukindro, 1998). Justru bila suatu estimasi regresi menghasilkan koefisien determinasi

yang tinggi tetapi tidak konsisten dengan teori yang mendasarinya, atau tidak lolos uji penyimpangan asumsi klasik, maka model tersebut bukanlah model penaksir yang baik.

Secara statistik, *goodness of fit* suatu model regresi dapat diindikasikan dari berbagai ukuran, yakni nilai statistik t, nilai statistik F, koefisien determinasi, dan *Standard Error of the Estimate*-nya (Ghozali, 2005). Model regresi dalam penelitian ini menghasilkan nilai uji statistik yang signifikan pada tingkat 5%, baik dengan uji t maupun uji F. Selain itu, nilai *Standard Error of the Estimate*-nya pun cukup rendah. Jadi meskipun nilai koefisien determinasi dalam model penelitian ini rendah, model penelitian ini layak dan akurat untuk melakukan estimasi.

## SIMPULAN DAN IMPLIKASI MANAJERIAL

### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa model yang dipergunakan dalam penelitian ini layak sebagai alat prediksi karena bersifat BLUE (*Best, Linear, Unbiased Estimator*).

Dari hasil pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi dengan *Least Square Dummy Variabel (LSDV) Model* disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki MBE lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging* dapat ditolak.

Adapun hipotesis kedua hingga keenam yang menyatakan bahwa *value drivers* berpengaruh positif terhadap MBE perusahaan nonfinansial, baik secara parsial maupun secara simultan, dapat diterima. Hal ini berarti bahwa seluruh *value drivers* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap MBE perusahaan nonfinansial.

### Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

#### 1. Variabel *Dummy Hedging*

Hasil penelitian ini mengenai variabel *dummy hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing bertentangan dengan hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Allayannis, Ihrig, dan Weston

(2001) di pasar modal Amerika yang menyimpulkan perusahaan yang melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki nilai kekayaan pemegang saham yang lebih tinggi daripada perusahaan *nonhedging*.

Namun hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Suriawinata (2004) di BEJ yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing memiliki nilai kekayaan pemegang saham yang lebih rendah daripada perusahaan *nonhedging* kebijakan *hedging* dengan instrumen. Namun hasil tersebut secara statistik tidak signifikan. Kontradiksi hasil penelitian tersebut dimungkinkan terjadi karena adanya perbedaan karakteristik pasar modal di Amerika Serikat yang bersifat *developed market*, sedangkan pasar modal Indonesia (BEJ) bersifat *emerging market*.

#### 2. Variabel-variabel *Value Drivers*

Hasil penelitian ini mengenai seluruh variabel *value drivers* sejalan dengan teori *shareholder value network* oleh Rappaport (1998) yang menyatakan bahwa *TAT, OPM, NFA\_TA, CR, dan DER* adalah variabel-variabel penggerak yang dapat meningkatkan arus kas bersih yang memberikan kontribusi dalam penciptaan nilai kekayaan pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) yang menyimpulkan bahwa *TAT, OPM, NFA\_TA, CR, dan DER* berpengaruh signifikan dalam peningkatan nilai kekayaan pemegang saham.

### Implikasi Manajerial

Implikasi manajerial dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

#### 1. Variabel *Dummy Hedging*

Implikasi manajerial bagi investor adalah bahwa dalam proses keputusan investasinya, mereka tidak perlu terlalu merisaukan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing yang diterapkan emiten karena bagi pasar modal Indonesia yang bersifat *emerging market*, hal tersebut bukan merupakan variabel yang berpengaruh signifikan terhadap nilai kekayaan pemegang saham. Akan lebih tepat jika

investor mempertimbangkan keputusan investasinya berdasarkan analisis fundamental emiten.

Adapun implikasi manajerial bagi emiten adalah bahwa manajer keuangan dan manajer risiko harus cermat dalam mengantisipasi risiko fluktuasi kurs yang dapat berpengaruh terhadap aset perusahaan dan nilai kekayaan pemegang saham. Bila suatu ketika kegiatan operasional perusahaan mengalami risiko kerugian kurs yang tinggi, lembaga penjamin atau asuransi dapat dipergunakan sebagai salah satu alternatif untuk lebih menjamin nilai aset keuangan perusahaan. Bila komposisi struktur modal perusahaan sebagian besar menggunakan hutang jangka panjang (dalam denominasi valuta asing), maka keputusan *hedging* perlu dilakukan.

## 2. Variabel-variabel *Value Drivers*

Implikasi manajerial bagi investor adalah bahwa variabel-variabel *value drivers* perlu diperhatikan dan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam keputusan investasinya.

Adapun implikasi manajerial bagi emiten adalah bahwa manajemen perlu meningkatkan kinerjanya dalam mengelola pertumbuhan penjualannya, profitabilitasnya, investasi aktiva tetapnya, investasi modal kerjanya, dan struktur permodalannya agar dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai kekayaan pemegang saham.

## Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut :

1. Periode pengamatannya relatif pendek yaitu hanya selama 4 tahun, sehingga kurang memberikan gambaran mengenai fluktuasi kurs valuta asing.
2. Variabel-variabel yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *MBE* hanya terbatas pada *dummy* aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing, dan lima *value drivers* berdasarkan teori *shareholder value network*.
3. Penelitian ini belum mengakomodasikan aktifitas *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing yang berhenti atau bahkan baru dimulai di tengah-tengah periode pengamatan.

