

**PENGARUH LIKUIDITAS DAN *GROWTH OPPORTUNITY*
TERHADAP *HEDGING* DENGAN *FINANCIAL DISTRESS*
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN SUB
SEKTOR FARMASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA PERIODE 2015-2020**

SKRIPSI

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Sarjana Akuntansi



Oleh:

**DEBBY CHRISMA ANTONIUS
1701035100
AKUNTANSI**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS MULAWARMAN
SAMARINDA
2022**

HALAMAN PENGESAHAN

Judul Penelitian : Pengaruh Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap *Hedging* dengan *Financial Distress* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020.

Nama : Debby Chrisma Antonius

NIM : 1701035100

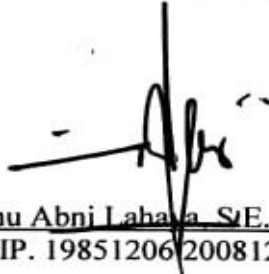
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Program Studi : S1-Akuntansi

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh Gelar Sarjana Akuntansi

Menyetujui,

Samarinda, 03 Oktober 2022
Dosen Pembimbing



Ibnu Abni Labaja, S.E., M.S.A
NIP. 19851206200812 1 002

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Mulawarman



Prof. Dr. Hj. Syarifah Hudayah, M.Si
NIP. 19620512 198811 2 001

Lulus Tanggal Ujian : 26 September 2022

SKRIPSI INI TELAH DIUJI DAN DINYATAKAN LULUS

Judul Skripsi : Pengaruh Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap
Hedging dengan *Financial Distress* Sebagai Variabel
Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020.

Nama : Debby Chrisma Antonius

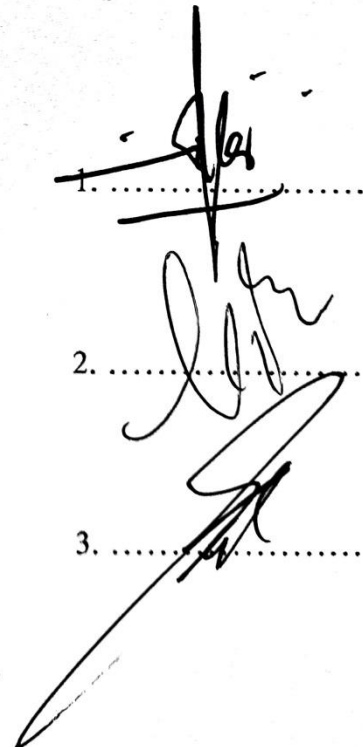
NIM : 1701035100

Hari : Senin

Tanggal Ujian : 26 September 2022

TIM PENGUJI

1. Ibnu Abni Lahaya, S.E., M.S.A
NIP. 19851206 200812 1 002
2. Dr. Ledy Setiawati, S.E., M.Si
NIP. 19800110 200212 2 001
3. Muhammad Ikbāl, S.E., M.S.A., CSRA., CSP
NIP. 19800407 200501 1 001



1.

2.

3.

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur penjiplakan, saya bersedia Skripsi dan Gelar Sarjana atas nama saya dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Samarinda, 5 September 2022



Debby Chrisma Antonius

**PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI SKRIPSI
UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademik Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman, saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Debby Chrisma Antonius
NIM : 1701035100
Program Studi : S1-Akuntansi
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, dengan ini menyetujui untuk memberikan ijin kepada pihak **UPT. Perpustakaan Universitas Mulawarman**. Hak Bebas Royalti Non-Eksekutif (*Non-exclusive Royalti-Free Right*) atas skripsi saya yang berjudul **“Pengaruh Likuiditas dan Growth Opportunity Terhadap Hedging dengan Financial Distress Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020”** beserta dengan perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini maka kepada UPT. Perpustakaan Universitas Mulawarman berhak menyimpan, mengalih media atau memformatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat dan mempublikasi skripsi saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Samarinda, 23 September 2022

Mahasiswa,



Debby Chrisma Antonius

RIWAYAT HIDUP



Debby Chrisma Antonius, lahir pada tanggal 11 Mei tahun 1998 di Kota Samarinda. Penulis merupakan anak bungsu dari enam bersaudara yang dilahirkan dari pasangan Bapak Antonius (Alm) dan Ibu Makari Mangiri. Pada tahun 2004 penulis memulai pendidikan di Sekolah Dasar Negeri 003 Kota Samarinda hingga tahun 2010, lalu melanjutkan pendidikan ke tingkat Sekolah Menengah Pertama Negeri 2 Samarinda hingga tahun 2013. Setelah itu, pada tahun 2013 penulis melanjutkan pendidikan di Sekolah Menengah Atas Negeri 2 Samarinda dan dinyatakan lulus pada tahun 2016.

Selanjutnya, pada tahun 2017 penulis melanjutkan Pendidikan ke Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman dengan memilih program studi Akuntansi. Pada tahun 2020 penulis melakukan program Kuliah Kerja Nyata (KKN) angkatan 46 yang bertempat di Kelurahan Tani Bakti, Kecamatan Samboja, Kabupaten Kutai Kartanegara, Provinsi Kalimantan Timur.

KATA PENGANTAR

Puji syukur ke hadirat Tuhan Yesus Kristus Yang Maha Esa atas hikmat dan rahmatNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman.

Skripsi yang berjudul “Pengaruh Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap *Hedging* dengan *Financial Distress* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020” ini disusun sebagai salah satu persyaratanesaikan studi dan memperoleh gelar Sarjana Akuntansi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis.

Penulis menyadari bahwa dalam menyusun skripsi ini tidak terlepas dari doa, bantuan, bimbingan, motivasi serta dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Dr. Ir. H. Abdunnur, M.Si selaku Rektor Universitas Mulawarman.
2. Prof. Dr. Hj. Syarifah Hudayah, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman.
3. Ibu Felisitas Defung, M.A., Ph.D selaku Wakil Dekan Bidang Akademik Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman, Bapak Dr.H. Irwansyah, SE., M.M selaku Wakil Dekan Bidang Umum dan Keuangan, Bapak Dr. Zainal Abidin, SE., M.M selaku Wakil Dekan Bidang Kemahasiswaan dan Alumni.
4. Ibu Dwi Risma Deviyanti, SE., M.Si selaku Ketua Jurusan Akuntansi, Ibu Dr.Wulan Iyhig Ratna Sari, SE., M.Si selaku Sekertaris Jurusan

Akuntansi, Bapak Dr. Zaki Fakhroni, SE., M.Si selaku Koordinator Program Studi Akuntansi.

5. Bapak Ibnu Abni Lahaya, S.E., M.SA selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu di sela-sela kesibukannya untuk membimbing, memberi saran dan berdiskusi, serta dukungan kepada penulis selama menyusun skripsi ini.
6. Dr. Abdul Gafur, S.E., M.Si., Ak., CPA selaku Dosen Wali yang membantu perencanaan studi akademik penulis selama menempuh studi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman.
7. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman khususnya Bapak dan Ibu Dosen Jurusan Akuntansi. Terimakasih telah memberikan ilmu pengetahuan kepada penulis sebagai bekal dalam meraih masa depan yang baik.
8. Seluruh Bapak dan Ibu Staf Akademik dan Tata Usaha Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang membantu kelancaran penulis dalam hal administrasi dan lainnya.
9. Kedua orang tua penulis, Almarhum ayah tercinta Bapak Antonius Palimbong dan Ibu Makari Mangiri yang saya kasihi, terimakasih atas didikan dan kasih sayang yang telah diberikan kepada penulis selama ini.
10. Seluruh kerabat, sahabat, dan pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang telah memberikan kontribusi secara langsung maupun tidak langsung kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi

ini. Terimakasih atas motivasi dan bantuan yang telah diberikan kepada penulis. Semoga segala kebaikan akan menjadi berkat dan kita semua diberkati oleh Tuhan Yesus Kristus dalam segala aktifitas, pekerjaan, pendidikan, pelayanan, serta segala aspek kehidupan kita.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna karena keterbatasan pengalaman dan kemampuan yang dimiliki penulis. Oleh karena itu, demi penyempurnaan skripsi ini, penulis mengharapkan saran, pendapat, serta kritik dari pembaca dan dengan rendah hati penulis akan menerimanya. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat dan dapat dijadikan acuan untuk penelitian yang akan datang.

Samarinda, 25 Mei 2022

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Debby' followed by a stylized surname.

Debby Chrisma Antonius

ABSTRAK

Debby Chrisma Antonius. 2022. Pengaruh Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap *Hedging* dengan *Financial Distress* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020. Dibawah bimbingan Bapak **Ibnu Abni Lahaya** sebagai Dosen Pembimbing.

Perusahaan yang melakukan transaksi internasional berisiko menghadapi kerugian akibat adanya fluktuasi kurs valuta asing. Risiko ini dapat dihindari dengan melakukan strategi manajemen risiko. Salah satu bentuk manajemen risiko fluktuasi kurs valuta asing adalah melakukan lindung nilai atau *hedging*. *Hedging* dalam penelitian ini merupakan variabel *dummy* yang dapat dilihat pada laporan keuangan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan mengetahui pengaruh likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* dan *growth opportunity* yang diproksikan dengan *Market to Book Value* (MBV) terhadap *hedging* pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020 dengan menggunakan *financial distress* sebagai variabel moderasi. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 8 perusahaan dan data penelitian berjumlah 48 data observasi. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif kuantitatif dengan menggunakan model regresi logistik dan *Moderated Regression Analysis* (MRA).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *hedging*, artinya jika likuiditas meningkat, maka *hedging* akan mengalami penurunan. *Growth opportunity* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *hedging*. Sementara itu, *financial distress* memperlemah pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging*.

Kata Kunci: Hedging, Likuiditas, Growth Opportunity dan Financial Distress.

ABSTRACT

Debby Chrisma Antonius. 2022. *The Effect of Liquidity and Growth Opportunity on Hedging with Financial Distress as a Moderating Variable in Pharmaceutical Sub-Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2020 Period.* Under the guidance of **Mr. Ibnu Abni Lahaya** as advisor.

Companies that carry out international transactions are at risk of facing losses due to fluctuations in foreign exchange rates. This risk can be avoided by implementing a risk management strategy. One form of risk management for foreign exchange rate fluctuations is hedging. Hedging in this study is a dummy variable that can be seen in the company's financial statements.

This study aims to examine and determine the effect of liquidity as proxied by current ratio and growth opportunity as proxied by Market to Book Value on hedging in pharmaceutical sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2020 period by using financial distress as a moderating variable. The sampling technique used purposive sampling with a total sample of 8 companies and research data amounted to 48 observational data. The analytical method used in this research is descriptive quantitative analysis using logistic regression models and Moderated Regression Analysis.

