

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

1.1 Gambaran Umum Perusahaan

1.1.1 PT Darya-Varia Laboratoria Tbk (DVLA)

Darya-Varia Laboratoria Tbk (DVLA) didirikan tanggal 30 April 1976 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1976. Induk usaha Darya-Varia Laboratoria Tbk adalah Blue Sphere Singapore Pte Ltd (menguasai 92,13% saham DVLA), merupakan afiliasi dari United Laboratories Inc, perusahaan farmasi di Filipina. Berdasarkan anggaran dasar perusahaan, ruang lingkup kegiatan PT Darya Varia Laboratoria Tbk adalah bergerak dalam bidang manufaktur, perdagangan, jasa, dan distribusi produk-produk farmasi, produk-produk kimia yang berhubungan dengan farmasi, dan perawatan kesehatan. Kegiatan utama PT Darya Varia Laboratoria Tbk adalah menjalankan usaha manufaktur, perdagangan, dan jasa atas produk-produk farmasi. Merek-merek yang dimiliki oleh PT Darya Varia Laboratoria Tbk antara lain adalah : Natur-E, Enervon-C, Neozep, Cetapain, Paracetamol Infuse, dan Prodiva.

Pada tanggal 12 Oktober 1994, PT Darya Varia Laboratoria Tbk memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan penawaran umum perdana saham PT Darya Varia Laboratoria Tbk (IPO) kepada masyarakat sebanyak 10.000.000 dengan nilai nominal Rp1.000,- persaham dengan harga penawaran Rp6.200,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 11 November 1994.

1.1.2 PT Indofarma Tbk (INAF)

Indonesia Farma (Persero) Tbk disingkat Indofarma (Persero) Tbk (INAF) didirikan tanggal 02 Januari 1996 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1983. Pada awalnya, INAF merupakan sebuah pabrik obat yang didirikan pada tahun 1918 dengan nama pabrik Obat Manggarai. Pada tahun 1950, Pabrik Obat Manggarai ini diambil alih oleh Pemerintah Republik Indonesia dan dikelola oleh Departemen Kesehatan. Pada tahun 1979, nama pabrik obat ini diubah menjadi Pusat Produksi Farmasi Departemen Kesehatan. Kemudian, berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia (PP) No.20 tahun 1981, Pemerintah menetapkan Pusat

Produksi Farmasi Departemen Kesehatan menjadi Perseroan Umum Indonesia Farma (Perum Indofarma). Selanjutnya pada tahun 1996, status badan hukum Perum Indofarma diubah menjadi Perusahaan (Persero). Indofarma memiliki anak usaha bernama PT Indofarma Global Medika yang bergerak di bidang distribusi obat dan alat kesehatan. Didirikan pada tanggal 4 Januari 2000 dengan 99,99% sahamnya dipegang oleh Indofarma dan sisanya dipegang oleh Koperasi Pegawai Indofarma. Perusahaan yang telah berusia lebih dari 20 tahun ini memiliki 29 kantor cabang yang tersebar di seluruh Indonesia.

Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan INAF adalah melaksanakan dan menunjang kebijakan serta program Pemerintah di bidang ekonomi dan pembangunan nasional pada umumnya, khususnya di bidang farmasi, diagnostik, alat kesehatan, serta industri produk makanan. Saat ini, Indofarma telah memproduksi sebanyak hampir 200 jenis obat yang terdiri dari beberapa kategori produk, yaitu Obat Generik Berlogo (OGB), Over The Counter (OTC), obat generik bermerek, dan lain-lain. Selain itu, Indofarma juga memproduksi bahan kemasan, mesin, peralatan dan infrastruktur yang berkaitan dengan industri farmasi dan lainnya. Perusahaan mulai beroperasi secara komersial dan berproduksi pada tahun 1983. Produk perusahaan dipasarkan baik di dalam negeri maupun di luar negeri.

1.1.3 PT Kalbe Farma Tbk (KLBF)

Kalbe Farma Tbk (KLBF) didirikan tanggal 10 September 1966 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1966. Pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih saham Kalbe Farma Tbk, antara lain: PT Gira Sole Prima (10.17%), PT Santa Seha Sanadi (9.71%), PT Diptanala Bahana (9.49%), PT Lucasta Murni Cemerlang (9.47%), PT Ladang Ira Panen (9.21%) dan PT Bina Arta Charisma (8.61%). Semua pemegang saham ini merupakan pemegang saham pengendali.

Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan KLBF meliputi, antara lain usaha dalam bidang farmasi, perdagangan dan perwakilan. Saat ini, KLBF terutama bergerak dalam bidang pengembangan, pembuatan dan perdagangan sediaan farmasi, produk obat-obatan, nutrisi, suplemen, makanan dan minuman kesehatan hingga alat-alat kesehatan termasuk pelayanan kesehatan primer. Produk-produk unggulan yang dimiliki KLBF dimasukkan ke dalam empat segmen: obat resep, produk kesehatan, produk nutrisi serta distribusi dan logistik.

Kalbe memiliki anak usaha yang juga tercatat di Bursa Efek Indonesia, yakni Enseval Putera Megatrading Tbk (EPMT). Pada tahun 1991, KLBF memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (IPO) KLBF kepada masyarakat sebanyak 10.000.000 dengan nilai nominal Rp1.000,- per saham dengan harga penawaran Rp7.800,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 30 Juli 1991.

1.1.4 PT. Pyridam Farma Tbk (PYFA)

PT Pyridam Farma Tbk (PYFA) didirikan dengan nama PT Pyridam pada tanggal 27 Nopember 1977 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1977. Perusahaan ini menjalankan dua segmen: produk farmasi dan layanan maklon (toll manufacturing), serta peralatan medis. Perusahaan ini membuat produk-produk dengan resep, produk yang dijual bebas (over the counter/OTC), dan suplemen makanan, yang meliputi analgesik, antibiotik, antihistamin, antipsikotik, obat batuk dan pilek, serta vitamin dan mineral. Selain menyediakan produk farmasi dengan mereknya sendiri, Perusahaan ini juga menawarkan layanan produksi untuk perusahaan lain dalam maklon (toll manufacturing). Untuk peralatan medis, Perusahaan ini menawarkan produk-produk seperti kuvet, wadah sekali pakai, labu, pipet, tabung uji. Perusahaan ini juga menawarkan layanan farmasi yang meliputi reagen laboratorium, analisis kimia, dan layanan nasihat.

