



**PENGARUH INSTRUMEN DERIVATIF TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DAN RISIKO PASAR SERTA FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI
PENGUNAAN INSTRUMEN DERIVATIF
(Studi Kasus Pada Industri Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2010-2014)**

Mona Adelia

(Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Dr. Nunung Nuryani, M.Si., Ak., CA.

(Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

ABSTRAK

Dalam dunia keuangan yang tidak menentu, pemahaman yang lebih baik tentang pentingnya nilai perusahaan dalam menghadapi risiko pasar sangat berarti untuk menentukan keberhasilan jangka panjang perusahaan. Kemampuan untuk mengelola risiko akan membantu manajemen perusahaan bertindak lebih percaya diri pada keputusan bisnis masa depan. Perusahaan masuk ke dalam kontrak derivatif untuk mengurangi kerentanan arus kas, nilai pasar aset dan kewajiban serta pendapatan terhadap perubahan harga barang komoditas dan instrumen keuangan yang mereka beli, jual atau investasi didalamnya. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh instrumen derivatif (*forward*, *future*, *options* dan *swap*) terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar. Selain itu, penelitian ini juga diperluas dengan menguji faktor-faktor (kinerja keuangan dan kepemilikan manajerial) yang memengaruhi penggunaan instrumen derivatif.

Dengan menggunakan metode *purposive judgement sampling*, sampel perusahaan terdiri dari 52 perusahaan industri keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014. Untuk menguji pengaruh instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar digunakan analisis regresi linier berganda, sedangkan untuk menguji faktor-faktor yang memengaruhi penggunaan instrumen derivatif digunakan analisis regresi logistik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan *swap* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan berpengaruh negatif terhadap risiko pasar. Namun instrumen derivatif lainnya (*forward*) tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar. Faktor-faktor kinerja keuangan (likuiditas, profitabilitas dan *leverage*) secara bersama-sama berpengaruh terhadap kecenderungan perusahaan menggunakan instrumen derivatif, namun kepemilikan manajerial tidak terbukti berpengaruh terhadap kecenderungan perusahaan menggunakan instrumen derivatif.

Kata kunci : instrumen derivatif, nilai perusahaan, risiko pasar, kinerja keuangan, kepemilikan manajerial.

ABSTRACT

In the world of financial uncertainty, a better understanding of the importance of the firm value in the face of very significant market risk to determine the long-term success of the company. The ability to manage risk will help the company's management to act more confident in future business decisions. The Company entered into derivative contracts to reduce the vulnerability of cash flows, the market value of assets and liabilities and income to changes in prices of commodities and financial instruments they are buying, selling or investing in it. Therefore, this study aimed to examine the effect of derivative instruments (*forward*, *futures*, *options* and *swaps*) on firm value and market risk. In addition, this study also extended to examine the factors (financial performance and managerial ownership) affecting the use of derivative instruments.



By using purposive judgment sampling method, a sample of companies consisting of 52 financial industry companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2010-2014. To test the effect of derivative instruments to firm value and market risks used multiple linear regression analysis, while to test the factors that affect the use of derivative instruments used logistic regression analysis.

The results of this study indicate that the use of swap positive effect on the firm value and negatively affect market risk, but other derivative instruments (forward) are not shown to affect the firm value and market risk. Financial performance factors (liquidity, profitability and leverage) jointly influence the trend of companies using derivative instruments, but not proven managerial ownership affect the trend of companies using derivative instruments.

Keyword : derivative financial instruments, firm value, market risk, financial performance, managerial ownership.

I. PENDAHULUAN

Pada tahun 2008, perekonomian dunia dihadapkan pada satu keadaan yaitu runtuhnya stabilitas ekonomi global, seiring dengan meluasnya krisis keuangan ke berbagai negara. Krisis keuangan global mulai muncul sejak bulan Agustus 2007, yaitu pada saat salah satu bank terbesar Perancis BNP Paribas mengumumkan pembekuan beberapa sekuritas yang terkait dengan kredit perumahan berisiko tinggi di Amerika Serikat (*subprime mortgage*). Pembekuan ini lantas mulai memicu gejolak di pasar keuangan dan akhirnya merambat ke seluruh dunia mengikuti kegagalan perusahaan-perusahaan besar didunia seperti Bear Stearns, Lehman Brothers, American International Group (AIG), Citi group dan The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) (Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014, Edisi Januari 2009).

Krisis keuangan dunia telah berimbas ke perekonomian Indonesia sebagaimana tercermin dari gejolak di pasar modal dan pasar uang. Situasi krisis tersebut menerpa bank-bank berskala besar termasuk tiga bank besar BUMN yakni PT Bank Mandiri Tbk., PT Bank BNI Tbk. dan PT Bank Rakyat Indonesia Tbk yang meminta bantuan likuiditas dari uang pemerintah yang berada di Bank Indonesia. Bantuan likuiditas itu dipakai untuk memperkuat cadangan modal bank atau memenuhi komitmen kredit infrastruktur tanpa harus terganggu likuiditasnya. Maksud bantuan likuiditas pemerintah ini agar ketiga bank pelat merah tadi tidak perlu mencari pinjaman dari luar negeri (Bank Indonesia, 2010). Gejolak keuangan tersebut dianggap sebagai penyebab utama dari resesi ekonomi diseluruh dunia yang merupakan sumber dari risiko sistematis karena risiko ini mengacu pada kemungkinan bahwa suatu peristiwa pemicu, seperti kegagalan satu perusahaan yang parah akan menimbulkan kerusakan yang sangat serius pada perusahaan lainnya atau pasar dan membahayakan perekonomian dengan lebih luas (Bullard et al, 2009).

Dalam dunia keuangan yang tidak menentu, pemahaman yang lebih baik tentang pentingnya nilai perusahaan dalam menghadapi risiko sangat berarti untuk menentukan keberhasilan jangka panjang perusahaan. Kemampuan untuk mengelola risiko akan membantu manajemen perusahaan bertindak lebih percaya diri pada keputusan bisnis masa depan. Pengetahuan tentang risiko yang mereka hadapi akan memberi mereka berbagai pilihan tentang bagaimana untuk menangani masalah-masalah potensial. Salah satu risiko yang dihadapi manajemen adalah risiko pasar yang didefinisikan sebagai risiko kerugian yang timbul dari perubahan pada harga pasar yang merugikan dan harga seperti suku bunga, nilai tukar mata uang, harga komoditas, atau harga ekuitas. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan mengurangi risiko yang merugikan, maka lindung nilai adalah bagian dari kebijakan pembiayaan perusahaan secara keseluruhan (Ameer, 2010; Whidbee dan Wohar, 1999).



Instrumen derivatif sebagai alat keuangan yang sangat populer digunakan untuk lindung nilai atas risiko perubahan harga pasar yang merugikan. Perusahaan masuk ke dalam kontrak derivatif untuk mengurangi kerentanan arus kas, nilai pasar aset dan kewajiban serta pendapatan terhadap perubahan harga barang komoditas dan instrumen keuangan yang mereka beli, jual atau investasi didalamnya. Setelah krisis keuangan global pada tahun 2008, kegiatan derivatif di institusi keuangan terutama di bank menjadi semakin kontroversial. Ketua Federal Reserve Board Amerika Serikat, Alan Greenspan (dalam Chang et al., 2012) menemukan bahwa “keberadaan derivatif telah memberikan kontribusi terhadap pengembangan sistem keuangan yang jauh lebih fleksibel, efisien dan tangguh pada seperempat abad yang lalu”. Sementara, investor Amerika Serikat (Warren buffet) yang pertama kali memperingatkan pemegang saham mengenai bahaya penggunaan derivatif pada awal tahun 2002, menyatakan: “Bank-bank sentral dan pemerintah sejauh ini tidak menemukan cara yang efektif untuk mengendalikan, atau bahkan memantau risiko yang ditimbulkan oleh kontrak derivatif.” Dalam pandangannya, derivatif adalah senjata yang memusnahkan keuangan secara massal, membawa bahaya dan berpotensi mematikan (David Sterman, 2011).