The results show that liquidity has a negative and significant effect on hedging, meaning that if liquidity increases, hedging will decrease. Growth opportunity has a negative and not significant effect on hedging. Meanwhile, financial distress is weaken the influence of liquidity and growth opportunity on hedging.

Keywords: Hedging, Liquidity, Growth Opportunity and Financial Distress.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN IDENTITAS PENGUJI	iii
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI	iv
PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI SKRIPSI	v
RIWAYAT HIDUP	vi
KATA PENGANTAR	vii
ABSTRAK	x
ABSTRACT	xi
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
 BAB I PENDAHULUAN	 1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Manfaat Penelitian	9
1.4.1 Manfaat Teoritis	9
1.4.2 Manfaat Praktis	9
1.4.3 Manfaat Regulasi	10
 BAB II TINJAUAN PUSTAKA	 11
2.1 Landasan Teori	11
2.1.1 <i>Shareholder Value Maximization Theory</i>	11
2.1.2 Manajemen Risiko	12
2.1.3 Pengertian <i>Hedging</i>	13
2.1.4 Likuiditas	15
2.1.5 <i>Growth Opportunity</i>	17
2.1.6 <i>Financial Distress</i>	18
2.2 Penelitian Terdahulu	19
2.3 Pengembangan Hipotesis	29
2.3.1 Pengaruh Likuiditas Terhadap <i>Hedging</i>	29
2.3.2 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> Terhadap <i>Hedging</i>	30
2.3.3 <i>Financial Distress</i> Memperkuat Pengaruh Likuiditas Terhadap <i>Hedging</i>	32
2.3.4 <i>Financial Distress</i> Memperkuat Pengaruh <i>Growth</i> <i>Opportunity</i> Terhadap <i>Hedging</i>	33

5.2 Saran	70
DAFTAR PUSTAKA	72
LAMPIRAN	77

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	25
Tabel 3.1 Kriteria Moderasi	40
Tabel 3.2 Rincian Sampel.....	42
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	51
Tabel 4.2 Uji Multikolinearitas	53
Tabel 4.3 <i>Omnibus Tests of Model Coefficients</i>	54
Tabel 4.4 <i>Model Summary</i>	54
Tabel 4.5 <i>Hosmer and Lemeshow Test</i>	54
Tabel 4.6 Uji W	55
Tabel 4.7 Nilai Determinasi (R^2).....	56
Tabel 4.8 Signifikansi Interaksi Likuiditas dan <i>Financial Distress</i>	56
Tabel 4.9 Signifikansi Interaksi <i>Growth Opportunity</i> dan <i>Financial Distress</i>	57

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Grafik Transaksi Kurs USD 1	4
Gambar 2.1 Kerangka Konseptual.....	35
Gambar 2.2 Model Penelitian.....	36

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Globalisasi sangat berdampak terhadap berbagai aspek kehidupan, baik di bidang sosial, politik, teknologi hingga ekonomi. Dampak globalisasi ini menimbulkan adanya perdagangan bebas yang berdampak pula terhadap hubungan perekonomian antar negara saat ini. Meningkatnya kebutuhan investasi, kemajuan pesat di bidang komunikasi, informasi, dan transportasi memicu ketergantungan satu negara dengan negara lainnya untuk memenuhi kebutuhan negaranya masing-masing. Meningkatnya ketergantungan antar negara, membuat para pelaku bisnis di tiap negara akan melakukan perdagangan internasional.

Entitas–entitas multinasional melakukan kegiatan transaksi ekonomi sebagai salah satu bentuk kerjasama bisnis yang disebut perdagangan internasional. Kerjasama dilakukan karena adanya perbedaan tenaga kerja dan produktivitas (Diphayana 2018). Transaksi yang dilakukan dapat berupa ekspor dan impor produk antar negara, investasi luar negeri, peminjaman dan pembiayaan dari luar negeri yang bermanfaat sebagai sumber devisa negara dan menjaga stabilitas harga pasar. Kekayaan bangsa-bangsa bergantung pada kebutuhan produk dan jasa yang tersedia bagi warganya (Smith 2019). Berdasarkan pendapat tersebut, maka dapat dikatakan bahwa suatu negara perlu menerapkan perdagangan internasional demi memenuhi kebutuhan yang tidak dapat terpenuhi di negaranya. Masalah yang sering terjadi dalam lingkup

perdagangan internasional adalah penggunaan mata uang yang berbeda di setiap negara.

Mata uang tiap negara memiliki perbedaan nilai yang bergantung pada nilai tukar atau kurs. Kurs dapat diartikan sebagai harga dari suatu mata uang yang dipertukarkan atau diperjualbelikan dengan mata uang negara lain (Septiana 2016). Terdapat dua jenis nilai tukar atau kurs yaitu: kurs nominal dan kurs riil. Kurs nominal adalah nilai tetap berdasarkan nominal mata uang negara tertentu yang tidak dipengaruhi oleh inflasi, sedangkan kurs riil adalah nilai relatif dari barang yang dipertukarkan atau diperdagangkan mengikuti inflasi.

Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara terus menerus dalam jangka waktu tertentu. Tingkat inflasi yang tinggi di suatu negara akan membuat permintaan valuta asing di negara tersebut meningkat. Hal ini dikarenakan inflasi meningkatkan harga barang dalam negeri menjadi lebih mahal dari sebelumnya, sehingga masyarakat lebih memilih untuk memperoleh barang impor yang lebih murah (Silitonga, Ishak, and Mukhlis 2019). Sebaliknya, harga produk dalam negeri yang mahal akan mengurangi tingkat ekspor dan penawaran valuta asing pun akan berkurang. Dampak inflasi yang pasti terjadi yaitu dapat mengurangi investasi di suatu negara, ketidakstabilan ekonomi, serta sangat berpengaruh terhadap fluktuasi nilai tukar.

Fluktuasi nilai tukar adalah perubahan tingkat permintaan dan penawaran nilai tukar atau kurs mata uang yang disebabkan adanya kenaikan harga domestik atas produk ekspor dan impor, aliran modal, dan peningkatan harga secara keseluruhan. Risiko yang timbul akibat fluktuasi kurs valuta asing yaitu

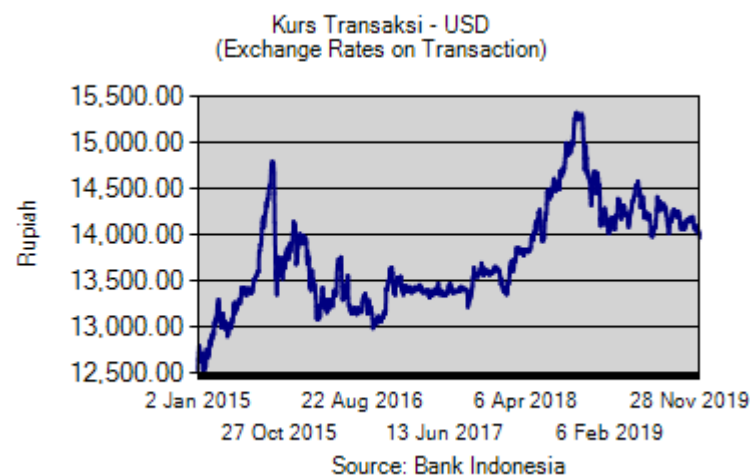
menurunnya omzet penjualan, penetapan harga produk yang tinggi, nilai aset yang tidak tetap, serta berkurangnya pendapatan impor dan juga ekspor (Jiwandhana and Triaryati 2016). Ketika berupaya menghadapi risiko dengan baik, dibutuhkan manajemen risiko yang bisa melindungi perusahaan dari masalah, saat melakukan kegiatan ekonomi. Manajemen risiko didefinisikan sebagai aktivitas organisasi yang terarah dan terkoordinasi, yang berkaitan dengan risiko.

Salah satu bentuk strategi dalam manajemen risiko fluktuasi nilai tukar adalah lindung nilai atau *hedging*. Tujuan *hedging* pada dasarnya adalah untuk melindungi suatu aset dari suatu perubahan harga. *Hedging* merupakan bentuk strategi sebagai upaya mengurangi risiko bisnis yang tidak terduga dan tetap memungkinkan perusahaan memperoleh keuntungan (Zeinora 2017). Lindung nilai atau *hedging* dilakukan dengan menggunakan beberapa instrumen yaitu: *option, forward, futures*, dan *swap*.

Keputusan *hedging* diambil oleh pihak manajemen perusahaan untuk menghindari biaya risiko atas perubahan kurs yang tak terduga (Sevgi, 2015). Pengambilan keputusan *hedging* selain untuk mengurangi risiko harga juga nantinya akan memengaruhi nilai perusahaan tersebut (Chaudhry, Mehmood, and Mehmood 2014). Jika investor dan perusahaan dapat mengidentifikasi kemungkinan terjadinya risiko dengan baik, maka motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging* akan berkurang (Altuntas et al. 2017).

Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 36 /PMK.08/2017 Tentang Transaksi Lindung Nilai Dalam Pengelolaan Utang Pemerintah Pasal 1, menyatakan bahwa lindung nilai dilakukan oleh pemerintah

dalam rangka mengendalikan risiko fluktuasi yang timbul maupun yang masih diperkirakan, seperti fluktuasi kurs mata uang, dan tingkat bunga dalam jangka waktu tertentu. Fluktuasi kurs valuta asing yang meningkat akan menyebabkan rupiah mengalami depresiasi. Kondisi transaksi kurs USD akan ditunjukkan dalam gambar 1.1.



Gambar 1.1. Grafik Transaksi Kurs USD
(Sumber www.bi.go.id)

Grafik *time series* ini menunjukkan adanya fluktuasi kurs dollar Amerika Serikat sejak tahun 2015 hingga 2019. Grafik tersebut menunjukkan bahwa selama 5 tahun terakhir ini rupiah mengalami depresiasi terhadap dollar. Hal ini sangat memengaruhi perekonomian Indonesia, oleh karena itu pada tahun 2018, Bank Indonesia bersama pemerintah membuat kebijakan untuk menstabilkan nilai kurs rupiah terhadap dollar AS dengan melakukan *hedging*.

Salah satu industri yang terkena imbas depresiasi rupiah ini adalah industri farmasi. Barokah Sri Utami selaku direktur utama PT.Phapros Tbk, dalam acara peluncuran program Gerakan Masyarakat Hidup Sehat, menyampaikan bahwa

ketergantungan terhadap bahan yang diperoleh dari kegiatan impor akan memengaruhi PT Phapros serta 200 perusahaan farmasi lainnya (Widiarto 2018).