Pada tanggal 27 September 2001, PYFA memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham PYFA (IPO) kepada masyarakat sebanyak 120.000.000 dengan nilai nominal Rp100,- per saham dengan harga penawaran Rp105,- per saham dan disertai Waran Seri I sebanyak 60.000.000. Saham dan Waran Seri I tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 16 Oktober 2001.

1.1.5 PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO)

Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (Sido Muncul) (SIDO) didirikan tanggal 18 Maret 1975. PT SidoMuncul didirikan dari home industri yang dikelola oleh Ibu Rakhmat Sulistio di Yogyakarta. Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan SIDO antara lain menjalankan usaha dalam bidang industri jamu yang meliputi industri obat-obatan (farmasi), jamu, kosmetika, minuman dan makanan yang berkaitan dengan kesehatan, perdagangan,

pengangkutan darat dan jasa. Kegiatan utama Sido Muncul adalah produksi dan distribusi jamu herbal, minuman energi, minuman dan permen serta minuman kesehatan (dengan merek utama Sidomuncul, Tolak Angin dan Kuku Bima).

Pada tanggal 10 Desember 2013, SIDO memperoleh pernyataan efektif dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham SIDO (IPO) kepada masyarakat sebanyak 1.500.000.000 dengan nilai nominal Rp100,- per saham dengan harga penawaran Rp580,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 18 Desember 2013. Tahun 2013 Sido Muncul secara resmi tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan kode emiten SIDO. Tahun 2019 sebanyak 274 jenis produk yang dimiliki oleh Sido Muncul, mendapatkan sertifikasi halal dari Majelis Ulama Indonesia.

1.1.6 PT. Tempo Scan Pacific Tbk (TSPC)

PT Tempo Scan Pacific Tbk dan entitas anaknya merupakan bagian dari Tempo Grup yang memulai kegiatan usahanya melalui pendirian PT PD Tempo pada tanggal 3 Nopember 1953 yang bergerak di bidang perdagangan produk farmasi. perusahaan Tempo Scan Pacific dibentuk melalui proses restrukturisasi pada tahun 1991 dan semula Perseroan bernama PT Scanchemie yang pada tahun 1970 memulai kegiatan produksi komersial produk farmasi dalam skala besar. Perseroan melalui entitas anaknya juga telah memproduksi produk kosmetik dan produk konsumen sejak tahun 1977.

Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan Tempo Scan bergerak dalam bidang usaha farmasi. Saat ini, kegiatan usaha Tempo Scan adalah farmasi (obat-obatan), produk konsumen dan kometika, serta distribusi. Produk – produk TSPC dipasarkan dengan berbagai merek dagang yang telah dikenal oleh masyarakat Indonesia, diantaranya adalah produk kesehatan (bodrex, vidoran, hemaviton, oskadon, zevit grow, dan lain-lain), produk konsumen (my baby, totalcare, natural honey, claudia, dan lain-lain), kosmetik (ulitima II dan marina), dan obat resep (anti-infectives, cardiovascular & endocrine-metabolic, analgesics-antipyretics & nsoids, cough & cold preparation, multivitamins & minerals, dan lain-lain).

Pada tanggal 24 Mei 1994, Tempo Scan memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham dengan kode TSPC (IPO) kepada masyarakat

sebanyak 17.500.000 dengan nilai nominal Rp1.000,- per saham dengan harga penawaran Rp8.250,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 17 Juni 1994.

1.1.7 PT. Millennium Pharmacon International Tbk (SDPC)

Millennium Pharmacon International Tbk (sebelumnya NVPD Soedarpo Corporation Tbk) (SDPC) didirikan 20 Oktober 1952 dengan nama N.V. Perusahaan Dagang Soedarpo Corporation dan mulai beroperasi secara komersial pada tanggal 20 Oktober 1952.

PT Millennium Pharmacon International Tbk merupakan perusahaan yang berbasis di Indonesia yang utamanya bergerak dalam distribusi produk farmasi. Produk-produk yang didistribusikannya meliputi obat-obatan, suplemen makanan, dan produk diagnostik. Untuk mendukung bisnisnya, perusahaan ini mengoperasikan sejumlah cabang di berbagai daerah di Indonesia, antara lain Jakarta, Tangerang, Banda Aceh, Medan, Samarinda, Balikpapan, Makassar, dan Denpasar. Perusahaan ini juga memiliki gudang pengumpulan di Jakarta, Bandung, dan Surabaya, Indonesia. Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan SDPC meliputi bidang usaha perdagangan dan jasa manajemen. Kegiatan usaha utama yang dilakukan SDPC adalah di bidang distribusi produk farmasi, suplemen makanan dan produk diagnostik.

Pada tanggal 22 Maret 1990, SDPC memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham SDPC (IPO) kepada masyarakat sebanyak 2.600.000 dengan nilai nominal Rp1.000,- per saham dengan harga penawaran Rp5.000,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 07 Mei 1990.

Pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih saham Millennium Pharmacon International Tbk, yaitu: Pharmaniaga International Corporation Sdn. Bhd., Malaysia (induk usaha) (55,00%), PT Danpac Pharma (23,87%) dan PT Danpac Pharma (5,87%). Induk usaha terakhir Millennium Pharmacon International adalah Boustead Holdings Bhd., Malaysia.