Efek penggunaan instrumen derivatif untuk mengukur risiko dan nilai sangat penting dalam perusahaan keuangan. Terdapat *gap* atas hasil penelitian tentang pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar. Derivatif memainkan peran penting dalam melawan risiko eksposur dimana ada kemungkinan perusahaan akan mengalami kerugian. Hampir di semua literatur mengamsumsikan bahwa perusahaan keuangan menggunakan derivatif untuk tujuan lindung nilai, karena jaminan deposito, keamanan dan persyaratan untuk masyarakat membuat perusahaan keuangan lebih fokus untuk lindung nilai. Peneliti terdahulu (Whidbee dan Wohar, 1999; Guay, 1999; Sinkey dan Carter, 2000) menemukan bahwa bank dengan kemungkinan kesulitan keuangan lebih tinggi menggunakan derivatif untuk tujuan lindung nilai risiko yang timbul sebagai akibat dari fungsi transformasi aset yang mereka lakukan, dan menunjukkan bahwa penggunaan derivatif mengurangi risiko perusahaan. Sama halnya dengan industri asuransi yang menghadapi risiko nilai tukar karena meningkatnya internasionalisasi pasar asuransi dan keuangan serta risiko intervensi peraturan yang dipicu oleh memburuknya kondisi keuangan. Beberapa penelitian (Cummins et al., 2001; Chang, 2012; Rivas et al., 2006) menemukan bahwa institusi keuangan seperti bank dan perusahaan asuransi menggunakan derivatif lindung nilai untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Dalam banyak literatur (Smith dan Stulz, 1985; Nance et al.,1993 ; Fok et al.,1997) mengungkapkan tiga manfaat utama dari menggunakan derivatif: mengurangi pajak progresif, mengurangi biaya kesulitan keuangan, dan mengurangi masalah biaya agensi. Namun terdapat hasil penelitian yang menyatakan derivatif justru mengurangi nilai perusahaan dan meningkatkan risiko pasar seperti beberapa hasil penelitian terdahulu (Keffala, 2013; Modigliani dan Miller, 1958) yang menggunakan data bank-bank di negara maju maupun berkembang menemukan adanya pengaruh negatif dari penggunaan derivatif terhadap nilai perusahaan, yaitu penggunaan derivatif menurunkan pengembalian saham (*stock return*). Hasil penelitian tersebut mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa lindung nilai tidak mempengaruhi nilai perusahaan dengan tidak adanya ketidaksempurnaan pasar. Peneliti sebelumnya, Hirtle (1997) menemukan bahwa penggunaan suku bunga derivatif meningkatkan eksposur suku bunga dari Bank Holding Company (BHC). Penggunaan opsi meningkatkan risiko eksposur suku bunga bank internasional dan cenderung meningkatkan semua jenis risiko (Reichert dan Shyu, 2003; Chaudhry et al., 2000).

Selain menguji pengaruh dari variabel derivatif terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar, penelitian ini juga diperluas dengan menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap penggunaan derivatif. Para peneliti terdahulu telah mencoba menemukan faktor penentu perusahaan menggunakan derivatif. Hasil dari penelitian Ameer (2010) dan Shaari et al.(2013) menyatakan bahwa kinerja keuangan seperti likuiditas berhubungan negatif dengan



penggunaan derivatif karena perusahaan dengan likuiditas yang tinggi kurang memiliki insentif untuk mengambil bagian dalam kegiatan lindung nilai. Selain itu, Clark dan Mefteh (2010) dan Shaari et al. (2013) menemukan profitabilitas berhubungan positif dan signifikan dengan penggunaan derivatif. Sebelum investor menaruh uang mereka ke perusahaan, mereka akan menganalisis apakah perusahaan menggunakan aset secara efisien dan mengelola operasi secara efektif dalam menghasilkan laba tersebut. Profitabilitas menunjukkan tanda kepada para investor apakah perusahaan dalam keadaan baik dan pasar cenderung menghargai perusahaan yang lebih menguntungkan dengan nilai-nilai yang lebih tinggi. Penelitian lainnya, Afza dan Alam (2011) menunjukkan bahwa *leverage* berhubungan positif dan signifikan karena perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi lebih sering menggunakan instrumen derivatif lindung nilai untuk mengurangi variabilitas laba perusahaan mereka dan memungkinkan perusahaan untuk dapat melaksanakan perencanaan tanpa khawatir terhadap ketidakpastian fluktuasi suku bunga dan kurs mata uang asing.

Selain faktor kinerja keuangan, peneliti terdahulu (Ameer, 2010) menemukan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan positif dan signifikan karena umumnya perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi melakukan lindung nilai dengan menggunakan instrumen derivatif karena manajer mencoba untuk meminimalkan risiko yang mempengaruhi laba atas investasi mereka di perusahaan-perusahaan. Shaari et al.(2013) menemukan pertumbuhan investasi berhubungan positif dan signifikan dengan penggunaan derivatif karena pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi akan membuat perusahaan terlibat dalam banyak proyek investasi dan dengan demikian menyebabkan perusahaan terkena risiko lebih seperti risiko nilai tukar, risiko harga komoditas dan risiko lainnya. Oleh karena itu, perusahaan melakukan lindung nilai untuk mengurangi risiko-risiko ketika mereka memiliki pertumbuhan investasi yang besar. Ming Shiu et al.(2009) menemukan ukuran perusahaan berhubungan positif dengan penggunaan derivatif. Industri keuangan seperti bank yang berukuran besar lebih mungkin untuk terlibat dalam penggunaan derivatif karena derivatif adalah instrumen yang sangat kompleks dan memerlukan manajemen yang dapat menganalisis dan cermat. Bank yang berukuran kecil mungkin tidak memiliki sumber daya untuk memahami kompleksitas instrumen ini. Sementara, peneliti lainnya (Hundman,1999; Septama,2012) menemukan bahwa *interest rate risk exposure, capitalization, credit risk, financial distress, growth opportunity* berpengaruh terhadap penggunaan derivatif.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini diharapkan dapat memberi tambahan bukti empiris yang dapat mendukung hasil-hasil penelitian terdahulu, khususnya berkaitan dengan penggunaan instrumen derivatif untuk mengukur nilai perusahaan dan risiko pasar serta faktor-faktor yang memengaruhi penggunaan instrumen derivatif.

Batasan Masalah

Berdasarkan Identifikasi Masalah yang telah dijelaskan di atas, maka batasan masalah untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah penggunaan instrumen derivatif berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah penggunaan instrumen derivatif berpengaruh terhadap risiko pasar?
3. Apakah kinerja keuangan perusahaan (likuiditas, profitabilitas dan *leverage*) memengaruhi kecenderungan penggunaan instrumen derivatif ?
4. Apakah kepemilikan manajerial memengaruhi kecenderungan penggunaan instrumen derivatif?

Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah melakukan pengujian untuk mengetahui dan menganalisis:

1. Pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan.
2. Pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap risiko pasar.
3. Pengaruh kinerja keuangan perusahaan (likuiditas, profitabilitas dan *leverage*) terhadap kecenderungan menggunakan instrumen derivatif



4. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kecenderungan menggunakan instrumen derivatif.

Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi Peneliti
Hasil penelitian diharapkan dapat memberi tambahan bukti empiris yang dapat mendukung hasil-hasil penelitian terdahulu dan menjadi tambahan referensi atau masukan mengenai risiko penggunaan instrumen derivatif dan risiko pasar, serta pengaruh kinerja keuangan dan kepemilikan manajerial terhadap penggunaan instrumen derivatif.
2. Bagi Perusahaan
Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu manajer dan pembuat kebijakan perusahaan dalam pengambilan keputusan berkaitan dengan penggunaan instrumen derivatif sehingga dapat membantu mengurangi risiko investasi dan meningkatkan nilai perusahaan.
3. Bagi Investor
Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan yang bermanfaat bagi para investor tentang risiko penggunaan instrumen derivatif oleh perusahaan dalam pengambilan keputusan investasinya.

II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Signalling Theory

Konsep *signalling* pertama kali dikaji dalam kontes pasar produk dan tenaga kerja oleh Arkelov (1970) dan kemudian dikembangkan oleh Spence (1973) yang mengatakan bahwa perusahaan baik dapat membedakan dirinya dengan perusahaan yang tidak baik dengan mengirimkan sinyal yang dapat dipercaya (*credible signal*) mengenai kualitasnya ke pasar modal (dalam Connelly et al.,2011).

Sinyal yang dikirimkan tersebut berupa informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Dalam proses pengambilan sebuah keputusan investasi, informasi perusahaan merupakan salah satu hal yang menjadi gambaran dasar bagi pihak di luar perusahaan. Informasi tersebut dapat berupa informasi akuntansi yaitu informasi yang berkaitan dengan laporan keuangan dan informasi non-akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan seperti informasi mengenai prospek perusahaan di masa mendatang dan informasi-informasi lainnya (Scott, 2015).

Signalling Theory merupakan unsur penting bagi investor karena menyajikan informasi yang berguna bagi pengambilan keputusan investor. Dengan penggunaan instrumen derivatif, perusahaan dapat memberikan pengumuman informasi sebagai sinyal kepada investor mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Pengumuman tersebut memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik atau buruk di masa mendatang. Apabila suatu informasi memiliki penilaian yang baik maka informasi yang diterima investor merupakan *good news* dan investor akan memberikan respon yang ditunjukkan dengan meningkatnya nilai dan kinerja perusahaan. Sebaliknya bila informasi tersebut menunjukkan penilaian buruk maka informasi yang diterima investor adalah *bad news* dan mempengaruhi nilai dan kinerja perusahaan pula.

Agency Theory

Konsep *Agency Theory* adalah hubungan atau kontrak antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer). *Principal* mempekerjakan *agent* untuk melakukan tugas demi

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



kepentingan *principal*, termasuk pendelegasian otoritas pengambilan keputusan dari *principal* kepada *agent*. Adanya pemisahan antara kepentingan dalam suatu perusahaan dapat menimbulkan permasalahan keagenan (*agency problem*), yaitu munculnya konflik kepentingan antara pemilik atau pemegang saham dengan manajer sebagai pengelola perusahaan, yang mana manajer tidak lagi bertindak sesuai kepentingan *principal*. Masalah muncul ketika *principal* tidak dapat memonitor perilaku *agent* yang mengarah ke *agent* bertindak untuk kepentingan dirinya sendiri. Masalah yang timbul dalam hubungan keagenan biasanya dikarenakan salah satu pihak mempunyai informasi lebih terhadap transaksi potensial dibandingkan pihak lainnya, yang disebut sebagai asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976; Ross et al., 2009).

Di dalam perusahaan, jumlah risiko yang dapat dialokasikan kepada pemegang saham dibatasi oleh saham modal perusahaan. Namun, manajemen dapat mengurangi risiko yang dikenakan pada pemegang saham dengan menggunakan instrumen derivatif lindung nilai. Tetapi dengan tidak adanya pemantauan dari *principal*, tidak akan diketahui apakah manajer benar-benar melakukan yang terbaik untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Manajer bisa saja mengejar tujuan sendiri dengan mengorbankan pemegang saham seperti menggunakan instrumen derivatif untuk berspekulasi yang membuat meningkatnya risiko perusahaan. Salah satu solusi untuk masalah antara *principal* dan *agent* ini adalah bahwa kontrak kompensasi harus dirancang sehingga ketika manajer meningkatkan nilai perusahaan, mereka juga meningkatkan hasil yang mereka harapkan.

Penggunaan Instrumen Derivatif Terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko Pasar

Penggunaan instrumen derivatif dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi biaya yang diharapkan dari kesulitan keuangan, atau meminimalkan masalah kurangnya investasi. Menurut *Signalling Theory*, perusahaan menggunakan instrumen derivatif untuk lindung nilai akan meningkatkan nilai perusahaan karena perusahaan akan mengirimkan sinyal kepada investor bahwa arus kas masa depan perusahaan terjamin, dan risiko kesulitan keuangan akan berkurang. Sehingga, penggunaan instrumen derivatif berhubungan positif dengan nilai perusahaan dan didukung oleh beberapa hasil penelitian terdahulu (Chang et al., 2012; Allayannis dan Weston., 2001; Bartram et al., 2008).

H₁: Instrumen derivatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Selain itu penggunaan derivatif dapat mengurangi risiko perusahaan. Dalam *Agency Theory*, dengan tidak adanya pemantauan dari *principal*, bisa saja manajer mengejar kepentingan sendiri (*opportunistic behaviour*) dengan mengorbankan pemegang saham, seperti menggunakan instrumen derivatif untuk berspekulasi yang membuat meningkatnya risiko perusahaan. Namun menurut *Agency Theory* dalam perspektif keselarasan kepentingan (*alignment*), manajemen melakukan kontrak derivatif untuk mengurangi kelemahan arus kas dan pendapatan terhadap risiko fluktuasi harga barang dan jasa yang dibeli atau dijualnya sesuai dengan yang diharapkan perusahaan. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Bartram et al. (2008) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara instrumen derivatif dengan risiko pasar dan menyimpulkan bahwa para pengguna instrumen derivatif memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan perusahaan-perusahaan yang tidak menggunakan risiko derivatif.

H₂: Instrumen derivatif berpengaruh negatif terhadap risiko pasar

Likuiditas Terhadap Instrumen Derivatif

Perusahaan harus memiliki modal lebih untuk investasi atau pengeluaran didalam bisnisnya. Sebagian besar perusahaan akan mempertahankan kas untuk memastikan bahwa



perusahaan berada dalam keadaan yang likuid dari setiap keadaan yang tak terduga. Perusahaan dapat menggunakan likuiditas untuk menentukan apakah perusahaan memiliki cukup likuiditas dalam operasi bisnisnya dan kemungkinan untuk terlibat dalam instrumen derivatif.

Perusahaan dengan likuiditas rendah menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu membayar kewajiban yang dibuat sebelumnya dan dengan demikian menggunakan derivatif untuk menghindari kompleksitas keuangan. Sebaliknya, perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki likuiditas yang lebih tinggi dan mampu memenuhi kewajiban saat ini sehingga penggunaan derivatif akan menurun. Sebagai perusahaan yang memiliki likuiditas rendah, perusahaan akan lebih terlibat dalam pasar derivatif karena mereka tidak mampu melunasi utang jika pasar bergerak ke arah yang kurang menguntungkan perusahaan tersebut. Selain itu, lindung nilai di pasar derivatif dapat membantu perusahaan untuk merencanakan proyek-proyek investasi mereka dengan baik tanpa khawatir tentang likuiditas perusahaan di masa yang akan mengakibatkan kebangkrutan perusahaan. Hal ini didukung oleh beberapa hasil penelitian terdahulu (Shaari et al.,2013; Mingshiu et al.,2009; Kim dan Sung.,2005; Nguyen dan Fatt.,2002) yang menunjukkan adanya korelasi negatif antara likuiditas dan penggunaan instrumen derivatif.

