

PENGGUNAAN *HEDGING* OLEH PERUSAHAAN TELEKOMUNIKASI YANG TERCATAT PADA BURSA EFEK INDONESIA

HEDGING USE BY THE TELECOMMUNICATION COMPANIES CERTIFIED BY THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

Basyir Ahmad^{*1}, Hermanto Siregar^{**}, dan Tb Nur Ahmad Maulana^{***}

^{*)} PT Bank Mandiri, Tbk

Jl. Gatot Subroto Kav 36–39 Jakarta Selatan 12190

^{**}) Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor

Jl. Agatis Kampus IPB Darmaga, Bogor 16680

^{***}) Sekolah Bisnis, Institut Pertanian Bogor

Jl. Raya Pajajaran, Bogor 16151

Abstract: *The aims of this research were to have a comprehensive understanding on hedging implementation in telecommunication companies and to comprehend the impact of hedge to firm value of the companies. In this research, hedging is the moderating variable between independent variable and dependent variable. The independent variables included profit, firm size, leverage, growth, dividend and liquidity while the dependent variable included firm value. The method used was the ordinary least Square. The samples were taken from 2 telecommunication companies, and the data observed included the quarterly financial data from 2006 to 2015. The findings showed that derivative transactions used as hedge by the companies included cross currency swap, forward and option. Furthermore, the use of hedging foreign exchange was not seen to affect the firm value for the telecommunication company. This is because the 5 moderating variables did not significantly affect the firm value and only 1 moderating variable had a significantly negative effect on the firm value.*

Keywords: *derivative, foreign exchange, firm value, hedge, telecommunication' company*

Abstrak: Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menggambarkan penerapan hedging pada perusahaan telekomunikasi publik serta mengetahui dampak *hedging* terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, *hedging* merupakan variabel *moderating* terhadap berbagai variabel yang memengaruhi nilai perusahaan yaitu variabel profitabilitas, *firm size*, *leverage*, *growth*, dividen dan likuiditas. Teknik analisis yang dipakai, yaitu regresi (*ordinary least Square*). Sedangkan perusahaan yang diteliti sebanyak 2 perusahaan publik dengan data keuangan triwulan sejak tahun 2006 sampai dengan 2015. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *hedging* dilakukan perusahaan telekomunikasi adalah melalui transaksi derivatif, yaitu *cross currency swap*, *forward* dan *option*. Secara umum hedging tidak memengaruhi nilai perusahaan mengingat 5 variabel yang telah dimoderasi tidak berpengaruh signifikan dan hanya 1 variabel yang telah dimoderasi yaitu profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: transaksi derivatif, mata uang asing, nilai perusahaan, lindung nilai, perusahaan telekomunikasi

¹ Alamat Korespondensi:

Email: basyir_ahd@yahoo.com

PENDAHULUAN

Rupiah merupakan salah satu mata uang yang mempunyai volatilitas yang tinggi. Hal tersebut dapat dilihat dari pergerakan nilai rupiah pada tanggal 2 Januari 2015 dimana masih berada pada level 12.542,5 kemudian nilai mata uang Rupiah terus melemah dimana pada 4 Januari 2016 berada pada level 13.917,5 atau turun sekitar +11% dalam waktu satu tahun. Bahkan pada tanggal 5 November 2015 sempat menyentuh level 14.495 yang merupakan level terendah yang dialami oleh Indonesia sejak tahun 1998. Penurunan sebesar +11 % dalam waktu 1 tahun merupakan penurunan yang cukup tajam. Pelemahan nilai rupiah dapat terus terjadi apabila kondisi makro dan mikro ekonomi Indonesia tidak membaik.

Volitilitas mata uang yang tinggi dapat menimbulkan dampak negatif pada kinerja keuangan di industri telekomunikasi mengingat industri telekomunikasi merupakan salah satu industri padat modal yang banyak memerlukan mata uang asing namun demikian pendapatannya dalam rupiah. Industri telekomunikasi harus menyediakan dana yang sangat besar untuk melakukan bisnis pada area, yaitu *Copper Wires*, *Coaxial Cable*, *Fibre Optics*, *3G Connectivity*, *Wi-Fi* dan *WiMax* (Dorselaer dan Breazeale, 2011). Untuk itu, perusahaan mendatangkan berbagai perlengkapan elektronik pendukung seperti *fibre optics*, *BTS (base transfer stasion)*, *PC*, *Wi-Max* dan lain-lain termasuk berbagai *software* pendukung yang hampir semua komponen tersebut harus diimpor. Selain itu, untuk membiayai aktivitas bisnis tersebut, banyak perusahaan melakukan pinjaman jangka panjang dalam valuta asing. Hal-hal tersebut mengakibatkan kebutuhan mata uang asing semakin meningkat. Di sisi lain, pendapatan perusahaan dalam mata uang rupiah sehingga jika nilai mata uang rupiah melemah maka dapat berakibat negatif pada kinerja keuangan.

Lebih jauh, perusahaan yang melakukan transaksi mata uang asing akan mempunyai eksposur tertentu, yaitu *transaction exposure*, terdapat pengaruh perubahan nilai tukar terhadap kewajiban yang timbul sebelum terjadi perubahan nilai tukar, tetapi penyelesaiannya dilakukan setelah terjadi perubahan nilai tukar (Madura, 2010). *Transaction exposure* terjadi karena adanya kewajiban/kontrak. Perubahan nilai tukar akan menyebabkan adanya *mismatch* penerimaan dan

pengeluaran dalam valuta asing dan setiap kerugian atau keuntungan yang timbul akan langsung berdampak pada *actual cash flow*.

Setelah mengetahui eksposur terhadap *foreign exchange* maka perusahaan perlu menentukan apakah akan melakukan *hedging* atau tidak terhadap risiko tersebut. Pada keuangan internasional isu bagaimana strategi yang tepat guna mengelola risiko mata uang masih belum selesai (Jacque, 1996). Para ahli keuangan perusahaan menggunakan strategi berdasarkan tipe dan besarnya perusahaan (Allen, 2003).