1.2 Hasil Perhitungan Variabel Penelitian

1.2.1 Hedging (Variabel Dependen)

Hedging adalah suatu kebijakan perusahaan dalam meminimalisir risiko fluktuasi valuta asing yang dapat merugikan perusahaan, dengan menggunakan cara instrumen derivatif yaitu *future*, opsi, *swap*, dan yang terakhir adalah *forward* (Jiwandhana dan Triaryati, 2016). Dalam penelitian ini, variabel *hedging* merupakan variabel dummy. Dummy diukur dengan cara memberi skor, skor 1 apabila perusahaan melakukan *hedging*, dan skor 0 untuk perusahaan yang tidak melakukan *hedging*.

Gambar 4.1

Perusahaan yang Melakukan *Hedging* dan Perusahaan yang Tidak *Hedging*



Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan Grafik Pie diatas maka dapat disimpulkan bahwa dalam sub sektor farmasi hanya terdapat 87% perusahaan saja yang melakukan *hedging* dan 13% perusahaan tidak menerapkan *hedging*. Perusahaan yang melakukan *hedging* atau tidaknya dilihat dari laporan keuangan yaitu pada catatan atas laporan keuangan. Dengan adanya grafik pie diatas maka dapat dijelaskan bahwa dari sub sektor pertambangan minyak dan gas bumi hanya sedikit perusahaan yang melakukan *hedging* dan banyak yang belum melakukan *hedging*.

1.2.2 *Financial Distress*

Financial distress merupakan suatu kondisi perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Perlindungan terhadap risiko dengan melakukan *hedging* dapat mengurangi risiko terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang berujung pada kebangkrutan pada perusahaan Guniarti, (2014).

Tabel 4.1

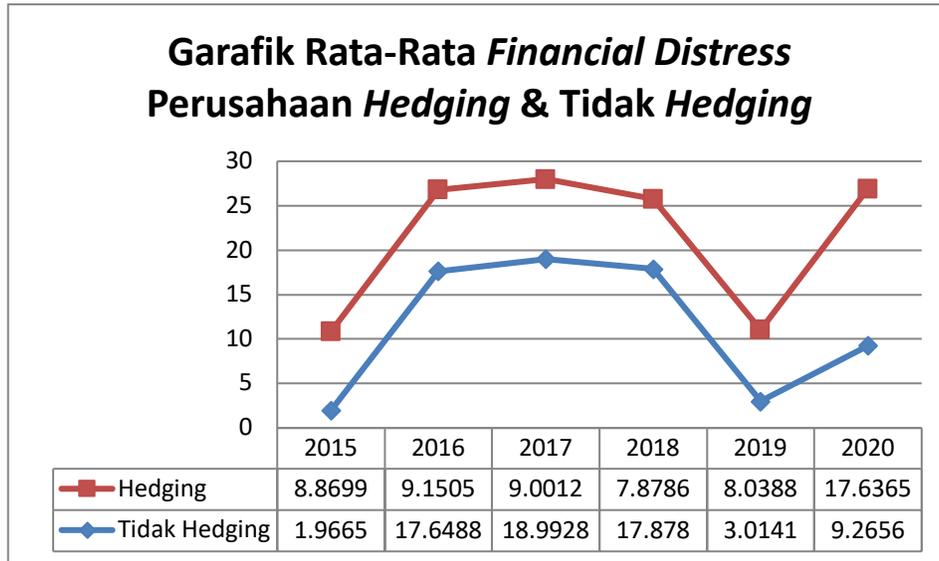
Tabel Perhitungan *Financial Distress*

<i>Financial Distress (Yang Melakukan Hedging)</i>							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	DVLA	4,7297	5,0526	5,1074	5,5043	5,6905	4,9401
2	KAEF	4,3160	5,8470	3,6032	2,2383	0,9073	1,8802
3	KBLF	16,9945	18,9806	20,9505	18,382	16,0344	37,1356
4	PYFA	12,6164	12,6066	14,0666	11,2802	12,0685	46,7629
5	SIDO	3,2742	3,2366	2,7443	2,4244	2,5784	2,6215
6	TSPC	14,759	12,5284	11,5728	10,9185	14,5937	25,7822
7	SDPC	5,3994	5,8017	4,9633	4,4028	4,3986	4,33303
RATA-RATA		8,8699	9,1505	9,0012	7,8786	8,0388	17,6365
<i>Financial Distress (Yang Tidak Melakukan Hedging)</i>							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	INAF	1,9665	17,6488	18,9928	17,8780	3,0141	9,2656
RATA-RATA		1,9665	17,6488	18,9928	17,8780	3,0141	9,2656

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Gambar 4.1

Grafik Rata-Rata *Financial Distress* Perusahaan *Hedging* & Tidak *Hedging*



Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan grafik diatas dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Financial Distress* pada perusahaan *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai rata-rata 17,6365 dan rata-rata *Financial Distress* pada perusahaan tidak *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2017 dengan nilai rata-rata 18,9928. Dengan demikian grafik diatas menjelaskan *Financial Distress* berdasarkan rata rata perusahaan yang *hedging* dan tidak *hedging*.

1.2.3 *Institutional Ownership*

Menurut (Wang dan Fan, 2011) *Institutional Ownership* merupakan rasio yang menggambarkan besarnya saham yang dimiliki oleh suatu institusi didalam perusahaan ataupun lembaga. Semakin tinggi kepemilikan institusi pada sebuah perusahaan akan membuat probabilitas perusahaan melakukan *hedging* semakin besar, karena semakin tinggi kepemilikan mendorong institusi untuk mengawasi dan memotivasi manajer untuk melakukan *hedging* untuk melindungi investasi dari investor institusi pada perusahaan Andardini (2016).