H_{3a} Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang lebih rendah lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif

Profitabilitas Terhadap Instrumen Derivatif

Sebelum investor menaruh uang mereka ke perusahaan, mereka akan menganalisis apakah perusahaan menggunakan aset secara efisien dan mengelola operasi secara efektif dalam menghasilkan laba tersebut. Profitabilitas perusahaan menunjukkan tanda kepada para investor apakah perusahaan dalam keadaan baik. Perusahaan dengan profitabilitas rendah berarti perusahaan telah menggunakan aset dengan tidak efisien dan kurang produktif. Sedangkan, semakin tinggi profitabilitas, semakin baik, yang berarti bahwa perusahaan tersebut mendapatkan lebih banyak uang dari penjualan aset dan telah menggunakan uang investor secara efisien. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan yang meningkat akan meningkatkan penggunaan lindung nilai dengan instrumen derivatif, karena pasar lebih menghargai perusahaan dengan nilai-nilai tinggi yang lebih menguntungkan dan karena derivatif dapat digunakan untuk lindung nilai kerugian pendapatan yang terkait dengan eksposur risiko suku bunga sehingga memungkinkan perusahaan akan mengambil investasi yang lebih menguntungkan. Hal ini didukung oleh beberapa hasil penelitian terdahulu (Shaari et al.,2013; Clark dan Mefteh., 2010) yang menunjukkan adanya korelasi positif antara profitabilitas dan penggunaan instrumen derivatif.

H_{3b} Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif

Leverage Terhadap Instrumen Derivatif

Rasio *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Beberapa perusahaan mungkin menggunakan utang untuk membiayai operasi dengan meningkatkan *leverage* tanpa meningkatkan ekuitas untuk melakukan investasi. Namun, perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi mungkin menghadapi risiko kebangkrutan selama krisis ekonomi jika mereka tidak mampu untuk menyelesaikan pembayaran. Perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi lebih sering melakukan lindung nilai derivatif untuk mengurangi variabilitas laba perusahaan mereka. Hal ini disebabkan tingkat bunga dan kurs mata uang asing yang dapat membantu perusahaan mengambil utang atau kontrak dengan tingkat bunga tetap yang cocok untuk perusahaan dan memungkinkan



perusahaan untuk dapat melaksanakan perencanaan mereka tanpa khawatir terhadap fluktuasi ketidakpastian suku bunga dan kurs mata uang asing.

Hal tersebut didukung oleh peneliti sebelumnya (Reynolds, Bhabra dan Boyle:2009) yang menunjukkan bahwa perusahaan telah memutuskan untuk menggunakan instrumen manajemen risiko seperti derivatif untuk memastikan bahwa mereka mampu menstabilkan dana mereka untuk operasi bisnis selama mengalami kendala keuangan.

H_{3b} Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif

Kepemilikan Manajerial Terhadap Instrumen Derivatif

Kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan lindung nilai dalam suatu perusahaan. Perusahaan menggunakan lindung nilai tidak hanya untuk mencapai maksimalisasi kekayaan pemegang saham, tetapi juga meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Umumnya, perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi lebih mungkin untuk melakukan lindung nilai dengan penggunaan instrumen derivatif dan biasanya perusahaan besar lebih mungkin untuk melaksanakan instrumen derivatif, karena mereka punya cukup uang di tangan yang dapat dengan mudah membayar pembayaran bunga mereka.

Jumlah saham yang dimiliki oleh manajer adalah salah satu metode yang mendorong manajer memiliki tujuan yang sama dengan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Jumlah saham menunjukkan bahwa tingkat di mana manajer akan membantu perusahaan untuk menghilangkan atau mengurangi risiko dengan terlibat dalam *hedging* untuk menghindari faktor-faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian dari investasi. Hal ini didukung oleh beberapa hasil penelitian terdahulu (Afza dan Alam.,2011; Ameer.,2010; Shaari et al.,2013) yang menunjukkan adanya korelasi positif antara kepemilikan manajerial dan penggunaan instrumen derivatif.

H_{3c} Perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang lebih tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif

III. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini difokuskan pada laporan keuangan industri keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014 untuk mempelajari pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan dan risiko pasar serta pengaruh kinerja keuangan (likuiditas, profitabilitas dan *leverage*) dan kepemilikan manajerial terhadap penggunaan instrumen derivatif pada industri keuangan di Indonesia. Yang diamati adalah laporan keuangan pada industri keuangan yang terdiri dari neraca dan laporan laba/rugi serta harga saham perusahaan.

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis dokumen dengan teknik observasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan tahunan perusahaan industri keuangan periode 2010-2014 yang tersedia di Pusat Data Pasar Modal (PDPM) KSB dan website BEI www.idx.co.id, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2010-2014 dan harga saham harian perusahaan periode 2009-2014 yang tersedia di <http://yahoo.finance.com>.

Data penelitian ini sepenuhnya adalah data sekunder. Teknik sampling yang digunakan adalah *non probability sampling*, yaitu *purposive sampling*. Dengan teknik ini, setiap sampel yang ditetapkan sebagai obyek penelitian ditentukan berdasarkan kriteria tertentu, dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditetapkan. Berikut merupakan kriteria yang ditetapkan peneliti untuk proses pengambilan sampel: Termasuk dalam industri keuangan (*Banking, Credit Agencies Other than Bank, Securities,*



Insurance) sesuai dengan yang telah diklasifikasikan di dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), perusahaan pada industri keuangan yang listing di Bursa Efek Indonesia dan mempunyai laporan tahunan 2010-2014 yang disediakan di www.idx.co.id, perusahaan pada industri keuangan menerbitkan laporan keuangan dengan menggunakan mata uang rupiah, perusahaan mempunyai data yang lengkap untuk pengukuran seluruh variabel. Data yang dimaksud adalah informasi yang tercakup dalam neraca dan laporan laba/rugi yang berakhir 31 Desember.

Untuk menguji hipotesis satu (H_1) tentang pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan digunakan analisis regresi linier berganda dengan rumus:

$$PBV = \alpha_0 + \alpha_1 FWD + \alpha_2 FUT + \alpha_3 OPT + \alpha_4 SWP + \varepsilon$$

Keterangan:

PBV : *Price to Book Value*, yaitu *Market value of equity/Book value of equity*
 α : Konstanta
 FWD : *Forwards*, yaitu nilai notional *forward* dibagi dengan total aset
 FUT : *Futures*, yaitu nilai notional *future* dibagi dengan total aset
 OPT : *Options*, yaitu nilai notional *option* dibagi dengan total aset
 SWP : *Swap*, yaitu nilai notional *swap* dibagi dengan total aset
 ε : *error*

Untuk menguji hipotesis dua (H_2) tentang pengaruh penggunaan instrumen derivatif terhadap risiko pasar digunakan analisis regresi linier berganda dengan rumus:

$$\sigma_{\text{return}} = \beta_0 + \beta_1 FWD + \beta_2 FUT + \beta_3 OPT + \beta_4 SWP + \varepsilon$$

Keterangan:

σ_{return} : Standar deviasi dari *return* saham harian
 β : Konstanta
 FWD : *Forwards*, yaitu nilai notional *forward* dibagi dengan total aset
 FUT : *Futures*, yaitu nilai notional *future* dibagi dengan total aset
 OPT : *Options*, yaitu nilai notional *option* dibagi dengan total aset
 SWP : *Swap*, yaitu nilai notional *swap* dibagi dengan total aset
 ε : *error*