Salah satu strategi untuk mengelola risiko mata uang adalah *hedging*. Terdapat beberapa definisi tentang *hedging* antara lain: Eitman *et al.* (2010) mengatakan bahwa *hedging* adalah mengambil posisi baik karena memperoleh arus kas aset hingga kontrak *termasuk forward contract* yang nilainya dapat naik atau turun dan akan terjadi *offset* berupa penurunan atau kenaikan pada nilai posisi yang sudah diambil. Teori selanjutnya dari Jin dan Jorion. (2006) yang menyatakan bahwa *hedging* adalah cara untuk mengurangi risiko yang ada dengan menghilangkan eksposur terhadap pergerakan harga atas suatu aset. Bank Indonesia mendefinisikan *hedging* sebagai transaksi yang dilakukan oleh Nasabah kepada Bank dalam rangka memitigasi risiko atau melindungi nilai suatu aset, kewajiban, pendapatan, dan/atau beban Nasabah terhadap risiko fluktuasi nilai mata uang di masa yang akan datang. Berdasarkan referensi tersebut maka *hedging* merupakan suatu langkah guna melindungi nilai aset terhadap pergerakan harga aset di kemudian hari.

Terdapat beberapa teori terkait kebijakan *hedging* antara lain berdasarkan pendapat dari Vickery *et al.* (1993) yang menyatakan terdapat tiga pendekatan, yaitu *do nothing*, *a passive approach*, dan *an active approach*. Dalam *do nothing*, perusahaan langsung melakukan konversi atas kas keluar di pasar spot ketika kewajiban kas tiba. Dalam *passive approach*, perusahaan melakukan antisipasi atas kewajiban kas keluar dikemudian hari dimana perusahaan melakukan transaksi *forward* atau derivatif lainnya. Untuk *active approach*, perusahaan melakukan langkah antara lain membuka posisi transaksi derivatif terlebih dahulu sebelum ada kewajiban dimana perusahaan mempunyai intensi bukan hanya melindungi nilai aset tetapi juga mendapatkan keuntungan dari transaksi derivatif. Teori

lainnya berdasarkan pendapat Papaioannou (2006) yang menyatakan terdapat dua jenis *hedging* yang digunakan guna memitigasi *transaction risk* yaitu *Tactical hedge* dan *strategic hedge*. *Tactical hedge* dilakukan guna memitigasi risiko mata uang atas *short-term Receivable* dan *payable transactions*, sedangkan *strategic hedge* digunakan guna memitigasi risiko mata uang atas aset jangka panjang.

Berbagai penelitian tentang *hedging* menunjukkan hasil yang bervariasi. *Hedging* dapat memberikan dampak positif antara lain penelitian Allayannis dan Weston (2001) dimana penggunaan derivatif mata uang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Hedging foreign currency* dan *interest rate* meningkatkan nilai perusahaan yang nilainya dapat naik (atau turun) dan akan terjadi *offset* berupa penurunan (atau kenaikan) pada nilai posisi yang sudah diambil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial derivatives* mengurangi baik total *risk* dan *systematic risk*. Penggunaan *derivatives* akan menyebabkan *significantly higher firm value* (Bartram *et al.* 2005). *Hedging* bahan bakar mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan penerbangan (Carter *et al.* 2006). Penggunaan finansial *hedge* dapat meningkatkan nilai perusahaan (Treanor, 2008). *Hedging foreign currency* dan *interest rate* meningkatkan nilai perusahaan yang signifikan. (Belghitar *et al.* 2008). *Hedging* meningkatkan *value creation* perusahaan (Clark dan Mefteh, 2010). Adanya hubungan yang kuat antara *hedging derivative* dengan *sales*, likuiditas, pertumbuhan *option*, *growth options*, managerial *ownership* dan besarnya perusahaan di Malaysia (Ameer, 2010). Penggunaan produk derivatif berpengaruh signifikan positif terhadap nilai keuangan perusahaan (Samitas *et al.* 2011). Penggunaan *hedging* menciptakan *value* bagi pemilik saham (Scordis *et al.* 2012). Penggunaan FX *Hedging* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan dan kinerja finansial, namun *hedging* suku bunga berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan dan kinerja keuangan (Ahmed *et al.* 2013). *Hedging* meningkatkan nilai perusahaan (Nova *et al.* 2015). Namun demikian, *hedging* dapat memberikan dampak negatif atau tidak berdampak kepada nilai perusahaan antara lain penelitian Fauver (2000) dimana penggunaan derivatif berdampak negatif terhadap perusahaan yang mempunyai diversifikasi bisnis. *Hedging* tidak memengaruhi nilai perusahaan. (Jin dan Jorion, 2006). Penggunaan *hedging* mata uang selama tahun 1999–2006 tidak menguntungkan

bagi global portfolio manager (Chincarini, 2007). *Hedging* tidak memengaruhi nilai perusahaan (Magee, 2009). Penggunaan produk derivatif tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Khediri, 2010). Nilai perusahaan dipengaruhi oleh risiko-risiko perusahaan dan penggunaan *hedging* dianggap tidak berhubungan dengan upaya memitigasi risiko tersebut (Naito dan Laux, 2011). Penggunaan produk derivatif tidak berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan (Bashir, 2013). Serta penelitian Guo (2013) dimana ketika suku bunga naik dan volatile maka *hedging* dapat menimbulkan *unexpected interest rate losses* dan kinerja keuangan REIT (*Real Estate Investment Trust*) yang lebih rendah.

Mempertimbangkan permasalahan yang ada maka peneliti merasa perlu untuk melakukan penelitian terkait penggunaan *hedging* sebagai alternatif mitigasi atas risiko mata uang khususnya pada perusahaan telekomunikasi. Peneliti ini bertujuan menggambarkan penerapan *hedging* di perusahaan telekomunikasi dan menganalisis dampak *hedging* terhadap nilai perusahaan telekomunikasi.

METODE

Penelitian dilakukan terhadap perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang melakukan transaksi *hedging*. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan kuartalan dan tahunan dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2015. Data tersebut diambil dari website IDX dengan alamat <http://www.idx.co.id>.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *ordinary least square* (OLS). Metode ini digunakan untuk menganalisis data panel pooled data atau data panel dan mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel tidak bebas dengan persyaratan semua asumsi klasik terpenuhi. Dalam penelitian ini kami mengadopsi teori dari Gujarati dan Porter (2009) dan Wasiuzzaman S (2014) dimana model yang dipakai adalah:

$$Value_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Profit_{it} + \beta_2 H * Profit_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 H * Size_{it} + \beta_5 Capital\ expenditure_{it} + \beta_6 H * Capital\ expenditure_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 H * Leverage_{it} + \beta_9 Dividen_{it} + \beta_{10} H * Dividen_{it} + \beta_{11} Liq_{it} + \beta_{12} H * Liq_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan: $Value_{it}$ (rasio nilai perusahaan yang direpresantisikan oleh Tobin's Q); α_1 (kontanta); H^* (perubahan nilai variabel independent setelah menghitung komponen *hedging* nilai tukar); ε (*Error* regresi).