Tabel 4.2

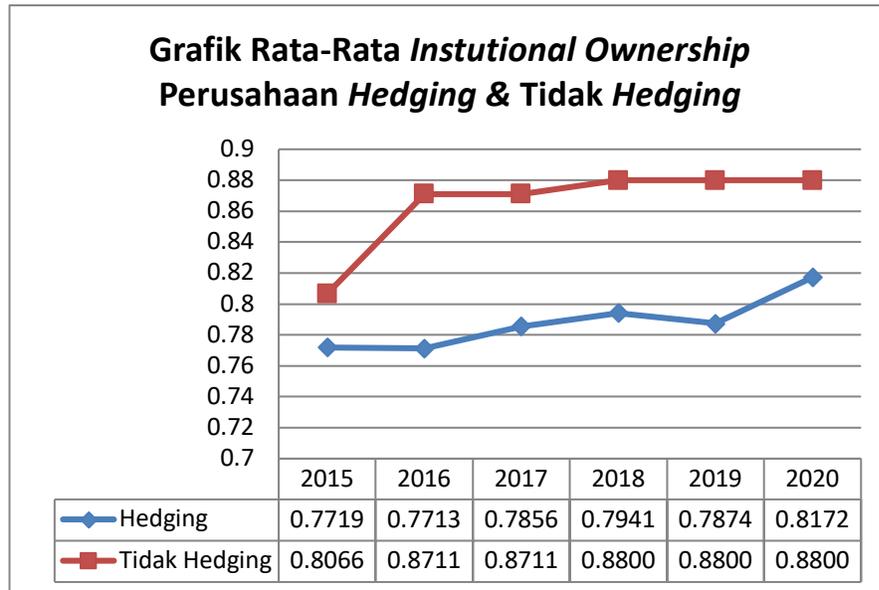
Tabel Perhitungan *Institutional Ownership* (IO)

Institutional Ownership (Yang Melakukan Hedging)							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	DVLA	0,9266	0,9212	0,9266	0,9205	0,9212	0,9212
2	KAEF	0,9002	0,9002	0,9447	0,9447	0,9456	0,9447
3	KBLF	0,5668	0,565	0,5677	0,5696	0,5696	0,57074
4	PYFA	0,5384	0,5384	0,5384	0,5384	0,5384	0,7343
5	SIDO	0,8100	0,8100	0,8100	0,8100	0,8100	0,8100
6	TSPC	0,7816	0,7841	0,7892	0,8523	0,8044	0,8164
7	SDPC	0,8800	0,8800	0,9229	0,9229	0,9229	0,9229
RATA-RATA		0,7719	0,7713	0,7856	0,7941	0,7874	0,8172
Institutional Ownership (Yang Tidak Melakukan Hedging)							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	INAF	0,8066	0,8711	0,8711	0,8800	0,8800	0,8800
RATA-RATA		0,8066	0,8711	0,8711	0,8800	0,8800	0,8800

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Gambar 4.2

Grafik Rata-Rata *IO* Perusahaan *Hedging* & Tidak *Hedging*



Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan grafik diatas dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Institutional Ownership* pada perusahaan *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai rata-rata IO 0,8172 dan rata-rata *Institutional Ownership* pada perusahaan tidak *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai rata-rata IO yaitu 0,8800. Dengan demikian grafik diatas menjelaskan *Institutional Ownership* berdasarkan rata rata perusahaan yang *hedging* dan tidak *hedging*.

1.2.4 Growth Options

Growth options merupakan suatu hal yang menggambarkan mengenai luasnya peluang atau kesempatan berinvestasi bagi perusahaan Kartikasari (2007). Perusahaan yang mempunyai *growth options* yang tinggi akan memiliki besarnya kesempatan untuk berinvestasi, sehingga dalam berinvestasi perusahaan akan dihadapkan pada masalah *underinvestment cost* atau kurangnya biaya investasi, akibatnya perusahaan perlu sumber tambahan dana eksternal untuk membiayai investasi tersebut. *Growth options* dihitung menggunakan *Market to book value*. *Market to book value* mengindikasikan pandangan investor terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang dipandang baik, sahamnya akan dijual lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya. *Market to book value* yang tinggi menunjukkan *growth options* perusahaan juga tinggi, untuk membiayai pertumbuhan tersebut perusahaan cenderung akan menggunakan pinjaman dari pihak lain sehingga risiko yang dihadapi perusahaan akan lebih besar. Salah satu cara meminimalkan risiko yang dihadapinya perusahaan dapat menggunakan *hedging* untuk melindungi nilai utangnya, maka semakin tinggi *market to book value* suatu perusahaan semakin besar penggunaan instrumen derivatif valuta asingnya.

Tabel 4.4

Tabel Pehitungan *Growth Options*

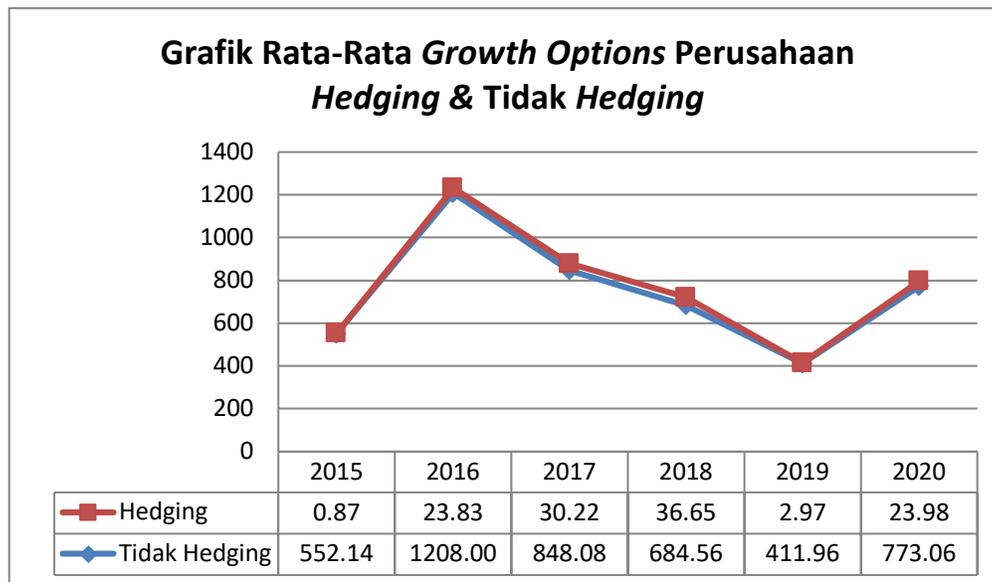
<i>Growth Option (Yang Melakukan Hedging)</i>							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	DVLA	1495,61	1711,78	1337,81	1292,16	1929,44	2043,6
2	KAEF	2349,54	6724,25	4580,39	3482,75	936,54	3321,92
3	KBLF	5,66	5,70	5,70	4,66	4,55	3,80
4	PYFA	10,15	10,14	9,00	8,50	8,49	33,1
5	SIDO	1,58	1,40	1,40	2,15	3,10	7,44
6	TSPC	1,82	1,91	1,59	1,15	1,08	0,99
7	SDPC	0,6400	0,8200	0,66	0,52	0,51	0,58
RATA-RATA		552,14	1208,00	848,08	684,56	411,96	773,06