Untuk menguji hipotesis tiga (H_3) tentang pengaruh likuiditas, *leverage*, profitabilitas dan kepemilikan manajerial terhadap penggunaan instrumen derivatif, digunakan persamaan regresi logistik sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{P}{(1-P)} = \gamma_0 + \gamma_1 CR + \gamma_2 QR + \gamma_3 ROA + \gamma_4 ROE + \gamma_5 DER + \gamma_6 \text{MANJ} + \varepsilon$$

Keterangan:

$\text{Ln} \frac{P}{(1-P)}$: Probabilitas perusahaan menggunakan instrumen derivatif
 γ : Konstanta
 $\beta_1 - \beta_6$: Koefisien
 CR : *Current Ratio*, yaitu rasio likuiditas
 QR : *Quick Ratio*, yaitu rasio likuiditas
 ROA : *Return on Asset*, yaitu rasio profitabilitas
 ROE : *Return on Equity*, yaitu rasio profitabilitas
 DER : *Debt to Equity Ratio*, yaitu rasio *leverage*
 MANJ : Kepemilikan manajerial
 ε : *Error*



IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Kesamaan Koefisien

Pengujian ini menggunakan metode *the dummy variable approach* yang menggunakan dummy tahun sebanyak jumlah tahun sampel dikurangi satu. Hasil uji *pooling* menunjukkan nilai signifikansi lebih dari 5% pada setiap model, berarti data penelitian pada setiap model dapat di-*pool*.

Analisis Statistik Deskriptif

Hasil dari pengujian statistik deskriptif (model 1 dan 2) untuk melihat gambaran profil sampel disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 1
Statistik Deskriptif Nilai Perusahaan dan Risiko Pasar

| Descriptive Statistics | | | | | |
|------------------------|-----|---------|---------|--------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| PBV | 260 | ,25 | 5,83 | 1,3954 | ,96186 |
| STDEV | 260 | ,00 | ,08 | ,0282 | ,01545 |
| FWD | 260 | ,00 | ,11 | ,0029 | ,01046 |
| FUT | 260 | ,00 | ,00 | ,0000 | ,00000 |
| OPT | 260 | ,00 | ,00 | ,0000 | ,00000 |
| SWP | 260 | ,00 | ,14 | ,0050 | ,01914 |
| Valid N (listwise) | 260 | | | | |

Ket: PBV = *Price to Book Value*; STDEV = Standar Deviasi; FWD = *Forward*; FUT= *Future*; OPT = *Options*; SWP: *Swap*

Berdasarkan tabel 1 diatas dapat dilihat bahwa jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 260 sampel. Dalam table 1 dapat diketahui bahwa nilai perusahaan yang direpresentasikan oleh *price to book value* sebagai variabel dependen memiliki nilai minimum sebesar 0,25 milik PT Lippo General Insurance Tbk pada tahun 2010 dan nilai maksimum sebesar 5,83 milik PT Bank Maybank Indonesia (d/h Bank International Indonesia) Tbk tahun 2010. Variabel nilai perusahaan memiliki *mean* sebesar 1,3954.

Variabel dependen lainnya yaitu risiko pasar direpresentasikan oleh standar deviasi *return* saham harian (STDEV). Variabel STDEV memiliki nilai minimum 0,00 dan nilai maksimum 0,08 untuk PT Maskapai Reasuransi Indonesia Tbk tahun 2014. Variabel STDEV memiliki nilai mean sebesar 0,0282.

Variabel *forward* (FWD), dan *swap* (SWP) sebagai variabel independen. FWD memiliki nilai minimum 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,11. Nilai *mean* untuk variabel ini adalah 0,0029. Variabel SWP memiliki nilai minimum 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,14. Nilai *mean* untuk variabel ini sebesar 0,0050. Untuk *future* dan *options* tidak termasuk sebagai variabel, karena tidak ada penggunaan instrumen *future* dan *options* pada periode penelitian 2010-2014.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



Hasil dari pengujian statistik deskriptif (model 3) untuk melihat gambaran profil sampel faktor-faktor yang memengaruhi penggunaan instrumen derivatif disajikan dalam tabel berikut

Tabel 2
Frekuensi Derivatif (Modus)

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| ,00 | 199 | 76,5 | 76,5 | 76,5 |
| Valid 1,00 | 61 | 23,5 | 23,5 | 100,0 |
| Total | 260 | 100,0 | 100,0 | |

Keterangan: 1= Perusahaan menggunakan instrumen derivatif; 0= Perusahaan tidak menggunakan instrumen derivatif

Variabel derivatif (DUMDER) diprosikan dengan menggunakan variabel dummy dimana nilai 1 untuk perusahaan yang menggunakan instrumen derivatif dan nilai 0 untuk perusahaan yang tidak menggunakan instrumen derivatif. Pada tabel 4.6 sampel perusahaan yang menggunakan instrumen derivatif sebanyak 61 sampel data perusahaan. Artinya, masih sedikit perusahaan yang menggunakan instrumen derivatif. Sedangkan, perusahaan yang tidak menggunakan instrumen derivatif lebih banyak sebesar 199 perusahaan.

Uji Normalitas

Ringkasan hasil uji normalitas dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Normalitas

| Model | Kolmogorov-Smirnov Z | Asympg. Sig (2-tailed) |
|-----------|----------------------|------------------------|
| (1) PBV | 2,792 | 0,000 |
| (2) STDEV | 0,863 | 0,445 |

Keterangan: PBV = Price to Book Value ; STDEV = Standar Deviasi

Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* model 1 dan 2 pada tabel 4.7 diperoleh Asymp. Sig (2-tailed) model 1 adalah $0,000 < \text{nilai } \alpha (0,05)$ berarti data tidak berdistribusi normal. Akan tetapi menurut Bowerman, et al (2014:278) masalah data tidak normal tersebut dapat diabaikan karena sampel yang digunakan sebanyak 52. Sedangkan, Asymp. Sig (2-tailed) model 2 adalah $0,445 > \text{nilai } \alpha (0,05)$ berarti data berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Ringkasan hasil pengujian multikolinearitas dengan melihat *Variance Inflation Factor (VIF)* dan *tolerance* disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4
Ringkasan Hasil Uji Multikolinearitas

| Model | Tolerance | VIF |
|-------|-----------|-------|
| PBV | FWD | 0,969 |
| | SWP | 0,969 |
| STDEV | FWD | 0,969 |
| | SWP | 0,969 |

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Keterangan: PBV = Price to Book Value
STDEV = Standar deviasi

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Tabel 4 menunjukkan bahwa hasil pengujian untuk model regresi PBV variabel *forward* dan *swap* berturut-turut sebesar 1,032; 1,032 dimana semua variabel tersebut memiliki nilai VIF <10 dan hasil uji variabel tersebut juga memiliki nilai tolerance berturut-turut sebesar 0,969; 0,969 dimana nilai *tolerance* dari semua variabel >0,1, sehingga dapat disimpulkan pada model ini bebas dari multikolinearitas.

Hasil yang sama juga ditunjukkan tabel 4 untuk model regresi STDEV yang menunjukkan bahwa variabel *forward* dan *swap* sebagai variabel independen berturut-turut sebesar 1,032; 1,032 dimana semua variabel tersebut memiliki nilai VIF <10 dan hasil uji variabel tersebut juga memiliki nilai tolerance berturut-turut sebesar 0,969; 0,969 dimana nilai *tolerance* dari semua variabel >0,1, sehingga dapat disimpulkan pada model ini bebas dari multikolinearitas.