Semakin tinggi transaksi ekspor dan impor suatu perusahaan, akan meningkatkan pula tingkat eksposur valuta asing perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, perusahaan farmasi perlu melakukan *hedging* untuk mengantisipasi terjadinya pelemahan rupiah, khususnya di masa pandemi yang rentan terhadap fluktuasi kurs. Presiden Direktur PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) juga mengatakan bahwa ada beberapa cara yang dapat dilakukan produsen obat untuk mengantisipasi fluktuasi kurs, salah satu cara dengan melakukan *hedging* secara rutin (Handoyo 2020).

Teori *shareholder value maximization* menjelaskan bahwa arus kas sangat berdampak pada keputusan *hedging*. Menurut teori tersebut, motivasi perusahaan melakukan *hedging* salah satunya untuk mengurangi biaya-biaya yang dapat memicu kesulitan keuangan atau *financial distress* (Tufano 1996). Dilihat berdasarkan kondisi keuangan, faktor yang dapat menimbulkan *financial distress* adalah kekurangan modal dan besarnya kewajiban entitas (Rizal 2017). Perusahaan melakukan *hedging* selain karena faktor eksternal, juga dapat dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan yang berhubungan dengan arus kas kegiatan operasional dan pembiayaan.

Faktor internal pertama yang berkaitan dengan arus kas dan pembiayaan adalah likuiditas. Sesuai dengan hasil penelitian yang dijelaskan oleh Basuki (2019) yaitu bahwa, likuiditas menunjukkan seberapa besar kesanggupan perusahaan untuk membayar kewajibannya dengan tepat waktu. Jika perusahaan likuid, maka perusahaan tersebut memiliki cukup dana untuk melakukan

pembiayaan, sehingga tingginya likuiditas dapat mengurangi keputusan *hedging* suatu perusahaan. Penelitian Aditya & Asandimitra (2018) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *hedging*.

Growth opportunity (kesempatan tumbuh perusahaan) menjadi faktor internal lainnya yang berkaitan dengan arus kas dan pembiayaan. Berdasarkan teori *shareholder value maximization*, motivasi *hedging* juga dilakukan untuk mengatasi *underinvestment cost* atau kekurangan biaya investasi. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi akan mengalami *underinvestment cost*, sehingga membutuhkan tambahan modal dari pihak luar atau eksternal untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Qarina 2017). Penelitian Saragih & Musdholifah (2017) menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*.

Definisi *financial distress* adalah melemahnya kondisi keuangan suatu perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan. Kondisi tersebut ditandai dengan berkurangnya kemampuan perusahaan untuk membayar utang, artinya jumlah kewajiban perusahaan lebih besar dibanding arus kas. Menurut teori *contracting*, utang yang besar menyebabkan agen mengalihkan arus kas nya, sehingga dapat menyebabkan *financial distress* (Paranita 2020). Jika perusahaan memiliki indikasi *financial distress*, maka pihak manajemen akan berusaha untuk melindungi perusahaan tersebut dari berbagai risiko dengan melakukan aktivitas *hedging*.

Penelitian Andison *et al* (2017) menemukan bahwa secara langsung variabel likuiditas yang diukur dengan proksi *current ratio* memiliki pengaruh

negatif dan signifikan terhadap aktivitas *hedging*. Tingginya rasio likuiditas akan mengurangi risiko *financial distress cost* yang dihadapi perusahaan. Pengujian hipotesis dengan menggunakan variabel *financial distress* dalam memengaruhi hubungan likuiditas terhadap aktivitas *hedging*, membuktikan bahwa *financial distress* memperkuat hubungan likuiditas terhadap *hedging*.

Selain itu, penelitian Rinanti (2018) meneliti tentang faktor-faktor yang memengaruhi keputusan *hedging* menggunakan *financial distress* sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian mempresentasikan angka likuiditas yang tidak memiliki pengaruh terhadap aktivitas *hedging* perusahaan. Hal ini menjelaskan bahwa sebarang perusahaan dapat memenuhi liabilitas jangka pendeknya menggunakan aktiva lancar, tidak memengaruhi keputusan manajemen dalam melakukan aktivitas *hedging*. *Financial distress* tidak memperkuat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan *hedging*. Hal ini dikarenakan, mungkin baik perusahaan yang berpotensi mengalami *financial distress* tinggi maupun rendah, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan tetap melakukan *hedging* untuk melindungi aktiva lancarnya, agar mengurangi risiko dikemudian hari.

Berdasarkan fenomena, data, serta adanya *research gap* pada penelitian-penelitian terdahulu yang telah dibahas sebelumnya, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap *Hedging* dengan *Financial Distress* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020”.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan tersebut, masalah yang akan dijelaskan dalam penelitian ini berfokus pada faktor internal yang memengaruhi *hedging* yaitu likuiditas dan *growth opportunity* dengan menggunakan *financial distress* sebagai pemoderasi. Secara lebih rinci dapat dirumuskan beberapa pertanyaan penelitian untuk menjawab uraian permasalahan penelitian berikut ini :

1. Apakah likuiditas berpengaruh terhadap *hedging*?
2. Apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap *hedging*?
3. Apakah *financial distress* memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*?
4. Apakah *financial distress* memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberi pengetahuan kepada para pembaca mengenai faktor-faktor yang berkaitan dan dapat memengaruhi keputusan *hedging* suatu perusahaan, khususnya dari internal perusahaan yang berfokus pada *likuiditas* dan *growth opportunity* dengan *financial distress* sebagai pemoderasi. Berdasarkan uraian rumusan masalah, maka dapat dibentuk beberapa tujuan untuk menjawab rumusan masalah di atas.

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh likuiditas terhadap keputusan *hedging*.

2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *growth opportunity* terhadap keputusan *hedging*.
3. Untuk menguji dan menganalisis kuat atau lemahnya *financial distress* memoderasi pengaruh likuiditas terhadap *hedging*.
4. Untuk menguji dan menganalisis kuat atau lemahnya *financial distress* memoderasi pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Teoritis

Bagi para akademisi, penelitian ini bisa menambah wawasan yang dapat mendukung upaya berkembangnya ilmu pengetahuan khususnya di bidang akuntansi, serta menambah referensi kajian tentang aktivitas *hedging* dan faktor-faktor yang memengaruhinya. Selain itu, penelitian ini dapat menambah bukti yang dapat dipaparkan pada penelitian selanjutnya yang juga meneliti pengaruh likuiditas, *growth opportunity*, serta *financial distress* terhadap *hedging*.

1.4.2. Manfaat Praktis

Bagi perusahaan, khususnya yang aktif dalam perdagangan internasional, penelitian ini diharapkan dapat memberi wawasan mengenai faktor yang dapat memengaruhi *hedging*, sehingga bisa lebih baik dalam mempertimbangkan dan mengambil keputusan untuk melakukan lindung nilai sebagai bentuk strategi bisnis dan manajemen risiko untuk menghindari risiko fluktuasi kurs.

Bagi masyarakat dan investor, penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai kondisi *hedging* di Indonesia. Informasi tersebut diharapkan dapat menambah pengetahuan masyarakat dan investor terkait pentingnya melakukan

lindung nilai, sehingga mereka dapat mempertimbangkan perusahaan mana yang bisa dipercaya untuk menjadi tempat menginvestasikan harta mereka.

1.4.3. Manfaat Regulasi

Bagi pemerintah dan Bank Indonesia yang berperan dalam perekonomian Indonesia, penelitian ini diharapkan bisa membantu memberi informasi berupa data hasil penelitian berisi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *hedging*. Informasi tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan untuk menetapkan atau memperbarui regulasi dan pedoman yang sesuai dengan kondisi *hedging* di Indonesia bagi perusahaan multinasional, sehingga perusahaan multinasional dengan bijak mengambil keputusan lindung nilai demi memajukan perekonomian negara. Regulasi dan pedoman mengenai lindung nilai dapat mengatur kebijakan transaksi dan prosedur *hedging* dengan maksimal.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Manajemen Risiko

Semua tindakan atau kegiatan manusia pasti memiliki akibat berupa keuntungan maupun potensi kerugian atau risiko. Kegiatan bisnis perusahaan pasti akan menghadapi risiko. Risiko ini menyebabkan tujuan perusahaan sulit tercapai, bahkan berdampak negatif di bidang lainnya. Risiko tersebut menjadi tantangan perusahaan untuk dapat melakukan manajemen risiko dengan baik (Yap, 2017).

Djojosoedarso (1999) mengatakan bahwa, manajemen risiko merupakan tahapan kegiatan yang tersusun sistematis meliputi penetapan konteks, identifikasi, analisa, evaluasi, pengendalian dan komunikasi terhadap risiko. Tahapan ini merupakan fungsi manajemen dalam menanggulangi risiko perusahaan. Fungsi-fungsi tersebut merupakan upaya menghadapi tantangan risiko dengan efektif dan efisien.

Peraturan Menteri Keuangan No.191/PMK.09/2008 Tentang Penerapan Manajemen Risiko Di Lingkungan Departemen Keuangan, mendefinisikan manajemen risiko sebagai pendekatan sistematis dalam mengambil tindakan yang tepat terhadap kondisi ketidakpastian. Peraturan Menteri Keuangan ini juga memuat 3 prinsip manajemen risiko, yaitu:

1. Sesuai dengan hukum dan undang-undang yang berlaku.
2. Memiliki orientasi atau tujuan jangka panjang.

3. Memperhatikan kepentingan para stakeholders, termasuk para pemegang saham (*shareholder*).

Salah satu cara dalam pengendalian risiko, yaitu dengan melakukan *hedging* (lindung nilai) untuk mengatasi risiko fluktuasi kurs dan fluktuasi harga bahan baku atau bahan pembantu yang diperlukan .

2.1.2. *Shareholder Value Maximization Theory*

Manajemen risiko dilakukan untuk kepentingan para pemegang saham. Hal ini sejalan dengan motivasi perusahaan melakukan *hedging* sebagai bentuk manajemen risiko yang didasari oleh *shareholder value maximization* atau pemaksimalan nilai pemegang saham (Tufano 1996).

Teori ini menjelaskan bahwa nilai pemegang saham dapat dimaksimalkan melalui pengurangan biaya-biaya yang bisa memengaruhi timbulnya masalah *financial distress* (Sprcic, 2010). Biaya tersebut dapat ditimbulkan oleh transaksi multinasional perusahaan yang rentan terhadap risiko fluktuasi kurs. Hal ini tentu saja memengaruhi kepercayaan dan kepentingan para pemegang saham dalam menilai kondisi keuangan dan saham perusahaan.