Berbagai variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Variabel *Dependent*

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel *dependent* adalah nilai perusahaan yang direpresntasikan oleh Tobin's Q. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Allayannis (2001) dan Nova *et al.* (2015). Nilai Tobin's Q dihitung dengan rumus \ln (logaritma natural) dari rasio nilai pasar *assets* dibagi nilai buku *assets*, karena \ln menunjukkan tingkat pertumbuhan atau menunjukkan *geometric rate of growth* dari rasio nilai pasar *assets* dibagi nilai buku *assets*. Semakin besar nilai \ln (Tobin's Q) maka semakin tinggi nilai perusahaan.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{nilai pasar } assets) / (\text{nilai buku } assets)$$

Variabel *Independent*

Terdapat beberapa variabel *independent* yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

Profitabilitas

Perusahaan yang mempunyai profit besar akan dibeli dengan harga premium dibandingkan perusahaan dengan profit rendah. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan lainnya (Allayannis dan Weston, 2001; Jin dan Jorion, 2006; Junior dan Laham, 2008). Dalam menilai profitabilitas ini, digunakan indikator *Return on Assets* (ROA), yaitu *rasio net income* dibandingkan dengan total *assets*.

$$\text{ROA} = (\text{Earnings Before Interet and Taxes}) / (\text{Total Assets})$$

Firm size

Belghitar *et al.* (2012) menyatakan bahwa biaya investasi perusahaan yang lebih besar relative lebih rendah untuk dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil karena perusahaan yang lebih besar memiliki

informasi yang lebih banyak untuk mendapatkan pendanaan dari luar dan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal serta memiliki kapasitas yang lebih besar untuk mendapatkan kredit. Biaya investasi relative perusahaan yang lebih rendah akan menghemat *cashflow* perusahaan dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian dari Allayannis (2001), Jin dan Jorion (2006), González *et al.* (2013) serta Ahmed *et al.* (2013) maka dalam penelitian ini dipakai *proxy log* dari total *assets* sebagai model *proxy* untuk mengukur *firm size*.

$$\text{Firm Size} = \ln(\text{Assets})$$

Growth

Untuk menilai pertumbuhan (*growth*) suatu perusahaan maka akan dinilai tingkat investasi (*capital expenditure*) perusahaan. Hal ini disebabkan investasi aktiva perusahaan dapat menghasilkan produk untuk dijual. Besarnya produk yang dijual akan menentukan besarnya *value of the firm* maka variabel *capital expenditure* juga merupakan variabel yang dianalisis dampaknya terhadap nilai perusahaan.

$$\text{Capital expenditure} = (\text{Capital Expenditures}) / (\text{Total Sales})$$

Leverage

Belghitar *et al.* (2012) menyatakan bahwa ketika utang jangka panjang perusahaan meningkat maka biaya yang ditanggung perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari luar juga meningkat. Perusahaan yang memiliki utang yang besar akan berusaha untuk menjaga agar perusahaan tidak menanggung risiko nilai tukar (*exchange rate*) dengan cara *hedging*. Berdasarkan penelitian dari Jin dan Jorion (2006), Jonior dan Laham (2008) serta Chang (2009). *Leverage* didefinisikan sebagai utang jangka panjang valuta asing dibagi total asset.

$$\text{Leverage} = (\text{Nilai Buku Long Term Debts}) / (\text{Total Assets})$$

Dividen

Dividen berdasarkan penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Jin dan Jorion (2006) merupakan *proxy* bagi akses perusahaan ke pasar keuangan. Jika perusahaan membagikan dividen maka dapat berpengaruh pada

modal yang pada akhirnya dapat menyebabkan rendahnya nilai Tobin's Q (Allayannis and Weston, 2001). Dalam penelitian ini pengukuran dividen adalah besarnya nilai dividend per *share* dibagi dengan harga saham. Variabel ini merupakan *proxy* besarnya *expected cash flows* yang akan diterima perusahaan dalam menentukan besarnya nilai perusahaan.

$$\text{Dividen Yield} = (\text{Dividend Per Share})/(\text{Price Per Share})$$

Likuiditas

Belghitar *et al.* (2012) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki keterbatasan *cash* memiliki Tobin's Q yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut memiliki kemungkinan akan melakukan investasi dengan dominasi pada proyek yang memiliki NPV positif. Sebaliknya, perusahaan dengan *free cash flows* yang lebih akan melakukan investasi pada proyek dengan NPV negatif. Dengan demikian, variabel *quick ratio* dapat diketahui dampaknya terhadap positif atau negatif NPV proyek atau nilai perusahaan.

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Current Assets})/(\text{Current Liabilities})$$

Variabel Moderating

Variabel *hedging* merupakan variabel moderating yang dipakai dalam penelitian ini. Variabel *hedging* direpresentasikan dengan *hedging foreign exchange derivative* yang merupakan ukuran besarnya nilai nominal *foreign currency derivative* dibagi dengan nilai total *assets*. Variabel ini merupakan *proxy* besarnya *foreign currency exposure* yang di *hedged* oleh perusahaan. Variabel *foreign exchange derivative* merupakan salah satu variabel penelitian yang ingin diketahui dampak tidak langsung terhadap nilai perusahaan.

$$\text{FX Derivative} = (\text{Nilai Foreign Currency Derivative})/(\text{Total Assets})$$

Dalam penelitian ini digunakan perhitungan *hedging* sebagai berikut:

$$H * X_{it} = (\text{Nilai Foreign Currency Derivative})/(\text{Total Assets}) * X_{it}$$

X = variabel independent

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini secara umum digunakan guna menguji sejauhmana pengaruh antara variabel *moderating* terhadap variabel independen dengan variabel dependen dalam model di persamaan. Hipotesis yang digunakan adalah "Hedging berdampak terhadap nilai perusahaan melalui perubahan profitabilitas, *firm size*, pertumbuhan, *leverage*, dividen dan likuiditas".