Growth Option (Yang Tidak Melakukan Hedging)							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	INAF	0,87	23,83	30,22	36,6500	4,9700	23,9800
RATA-RATA		0,87	23,83	30,22	36,65	4,97	23,98

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Gambar 4.4

Grafik Rata-Rata GO Perusahaan *Hedging* & Tidak *Hedging*



Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan grafik diatas dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Growth Options* pada perusahaan *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2016 dengan nilai rata-rata GO 23,83 dan rata-rata *Growth Options* pada perusahaan tidak *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2016 dengan nilai rata-rata GO yaitu 1208,00. Dengan demikian grafik diatas menjelaskan *Growth Options* berdasarkan rata rata perusahaan yang *hedging* dan tidak *hedging*.

1.2.5 Leverage

DER merupakan rasio antara total hutang dengan total ekuitas dalam perusahaan yang memberi gambaran perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri (*equity*) perusahaan Sitanggang (2014). *Debt to equity ratio* yang tinggi menandakan modal usaha lebih banyak

dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri Horne dan Wachowicz (2013).

Tabel 4.4

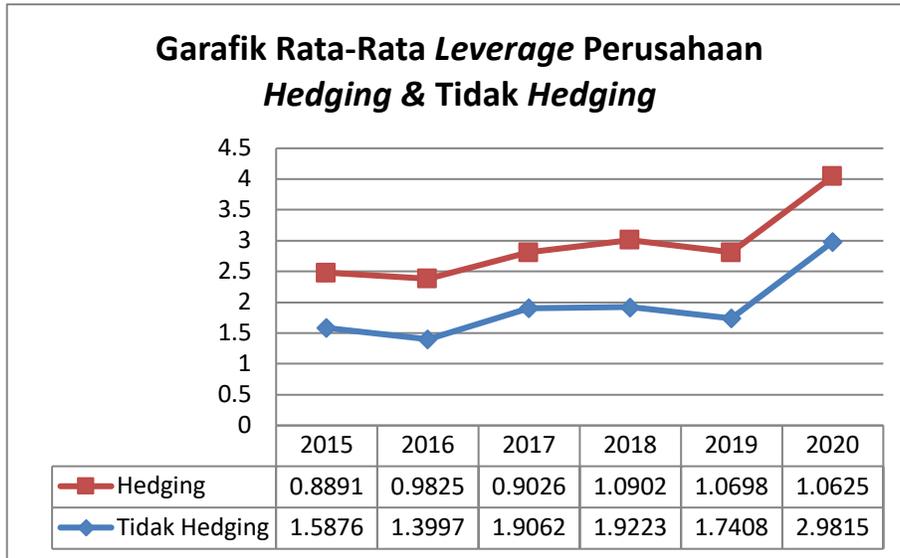
Tabel Perhitungan *Leverage*

<i>Leverage (Yang Melakukan Hedging)</i>							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	DVLA	0,4137	0,4185	0,4699	0,402	0,4011	0,498
2	KAEF	0,7379	1,0307	1,2212	1,7324	1,4758	1,4717
3	KBLF	0,2522	0,2216	0,1959	0,1864	0,2131	0,2346
4	PYFA	0,5802	0,5834	0,4658	0,5729	0,5729	0,4501
5	SIDO	0,0761	0,0833	0,0906	0,1499	0,1517	0,1949
6	TSPC	0,449	0,4208	0,463	0,4486	0,4458	0,4277
7	SDPC	3,7144	4,1191	3,4118	4,1394	4,2279	4,1608
RATA-RATA		0,8891	0,9825	0,9026	1,0902	1,0698	1,0625
<i>Leverage (Yang Tidak Melakukan Hedging)</i>							
No	Kode	Tahun					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	INAF	1,5876	1,3997	1,9062	1,9223	1,7408	2,9815
RATA-RATA		1,5876	1,3997	1,9062	1,9223	1,7408	2,9815

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Gambar 4.5

Grafik Rata-Rata *Leverage* Perusahaan *Hedging* & Tidak *Hedging*



Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan grafik diatas dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Leverage* pada perusahaan *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai rata-rata DER 1,0625 dan rata-rata *Leverage* pada perusahaan tidak *hedging* yang tertinggi terjadi pada tahun 2020 dengan nilai rata-rata DER 2,9815. Dengan demikian grafik diatas menjelaskan *Leverage* berdasarkan rata rata perusahaan yang *hedging* dan tidak *hedging*.

1.3 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Gambar 4.5

Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Hedging	48	0	1	0,88	0,334
FS	48	0,91	46,76	10,266 7	9,23012
IO	48	0,54	0,95	0,7975	0,14367
GO	48	0,51	6724,25	655,52 50	1396,5163 4

<i>LV</i>	48	0,08	4,23	1,1149	1,25216
Valid N (Listwise)	48				

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan tabel statistic descriptif maka dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. *Hedging*

Variabel *hedging* memiliki nilai minimum 0 dan nilai maximum 1, karena variabel *hedging* merupakan variabel dummy. Nilai rata-rata sebesar 0,88 yang artinya dapat diketahui bahwa terdapat 88% perusahaan yang melakukan kebijakan *hedging* dan sebanyak 12% perusahaan yang tidak melakukan kebijakan *hedging*. Standar deviasi sebesar 0,334 nilai tersebut lebih kecil dari nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa data berdistribusi dengan baik.