Biaya yang berkaitan dengan *financial distress* bisa timbul dari penggunaan utang yang besar, sehingga meningkatkan liabilitas lancar perusahaan. Jika liabilitas lancar lebih banyak daripada aset lancar yang dimiliki perusahaan, maka rasio lancar juga akan menurun. Hal ini berarti bahwa likuiditas perusahaan mengalami penurunan. Tingkat likuiditas yang tinggi membuat perusahaan meminimalisir pencarian sumber pembiayaan eksternal yang mahal,

karena liabilitas jangka pendeknya masih dapat terpenuhi dan potensi *financial distress* nya juga rendah (Rizal 2017).

Selain itu, *growth opportunity* yang tinggi juga bisa memicu masalah *financial distress*. Perusahaan dengan tingkat *growth opportunity* yang tinggi, pasti memiliki peluang investasi yang besar juga. Kondisi ini dapat memicu masalah *underinvestment*, yaitu menurunnya kesanggupan perusahaan untuk mendanai investasi karena tidak cukupnya arus kas akibat utang yang besar dari pembiayaan eksternal (Qarina 2017).

Berdasarkan motivasi ini, manajer perusahaan akan berhati-hati dalam mengelola keuangan dan dituntut untuk melakukan manajemen risiko demi menjaga nilai pemegang saham agar terhindar dari berbagai risiko seperti risiko fluktuasi kurs melalui kebijakan *hedging*.

2.1.3. Hedging

Secara sederhana, *hedging* bisa diartikan sebagai upaya melindungi nilai untuk memperkecil kerugian. Dalam dunia bisnis, *hedging* merupakan bentuk investasi yang dilakukan untuk menghindari atau menghilangkan risiko pada investasi lainnya agar tetap menghasilkan keuntungan dari investasi tersebut. Mohammad Salman (2017) mengatakan “*Strategic hedging increases the ability to respond to threats...*”. Hal ini menjelaskan bahwa, dengan melakukan *hedging*, maka perusahaan mampu menanggapi ancaman yang mungkin muncul dalam kegiatan bisnis. Pada umumnya perusahaan akan menerapkan kebijakan lindung nilai karena kurang ahli dalam memprediksi faktor-faktor berisiko seperti tingkat bunga, kurs valas, dan harga komoditas (Zeinora, 2017).

Pada dasarnya, prinsip *hedging* adalah memperkecil kerugian dari investasi tertentu dengan melakukan perjanjian instrumen *hedging*. Jika posisi investasi awal menimbulkan kerugian, maka instrumen *hedging* bekerja seperti asuransi yang dapat melindungi entitas dari kerugian investasi tersebut. Dengan begitu, instrumen *hedging* memberi keuntungan bagi entitas (Sunaryo 2007). Seperti halnya asuransi, perlindungan terhadap risiko membutuhkan biaya, yaitu biaya transaksi instrumen *hedging*. Transaksi instrumen *hedging* menggunakan instrumen derivatif yaitu opsi, kontrak *forward* atau *future*, dan *swap*.

Opsi merupakan suatu perjanjian yang dilakukan antara pihak penjual kontrak opsi yang disebut *seller* atau *writer* dengan pihak yang membeli opsi (*buyet*), dimana pihak *seller* menjamin hak pembeli opsi terhadap keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham tertentu sesuai tempo dan harga yang telah ditetapkan atau disepakati. *Options contract* dapat mencegah kerugian dan memberi kesempatan menguntungkan melalui pergerakan harga. Pembeli kontrak harus membayar premi opsi terlebih dahulu dan menghadapi risiko kredit dari penjual. Kontrak opsi juga tersedia untuk jangka pendek.

Kontrak *forward* merupakan kesepakatan untuk melakukan transaksi jual beli suatu aset di masa yang akan datang pada harga yang telah disepakati. Kontrak *forward* adalah kontrak *futures* yang disesuaikan dengan kebutuhan (Madura 2009). Karakteristik *forward contract* yaitu tidak memerlukan pembayaran tunai saat melakukan transaksi awal dimana pembayaran hanya dilakukan ketika jatuh tempo, menimbulkan risiko kredit, kontrak dibuat sesuai

kebutuhan kedua pihak yang melakukan kontrak, digunakan untuk keperluan lindung nilai dan kontrak pada umumnya bersifat jangka pendek.

Kontrak *futures* adalah perjanjian untuk saling melakukan pembelian atau penjualan suatu aset di masa depan dengan biaya yang telah ditentukan lebih dulu (Madura 2009). Menurut Siahaan (2008) *futures contract* mempunyai karakteristik, diantaranya yaitu : harus melakukan pembayaran tunai diawal transaksi sebagai *margin* (jaminan), pembayaran tunai juga dilakukan setiap hari, *futures contract* bukan merupakan jenis kontrak yang dilakukan mengikuti kebutuhan kedua pihak, tetapi kontrak ini hanya memiliki risiko kredit yang kecil, selain itu *futures contract* juga bersifat jangka pendek.

Swaps contract merupakan perjanjian dua pihak untuk saling menukarkan arus kas selama jangka waktu tertentu berdasarkan kesepakatan bersama. Karakteristik suatu *swaps contract* adalah tersedia untuk jangka waktu menengah hingga jangka waktu panjang, menimbulkan risiko kredit tetapi tidak diperlukan pembayaran tunai pada saat awal perjanjian, dan kontrak bisa digunakan berdasarkan kebutuhan pihak-pihak yang berkepentingan.

2.1.4. Likuiditas

Likuiditas menjadi tolak ukur kesanggupan membayar kewajiban atau liabilitas yang harus segera dilunasi perusahaan (Aditya and Asandimitra 2018). Likuiditas dapat diukur menggunakan *cash ratio*, *quick ratio* dan *current ratio*. *Quick ratio* adalah jenis perbandingan yang mengukur kesanggupan perusahaan untuk membayar liabilitas dengan mengurangi aset lancar dan persediaan, lalu membagi hasilnya dengan jumlah utang lancar (Mardiyanto 2009). Persediaan

yang dikurangi adalah persediaan yang tergolong memiliki proses cukup lama untuk diuangkan, sehingga dianggap tidak likuid. *Cash ratio* merupakan perbandingan kas dengan total utang lancar sedangkan *current ratio* merupakan perbandingan antara aset lancar dan utang lancar (Widyagoca and Lestari 2016).

Aset lancar adalah harta yang dapat segera dicairkan, sementara utang lancar merupakan kewajiban yang segera jatuh tempo (Kuswandi 2006). Aset tersebut, secara umum terdiri atas: kas dan setara kas, surat berharga, piutang dagang, persediaan, biaya dibayar dimuka, dan aset lancar lainnya. Utang lancar terdiri atas: utang dagang, utang bank, utang pajak, uang muka pelanggan, dan lainnya. Perusahaan lebih baik memiliki lebih banyak aset lancar dibandingkan utang lancar agar perusahaan selalu dalam kondisi likuid (Wiagustini 2013).

Current ratio digunakan sebagai proksi likuiditas dalam penelitian ini. Mahaputra (2012) mengatakan bahwa, “rasio lancar adalah rasio untuk mengukur kemampuan entitas dalam memenuhi atau membayar liabilitas jangka pendek atau kewajiban yang segera jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan”. Semakin besar angka rasio lancar, maka semakin besar kemampuan entitas melunasi utang lancarnya dengan aset lancar yang mereka miliki (Kuswandi 2006). Rasio lancar dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current asset}}{\text{Current liability}}$$

Current ratio mudah diketahui karena menghitung keseluruhan aset lancar dan kewajiban lancar pada suatu perusahaan. Rasio ini juga mengindikasikan kepada perusahaan mengenai potensi kesulitan keuangan berdasarkan pengukuran keuangan perusahaan jangka pendek.

2.1.5. *Growth Opportunity*

Peluang pertumbuhan (*Growth opportunity*) adalah tingkat kesempatan tumbuh perusahaan yang mampu dicapai kedepannya. Perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan besar akan lebih banyak membutuhkan dana di masa depan, terutama dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan investasinya atau untuk membiayai pertumbuhannya (Indrajaya and Setiadi 2011). Pernyataan tersebut sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu. Salah satunya pernyataan dalam penelitian Dewi & Purnawati yang menjelaskan proksi untuk mengukur *growth opportunity*.

Dewi & Purnawati (2016) mengatakan bahwa *growth opportunity* dapat diukur menggunakan proksi *Market to book value* (MBV) yaitu perbandingan antara MVE (*market value of equity*) dan BVE (*book value of equity*). Paranita (2011) membuktikan dalam penelitiannya bahwa *market to book value* mempunyai hubungan yang erat dengan tingkat kesempatan tumbuh suatu perusahaan, sehingga tingginya *market to book value* juga menunjukkan tingkat *growth opportunity* yang tinggi. Saragih (2017) merumuskan MBV sebagai berikut :

$$MBV = \frac{MVE}{BVE}$$

MVE = Jumlah saham beredar X closing price

BVE = Total ekuitas

Jumlah saham beredar juga dikenal dengan nama *listed share* yaitu kuantitas saham yang beredar dan dapat diperjualbelikan oleh investor dalam pasar modal. *Closing price* adalah harga saham ketika bursa tutup dan menjadi

acuan harga di kemudian hari. *Book value of equity* diharapkan memiliki nilai lebih kecil daripada *market value of equity* karena mengindikasikan bahwa penggunaan utang pada perusahaan tersebut relatif kecil dan dapat meningkatkan nilai *book value of equity* (Aretz, Bartram, and Dufey 2007).

Penelitian ini menggunakan MBV sebagai proksi *growth opportunity* karena nilai MBV merupakan jenis rasio pasar yang berhubungan dengan arus kas, harga saham terhadap laba dan nilai buku persaham. Rasio pasar menjadi referensi manajemen untuk melihat respon investor terhadap risiko dan prospek perusahaan di masa depan.

2.1.6. *Financial Distress*

Financial distress merupakan suatu kondisi dimana perusahaan sedang menghadapi masalah kesulitan keuangan. Menurut Platt & Platt (2002). *Financial distress* merupakan tahap melemahnya kondisi keuangan sebelum mengalami kebangkrutan maupun likuidasi. Tahap tersebut dapat dinilai berdasarkan ketidakmampuan perusahaan atau tidak tersedianya dana untuk melunasi liabilitas yang segera jatuh tempo. Suatu perusahaan tergolong mengalami kondisi *financial distress* atau kesulitan keuangan ketika perusahaan tersebut mempunyai laba bersih negatif selama beberapa tahun (Hidayat 2013).