HASIL

Kondisi Keuangan dan Hedging Perusahaan

Hasil olahan data laporan keuangan triwulanan termasuk *audited* yang didapatkan dari Bursa Efek Indonesia (www.bei.go.id) maka diketahui perkembangan keuangan perusahaan sebagai berikut: Nilai Perusahaan (Dalam kurun waktu 10 tahun terakhir ternyata nilai perusahaan berfluktuasi dimana berada antara 0,22 dengan 1,84. Posisi nilai Tobin' Q pada Desember 2015, hampir sama sekitar 0,53); Aset (Aset terus tumbuh dalam kurun waktu 10 tahun terakhir pada Desember 2015 menjadi sekitar Rp50-an trilyun); Profitabilitas (Terdapat fluktuasi profitabilitas terhadap ke dua perusahaan tersebut dalam 10 tahun terakhir, dimana pada akhir 2015, ROA perusahaan negatif berada dikisaran -1,07% dan -3,22%); Likuiditas (Perkembangan likuiditas dalam 10 tahun terakhir cukup fluktuatif dimana *quick ratio* pada tahun 2015 berada dikisaran 49,46% dan 64,46%); Pertumbuhan (Pertumbuhan *capex*) cukup besar pada posisi per Desember 2015 berada pada kisaran 0,182 kali dan 0,022 kali); *Leverage* (Perkembangan hutang jangka panjang pada Desember 2015 berada dalam kisaran 0,10 kali 0,11 kali); Dividen (Selama kurun waktu 10 tahun terakhir perusahaan jarang memberikan dividen setiap tahun mengingat sering terjadi kerugian dimana selama masa observasi ketahui dividen dibagikan pada kisaran 6 kali dan 8 kali).

Mengacu kepada laporan keuangan triwulanan termasuk *audited* yang didapatkan dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.go.id) diketahui perusahaan aktif melakukan transaksi *hedging* valuta asing dimana total transaksi pada awal 2006 adalah USD 500 juta dan posisi pada akhir Desember 2015 adalah USD 878 juta. Secara garis besar terdapat 3 jenis transaksi *hedging* yang dilakukan kedua perusahaan, yaitu CCS (*cross currency swap*), *forward* dan *option* dimana persentasenya adalah 50,01%; 41,38%; dan 8,61%.

Rasio *hedging* terhadap hutang jangka panjang dan pertumbuhan (*capital expenditure*), yaitu 31,55%. Selain itu, nilai *pearson correlation* untuk *hedging* terhadap *leverage* adalah 0,341 dengan nilai signifikansi 0,002 dan nilai *pearson correlation* untuk *hedging* terhadap *capital expenditure* adalah 0,429 dengan nilai signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa *hedging* mempunyai hubungan positif signifikan terhadap *leverage* dan *capital expenditure* dimana perusahaan melakukan *hedging* karena kewajiban hutang jangka panjang valas dan *capital expenditure* valas yang harus dipenuhi.

Hedging yang dilakukan oleh perusahaan menurut Papaioannou (2006) termasuk dalam kategori *tactical hedge* dan *strategic hedge*. *Tactical hedge* dilakukan guna memitigasi risiko mata uang atas *short-term Receivable* dan *payable transactions*, dalam hal ini *hedging* dilakukan untuk memitigasi risiko atas eskposur pelaksanaan belanja perusahaan (*capital expenditure*) sedangkan *strategic hedge* digunakan guna memitigasi risiko mata uang atas aset jangka panjang. Adapun strategi *hedging* yang dilakukan ke dua perusahaan berdasarkan Vickery *et al.* (1993) adalah *a passive approach* dimana perusahaan melakukan antisipasi atas kewajiban kas keluar dikemudian hari dimana perusahaan melakukan transaksi *forward* atau derivatif lainnya.

Dampak Hedging

Hasil pengujian menunjukkan bahwa model penelitian yang dipakai telah memenuhi persyaratan-persyaratan yang diperlukan. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian antara lain uji autokolerasi dimana nilainya dianggap memiliki signifikan karena *Obs*R-Squared* sebesar 0,164653 atau lebih besar dari tingkat kesalahan ($\alpha = 5\%$), uji heteroskedastisitas dimana nilainya adalah signifikan mengingat nilai *Obs*R-Squared* (0,785505) atau lebih besar dari tingkat kesalahan ($\alpha = 5\%$), uji normalitas dimana nilai *probability* (JB) sebesar 0,447128 lebih besar dari tingkat kesalahannya ($\alpha=5\%$) yang berarti bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas. Uji lain adalah uji f dimana hasil nilai signifikansinya adalah 0,000 lebih kecil dari alpha 0,05. Hal ini berarti jika diuji secara simultan maka terdapat pengaruh dari seluruh variabel independent (*profit*, *firm size*, pertumbuhan (*capital expenditure*), *leverage*, dividen, *liquidity*, dan *hedging* sebagai moderasi atas variabel independennya terhadap variabel dependennya (Tobin's Q). Pengaruh *hedging* terhadap nilai perusahaan dapat diketahui melalui hasil pengujian parsial atau uji-t. Hasil lengkap pengujian regresi didapat hasil uji-t pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Uji Parsial (Uji T), Var. Dependen: Tobin's Q

Variabel	Beta	T-Stat	Sig.
Constant	23.53745	9.772634	0.0000
Profit	0.076064	3.750463	0.0004
H*Profit	-0.724494	-3.364041	0.0013
<i>Firm size</i>	-0.713677	-9.405587	0.0000
H* <i>Firm size</i>	-0.009714	-0.166369	0.8684
Pertumbuhan (<i>capital expenditure</i>)	0.041833	0.074395	0.9409
H*Pertumbuhan (<i>capital expenditure</i>)	1.186433	0.332427	0.7406
<i>Leverage</i>	-2.131849	-8.294844	0.0000
H* <i>Leverage</i>	0.411899	0.599416	0.5509
Dividen	0.081092	0.681414	0.4980
H*Dividen	-0.719472	-0.559768	0.5775
Likuiditas	-0.112136	-0.311683	0.7562
H*Likuiditas	1.335315	0.411670	0.6819

Mengacu kepada persamaan regresi berganda diketahui nilai konstanta sebesar 23,537. Artinya, jika seluruh variabel independen tidak ada ($X=0$) atau variabel profit, *firm size*, pertumbuhan (*capital expenditure*), *leverage*, dividen, likuiditas dan *hedging* sebagai moderasi atas variabel independennya adalah tidak ada maka Tobin's Q masih ada bernilai positif sebesar 23,537.