2. *Financial Distress*

Nilai minimum dari variabel *Financial distress* sebesar 0,91 pada perusahaan KAEF dan nilai maksimumnya sebesar 46,76 pada perusahaan PYFA. Nilai rata-rata *Financial distress* sebesar 10,2667 yang berarti bahwa rata-rata kebijakan perusahaan akan *hedging* mencapai mencapai 10,2667 nilai tersebut lebih besar dari nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa data belum berdistribusi dengan baik.

3. *Institutional Ownership*

Nilai minimum dari variabel *Institutional Ownership* sebesar 0,54 pada perusahaan PYFA dan nilai maksimumnya sebesar 0,95 pada perusahaan KAEF. Nilai rata-rata *Institutional Ownership* sebesar 0,7975 yang berarti bahwa rata-rata kebijakan perusahaan akan *hedging* mencapai mencapai 0,7975. Standar deviasi sebesar 0,14367 nilai tersebut lebih kecil dari nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa data berdistribusi dengan baik.

4. *Growth Options*

Nilai minimum dari variabel *Growth Options* sebesar 0,51 pada perusahaan SDPC dan nilai maksimumnya sebesar 6724,25 pada perusahaan KAEF. Nilai rata-rata *Growth*

Options sebesar 655,5250 yang berarti bahwa rata-rata kebijakan perusahaan akan *hedging* mencapai mencapai 655,5250. Standar deviasi sebesar 1396,5163 nilai tersebut lebih besar dari nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa data belum berdistribusi dengan baik

5. *Leverage*

Nilai minimum dari variabel *Leverage* sebesar 0,08 pada perusahaan PYFA dan nilai maksimumnya sebesar 4,23 pada perusahaan KAEF. Nilai rata-rata *Leverage* sebesar 1,1149 yang berarti bahwa rata-rata kebijakan perusahaan akan *hedging* mencapai mencapai 1,1149. Standar deviasi sebesar 1,25216 nilai tersebut lebih kecil dari nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa data berdistribusi dengan baik

1.4 Hasil Teknik Analisis Data

1.4.1 Hasil Uji Regresi Logistik

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi logistik. Regresi Logistik diterapkan karena variabel dependen pada penelitian ini berupa keputusan *hedging derivative* merupakan variabel dummy. Regresi logistik digunakan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen (variabel terikat) dapat diprediksi dengan variabel independen (variabel bebas). Regresi logistik umumnya dipakai jika asumsi *multivariate* normal distribution tidak dipenuhi Ghazali (2013). Analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas pada data pada variabel bebasnya. Model regresi logistik secara umum adalah sebagai berikut Ghazali (2013):

1.4.1.1 Menilai Model Fit

Langkah pertama adalah menilai *overall* fit model terhadap data. Beberapa *test statistics* diberikan untuk menilai hal ini. Hipotesis yang digunakan untuk menilai model fit adalah :

H₀ : Model yang dihipotesakan fit dengan data

H_a : Model yang dihipotesakan tidak fit dengan data

Berdasarkan hipotesis ini kita tidak akan menolak hipotesa nol supaya model fit dengan data. Statistik yang digunakan berdasarkan pada fungsi *likelihood*. *Likelihood* L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesakan menggambarkan data input. Untuk menguji

hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\text{Log}L$. Statistik $-2\text{Log}L$ terkadang disebut *likelihood* rasi X^2 *statistics*, dimana X^2 distribusi dengan *degree of freedom* $n - q$, q adalah jumlah parameter dalam model. Statistik $-2\text{Log}L$ dapat juga digunakan untuk menentukan jika variabel bebas ditambahkan ke dalam model apakah secara signifikan memperbaiki model fit. Setelah L ditransformasikan menjadi $-2\log L$, kemudian dibandingkan antara nilai $2\log L$ pada awal (*block number* = 0) dimana model hanya memasukan konstanta dengan $-2\log L$ setelah model memasukan variabel bebas (*block number* = 1). Apabila nilai $-2\log L$ *block number* = 0 > nilai $-2\log L$ *block number* = 1 maka menunjukkan model regresi yang baik. Nilai yang besar dari statistik *log-likelihood* menunjukkan model statistik yang buruk

Tabel 4.6

Block 0 : Beginning Block

Iteration History			
Literation		-2 Log Likelihood	Coefficients
			Constant
Step	1	37,336	1,500
	2	36,190	1,885
	3	36,170	1,945
	4	36,170	1,946
	5	36,170	1,946

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ adalah sebesar 37.336 yang akan dibandingkan dengan nilai *Chi Square* pada taraf signifikansi 0,05 dengan *df* sebesar $N-1$ dengan N adalah Jumlah Sampel, Berarti $48 - 1 = 47$. Dari Tabel *Chi Square*, diperoleh nilainya adalah 64,001, sehingga ($64,001 > 37,336$) yang artinya persamaan tanpa variabel independen belum fit.

Tabel 4.7

Block 1 : Method = Enter

Literation		-2 Log Likelihood	Coefficients				
			Constant	FS	IO	GO	LV
Step	1	33.196	4.088	-.026	-2.898	.000	-.150
	2	28.936	7.770	-.043	-6.856	.001	-.141

	3	26.829	12.088	-.051	-12.251	.001	.026
	4	25.521	17.612	-.058	-19.188	.002	.248
	5	24.895	24.306	-.066	-27.401	.004	.469
	6	24.758	27.995	-.070	-31.903	.005	.585
	7	24.745	28.492	-.070	-32.512	.005	.601
	8	24.744	28.518	-.071	-32.544	.005	.601
	9	24.744	28.519	-.071	-32.545	.005	.601
	10	24.744	28.519	-.071	-32.545	.005	.601

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ adalah sebesar 24,774 yang akan dibandingkan dengan nilai tabel *Chi Square* pada taraf signifikansi 0,05, dengan $df 48-1= 47$ sehingga dapat diperoleh nilai tabel *chi square* sebesar 64,001. Yang artinya $24,774 < 64,001$ sehingga dapat diartikan bahwa variabel persamaan biner logistik dengan memasukan variabel independen dapat dikatakan layak digunakan.