Uji Heterokedastisitas

Ringkasan hasil pengujian heteroskedastisitas disajikan dalam tabel 5

Tabel 5
Ringkasan Hasil Uji Heterokedastisitas

| | Model | Sig. |
|-------|-------|-------|
| PBV | FWD | 0,929 |
| | SWP | 0,194 |
| STDEV | FWD | 0,364 |
| | SWP | 0,163 |

Keterangan: PBV = Price to Book Value; STDEV = Standar Deviasi; FWD = Forward; SWP = Swap

Pada pengujian heterokedastisitas dengan metode Glejser yang disajikan dalam tabel 5, variabel *forward* memiliki nilai signifikansi 0,929 dan variabel *swap* memiliki nilai signifikansi 0,194 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heterokedastisitas pada model pertama. Variabel *forward* dan *swap* pada model kedua masing-masing memiliki nilai signifikansi secara berturut-turut 0,364 dan 0,163. Kesimpulan yang sama juga dapat diambil pada model ini.

Uji autokorelasi

Ringkasan hasil pengujian autokorelasi disajikan dalam tabel 6 :

Tabel 6
Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi

| | Model | Sig. |
|-------|-------|-------|
| PBV | FWD | 0,831 |
| | SWP | 0,902 |
| | Res2 | 0,063 |
| | | |
| STDEV | FWD | 0,895 |
| | SWP | 0,895 |
| | Res2 | 0,150 |

Keterangan: PBV = Price to Book Value; STDEV = Standar Deviasi; FWD= Forward; SWP = Swap

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Tabel 6 menyajikan nilai signifikansi dari pengujian autokorelasi dimana dalam metode Langrange Multiplier (LM) yang dilihat adalah nilai sig dari variabel Res2. Model pertama memiliki nilai Res2 0,063 yang adalah lebih besar dari 0,05 sehingga kesimpulan yang dapat ditarik adalah bahwa tidak terjadi gejala autokorelasi pada model tersebut. Model kedua memiliki nilai signifikan Res2 0,150. Nilai tersebut juga lebih besar dari 5%. Sehingga kesimpulan yang sama juga berlaku bagi model kedua.

Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda

Hasil uji regresi berganda untuk pengujian hipotesis tentang pengaruh instrumen derivatif terhadap nilai perusahaan (Model 1) disajikan sebagai berikut:

Tabel 7
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda Model 1

| Model | Prediksi Arah | Koefisien Regresi | t | Sig. |
|--|---------------|-------------------|-------|-------|
| FWD | + | 5,854 | 1,025 | 0,307 |
| SWP | + | 8,881 | 2,845 | 0,005 |
| Sig-F | | 0,006 | | |
| R Square | | 0,039 | | |
| Adj R Square | | 0,032 | | |
| Dependen Variabel: <i>Price to Book Value (PBV)</i> | | | | |
| Keterangan: FWD = <i>Forward</i> ; SWP = <i>Swap</i> | | | | |

Signifikansi F menunjukkan angka $0,006 \leq$ dari nilai σ (0,05) berarti signifikan ditingkat 1%. Dengan demikian, model tersebut dapat menjelaskan perubahan nilai perusahaan (PBV). Variabel *forward* dan *swap* dapat menjelaskan perubahan nilai perusahaan sebesar 3,9%, sisanya 96,1% dijelaskan oleh variabel yang ada diluar penelitian.

Dari hasil uji t menunjukkan koefisien untuk variabel *forward* 5,854 dengan nilai signifikansi $0,307/2 = 0,1535$, ini menunjukkan bahwa korelasi positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Untuk variabel *swap* menunjukkan koefisien sebesar 8,881 dengan nilai signifikansi $0,005/2 = 0,0025$ yang berarti nilai tersebut dibawah 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *swap* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

Untuk pengujian hipotesis tentang pengaruh instrumen derivatif terhadap risiko pasar (Model 2) disajikan sebagai berikut:

Tabel 8
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda Model 2

| Model | Prediksi Arah | Koefisien Regresi | t | Sig. |
|--|---------------|-------------------|--------|-------|
| FWD | - | -0,079 | -0,855 | 0,393 |
| SWP | - | -0,124 | -2,454 | 0,015 |
| Sig-F | | 0,022 | | |
| R Square | | 0,029 | | |
| Adj R Square | | 0,022 | | |
| Dependen Variabel: STDEV = Standar Deviasi | | | | |
| Keterangan: FWD = <i>Forward</i> ; SWP = <i>Swap</i> | | | | |



Signifikansi F menunjukkan angka $0,022 \leq$ dari nilai σ (0,05), berarti terdapat hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Model tersebut dapat menjelaskan perubahan risiko pasar (STDEV). Variabel *forward* dan *swap* dapat menjelaskan perubahan risiko pasar sebesar 2,9%, sisanya 97,1% dijelaskan oleh variabel yang ada diluar penelitian.

Dari hasil uji t menunjukkan koefisien untuk variabel *forward* -0,079 dengan nilai signifikansi $0,393/2 = 0,1965$ yang berarti nilai tersebut diatas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *forward* berkorelasi negatif namun tidak signifikan terhadap risiko pasar (STDEV). Untuk variabel *swap* menunjukkan koefisien sebesar -0,124 dengan nilai signifikansi $0,015/2 = 0,0075$ ini menunjukkan bahwa variabel *swap* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap risiko pasar.

Uji Regresi Logistik

Hasil uji regresi logistik untuk pengujian hipotesis tentang faktor-faktor yang memengaruhi penggunaan instrumen derivatif (Model 3) disajikan sebagai berikut:

Tabel 9
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Logistik

| Model | Prediksi Arah | Koefisien Beta | Sig. |
|--|---------------|----------------|-------|
| CR | - | -0,380 | 0,685 |
| QR | - | -1,009 | 0,050 |
| ROA | + | -17,015 | 0,113 |
| ROE | + | 4,234 | 0,042 |
| DER | + | 0,171 | 0,013 |
| KEPMAN | + | -3,813 | 0,109 |
| Hosmer test | | 0,743 | |
| R Square | | 0,406 | |
| Dependen Variabel: DUMDER = Instrumen Derivatif (1: menggunakan; 0: tidak) | | | |
| Keterangan: CR= <i>Current Ratio</i> ; QR = <i>Quick Ratio</i> ; ROA= <i>Return on Asset</i> ; ROE= <i>Return on Equity</i> ; DER= <i>Debt to Equity Ratio</i> ; KEPMAN = Kepemilikan Manajerial | | | |

Signifikansi F dari hasil pengujian *Hosmer and Lemeshow Test*, menunjukkan angka $0,743 > 0,05$, berarti keputusan yang diambil adalah tidak tolak H_0 , yaitu tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati, maka model regresi layak untuk digunakan dalam analisis selanjutnya. Variabel likuiditas, profitabilitas dan *leverage* dapat menjelaskan variabilitas instrumen derivatif sebesar 40,6%, sisanya 59,4% dijelaskan oleh variabel yang ada diluar penelitian.

Dari hasil uji t menunjukkan variabel *current ratio* (CR) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,685/2 = 0,3425$ dan nilai beta sebesar -0,380 yang sesuai dengan arah prediksi. Nilai signifikansi tersebut lebih tinggi dari 0,05 yang artinya tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan dengan CR yang tinggi lebih cenderung tidak menggunakan instrumen derivatif. Variabel *quick ratio* (QR) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,050/2 = 0,025$ dan nilai beta sebesar -1,009 yang sesuai dengan arah prediksi. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah dari 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Variabel *return on asset* (ROA) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,113/2 = 0,0565$ dan nilai beta sebesar $-17,015$ yang berlawanan dengan arah prediksi. Nilai signifikansi lebih tinggi dari $0,05$ sehingga dinyatakan bahwa tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan yang memiliki ROA yang tinggi cenderung menggunakan instrumen derivatif. Variabel *return on equity* (ROE) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,042/2 = 0,021$ dan nilai beta sebesar $4,234$ yang sesuai dengan arah prediksi. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah dari $0,05$ sehingga dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ROE yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif.