Profit terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa profit mempunyai nilai signifikansi 0,0004 lebih kecil dari 0,05 (atau $t\text{-hitung}=3,750463$ lebih besar dari nilai $t\text{-tabel}=2,000$) berarti bahwa profit berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Selanjutnya, koefisien regresi variabel profit sebesar 0,076 menunjukkan bahwa pengaruh variabel profit terhadap Tobin's Q adalah positif. Berdasarkan nilai koefisien regresi tersebut berarti jika profit mengalami peningkatan sebesar 1 kali maka Tobin's Q juga akan mengalami peningkatan sebesar 0,076 kali. Hal sesuai dengan berbagai penelitian di Indonesia terkait nilai perusahaan dimana semakin besar profit maka semakin tinggi nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013; Winarto, 2015).

Pemoderasi *hedging* untuk profit terhadap Tobin's Q

Hasil uji t menunjukkan bahwa pemoderasi *hedging* profit mempunyai nilai signifikansi 0,0013 lebih kecil dari 0,05 (atau $t\text{-hitung}=-3,364041$ yang secara absolut lebih besar dari nilai $t\text{-tabel}=2,000$), berarti bahwa pemoderasi *hedging* untuk profit berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar -0,7244 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk profit terhadap Tobin's Q adalah negatif, yang berarti jika pemoderasi *hedging* untuk profit mengalami peningkatan sebesar 1 kali maka Tobin's Q akan mengalami penurunan sebesar 0,7244 kali.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *hedging* tidak menambah nilai perusahaan (Guo, 2013; Bashir, 2013). Bahkan penelitian dari Bashir (2013) menunjukkan penggunaan *hedging* hasil berdampak negatif, tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian ini bertentangan dengan penelitian Allayannis dan Weston (2001) yang menyatakan bahwa *hedging* asing dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dampak negatif tersebut menurut hemat peneliti disebabkan oleh 2 faktor yaitu harga produk/premi *hedging* yang mahal serta terbatasnya counterparty bank yang dapat melayani kebutuhan perusahaan. Faktor pertama yaitu harga produk *hedging* yang mahal khususnya dibandingkan dengan produk *hedging* lain. Berdasarkan data bloomberg diketahui bahwa harga produk *hedging* USD/IDR secara umum lebih tinggi dibandingkan dengan produk *hedging* EUR/USD, misalnya premi option EUR/USD 1 year sebesar 3,5%; premi option USD/IDR 1 year sebesar 4,2%; premi CCS EUR/USD 1 year sebesar -0,43%; premi CCS USD/IDR sebesar 7,2%; premi *call spread* EUR/USD 1 year sebesar 1,079%; premi *call spread* USD/IDR 1 year sebesar 2,63% dan premi *forward* USD/IDR 1 year sebesar 6%. Terdapatnya harga yang cukup mahal dapat berakibat biaya *hedging* semakin besar khususnya jika perusahaan melakukan *hedging* dengan jumlah yang besar dan hal ini terlihat pada kedua perusahaan yang sedang diteliti tersebut. Faktor lain, adalah belum banyak bank yang menyediakan produk *hedging*. Pada saat ini, terdapat 119 bank umum yang ada di Indonesia namun berdasarkan ketentuan Bank Indonesia dan OJK hanya bank dengan modal inti besar (diatas Rp5 triliun) yaitu bank BUKU 3 dan BUKU 4 yang boleh melakukan transaksi dimana jumlahnya kurang dari 30 bank. Berdasarkan informasi lisan dari pelaku pasar diketahui hanya 10 bank yang cukup aktif melakukan transaksi *hedging* dengan nasabah/perusahaan.

Firm size terhadap Tobin's Q

Mengacu kepada hasil uji t diketahui bahwa *firm size* mempunyai nilai signifikansi 0,0000 lebih kecil dari 0,05 (atau $t\text{-hitung}=-9,405587$ yang secara absolut lebih besar dari nilai $t\text{-tabel}=2,000$), maka *firm size* berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar -0,713677 menunjukkan bahwa pengaruh *firm size* untuk profit terhadap Tobin's Q adalah negatif, yang berarti jika *firm size* perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1 kali maka Tobin's Q akan mengalami penurunan sebesar 0,713677 kali.

Hasil ini bertentangan dengan penelitian di Indonesia sebelumnya yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara *firm size* dengan nilai perusahaan (Winarto, 2015). Peneliti menilai bahwa pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan disebabkan oleh adanya faktor *Leverage* atau hutang jangka panjang. Dalam hal ini, besarnya *firm size* diakibatkan oleh

besarnya *Leverage* sehingga semakin besar *firm size* maka semakin besar hutang jangka panjang yang digunakan. Mengingat hutang jangka panjang dalam mata uang valas sehingga beban kewajiban perusahaan semakin besar yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan.

Pemoderasi *hedging* untuk *firm size* terhadap Tobin's Q

Hasil uji t menunjukkan bahwa pemoderasi *hedging firm size* tidak signifikan karena mempunyai nilai 0,8684 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung = -0,166369 yang secara absolut lebih kecil dari nilai t-tabel = 2,000), berarti bahwa pemoderasi *hedging* untuk *firm size* berpengaruh tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar -0,009714 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk *firm size* terhadap Tobin's Q adalah negatif, tetapi tidak signifikan.

Hedging sebenarnya dapat mengurangi dampak negatif *firm size* terhadap nilai perusahaan dari -0,713677 berkurang menjadi -0,009714. Dalam hal ini, peneliti menduga bahwa *hedging* dapat membuat biaya *leverage* lebih kecil karena perusahaan mempunyai kesempatan guna mengelola likuiditas dengan lebih baik. Penggunaan *hedging* akan membuat *firm size* semakin baik yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Huang, 2003). Namun demikian, adanya hasil analisis dalam penelitian ini yang tidak signifikan maka hal tersebut tidak dapat digeneralisir.