Financial distress dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan. Faktor internalnya, yaitu masalah arus kas, besarnya jumlah utang, kerugian saat melakukan kegiatan operasional selama beberapa tahun, sedangkan faktor eksternalnya adalah tingkat bunga pinjaman yang membesar (Andison et al. 2017). Kondisi *financial distress* dapat menjadi penyebab terjadinya penghentian

operasi entitas, penurunan jumlah produksi, penghentian proyek tertentu, serta dividen tidak terbayar.

Proksi untuk mengukur *financial distress* dalam penelitian ini adalah altman z score. Altman z score merupakan indikator yang mengukur potensi kesulitan keuangan perusahaan. Hasil z score dapat diperoleh dengan menjumlahkan hasil perkalian nilai konstanta masing – masing dengan 5 unsur rasio, yaitu: *earning before interest and tax (EBIT)/total assets (TA)*, *net sales/total assets (TA)*, *working capital (WC)/total assets (TA)*, *market value of equity (MVE)/total liabilities (TL)*, *retained earning (RE)/total assets (TA)* (Sudiyatno and Puspitasari 2010).

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu sangat dibutuhkan untuk mendukung kegiatan penelitian. Kajian yang dilakukan menggunakan referensi mengenai hal yang diteliti, yaitu faktor-faktor yang memengaruhi *hedging* dan variabel yang dapat memoderasi faktor tersebut. Hasil penelitian-penelitian terdahulu akan diuraikan lebih jelas.

Penelitian Andison *et al* (2017) meneliti tentang *financial distress* pemoderasi likuiditas terhadap *hedging*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2013-2015 dan objek penelitiannya yaitu pengaruh faktor internal terhadap keputusan *hedging* perusahaan menggunakan variabel likuiditas yang dimoderasi dengan *financial distress*. Hasil pengujian statistik menggunakan regresi linear berganda menunjukkan bahwa variabel likuiditas

secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*, tingginya rasio likuiditas akan mengurangi risiko *financial distress cost* yang dialami perusahaan. Pengujian hipotesis untuk menguji variabel *financial distress* dalam memengaruhi hubungan likuiditas terhadap kebijakan *hedging*, membuktikan bahwa *financial distress* memperkuat hubungan likuiditas terhadap kebijakan *hedging*.

Penelitian Rinanti (2018) meneliti tentang faktor-faktor yang memengaruhi penerapan *hedging* dengan *financial distress* sebagai variabel *moderating*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2013-2016 dan objek penelitian yaitu faktor-faktor internal yang dapat memengaruhi aktivitas *hedging* perusahaan menggunakan variabel *leverage*, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan yang dimoderasi dengan *financial distress*. Hasil pengujian statistik menggunakan regresi linear berganda menunjukkan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap aktivitas *hedging* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa sebanyak apapun aktiva lancar, sehingga perusahaan sanggup memenuhi kewajiban jangka pendeknya, tidak memengaruhi keputusan manajemen dalam melakukan aktivitas *hedging*. *Financial distress* tidak memperkuat pengaruh likuiditas terhadap penerapan *hedging*.

Penelitian Mahasari & Rahyuda (2020) meneliti tentang *The Effect of Firm Size, Leverage, and Liquidity on Hedging Decisions of Consumer Goods Industry on the Indonesia Stock Exchange*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu industri barang konsumsi yang *listing* di

Bursa Efek Indonesia selama 2014-2018 dan objek penelitian yaitu keputusan *hedging* yang dipengaruhi oleh variabel *firm size*, *leverage*, dan *liquidity*. Hasil pengujian dengan penggunaan regresi logistik menyimpulkan bahwa likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging* pada *consumer goods companies*. Hal ini disebabkan, semakin likuid perusahaan, maka perusahaan tersebut memiliki jumlah nilai aktiva lancar yang lebih besar daripada utang, sehingga risiko yang dihadapi akan rendah dan perusahaan tidak perlu melakukan *hedging*.

Penelitian Dharmiyanti & Darmayanti (2020) meneliti tentang *The Influence of Liquidity, Growth Opportunities, and Firm Size on Non-Finance Companies' Hedging Policy in Indonesia Stock Exchang*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan non keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2018 dan objek penelitian yaitu pengaruh variabel *liquidity*, *growth opportunities*, dan *firm size* terhadap kebijakan *hedging*. Hasil pengujian statistik menggunakan regresi logistik menunjukkan bahwa likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* secara tidak signifikan memiliki dampak negatif terhadap penerapan *hedging* pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kesempatan tumbuh perusahaan yang diproksikan dengan MBV juga berdampak negatif tidak signifikan terhadap kebijakan *hedging* pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian Herawati & Abidin (2020) meneliti tentang *The Effect of Profitability, Leverage, and Growth Opportunity on Hedging Activities in 2017 Study on BUMN Listed on Indonesia Stock Exchange* menemukan bahwa “*growth opportunities do not affect hedging activities*”. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2013-2017 dan objek penelitian yaitu pengaruh variabel *profitability*, *leverage*, dan *growth opportunity* terhadap aktivitas *hedging*. Hasil pengujian statistik menggunakan regresi logistik menunjukkan bahwa perusahaan yang bergerak dalam aktivitas lindung nilai tidak bergantung pada tingkat peluang pertumbuhan perusahaan.

Penelitian Saragih & Musdholifah (2017) meneliti tentang pengaruh *growth opportunity*, *firm size*, dan *liquidity* terhadap keputusan *hedging*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan perbankan yang *listing* pada Bursa Efek Indonesia selama 2012-2015 dan objek penelitian pengaruh faktor internal perusahaan menggunakan variabel *growth opportunity*, *firm size*, dan *liquidity* terhadap keputusan *hedging* perusahaan. Hasil pengujian statistik memakai metode regresi logistik menunjukkan bahwa *growth opportunity* secara signifikan memiliki pengaruh yang positif terhadap pengambilan keputusan *hedging*. Sedangkan *liquidity* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan *hedging*.

Perusahaan yang mempunyai tingkat peluang tumbuh besar, cenderung membutuhkan bantuan modal dari pihak luar perusahaan untuk mendanai aktivitas operasional yang dilakukan perusahaan guna memenuhi peluang tersebut. Modal

yang dibutuhkan tersebut dapat diperoleh dari luar maupun dalam negeri, saat perusahaan mendapat bantuan dana dari luar negeri maka perusahaan rentan mengalami risiko fluktuasi kurs. Jika mata uang lokal mengalami depresiasi, maka perusahaan cenderung mengalami kerugian, sehingga perusahaan perlu menetapkan kebijakan *hedging* demi memperkecil risiko tersebut.

Penelitian Widyagoca & Lestari (2016) meneliti tentang pengaruh *leverage*, *growth opportunities* dan *liquidity* terhadap pengambilan keputusan *hedging*. Penelitian ini menggunakan metode asosiatif dengan subjek penelitian yaitu PT. Indosat Tbk. Jalan Gatot Subroto Barat 401, Denpasar dan objek penelitian yaitu instrumen derivatif yang diukur dengan *leverage*, *growth opportunities*, dan *liquidity* yang dilihat berdasarkan laporan keuangan pada PT. Indosat Tbk. Hasil penelitian kuantitatif dengan metode pengumpulan data berupa observasi non partisipan menunjukkan bahwa *growth opportunities* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap keputusan *hedging*.

Hal ini memberi kesimpulan bahwa penurunan *growth opportunities* akan memicu peningkatan penggunaan *hedging*, begitupun sebaliknya meningkatnya *growth opportunities* akan memicu penurunan penggunaan kontrak *hedging*. Selain itu, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *current ratio* sebagai proksi likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh positif terhadap pengambilan keputusan *hedging* menggunakan instrument derivatif.

Penelitian Dewi & Purnawati (2016) meneliti tentang pengaruh *market to book value* dan likuiditas terhadap keputusan *hedging*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan

manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2009-2013 dan objek penelitian yaitu pengaruh *market to book value* dan likuiditas terhadap aktivitas *hedging* menggunakan instrumen derivatif yang diproksikan dengan *forward contract*. Hasil pengujian statistik menggunakan regresi linear berganda menunjukkan bahwa likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan *hedging*. Ini berarti setiap peningkatan likuiditas akan mengakibatkan *forward contract* menjadi menurun.

Penelitian Ariani & Sudiarta (2017) meneliti tentang pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas terhadap keputusan *hedging*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan sektor pertambangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2011-2014 dan objek penelitian yaitu keputusan *hedging* yang dipengaruhi oleh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas. Hasil pengujian statistik dengan regresi logistik memberi kesimpulan bahwa *leverage* secara signifikan memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *hedging*, profitabilitas secara tidak signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan *hedging*, likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *hedging*.

Penelitian Aslikan & Rokhmi (2015) meneliti tentang faktor-faktor yang memengaruhi keputusan *hedging*. Penelitian ini memakai metode *purposive sampling* dengan subjek penelitian yaitu perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2010-2015 dan objek penelitian yaitu faktor internal yang memengaruhi keputusan *hedging* menggunakan variabel *liquidity*, *leverage*, *market to book value*, *growth opportunity*, dan *financial distress*. Hasil pengujian

statistik menggunakan regresi logistik menunjukkan bahwa variabel *liquidity dan market to Book value* tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*, sedangkan variabel *leverage, growth opportunity*, dan *financial distress* memiliki pengaruh terhadap pengambilan keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Berikut tabel berisi ringkasan penelitian terdahulu:

Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil Penelitian
1.	Afra Nadiya Rinanti (2018)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Leverage</i>, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Variabel Moderasi: <i>Financial Distress</i>	Model regresi linear berganda	Likuiditas tidak berpengaruh terhadap aktivitas <i>hedging</i> perusahaan. <i>Financial distress</i> tidak memperkuat hubungan antara likuiditas dengan aktivitas <i>hedging</i> .
2.	Andison, Resti Yulistia, Arie Frinola Minovia (2017)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: Likuiditas Variabel Moderating: <i>Financial</i>	Model regresi linear berganda	Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap aktivitas <i>hedging</i> . <i>Financial distress</i> dalam memengaruhi hubungan