Variabel *debt to equity ratio* (DER) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,013/2 = 0,0065$ dan nilai beta sebesar $0,171$ yang sesuai dengan arah prediksi. Nilai signifikansi tersebut lebih rendah dari $0,05$ sehingga dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang dengan tingkat *leverage* yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif. Variabel kepemilikan manajerial (MANJ) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,109/2 = 0,0545$ dan nilai beta sebesar $-3,813$ yang tidak sesuai dengan arah prediksi. Nilai signifikansi tersebut lebih tinggi dari $0,05$ yang artinya tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif.

Pembahasan

Hasil pengujian statistik T menunjukkan koefisien beta *forward* menunjukkan nilai yang positif namun tidak signifikan. Berarti, *forward* tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Chang et al.,2012. Tetapi penelitian (Bartram et al.,2008; Allayannis dan Weston 2001) menyatakan hasil yang sama. Sedangkan, *Swap* terbukti berpengaruh positif signifikan dengan nilai perusahaan. Hal ini konsisten dengan hipotesis dalam penelitian ini dan teori sinyal yang menyatakan perusahaan menggunakan instrumen derivatif akan meningkatkan nilai perusahaan karena perusahaan akan mengirimkan sinyal kepada investor bahwa arus kas masa depan perusahaan terjamin dan risiko kesulitan keuangan berkurang. Hasil penelitian tersebut juga mendukung hasil penelitian sebelumnya (Chang et al.,2012; Allayannis dan Weston.,2001).

Hasil uji statistik t membuktikan bahwa koefisien beta *forward* menunjukkan nilai yang negatif namun tidak signifikan. Berarti, *forward* tidak terbukti berpengaruh dengan risiko pasar. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang diajukan dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Keffala et al. (2011) yang menunjukkan hubungan negatif antara penggunaan *forward* dan total risiko dengan tingkat signifikansi 1%. Sedangkan, koefisien beta *swap* membuktikan bahwa *swap* terbukti berpengaruh negatif signifikan dengan risiko pasar, hal ini konsisten dengan hipotesis dalam penelitian dan juga sesuai dengan penelitian Keffala et al. (2011) yang menyatakan mayoritas bank menggunakan instrumen derivatif salah satunya *forward* dan *swap* untuk mengurangi risiko. Bukti-bukti dari beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa penggunaan derivatif tidak menaikkan risiko.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Pengujian untuk *current ratio* (CR) menunjukkan hasil negatif hanya saja tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan dengan CR yang tinggi lebih cenderung tidak menggunakan instrumen derivatif. Sedangkan, pengujian dengan *Quick Ratio* (QR) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif. Hasil tersebut konsisten dengan hipotesis dan penelitian sebelum Clark dan Mefteh (2010) dimana mereka menemukan bahwa ada hubungan negatif antara rasio cepat dan penggunaan derivatif. Perusahaan yang memiliki likuiditas rendah akan lebih terlibat dalam pasar derivatif karena tidak mampu melunasi utang jika pasar bergerak ke arah yang kurang menguntungkan perusahaan dan perusahaan dengan likuiditas tinggi kurang memiliki insentif untuk mengambil bagian menggunakan instrumen derivatif.

Pengujian untuk ROA menunjukkan hasil yang negatif sehingga tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan yang memiliki ROA yang tinggi cenderung menggunakan instrumen derivatif. Peneliti terdahulu (Jang dan Park.,2011) menyatakan, setelah perusahaan memiliki profitabilitas tinggi, mereka kurang memiliki insentif untuk terlibat menggunakan instrumen derivatif karena kurangnya kesulitan keuangan. Sedangkan, pengujian untuk ROE menunjukkan bahwa ROE yang tinggi berpengaruh terhadap kecenderungan perusahaan dalam menggunakan instrumen derivatif. Hasil Pengujian ROE konsisten dengan hipotesis dan penelitian terdahulu (Shaari et al.,2013; Clark dan Mefteh.,2010) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan penggunaan instrumen derivatif. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan turunan dari sebuah perusahaan lindung nilai akan dipengaruhi oleh profitabilitas perusahaan. Profitabilitas meningkat tegas, jumlah derivatif yang dilindung nilai juga akan meningkat.

Hasil pengujian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa perusahaan yang dengan tingkat *leverage* yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian dan penelitian sebelumnya (Afza dan Alam.,2011) yang menyatakan *leverage* berhubungan positif karena perusahaan memutuskan menggunakan instrumen derivatif untuk memastikan bahwa perusahaan mampu menstabilkan dana untuk operasi bisnis selama sedang mengalami kendala keuangan.

Hasil pengujian menunjukkan tidak terdapat cukup bukti bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif. Hasil pengujian tersebut bertentangan dengan hasil penelitian terdahulu (Afza dan Alam.,2011; Ameer.,2010) yang menyatakan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan derivatif. Salah satu penyebab kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan penggunaan instrumen derivatif karena instrumen derivatif masih sedikit digunakan oleh perusahaan di Indonesia, sehingga

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



manajer cenderung memilih tidak mengambil risiko untuk menggunakan instrumen derivatif dan yang bisa menimbulkan kerugian terhadap perusahaan (Shaari et al.,2013).

V. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah di uraikan pada bab sebelumnya, maka hasil penelitian ini dapat di simpulkan sebagai berikut:1) Instrumen derivatif (*swap*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun instrumen derivatif lainnya (*forward*) tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan; 2) Instrumen derivatif (*swap*) berpengaruh negatif terhadap risiko pasar, namun instrumen derivatif lainnya (*forward*) tidak terbukti berpengaruh terhadap risiko pasar; 3) Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif, perusahaan dengan tingkat profitabilitas (ROE) yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi lebih cenderung menggunakan instrumen derivatif dan kepemilikan manajerial tidak terbukti berpengaruh terhadap kecenderungan perusahaan menggunakan instrumen derivatif

Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah diperoleh dari hasil penelitian, beberapa saran diajukan antara lain: 1) Bagi perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan penggunaan instrumen derivatif untuk lindung nilai karena dapat memengaruhi proses pengambilan keputusan. Misalnya, penggunaan instrumen *swap* lebih baik untuk menaikkan nilai perusahaan dan mengurangi risiko pasar; 2) Bagi investor diharapkan dapat menggunakan informasi instrumen derivatif (*forward* dan *swap*) dalam pengambilan keputusan investasinya; 3) Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya melakukan penelitian dengan industri yang berbeda atau dengan industri yang sama tetapi dengan menambah jumlah tahun pengamatan untuk dapat mengeneralisasi hasil penelitian dan mendukung hasil penelitian terdahulu dan untuk dapat menjelaskan penggunaan instrumen derivatif.

VI. UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis bersyukur kepada Tuhan karena dapat menyelesaikan penelitian ini dengan baik. Penulis tak lupa mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang membantu menyelesaikan penelitian ini, seperti: Dr. Nunung Nuryani, M.Si.,Ak.,CA selaku dosen pembimbing, seluruh dosen yang telah mengajar penulis di Kwik Kian Gie School Of Business, teman-teman penulis, dan semua anggota keluarga.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., & Alam, A (2011), *Determinants of Extent of Financial Derivative Usage*. Journal of Business Management, 5(20), 8331-8336
- Afza, T., & Alam, A (2011), *Determinants of Corporate Hedging Policies: A Case of Foreign Exchange and Interest Rate Derivative Usage*. Journal of Business Management, 5(14), 5792-5797.