Tabel 4.8

Tabel Omnibus Test of Model Coefficients

		Chi Square	Df	Sig.
Step 1	Step	11,426	4	.022
	Block	11,426	4	.022
	Model	11,426	4	.022

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Dapat dilihat bahwa nilai signifikan sebesar 0,022 maka nilai signifikan $0,022 < 0,05$ sehingga menolak H_0 yang artinya variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi model.

1.4.1.2 Hasil Uji Cox and Snell

Cox and Snell's Square adalah ukuran yang mencoba meniru ukuran R^2 pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 (satu) sehingga sulit diinterpretasikan. *Nagelkerke's R square* adalah modifikasi dari koefisien *Cox dan Snell's* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 (nol) hingga 1 (satu). Hal ini dilakukan dengan cara membagi nilai *Cox dan Snell's* R^2 dengan nilai maksimumnya. Nilai

nagelkerke's 2 dapat diinterpretasikan seperti nilai 2 pada *multiple regression*, yaitu untuk mengukur presentase keterikatan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 4.9

Model Summary

Step	-2Log Likelihood	Cox and Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	24,744 ^a	.212	.400

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa model dengan memasukkan 4 variabel Independen ternyata telah terjadi perubahan dalam penafsiran parameter (*-2 Log Likelihood*) sebesar 24,744. Jika dilihat berdasarkan nilai *R-square* sebesar 0,212 atau 21,2% (*Cox & Snell*) dan nilai *Nagelkerke* sebesar 0,400 atau 40%. Dengan demikian dapat dikatakan variabel independent (*FS,IO,GO, Leverage*) dapat menjelaskan terhadap variabel dependent (*Hedging*) sebesar 21,2% sedangkan sisanya 78,7% pada variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar variabel independen yang digunakan.

1.4.1.3 *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*

Menguji hipotesis nol dan data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada fit perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness-of-fit test statistics* sama dengan atau kurang 0,05, maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan yang Signifikan antara model dengan nilai observasinya. Tetapi jika nilai *statistics Hosmer and Lemeshow's Goodness-of-fit test* lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.

Tabel 4.10

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi - Square	Df	Sig.
1	2,425	8	.965

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Korelasi bersama antara FS, IO, GO, *Leverage* terhadap *Hedging* (korelasi majemuk) dengan teknik *Chi-Square* di peroleh nilai *Chi-Square* sebesar 2,425 dengan nilai signifikan sebesar 0,965 yang berarti $0,965 > 0,05$ dengan demikian maka hipotesis nol (0) diterima atau tidak dapat ditolak. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model yang digunakan dapat dikatakan layak atau fit.

1.4.1.4 *Clasification Table*

Clasification Table digunakan untuk menghitung nilai estimasi yang benar (*correct*) dan nilai estimasi yang salah (*incorrect*). Perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini yaitu perusahaan sub sektor farmasi dengan 8 perusahaan, dan periode tahun yang digunakan selama 6 tahun yaitu 2015 – 2018.

Tabel 4.11
Clasification Table

		Predicted			
		Hedging		Percentage Correct	
		Tidak	Iya		
Step 1	Hedging	Tidak	2	4	33,3
		Iya	0	42	100,0
	Overall Percentage				91,7

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa ketepatan prediksi variabel terhadap variabel dependen dalam penelitian ini sebesar 91,7%, yang dapat diartikan bahwa semua variabel independen berhubungan dengan variabel dependen.

1.5 Pengujian Hipotesis

1.5.1 Uji Parsial (*Wald*)

Uji parsial dipergunakan untuk menguji apakah suatu variabel bebas berpengaruh atau tidak terhadap variabel yang terikat. Pengujian ini menggunakan uji statistik *wald* dari hasil uji regresi logistik. Untuk menentukan penerimaan atau penolakan H_0 dapat ditentukan dengan menggunakan *wald statistic* dan nilai probabilitas (sig) dengan cara membandingkan nilai *wald*

statistic dengan *chi square* tabel. Sedangkan untuk mengetahui signifikan atau tidaknya dengan membandingkan nilai probabilitas (*sig*) dengan tingkat signifikansi (α) 5% dengan kriteria:

- a. Ho diterima apabila *wald statistic* < *chi square* tabel dan nilai probabilitas (*sig*) > tingkat signifikansi (α). Yang artinya H_a ditolak atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat ditolak.
- b. Ho ditolak apabila *wald statistic* > *chi square* tabel dan nilai probabilitas (*sig*) < tingkat signifikansi (α). Yang artinya H_a diterima atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat diterima.

Tabel 4.12

Tabel Uji Parsial (Uji Wald)

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	FS	-.071	.061	1.359	1	.244	.932
	IO	-32.545	21.560	2.278	1	.131	.000
	GO	.005	.004	1.318	1	.251	1.005
	LV	.601	.665	.818	1	.366	1.824
	Constant	28.519	17.726	2.589	1	.108	24302918 22256.969

Sumber : Data diolah Peneliti (2022)

Berdasarkan Uji Parsial (Uji Wald) tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat Variabel Independen yang mempengaruhi Variabel Dependen. Variabel independen yang pertama adalah *Financial Distress* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, dengan *wald statistic* sebesar 1,359 < nilai *chi square* tabel sebesar 65,171. Variabel independen yang kedua adalah *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, dengan *wald statistic* sebesar 2,278 < *chi square* tabel sebesar 65,171. Variabel independen yang ketiga adalah *Growth Options* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, dengan *wald statistic* sebesar 1,318 < *chi square* tabel sebesar 56,171. Variabel independen yang keempat adalah *Leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*, dengan *wald statistic* sebesar 0,818 < *chi square* tabel sebesar 65,171. Berdasarkan Tabel diatas dapat diketahui model regresi logistic yang diformulasikan sebagai berikut :

$$H = 28,519 - 0,071(\text{FS}) - 32,545(\text{IO}) + 0,005(\text{GO}) + 0,0601(\text{Leverage})$$

Berdasarkan persamaan rumus *logistic regression* disimpulkan bahwa *Financial Distress* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* maka H0 diterima. *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* maka H0 diterima. *Growth options* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* maka H0 diterima. *Leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* maka H0 diterima.