Disambung ke halaman berikutnya

Tabel 2.1. Sambungan

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil Penelitian
		<i>Distress</i>		likuiditas terhadap aktivitas <i>hedging</i> , membuktikan bahwa <i>financial distress</i> memperkuat hubungan likuiditas terhadap <i>hedging</i> .
3.	Ariani & Sudiartha (2017)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Leverage</i> , <i>Profitabilitas</i> , <i>Likuiditas</i>	Model analisis regresi logistik	Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>hedging</i> .
4.	Aslikan & Rokhmi (2017)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Market to Book Value</i> , <i>Liquidity</i> , <i>Leverage</i> , <i>Growth Opportunity</i> dan <i>Financial distress</i>	Metode analisis regresi logistik	<i>Market to Book Value</i> secara tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i> . <i>Liquidity</i> secara tidak signifikan

Disambung ke halaman berikutnya

Tabel 2.1. Sambungan

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil Penelitian
				berpengaruh negatif terhadap <i>hedging</i> . <i>Growth opportunity</i> berpengaruh terhadap <i>hedging</i> . <i>Financial distress</i> berpengaruh signifikan dan positif terhadap keputusan <i>hedging</i> .
5.	Aty Herawati & Zaenal (2020)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Profitability, Leverage, Growth Opportunity</i>	Model Regresi logistik	<i>Growth opportunity</i> tidak berpengaruh terhadap <i>hedging</i> .
6.	Dewi & Purnawati (2016)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Market to Book Value, Likuiditas</i>	Model regresi linear berganda	Likuiditas secara signifikan berpengaruh negatif terhadap keputusan <i>hedging</i> .
7.	Friska Saragih & Musdholifah (2017)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i>	Model regresi logistik	<i>Growth opportunity</i> berpengaruh positif signifikan

Disambung ke halaman berikutnya

Tabel 2.1. Sambungan

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil Penelitian
		Variabel Independen: <i>Growth Opportunity, Firm Size, Liquidity</i>		terhadap keputusan <i>hedging</i> . Sementara <i>liquidity</i> tidak berpengaruh terhadap <i>hedging</i> .
8.	Ni Made Dwi Dharmiyanti & Ni Putu Ayu Darmayanti (2020)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Liquidity, Growth Opportunity, Firm size</i>	Model regresi logistik	<i>Likuiditas</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>hedging</i> . Sementara <i>growth opportunity</i> juga berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>hedging</i> .
9.	Karisma Ratna Mahasari & Henny Rahyuda (2020)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i> Variabel Independen: <i>Firm size, Leverage, Liquidity</i>	Model regresi logistik	<i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>hedging</i> .
10.	Widyagoca dan Lestari (2016)	Variabel Dependen: <i>Hedging</i>	Model regresi linier berganda	<i>Growth opportunities</i> berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap

Disambung ke halaman berikutnya

Tabel 2.1. Sambungan

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil Penelitian
		Variabel Independen: <i>Leverage, Growth Opportunities, Liquidity</i>		keputusan <i>hedging</i> . <i>Current ratio</i> sebagai proksi likuiditas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap pengambilan keputusan <i>hedging</i> .

Sumber: Data diolah, 2020

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1. Pengaruh Likuiditas Terhadap *Hedging*

Likuiditas menunjukkan seberapa besar kesanggupan perusahaan untuk membayar liabilitas jangka pendek sesuai waktu jatuh tempo. Perusahaan akan selalu likuid, bila aset lancar yang dimiliki bernilai lebih besar daripada liabilitas lancar. Salah satu pemikiran dalam *shareholder value maximization theory*, keputusan *hedging* diambil untuk mengurangi *asset substitution cost*. Biaya tersebut timbul akibat pemegang saham melakukan pembiayaan menggunakan utang yang membuat pemegang saham cenderung mengganti proyek investasi yang memiliki kemungkinan risiko kecil dengan proyek yang lebih berisiko, sehingga tingkat likuiditas akan menurun. Pembiayaan tersebut dapat mengurangi *net present value* proyek yang sedang berjalan, hal ini menyebabkan nilai pemegang saham akan menurun (Paranita 2011). *Hedging* dilakukan agar likuiditas perusahaan tetap terjaga dan nilai pemegang saham tetap stabil tanpa adanya risiko dikemudian hari.

Rasio likuiditas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan mampu menghadapi risiko menggunakan dana cadangan dari aset lancar yang dimiliki, sehingga mengurangi penggunaan *hedging*. Jenis rasio likuiditas pada umumnya adalah *current ratio*, *cash ratio*, dan *acid ratio/quick ratio*. Penelitian ini memakai *current ratio* untuk menilai likuiditas perusahaan, yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kesanggupan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang tersedia.

Penelitian Andison *et al* (2017), Ariani & Sudartha (2017), Dewi & Purnawati (2016) membuktikan bahwa likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap *hedging*. Semakin tinggi angka likuiditas, maka semakin kecil motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging*. Hal ini karena perusahaan sanggup menghadapi risikonya dengan aset lancar yang dimiliki.

Berdasarkan uraian beberapa penelitian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *hedging*

2.3.2. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Hedging*

Growth opportunity dapat diartikan sebagai kesempatan tumbuh suatu perusahaan di masa depan (Aslikan and Rokhmi 2015). *Growth opportunity* merupakan tolak ukur seberapa besar laba per lembar saham yang dimiliki perusahaan meningkat ketika terjadi penambahan utang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang besar cenderung berusaha meningkatkan aset tetap, sehingga membutuhkan dana yang lebih banyak di masa depan. Sementara itu, perusahaan dituntut untuk mempertahankan tingkat laba. Kesempatan tumbuh

yang besar akan memacu perusahaan untuk mempertahankan laba sebagai *retained earnings*, sementara itu perusahaan akan tetap mengandalkan pendanaannya melalui sumber dana eksternal yang lebih besar (Saragih and Musdholifah 2017).

Menurut penelitian Repie & Sedana (2015), semakin tinggi tingkat kesempatan tumbuh perusahaan maka semakin tinggi pula motivasi perusahaan melakukan *hedging*, hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat kesempatan tumbuh yang tinggi seringkali mengalami *underinvestment problem*, sebab perusahaan memerlukan pendanaan lebih untuk investasi dalam mengembangkan perusahaannya.

Berdasarkan pemikiran mengenai *underinvestment problem* dalam teori *shareholder value maximization*, perusahaan yang melakukan pembiayaan eksternal harus mengurangi investasi karena arus kas tidak mencukupi untuk mendanai proyek masa depan, sehingga perusahaan perlu mengambil kebijakan *hedging* (Paranita, 2011). Keputusan *hedging* dapat mengurangi *underinvestment problem* yaitu menurunnya kesanggupan perusahaan untuk melakukan pendanaan investasi akibat adanya faktor eksternal (fluktuasi kurs, tingkat suku bunga dan inflasi) yang memengaruhi aliran arus kas internal perusahaan.

Semakin tinggi *growth opportunity* perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan untuk menjalankan kebijakan *hedging*. Penelitian Saragih & Musdholifah (2017), Aslikan & Rokhmi (2017) menemukan bahwa *growth opportunity* secara signifikan memiliki pengaruh positif terhadap *hedging*.

Berdasarkan penelitian diatas, hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H2 : *Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*

2.3.3. *Financial Distress* Memoderasi Pengaruh Likuiditas Terhadap *hedging*

Financial distress merupakan kesulitan keuangan yaitu situasi saat arus kas operasi tidak mencukupi untuk membiayai kewajiban yang ada seperti membayar utang usaha atau membayar bunga (Ross, Westerfield, and Jordan 2008). *Financial distress* dapat dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan. Faktor internalnya adalah besarnya tingkat utang, kerugian yang dialami selama kegiatan operasional perusahaan dalam beberapa periode, serta kesulitan arus kas. Sejalan dengan teori *shareholder value maximization*, tingkat likuiditas akan mengindikasikan besarnya beban utang yang dapat memicu *financial distress* dan sebaliknya *financial distress* merupakan indikasi yang menunjukkan kesulitan pembayaran utang (Putro 2012).

Berdasarkan teori tersebut, keputusan *hedging* bertujuan mengurangi *financial distress* dengan motivasi bahwa perusahaan harus memaksimalkan nilai pemegang saham. Selain itu, perusahaan juga harus menjaga kepercayaan para pemegang saham dengan menjaga *current ratio* perusahaan agar tidak mengalami penurunan. Angka *current ratio* yang menurun menandakan bahwa perusahaan dalam kondisi *financial distress*, karena kewajiban lancar yang dimiliki lebih besar daripada aset lancar.

Financial distress suatu perusahaan dapat memoderasi pengaruh likuiditas terhadap *hedging*. Penelitian yang dilakukan oleh Aslikan & Rokhmi (2017) menemukan bahwa *financial distress* secara signifikan memiliki pengaruh positif

terhadap *hedging*. Penelitian yang dilakukan oleh Andison *et al* (2017) menyatakan bahwa *financial distress* memperkuat pengaruh likuiditas terhadap penerapan *hedging*. Berdasarkan penelitian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : *Financial distress* memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*

2.3.4. *Financial Distress* Memoderasi Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap *Hedging*

Perusahaan yang memiliki *growth opportunity* tinggi, cenderung mengalami *underinvestment problem* untuk mendukung pertumbuhan tersebut karena perusahaan perlu menggunakan pinjaman dari pihak eksternal perusahaan (Dewi & Purnawati, 2016). Pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging* juga dapat dipicu oleh *financial distress* yaitu kondisi kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. Sejalan dengan pemikiran yang menjelaskan kondisi *financial distress* dalam teori *shareholder value maximization*, salah satu ciri perusahaan yang berpotensi mengalami *financial distress* adalah tingginya tingkat utang dan pembiayaan untuk mempertahankan bisnis di masa depan (Paranita 2011).

Jika arus kas perusahaan tidak mencukupi untuk mendanai investasi, perusahaan akan rentan mengalami *underinvestment*. Hal ini memberi penilaian bahwa perusahaan sedang mengalami *financial distress*, sehingga kepercayaan para pemegang saham dapat berkurang. Kondisi tersebut memotivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging* demi menghindari risiko fluktuasi mata uang yang dapat semakin memengaruhi kelancaran arus kas.