Allayannis, G., dan Weston, J.P (2001), *The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value*. Review of Financial Studies 14, 243-276

Ameer, R., (2010), *Determinants of Corporate Hedging Practices in Malaysia*. International Business Research, vol 3, No. 2; April 2010.

Bank Indonesia (2010), *Krisis Global dan Penyelamatan Sistem Perbankan Indonesia*.

Basel Committee in Banking Supervision (2001), *Operational Risk*. Bank for International Settlements.

Bashir, Hamid., Sultan, Khuram dan Jghef, O. K (2013), *Impact of Derivative Usage on Firm Value: Evidence from Non Financial Firms of Pakistan*. Journal of Management Research, Vol.5, No. 4, ISSN 1941-899X

Bartram, S. M., Brown, G. W., dan Conrad, J (2011), *The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46, 967-999.

Beams, Floyd et.al (2012), *Advance Accounting*, Edisi 11, New Jersey: Pearson

Bodie et.al (2011), *Investment and Portfolio Management*, New York: The McGraw-Hill.

Bowerman, Bruce. L., Richard T.O. Connell., Emilys S. Murphee (2014), *Business Statistics in Practice*, New York: McGraw-Hill.

Brealey, Richard A., Myers, Steward (2003), *Principles of Corporate Finance* (7th ed), McGraw-Hill, Chapter 20

Brigham, Eugene F. dan I.C. Gapenski (1996), *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, New York: The Dryden Press.

Bullard, J. et al (2009), *Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 91 (5, Part 1), pp. 403-17

Chang, Chuang-Chang. et al (2012), *The Effect of Financial Derivatives Usages in Commercial Banks Risk and Value: Evidence from European Markets*. Journal of Finance.

Chen, M.C. et al (2005), *An Empirical Investigation of the Relationship Between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance*. Journal of Intellectual Capital, Vol. 6 No. 2, pp. 159-76.

Chui, Michael (2012), *Derivative Markets, Products and Participants: An Overview*. IFC Bulletin No.35

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).

Cummins, J.D., Phillips, R.D., & Smith, S.D. (2001), "Derivatives and Corporate Risk Management: Participation and Volume Decisions in the Insurance Industry", Journal of Risk and Insurance, 68, 51-92.



Damodaran, Aswath (2001), *Corporate Finance : Theory and Practice*, USA: John Wiley & Sons, Inc.

Dhouibi, R. dan Chokri Mamoghli (2009), *Accounting and Capital Market Measures of Banks Risk: Evidence From an Emerging Market*. Banks and Bank Systems, Vol 4, Issue 4.

Ferraro, Olga dan Stefania Veltri (2011), *The Value Relevance of Intellectual Capital on the Firm's Market Value: An Empirical Survey on the Italian Listed Firms*. International Journal of Knowledge-Based Development, Vol. 2 No.1, pp. 66-84

Gallagher, Timothy J. dan Andrew, Joseph D (1997), *Financial Management Principles and Practice*, USA: Prentice Hall, Inc.

Ghozali, Imam (2013), *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gitman, Lawrence J. dan Chad J. Zutter (2015), *Principles of Managerial Finance*, Boston: Pearson Education

Guay, W.R (1999), *The Impact of Derivatives on Firm Risk: An Empirical Examination of New Derivative Users*. Journal of Accounting and Economics 26, 319-351.

Hirtle, B., (1997), *Derivatives, Portofolio Composition and Bank Holding Company Interest Rate Risk Exposure*. Journal of Financial Service Research, 12, 243-266.

Hull, John C (2001), *Options, Futures and Other Derivatives, Fourth Edition*. Prentice Hall. P.1.

Hundman (1999), *An Analysis of the Determinants of Financial Derivative Use by Commercial Banks*, The Park Place Economist, Vol VII.

Ikatan Akuntansi Indonesia (2012), *Standar Akuntansi Keuangan.PSAK*, Jakarta : Salemba Empat.

Jensen, Michael C. dan William H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, Vol. 4, No. 4.

Jones et.al (2009), *Investment Analysis and Management* (2009), Singapore: John Wiley and Sons.

Keffala, M.R(2014), *Effect of the Use of Derivative Instruments on Stock Returns: Evidence from Banks in Emerging and Recently Developed Countries*. An International Journal of management Studies. Vol.4,No.1.

Keffala, M.R., dan Christian De Peretti (2013), *Effect of the Use of Derivative Instruments on Accounting Risk: Evidence from Banks in Emerging and Recently Developed Countries*. Annals of Economics and Finance 14-1, 149-178

Kim, W., & Sung, T (2005), *What Makes Firms Manage FX Risk? Emerging Markets Review*, 6, 263-288.

Mackenzie, Bruce et.al (2014), *International Financial Reporting Standards*, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc

Insitut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Mehta, et.al (2012), *Managing market risk: Today and tomorrow*. McKinsey Working Papers on Risk, Number 32.

Mingshuu. et al(2009), *Determinants of Derivative Use and its Impact on Bank Risk*. Journal of Finance and Business Administration.

Modigliani, F. dan Miller, M (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*”, The American Economic Review, Vol. XLVIII, No. 3

Nance, D. R., Smith, C. W. Jr., dan Smithson, C.W (1993), *On the Determinants of Corporate Hedging*. Journal of Finance 48,267-284.

Nguyen, H. & Faff, R. (2002), “*On the Determinants of Derivative Usage by Australian Companies*”, Australian Journal of Management, 27, 1-24.

Putro, Septama Hardanto (2012), *Analisis Faktor yang Memengaruhi Penggunaan Instrumen Derivatif sebagai Pengambilan Keputusan Hedging*, Universitas Diponegoro Semarang.

Reichert, A., Shyu Y. W (2003), *Derivative Activities and The Risk of International Banks : A Market Index and the VaR Approach*. International Review of Financial Analysis, 12, 489-511.

Reynolds, M.P., Bhabra, G.S. & Boyle, G.W (2009), *Cash Flow, Investment and Derivative Use: An Empirical Analysis of New Zealand Listed Companies*. Journal of Finance and Economics, 32, 73-82.

Rivas A., T. Ozuna, dan F. Policastro (2006), *Does the Use of Derivatives Increase Bank Efficiency? Evidence from Latin American Banks*. International Business & Economics

Ross et.al (2009), *Modern Financial Management*, Boston: Mc-Graw Hill International

Scott, William R. (2015), *Financial Accounting Theory*, Edisi 7, Canada: Pearson Prentice Hall.

Shaari et al (2013), *The Determinants of Derivative Usage: A Study on Malaysian Firms*, Journal of Contemporary Research in Business, Volume 5, No.2

Sinkey Jr., J.F., dan Carter, D.A (2000), *Evidence on the financial characteristics of banks that do and do not use derivatives*, The Quarterly Review of Economics and Finance 40, 431-449.

Smith, C. W., dan Stulz, R (1985), *The determinants of firm's hedging policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 20, 391-405.

Subramanyam, K. R dan John J. Wild (2014), *Financial Statement Analysis*, Edisi 11, Boston: McGraw-Hill Irwin.

Suwardono (2005), *Teori Akuntansi: Perekayasaan Pelaporan Keuangan*, Edisi 3, Yogyakarta: BPPE.

Vaughan, Emmett J. (1997), *Risk Management*, New York: John Wiley & Sons, Inc.

© Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie
 Hak cipta Dilindungi Undang-Undang
 Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengumumakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.