Pertumbuhan terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa nilai signifikansi 0,9409 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= 0,074395 lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti bahwa pertumbuhan (*capital expenditure*) tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar 0,041833 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk profit terhadap Tobin's Q adalah positif namun tidak signifikan.

Terdapat penelitian lain di Indonesia terkait nilai perusahaan dimana semakin besar pertumbuhan (*capital expenditure*) maka semakin tinggi nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013; Winarto, 2015). Namun demikian, mengingat dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan maka hal ini tidak dapat disamakan dengan penelitian terdahulu tersebut.

Pemoderasi *hedging* untuk Pertumbuhan (*capital expenditure*) terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa pemoderasi *hedging* untuk pertumbuhan (*capital expenditure*) mempunyai nilai signifikansi 0,7406 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= 0,332427 lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti pemoderasi *hedging* untuk pertumbuhan (*capital expenditure*) tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar 1,186433 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk profit terhadap Tobin's Q adalah positif namun tidak signifikan.

Hedging akan membuat pertumbuhan semakin baik yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Huang, 2003). Hal tersebut sebenarnya dapat dilihat dari hasil analisa penelitian ini dimana koefisien regresinya adalah 1,186433 naik signifikan dari 0,041833 jika pertumbuhan tanpa *hedging*. *Hedging* akan membuat perusahaan mempunyai peluang untuk meningkatkan *capital expenditure*. Namun demikian, mengingat hasil analisis dalam penelitian ini tidak signifikan maka hal tersebut tidak dapat digeneralisir

Leverage terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa profit mempunyai nilai signifikansi 0,0000 lebih kecil dari 0,05 (atau t-hitung= -8,294844 yang secara absolut lebih besar dari nilai t-tabel= 2,000) berarti bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Selanjutnya, koefisien regresi variabel *leverage* sebesar -2.131849 menunjukkan bahwa pengaruh variabel *Leverage* terhadap Tobin's Q adalah negatif. Berdasarkan nilai koefisien regresi tersebut berarti jika *Leverage* mengalami peningkatan sebesar 1 kali maka Tobin's Q juga akan mengalami penurunan sebesar 2.131849 kali.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa *Leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap perusahaan (Hermuningsih, 2013; Winarto, 2015). Peneliti beranggapan bahwa untuk perusahaan telekomunikasi yang padat modal maka semakin tinggi hutang valuta asing yang dimiliki maka semakin besar beban biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan mengingat pendapatan perusahaan dalam mata uang Rupiah. Beban biaya tersebut semakin besar apabila nilai Rupiah terdepresiasi terhadap mata uang asing. Hal ini

menyebabkan pengaruh *leverage* negatif terhadap nilai perusahaan.

Pemoderasi *hedging* untuk *Leverage* terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa pemoderasi *hedging* untuk *Leverage* mempunyai nilai signifikansi 0,5509 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= 0,599416 lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti pemoderasi *hedging* untuk *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar 0,411899 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk profit terhadap Tobin's Q adalah positif namun tidak signifikan. Berdasarkan penelitian terdahulu diketahui bahwa *hedging* dapat meningkatkan kapasitas hutang valuta asing (Berrospide *et al.* 2011). Dalam hal ini, *hedging* dapat membuat *firm size* semakin baik yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Huang, 2003). Namun demikian, mengingat dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan maka hal ini tidak dapat disamakan dengan penelitian terdahulu tersebut.

Dividen terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa nilai signifikansi 0,4980 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= 0,681414 lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti bahwa dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar 0,081092 menunjukkan bahwa pengaruh dividen untuk profit terhadap Tobin's Q adalah positif namun tidak signifikan.

Terdapat penelitian lain di Indonesia yang menyatakan bahwa dividen mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan (Winarto, 2015). Namun demikian, mengingat dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan maka hal ini tidak dapat disamakan dengan penelitian terdahulu tersebut.

Pemoderasi *hedging* untuk dividen terhadap Tobin's Q
Hasil uji t diketahui bahwa pemoderasi *hedging* untuk dividen mempunyai nilai signifikansi 0,5775 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= -0,599768 yang secara absolut lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti pemoderasi *hedging* untuk dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar -0,719472 menunjukkan bahwa

pengaruh pemoderasi *hedging* untuk dividen terhadap Tobin's Q adalah negatif namun tidak signifikan.

Peneliti menduga dampak negatif pemoderasi *hedging* terhadap dividen terkait dengan variabel sebelumnya, yaitu dampak *hedging* terhadap profit. Dalam hal ini, mempertimbangkan dampak *hedging* terhadap profitnya berdampak negatif maka dampak dividen juga sejalan yaitu negatif. Selain itu, terdapat keterbatasan data pembagian dividen yang menyebabkan kesulitan menganalisis. Hal-hal tersebut mengakibatkan hasil analisa yang negatif dan tidak signifikan sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisir.

Likuiditas terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa nilai signifikansi 0,7562 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= -0,311683 yang secara absolut lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar -0,112136 menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas terhadap Tobin's Q adalah negatif namun tidak signifikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian lain di Indonesia yang menyatakan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan (Winarto, 2015). Hal ini disebabkan dugaan bahwa investor tidak menyukai perusahaan memiliki banyak likuiditas dimana menunjukkan perusahaan tidak dapat mengoptimalkan pada asset produktif lainnya. Namun demikian, mengingat dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan maka hal ini tidak dapat disamakan dengan penelitian terdahulu tersebut.

Pemoderasi *hedging* untuk likuiditas terhadap Tobin's Q

Hasil uji t diketahui bahwa pemoderasi *hedging* untuk likuiditas mempunyai nilai signifikansi 0,6819 lebih besar dari 0,05 (atau t-hitung= 0,411670 lebih kecil dari nilai t-tabel= 2,000), berarti pemoderasi *hedging* untuk likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Berdasarkan nilai koefisien regresinya sebesar 1,335315 menunjukkan bahwa pengaruh pemoderasi *hedging* untuk likuiditas terhadap Tobin's Q adalah positif namun tidak signifikan.