1.6 Pembahasan

1.6.1 Pengaruh *Financial Distress* Terhadap Keputusan *Hedging*

Berdasarkan uji signifikansi parsial, variabel *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *hedging* pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2020. Hal ini ditunjukkan oleh nilai *wald statistic* sebesar $1,359 < \text{nilai } \chi^2 \text{ tabel}$ sebesar 65,171. dengan taraf nyata $\alpha = 0,05$. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H1 ditolak. Hal ini karena sebagian besar perusahaan yang ada dalam penelitian ini memiliki utang dalam valuta asing. Selain itu perusahaan dalam penelitian ini juga memiliki utang dalam suku bunga mengambang. Sedangkan identifikasi keadaan *financial distress* yang menggunakan z- score dilakukan dengan menilai kegiatan operasional perusahaan secara keseluruhan tidak dari segi utang saja. Hal ini kemudian menjadikan tidak berpengaruhnya *financial distress* terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Nuzul & Lautania (2015).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya menerapkan kebijakan penjualan aset-aset yang ada. Ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya tepat waktu maka hal tersebut merupakan pertanda adanya *financial distress* pada perusahaan. *Hedging* digunakan perusahaan untuk menyesuaikan jatuh tempo antara aset dan kewajiban yang kemudian dapat mengurangi kemungkinan terjadinya kebangkrutan pada perusahaan. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan kondisi *financial distress* yang dialami perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan *hedging* ketika memiliki utang yang didenominasi valuta asing atau memiliki utang dalam suku bunga mengambang.

1.6.2 Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Keputusan *Hedging*

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* sehingga hipotesis kedua ditolak. *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* dikarenakan pemegang saham lebih mampu untuk melakukan diversifikasi risiko nilai tukar dari pada manajemen perusahaan Eiteman (2004). Namun berdasarkan fenomena *hedging* yang diangkat bahwa kebijakan *hedging* seharusnya baik dilakukan untuk meminimalkan resiko yang timbul dan supaya perusahaan tidak mengalami kerugian (Loss) akibat fluktuasi kurs valuta asing. Sehingga manajemen perusahaan sering melakukan *hedging* untuk kepentingan manajemen, sementara itu adalah biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham dan motivasi manajemen untuk mengurangi keadaan yang berubah-ubah kadang-kadang didorong oleh alasan akuntansi Eiteman (2004). Oleh karena itu, *Institutional ownership* tidak mempengaruhi keputusan *hedging*

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh oleh Yustika (2019) yang menyatakan bahwa *Institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *hedging*. Namun tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Thai (2014) yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

1.6.3 Pengaruh *Growth Options* Terhadap Keputusan *Hedging*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth options* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan, yang berarti H3 ditolak. Hal ini karena *growth options* membuat perusahaan lebih memilih menggunakan ekuitas dalam membiayai kebutuhannya. Penggunaan ekuitas lebih dipilih karena perusahaan menghindari adanya biaya keagenan antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Utang yang digunakan perusahaan akan lebih sedikit disaat perusahaan memiliki investasi dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi karena sebagian besar pendanaan internal dapat dibayai dengan pengembalian investasi tersebut, dengan kata lain untuk melakukan ekspansi perusahaan lebih memilih menggunakan laba ditahan dibandingkan utang Widyagoca & Lestari, (2016).

Hasil penelitian ini tidak mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa dengan asimetri informasi yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan dalam membiayai peluang pertumbuhannya memilih pendanaan eksternal berupa utang yang kemudian menimbulkan risiko

bagi perusahaan. Peluang pertumbuhan yang semakin tinggi membutuhkan pendanaan yang besar dan membuat perusahaan melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaannya.

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan *growth options* yang ada. Antisipasi risiko akibat *growth options* pada perusahaan dilakukan dengan penggunaan laba ditahan dalam memenuhi kebutuhan dana atas peluang pertumbuhan perusahaan.

1.6.4 Pengaruh *Leverage* Terhadap Keputusan *Hedging*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan yang berarti H4 ditolak. Perusahaan menggunakan *leverage* untuk memaksimalkan keuntungannya. Penggunaan *leverage* dimaksudkan untuk meningkatkan nilai pemegang saham melalui EPS (earning per share). Penggunaan *leverage* bermanfaat untuk mengurangi pajak perusahaan karena adanya beban bunga. Selama beban bunga lebih kecil dari peningkatan pendapatan dari pendanaan eksternal maka *leverage* tidak menimbulkan risiko yang besar Goklas & Wahyudi (2016).

Hasil penelitian ini tidak mendukung trade-off theory yang menyatakan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan dilakukan untuk mengurangi pajak yang harus dibayarkan dan menambah laba operasi perusahaan. Peningkatan penggunaan utang membuat perusahaan memiliki risiko gagal bayar dalam memenuhi kewajibannya, sehingga *hedging* dilakukan perusahaan untuk menanggulangi dampak negatif risiko tersebut.

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah perusahaan dalam mengambil keputusan *hedging* tidak perlu memperhatikan tingkat *leverage* perusahaan. Penggunaan *leverage* oleh perusahaan bertujuan untuk memperoleh laba yang semaksimal mungkin. Antisipasi risiko akibat adanya *leverage* pada perusahaan dilakukan dengan memperhatikan tingkat beban bunga perusahaan.