## Agenda Penelitian Mendatang

Saran-saran yang dapat diberikan sebagai agenda penelitian mendatang, adalah sebagai berikut:

1. Untuk penelitian lebih lanjut, agar melakukan pengamatan dan evaluasi berkelanjutan pada periode waktu yang lebih panjang, meliputi periode sebelum krisis moneter hingga periode terkini di mana kondisi perekonomian telah lebih stabil. Dalam periode tersebut agar diakomodasikan aktifitas *hedging* yang berhenti atau baru dimulai di tengah periode penelitian.
2. Untuk penelitian lebih lanjut, agar melakukan riset dengan memasukkan variabel-variabel independen tambahan lainnya yang dapat memperjelas faktor-faktor yang berpengaruh pada *MBE*; misalkan variabel *dummy* deviden, ROA, penjualan ke luar negeri/total aktiva (Allayannis dan Weston, 2001); penjualan ke luar negeri/total penjualan, indeks dispersi (Allayannis, Ihrig, dan Weston, 2001); dan/atau *dummy* restrukturisasi hutang, ukuran perusahaan (Suriawinata, 2004).
3. Untuk penelitian lebih lanjut, agar melakukan penelitian pada pasar modal regional, terutama yang sama-sama tergolong *emerging market* seperti BEJ, sehingga diharapkan dapat menghasilkan studi komparasi yang komprehensif mengenai topik sejenis namun dengan latar belakang karakteristik pasar modal yang berbeda.

## DAFTAR PUSTAKA

---

- Allayannis, G dan Weston, J.P. 2001. "The use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value". *The Review of Financial Studies*. Spring. Vol. 14. No 1. 243-276.
- , Ihrig, J. dan Weston, J.P. 2001. "Exchange Rate Hedging : Financial Versus Operational Strategies". *AEA Papers and Proceeding*. May. 391-395
- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Edisi Pertama. Mediasoft. Indonesia
- Arifin, Z. 1997. "Analisis Untung Rugi dan Strategi Hedging terhadap DEpresiasi dan Apresiasi Rupiah". *Jurnal Siasat Bisnis*. Th 1. Vol. 4 17-21
- Berliana, H. C. 2004. *Mengenal Valuta Asing*. Gajah Mada University Press. Yogyakarta.
- Faisal, M. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Salemba Empat. Jakarta.
- Geczy, C; Minton, B dan Schrand, C. 1997. "Why Firms Use Currency Derivatives". *The Journal of Finance*. Vol. LII. No. 4. September. 1323-1354
- Ghozali, I. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. BP Undip. Semarang
- Graham, J.R dan Rogers, D.A. 2002. "Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?". *The Journal of Finance*. Vol LVII.No 2. April. 815 – 839
- Greene, W. H. 2003. *Econometrics Analysis*. 5<sup>th</sup> ed. Prentice Hall International Inc.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrics*. 4<sup>th</sup> ed. Mc GrawHill. New York.
- Gunawan, I. D. 2003. *Transaksi Derivatif, Hedging dan Pasar Modal*. Grasindo. Jakarta.
- Hsiao, C. 1985. *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press.
- Husnan, S. 2003. *Dasar-dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. UUP. AMP YKPN. Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan Per 1 April 2002*. Salemba Empat. Jakarta.
- Institute for conomics and Financial Research. 2003-2004. *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*.
- Insukindro. 1998. "Sindrom R2 Dalam Analisis Runtut Waktu". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13 No. 4 1-11
- Kleinbaum, D. G et all . 1987. *Applied Regression Analysis and Other Multivariate Methods*. 2<sup>nd</sup> ed. PWS-KENT Publishing Co Boston.
- Levi, M.D. 1996. *Keuangan Internasional (terjemahan.)*. Buku 1-2 Penerbit Andi. Yogyakarta.
- Manurung, A. H. 2003. "Hedge Funds". *Usahawan* No 12. Th XXXII. Desember. 53-56
- McDonald, R.L. 2003. *Derivatives Market*. Adison Wesley.
- Mian, S.L. 1996. "Evidence on Corporation Hedging Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 31. No 3. Sepetmebr. 419-439
- Nance, D. R. et. All. 1993. "On the Determinant of Corporate Hedging". *The Journal of Finance*. Vol. XLVIII. NO 1. March. 267-284
- Rappaport, A. 1983. "Corporate Performance Standard and Shareholders Value". *The Journal of Business Strategy*. Spring. Vol 3 Issue 4. 28-38

- \_\_\_\_\_. 1987. "Linking Competitive Strategy and Shareholder Value Analysis". *The Journal of Business Strategy*. Spring. Vol 7. Issues 4. 58-67
- \_\_\_\_\_. 1998. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. Free Press. London.
- Santosa, S. 2002. *SPSS: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Sekaran, U. 2003. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. 3th ed. John Wiley&Sons. New York
- Smithson, C. 1998. *Managing Financial Risk: A Guide to Derivatives Peroducts, Financial Engineering and Value Maximization*. 3th ed. McGrawHill
- Sofyan, H. 2000. *Perdagangan Berjangka dan Ekonomi Indoensia: Alternatif baru manajemen Risiko dan Lindung Nilai Bagi Investor Masa Depan*. Alex Media Komputindo. Jakarta.
- Smith, P dan Stulz. 1997. "Hedging with Derivatives". *Internal Auditor*. April. 68-7
- Suriawinata, I. S. 2004. "Apakah Kebijakan Hedging Perusahaan dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dapat Meningkatkan Nilai Pemegang Saham?". *Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya*. Vol. 9. No 2. November. 59-80
- Tufano, P. 1996. "Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry". *The Journal of Finance*. Vol LI No. 4. September. 1097-1137
- Utomo, L. L. 2000. "Instrumen Derivatif: Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Perusahaan". *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 2. No. 1 Mei. 53-68
- Walsh, C. 2002. *Key management Ratio: Rasio-Rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis*. Terjemahan. Edisi 3 Erlangga. Jakarta.
- Wijaya, J. A. 2002. *Bursa berjangka*. Penerbit Andi. Yogyakarta.