Hedging dapat meningkatkan *free of cash flow* (Huang, 2003). Hal yang sama dikemukakan oleh Adiwaskito (2011) bahwa melalui *forward contract* dapat meningkatkan *cashflow* perusahaan. Meredith (2002) juga menyatakan bahwa *hedging* akan meningkatkan nilai perusahaan karena meningkatnya likuiditas. Kejadian yang serupa terjadi pada penelitian ini dimana terjadi peningkatan koefisiensi regresi dari -0,112136 menjadi 1,335315. Peneliti menduga bahwa *hedging* dapat meningkatkan likuiditas mengingat perusahaan dapat mengalokasikan likuiditas lebih efisien pada saat kewajiban muncul. Hal tersebut mengakibatkan dampak pemoderasi *hedging* likuiditas berdampak positif terhadap Tobin's Q. Namun demikian, mengingat dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan maka hal ini tidak dapat disamakan dengan penelitian terdahulu tersebut

Implikasi Manajerial

Hedging dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, dalam penelitian ini hal tersebut belum terlihat. Penggunaan *hedging* tetap diperlukan sebagai alat mitigasi perusahaan terhadap risiko mata uang. Untuk mendapatkan hasil yang lebih baik maka perusahaan perlu melakukan selective *hedging* dalam menggunakan transaksi derivatif berupa CCS, *forward* atau *option* dengan mempertimbangkan kondisi-kondisi antara lain: kondisi makro perekonomian dan tingkat suku bunga rupiah dan valas.

Pemerintah dapat memengaruhi pasar melalui kebijakan moneter dan fiskal. Salah satu contoh adalah kebijakan *tax amnesty* yang sempat membuat kurs Rupiah menguat dalam jangka pendek. Terhadap kondisi tersebut, perusahaan dapat segera melakukan transaksi CCS, *forward* atau *option* dalam jumlah cukup besar dengan tenor yang cukup panjang karena premi *hedging* berada dalam level rendah saat itu.

Untuk melakukan *hedging* perusahaan harus memperhatikan *cashflow* jangka pendek (kurang atau sampai dengan 1 tahun), menengah (lebih dari 1 tahun namun kurang dari 3 tahun) dan panjang (lebih dari 3 tahun). Untuk memitigasi kewajiban jangka panjang produk CCS lebih baik dibandingkan dengan *forward* atau *option* mengingat perusahaan dapat membuat proyeksi *cashflow* lebih tepat sesuai dengan kewajiban yang akan muncul dikemudian hari. Sedangkan untuk jangka menengah, produk CCS, *forward* dan *option* dapat dilakukan namun tetap memperhatikan premi

produk dimaksud. Untuk jangka pendek, produk produk *forward* atau *option* merupakan produk yang dapat dipilih oleh perusahaan.

Setelah memperhatikan hasil penelitian, perusahaan perlu melihat kondisi pasar terkini. Terkadang, pasar mempunyai ekspektasi tersendiri terhadap hal-hal tertentu seperti kondisi makro ekonomi dan kebijakan pemerintah sehingga pergerakan kurs dan premi produk dapat bergerak berlawanan arah dengan teori yang ada. Ketika terjadi kondisi harga pasar yang rendah (premi produk yang rendah) maka perusahaan dapat melakukan transaksi CCS, *forward* atau *option* dalam jumlah yang cukup besar.

Penggunaan *hedging* bagi perusahaan bukan hanya kebutuhan, tetapi menjadi kewajiban khususnya bagi perusahaan yang memperoleh utang valas dari luar negeri mengingat Bank Indonesia telah mengeluarkan Peraturan Bank Indonesia No. 16/21/PBI/2014 Tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian Dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Nonbank. Ketentuan tersebut mewajibkan setiap perusahaan yang mempunyai utang valuta asing dari luar negeri namun pendapatannya dalam mata uang rupiah untuk melakukan *hedging* pada bank di dalam negeri mulai Januari 2017. Untuk itu, perusahaan harus dapat memperhitungkan secara detail dan mengelola transaksi *hedging* dengan baik.

Ke depan, banyak perusahaan membutuhkan *hedging* dimana memerlukan produk *hedging* yang lebih canggih/rumit. Hal ini sejalan dengan penelitian Luostarinen (2011) yang menyatakan bahwa semakin besar perusahaan dan semakin besar dan banyak jenis mata uang yang digunakan perusahaan maka semakin canggih pengelolaan *foreign exchange exposure*-nya. Berkenaan dengan hal tersebut, BI dan OJK diharapkan dapat mengantisipasi perkembangan dimaksud.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perusahaan telekomunikasi aktif melakukan *hedging* dalam jumlah yang cukup besar melalui 3 jenis transaksi, yaitu CCS, *Forward* dan *Option* dimana transaksi terbesar adalah CCS. *Hedging* dilakukan guna memitigasi risiko kurs atas eksposur hutang jangka panjang valuta asing. Berdasarkan enam faktor-faktor

yang memengaruhi nilai perusahaan, yaitu profitabilitas, *firm size*, growth, *Leverage*, dividen dan likuiditas. Berkaitan dengan itu, hanya tiga faktor memengaruhi secara signifikan terhadap nilai perusahaan, yaitu profitabilitas yang berpengaruh positif, *firm size* dan *leverage* yang berpengaruh negatif.

Setelah menganalisis *hedging* sebagai variabel moderating ternyata secara umum *hedging* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan mengingat terdapat lima faktor yaitu *firm size*, *growth*, *leverage*, dividen, dan likuiditas tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan *hedging* atas profit berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif tersebut disebabkan harga *hedging* yang tidak murah dan belum banyak bank yang dapat melayani kebutuhan *hedging* perusahaan. Penggunaan transaksi derivatif memerlukan biaya transaksi dan belum tentu meningkatkan nilai perusahaan (Guo, 2013).

Saran

Untuk menambah khasanah keilmuan terkait *hedging* maka penelitian selanjutnya sebaiknya meneliti pengaruh *hedging* pada sektor lain di luar telekomunikasi. Selain itu, penelitian dapat menggunakan jumlah sampel yang sangat banyak dari berbagai jenis perusahaan dengan periode penelitian yang lama. Penelitian lanjutan yang disarankan lainnya adalah meneliti jenis transaksi *hedging* yang paling berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan memperhatikan sektor atau jenis perusahaan; mengkaji komposisi *hedging* yang tepat bagi perusahaan; menentukan berapa harga *hedging* yang memadai bagi perusahaan dan hal-hal lainnya. Berbagai hasil penelitian tersebut diharapkan dapat membantu perusahaan melakukan *hedging* dengan tepat mengingat *hedging* bukan hanya menjadi kebutuhan tetapi menjadi kewajiban.