Penelitian yang dilakukan oleh Aslikan & Rokhmi (2017) menemukan bahwa *financial distress* secara signifikan memiliki pengaruh terhadap *hedging*. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : *Financial distress* memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*

2.4. Kerangka Konseptual

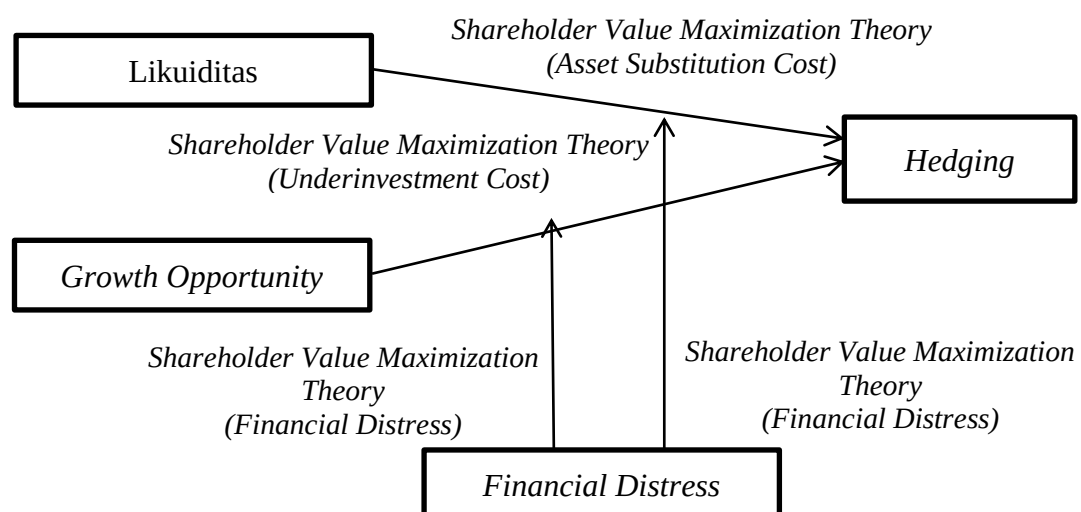
Manajemen perusahaan melakukan *hedging* atas dasar motivasi meningkatkan nilai pemegang saham. Motivasi ini dijelaskan dalam teori *shareholder value maximization*. Ada tiga pemikiran dalam teori tersebut yaitu, nilai pemegang saham akan meningkat apabila perusahaan dapat mengurangi *asset substitution cost*, *underinvestment cost*, dan *financial distress*.

Pertama, bertolak pada pemikiran mengenai *asset substitution cost*, variabel yang dapat memengaruhi *hedging* adalah likuiditas. Kesanggupan perusahaan untuk membayar liabilitas jangka pendek merupakan indikator dari *asset substitution cost*. Biaya ini terjadi akibat pengalihan proyek atau investasi yang lebih berisiko dan menimbulkan pembiayaan eksternal atau pinjaman kreditur. Semakin likuid perusahaan, maka akan semakin kecil masalah *asset substitution cost* yang dihadapi. Hal ini karena, likuiditas yang dihitung menggunakan *current ratio* mengindikasikan bahwa perusahaan sanggup membayar utang jangka pendeknya tanpa pembiayaan eksternal.

Kedua, bertolak pada pemikiran *underinvestment cost*, faktor yang bisa memengaruhi *hedging* adalah *growth opportunity*. Besarnya kesempatan tumbuh perusahaan ditentukan oleh investasi perusahaan saat ini. Saat berinvestasi untuk

meningkatkan kesempatan tumbuh, perusahaan cenderung mengalami masalah *underinvestment cost*. Masalah ini ditandai oleh arus kas internal yang tidak cukup untuk membiayai proyek masa depan akibat besarnya pembiayaan eksternal untuk investasi. Kondisi tersebut mengharuskan perusahaan untuk mengurangi investasinya.

Ketiga, bertolak pada pemikiran *financial distress*, bahwa perusahaan yang sedang dalam kondisi kesulitan keuangan akan menerapkan *hedging* untuk menghindari turunnya nilai pasar perusahaan. *Financial distress* dalam penelitian ini merupakan moderasi. Variabel moderasi ini diteliti untuk melihat apakah *financial distress* dapat memperkuat pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging*. Perusahaan yang terindikasi mengalami *financial distress*, akan melindungi nilai perusahaannya dari berbagai risiko dan ancaman kebangkrutan (Aditya and Asandimitra 2018). Kerangka konseptual dapat digambarkan sebagai berikut:

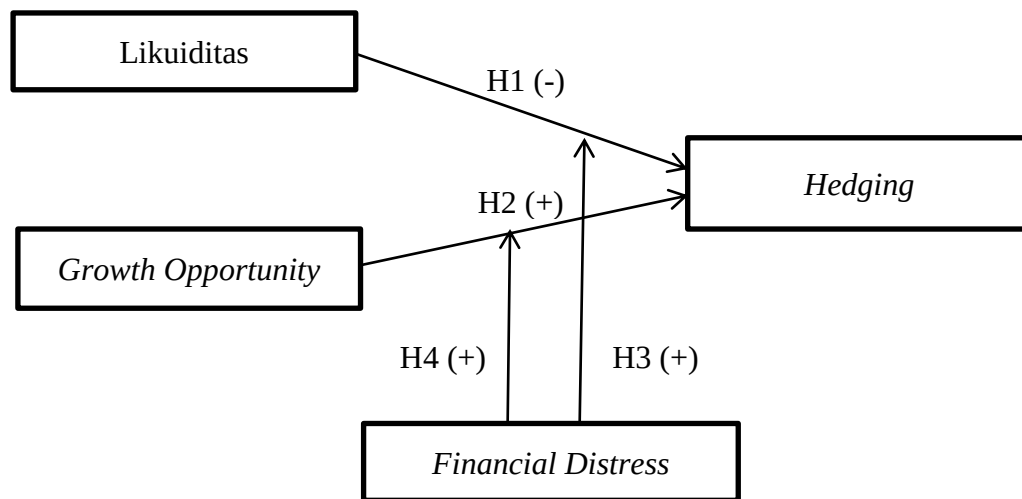


Gambar 2.1. Kerangka Konseptual

Sumber: Data diolah, 2020

2.4.1. Model Penelitian

Berdasarkan kerangka konseptual tersebut, maka hubungan antara variabel independen dan variabel dependen, dengan adanya variabel moderasi dapat digambarkan dalam model penelitian pada gambar 2.2



Gambar 2.2. Model Penelitian

Sumber: Data diolah, 2020

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Definisi Operasional

3.1.1. Variabel Dependen

Variabel terikat juga disebut variabel dependen adalah jenis variabel yang dapat dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel terikat yang ada dalam penelitian ini adalah *hedging*.

3.1.1.1. Hedging

Hedging merupakan kebijakan perusahaan sebagai upaya melindungi nilai aset dari risiko kerugian akibat fluktuasi kurs yang dialami saat melakukan transaksi bisnis internasional yang menghadapi masalah terkait fluktuasi kurs valuta asing. Penerapan *hedging* bertujuan untuk melindungi nilai aset dari perubahan harga yang merugikan.

Kebijakan *hedging* perusahaan agar terhindar dari risiko inflasi kurs yang timbul akibat aktivitas bisnis, dilakukan menggunakan instrumen derivatif dalam bentuk portofolio untuk transaksi penjualan atau pembelian mata uang. *Hedging* diukur dengan variabel *dummy*, yaitu variabel yang memuat skala kualitatif berupa nominal atau ordinal. Jika perusahaan menerapkan kebijakan *hedging* menggunakan instrumen derivatif, maka diberikan *score* 1. Sebaliknya, jika perusahaan tidak menerapkan *hedging*, maka diberikan *score* 0.

3.1.2. Variabel Independen

Variabel bebas disebut juga variabel independen adalah jenis variabel penjelas yang dapat memengaruhi variabel terikat.

3.1.2.1. Likuiditas

Likuiditas merupakan tolak ukur untuk melihat seberapa besar kesanggupan perusahaan dalam melunasi pinjaman jangka pendeknya ketika jatuh tempo. Likuiditas dalam penelitian ini diukur melalui proksi berupa rasio keuangan yaitu rasio lancar (*Current ratio*). Cara mengukur *current ratio* yaitu dengan membandingkan besarnya aset lancar dan liabilitas lancar atau utang jangka pendek yang dimiliki perusahaan. Tujuannya untuk menilai kesanggupan suatu perusahaan untuk melunasi kewajiban lancar (utang lancar) yang segera jatuh tempo. Rumus *current ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current asset}}{\text{Current liability}}$$

3.1.2.2. Growth Opportunity

Growth opportunity merupakan tolak ukur untuk melihat seberapa besar peluang perusahaan dalam mengembangkan usahanya di masa yang akan datang. Semakin tinggi *growth opportunity*, maka semakin besar kesempatan atau peluang perusahaan untuk mencapai tingkat pertumbuhan yang tinggi .

Tingkat pertumbuhan yang tinggi menyebabkan perusahaan cenderung lebih banyak memerlukan bantuan dana eksternal untuk memenuhi tuntutan kebutuhan investasinya, dana tersebut didapat dari pinjaman-pinjaman yang juga diperoleh dari luar negeri, sehingga bisa meningkatkan kemungkinan terjadinya risiko, oleh sebab itu perusahaan harus melakukan kebijakan lindung nilai untuk mencegah kebangkrutan (Aditya and Asandimitra 2018). Proksi *growth opportunity* yang digunakan dalam penelitian ini adalah mengukur besarnya nilai MVE (*Market Value of Equity*) dibandingkan dengan nilai BVE (*Book Value of*

Equity). Kapitalisasi pasar atau nilai pasar disebut juga *Market Value of Equity* yang dihitung dengan cara mengalikan *closing price* dan jumlah saham beredar. *Book value of equity* didominasi oleh utang luar negeri yang dapat menimbulkan kesulitan keuangan. BVE diperoleh dengan melihat jumlah ekuitas perusahaan. *Growth opportunity* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Growth\ opportunity = \frac{MVE}{BVE}$$

Keterangan:

MVE: *Market Value of Equity*

BVE: *Book Value of Equity*

3.1.3. Variabel Moderasi

Variabel moderasi merupakan jenis variabel yang bisa memperkuat atau memperlemah pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Variabel moderasi dapat dikonotasikan sebagai x atau z. Menurut Solimun (2019) ada 4 jenis variabel moderasi, yaitu:

1. Moderasi murni merupakan jenis variabel yang hanya berfungsi memoderasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tanpa berperan sebagai variabel independen.
2. Moderasi semu merupakan jenis variabel yang memoderasi pengaruh variabel independen dan variabel dependen sekaligus dapat berfungsi sebagai variabel independen.
3. Moderasi potensial merupakan jenis variabel yang hanya berpotensi memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen terhadap

variabel dependen tanpa adanya interaksi dengan variabel independen dan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

4. Moderasi prediktor merupakan jenis variabel yang hanya berfungsi sebagai variabel independen.

Kriteria moderasi secara ringkas ditunjukkan pada tabel 3.1, sebagai berikut:

Tabel 3.1. Kriteria Moderasi

No.	Hasil Uji Moderasi	Jenis Moderasi
1.	β_2 tidak signifikan β_3 signifikan	Moderasi Murni
2.	β_2 signifikan β_3 signifikan	Moderasi Semu
3.	β_2 signifikan β_3 tidak signifikan	Moderasi Prediktor
4.	β_2 tidak signifikan β_3 tidak signifikan	Moderasi Potensial

Sumber: Data diolah, 2022

3.1.3.1. *Financial Distress*

Financial distress merupakan kondisi sebelum terjadi kebangkrutan. Kondisi tersebut terjadi apabila perusahaan menghadapi kesulitan keuangan, sehingga mengharuskan perusahaan melindungi nilai dari ancaman kebangkrutan, salah satu solusi yaitu dengan melakukan *hedging* untuk mengatasi risiko bisnis.