DAFTAR PUSTAKA

Adiwaskito MH. 2011. Analisis penerapan autoregressive integrated moving average sebagai dasar pengambilan keputusan hedging (studi kasus pada PT.XYZ [tesis]. Jakarta: Universitas Indonesia.

Ahmed H, Azevedo A, Guney Y. The Effect of Hedging on Firm Value and Performance: Evidence from

the Nonfinancial UK Firms; 18 June 2014; Rome, Italy. Rome: European Financial Management Association.

- Allayannis G, Weston J. 2001. The use of foreign currency derivative and firm market value. *The Review of Financial Studies* 14(10):243–276. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.243>.
- Allen SL. 2003, *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Ameer R. 2010. Determinants of corporate hedging practices in Malaysia. *International Business Research* 3(2): 120–130. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n2p120>.
- Bashir H. 2013. Impact of derivatives usage on firm value: evidence from non financial firms of Pakistan. *Journal of Management Research* 5(4):108–127.
- Bartram S M, Brown G W, Conrad J. The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value. Meetings of the Western Finance Association, 18th Annual Conference on Financial Economics and Accounting; 10 Mei 2009; Florida, United States of America. Florida: Financial Intermediation Research Society. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1342771>.
- Belghitar Y, Clark E, Judge A. 2008. The value effects of foreign currency and interest rate hedging: the UK evidence. *International Journal of Business* 13(1):44–60.
- Carter DA, Daniel RA, Betty JS. 2006. Does hedging affect firm value? evidence from the U.S airline industry. *Business and Economics Management Journal* 35(1): 53–86.
- Clark E, Mefteh S. 2010. Foreign currency derivatives use, firm value and the effect of the exposure profile: evidence from France. *International Journal of Business* 15(2): 184–196.
- Chincarini LB. 2007. The effectiveness of global currency hedging after the Asian crisis. *Journal of Asset Management* 8 (1): 34–51. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2250059>.
- Dorselaer VD, Breazeale JP. 2011. Sources and uses of financing in the U.S. telecom industry. *Research in Business and Economics Journal* 4(11): 1–18.
- Eiteman DK, Stonehill AI, Moffet MH. 2009. *Multinational Business Finance*. 12th edition. New York: Pearson. Inc.
- Fauver L A. 2000. Diversification, derivative usage and firm value [disertasi]. Florida: University Of Florida.

- González P F, Yun H. 2013. Risk management and firm value: evidence from weather derivatives. *The Journal of Finance* 68(7): 2143–2176. <https://doi.org/10.1111/jofi.12061>.
- Gujarati DN, Porter DC. 2009. *Basic Econometric*. 5th edition. New York: Mc-Graw Hill International Edition.
- Guo X. 2013. How does the use of derivatives affect investment performance, risk, and firm value? evidence from the U.S. real estate investment trust (REIT) industry [disertasi]. Delaware (US): University of Delaware.
- Hermuningsih S. 2013. Pengaruh profitabilitas, growth opportunity, struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* Oktober: 128-148.
- Huang P. 2003. Two essays on corporate hedging: the choice of instruments and methods [disertasi]. Louisiana: The Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College.
- Jacque L. 1996. *Management and Control of Foreign Exchange Risk*. Massachusetts: Kluwer Academic Publishers. <https://doi.org/10.1007/978-94-009-1806-1>.
- Jin Y, Jorion P. 2006. Firm value and hedging: evidence from U.S. oil and gas producers. *The Journal of Finance* 61(2): 893–920. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00858.x>.
- Junior R J, Laham J. 2008. The impact of hedging on firm value: evidence from brazil. *Journal of International Finance and Economics* 8(5): 76-91.
- Khediri K B. 2010. Do investors really value derivatives use? empirical evidence from France. *The Journal of Risk Finance* 11(1): 62–74. <https://doi.org/10.1108/15265941011012688>.
- Luostarinen S. 2011. Framework for evaluating foreign exchange exposure management practices of non-financial companies: a managerial approach [tesis]. Aalto: Aalto University.
- Madura J. 2010. *International Financial Management*, 11th edition. Canada: Nelson Education, Ltd.
- Magee S. 2008. Foreign Currency Hedging and Firm Value: A Dynamic Panel Approach. *The 2008 FIRN Doctoral Tutorial and the 2008 Australasian Finance and Banking Conference*; 18 Desember 2008; Sydney, Australia. Sydney: UNSW University. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1227905>.
- Meredith J H. 2002. The corporate use of derivatives to hedge energy price risk [disertasi]. Mississippi: University of Mississippi.
- Naito J, Laux J. 2013. Derivatives usage: value-adding or destroying. *Journal of Business & Economics Research* 9(11): 41–50. <https://doi.org/10.19030/jber.v9i11.6499>.
- Nova M, Cerqueira A, Brandão E. 2015. Hedging with derivatives and firm value: evidence for the non financial firms listed on the London Stock Exchange. *FEP Working Paper*. Desember 2015. School of Economics and Management, University of Porto.
- Papaioannou P. 2006. Exchange rate risk measurement and management: issues and approaches for firms. *IMF Working Paper*. November 2006. International Monetary Fund.
- Samitas A, Tsakalos I, Eriotis N. 2011. Hedging effectiveness in energy market during Economic crisis: better way to integration. *Journal of Economic Integration* 26 (3): 463–476. <https://doi.org/10.11130/jei.2011.26.3.463>.
- Scordis N A, Steinorth P. 2012. Value from hedging risk with reinsurance. *Journal of Insurance Issues* 35(2): 210–231.
- Treanor S D. 2008. The effectiveness of the operational and financial hedge: evidence from the airline industry [disertasi]. Oklahoma: Oklahoma State University.
- Wasiuzzaman S. 2015. Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance* 11(1): 60–79. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>.
- Winarto J. 2015. The determinants of manufacturer firm value in Indonesia stock exchange. *International Journal of Information, Business and Management* 7 (4): 323–349.
- Vickery S K, Carter J R, D'Itri M. 1993. An empirical analysis of foreign exchange management strategies in international sourcing. *International Journal of Physical Distribution and Logistics Management* 23(8): 38–46. <https://doi.org/10.1108/09600039310049826>.