Pengukuran *financial distress* dilakukan menggunakan perhitungan *altman z score*. Angka *altman z score* yang rendah menjadi ukuran yang tidak baik jika keuangan perusahaan tersebut tergolong tidak sehat, atau kecenderungan kebangkrutannya tinggi, hal tersebut membuat perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam mengelola keuangannya dengan kebijakan lindung nilai melalui instrumen derivatif. Semakin kecil nilai *altman z score*, maka motivasi perusahaan untuk menerapkan kebijakan lindung nilai akan meningkat.

Financial Distress adalah variabel *dummy*. Perusahaan yang tergolong dalam *financial distress* akan diberikan *score* 1. Sebaliknya, apabila keuangan perusahaan tidak tergolong dalam *financial distress*, maka diberikan *score* 0. Jika hasil pengukuran menunjukkan bahwa perusahaan tidak tergolong dalam kedua *score* tersebut, maka perusahaan berada di zona abu-abu, perusahaan tersebut dikeluarkan dari penelitian. Berdasarkan studi *Multiple Discriminant Analysis* yang dilakukan oleh Edward Altman, terdapat 2 model persamaan yang memiliki angka koefisien dan rasio berbeda sesuai dengan jenis perusahaan. Perusahaan publik industri manufaktur tergolong dalam kelompok industri yang menggunakan model pertama, yaitu persamaan yang memiliki 5 rasio (Awan and Diyani 2016). Rumus perhitungan model pertama adalah sebagai berikut:

$$Z = (0,012 \times WC/TA) + (0,014 \times RE/TA) + (0,033 \times EBIT/TA) + (0,006 \times MVE/TL) + (0,999 \times Sales/TA)$$

Keterangan:

$WC/TA = \text{Working Capital/Total Assets}$

$RE/TA = \text{Retained Earning/Total Assets}$

$EBIT/TA = \text{Earning Before Interest and Tax/Total Assets}$

$MVE/TL = \text{Market Value of Equity/Total Liability}$

$Sales/TA = \text{Sales/Total Assets}$

Skala pengukuran:

1. Z-Score < 1,81 tergolong dalam kategori mengalami *financial distress* (1)
2. Z-Score > 2,99 tergolong dalam kategori tidak mengalami *financial distress* (0)
3. Z-Score 1,81 - 2,99 tergolong dalam kategori rawan (abu-abu)

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan perusahaan sub sektor farmasi yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai populasi. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang ditentukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan sub sektor farmasi listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015-2020.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2015-2020.
3. Perusahaan yang tergolong dalam kategori *score* 0 dan *score* 1 dalam pengukuran *financial distress* selama tahun 2015-2020.

Rincian kriteria dan penyaringan sampel disajikan dalam tabel 3.2.

Tabel 3.2. Rincian Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan sub sektor farmasi listing di BEI selama tahun 2015-2020	10
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan lengkap pada tahun 2015-2020	(2)
Perusahaan yang berada dalam zona abu-abu <i>financial distress</i>	(0)
Jumlah Sampel Penelitian	8
Total data penelitian (8 x 6 tahun)	48

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil *purposive sampling*, maka diperoleh 8 perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2015-2020

sebagai sampel penelitian. Berdasarkan jumlah sampel dan periode waktu yang ditentukan, maka jumlah data pengamatan adalah sebesar 48 data observasi.

3.3. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif, yaitu jenis data bersifat dapat diukur dengan satuan angka atau dalam bentuk numerik. Data observasi yang digunakan berupa data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015-2020 dan memenuhi kriteria sampel. Data tersebut diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan situs resmi perusahaan.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data observasi tidak langsung, yaitu teknik dokumenter data sekunder. Data sekunder tersebut berupa laporan keuangan tahunan yang diperoleh melalui website Bursa Efek Indonesia (BEI) dan website resmi perusahaan.

3.5. Alat Analisis Data

Penelitian ini menggunakan program IBM SPSS Statistics sebagai alat analisis data. Program tersebut membantu proses pengolahan data sekunder yang diperoleh secara tidak langsung dari laporan keuangan perusahaan untuk melihat adanya pengaruh antar variabel-variabel yang digunakan. Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif dan metode analisis regresi logistik serta metode *Moderated Regression Analysis* (MRA).

Peneliti menggunakan metode regresi logistik karena variabel dependen dalam penelitian ini merupakan variabel *dummy* dan data yang digunakan berupa data nominal. *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk melihat adanya interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi.

3.5.1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan analisis dalam pengumpulan dan penyajian data berupa deskripsi atau memberi gambaran mengenai suatu objek (Rochmat and Purnomo 2016). Secara sederhana fungsi dari statistik deskriptif adalah menguraikan keterangan-keterangan mengenai suatu data yang diteliti.

Analisis statistik deskriptif memuat beberapa pengukuran yaitu jumlah data yang diolah, *range*, nilai maksimum dan minimum, *mean*, *standard deviation*, serta *variance* (Janie 2012). Kolom *range* menunjukkan rentang kisaran penyebaran masing-masing variabel, *mean* adalah nilai rata-rata, standar deviasi merupakan simpangan baku dari masing – masing variabel, varian merupakan ukuran seberapa jauh penyebaran nilai rata – rata.

3.5.2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas merupakan pengujian untuk mengetahui adanya korelasi atau hubungan yang kuat antara variabel bebas. Penelitian yang baik seharusnya tidak memiliki korelasi antar variabel bebas agar pengujian dalam metode regresi memberikan hasil yang baik. Jika angka *tolerance* $> 0,10$ dan angka VIF (*Variance Inflation Factor*) < 10 , maka tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen.

3.5.3. Analisis Regresi Logistik

Penelitian ini menggunakan regresi logistik untuk menguji pengaruh dua variabel bebas terhadap satu variabel terikat berupa variabel *dummy* yang bersifat data nominal dengan adanya satu variabel moderasi. Regresi logistik merupakan pengujian terhadap besarnya probabilitas variabel independen dapat memprediksi terjadinya variabel dependen. Analisis regresi logistik dalam penelitian ini membentuk persamaan sebagai berikut:

$$Y = \ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = \beta_0 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon$$

Keterangan:

Y : *Hedging*

ln : Logaritma natural

$\left(\frac{p}{1-p} \right)$: Probabilitas perusahaan melakukan *hedging*

β_0 : Konstanta

$\beta_1 \dots \beta_3$: Koefisien regresi variabel

LKD : Likuiditas

GOP : *Growth Opportunity*

ε : Error

Persamaan ini digunakan dalam pengujian hipotesis untuk menguji hipotesis 1 dan 2. Menurut Gani & Amalia (2015), model logistik yang memiliki variabel dependen berupa variabel *dummy*, memungkinkan taraf nyata 10% dalam pengujian. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka penelitian ini menggunakan taraf nyata 10% atau nilai signifikansi sebesar 0,10.

3.5.3.1. Uji G (*Goodness of Fit Test*)

Uji G sering disebut *Goodness of Fit Test* dalam regresi logistik merupakan uji kelayakan model yang digunakan untuk melihat layak atau tidaknya penjelasan dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilakukan. Hasil uji G diinterpretasikan melalui nilai *likelihood* (L) yang ditransformasikan menjadi -2LogL (G) dan dibandingkan dengan nilai *chi square* (χ^2) pada tabel *hosmer and lemeshow*. Selain itu, uji G dilihat juga melalui nilai signifikansi pada tabel *omnibus tests of model coefficients*. Kriteria pengujian kelayakan model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai probabilitas $G > \chi^2$ atau signifikansi $< 0,10$, maka model regresi logistik layak diinterpretasikan.
2. Jika nilai probabilitas $G < \chi^2$ atau signifikansi $> 0,10$, maka model regresi logistik tidak layak diinterpretasikan.

3.5.3.2. Uji Koefisien Determinasi (*Nagelkerke R Square*)

Nagelkerke R Square pada regresi logistik menunjukkan nilai koefisien determinasi yang dapat menginterpretasikan seberapa besar terjadinya variabel dependen dapat dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen yang digunakan dalam penelitian.

3.5.3.3. Uji W (Wald)

Uji Wald dalam regresi logistik merupakan uji hipotesis yang digunakan untuk menguji adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Penerimaan hipotesis dengan nilai $\alpha = 10\%$ menurut Gani & Amalia (2015) memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Jika signifikansi $W < 0,10$, maka hipotesis alternatif diterima.
2. Jika signifikansi $W > 0,10$, maka hipotesis alternatif ditolak.

Arah hubungan dapat dilihat pada tanda koefisien hasil uji wald. Tanda positif menunjukkan pengaruh positif. Sebaliknya, tanda negatif menunjukkan pengaruh negatif.

3.5.4. Uji Interaksi (Uji MRA)

Uji interaksi sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Uji interaksi merupakan metode khusus dalam analisis regresi linear berganda yang memiliki persamaan regresi dengan unsur perkalian antara variabel independen dengan variabel moderasi. Penelitian ini memerlukan uji interaksi untuk menguji hipotesis 3 dan 4 yang membentuk persamaan MRA sebagai berikut:

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$Y = \alpha_2 + \beta_3 \text{LKD} + \beta_4 \text{FD} + \beta_5 \text{LKD.FD} + \varepsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$Y = \alpha_3 + \beta_6 \text{GOP} + \beta_7 \text{FD} + \beta_8 \text{GOP.FD} + \varepsilon_3 \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

Y : *Hedging*

LKD : Likuiditas

GOP : *Growth Opportunity*

LKD.FD : Interaksi Likuiditas dan *Financial Distress*

GOP.FD : Interaksi *Growth Opportunity* dan *Financial Distress*

α : Konstanta

$\beta_1 \dots 8$: Koefisien regresi variabel

ε : Error

Taraf nyata yang digunakan dalam pengujian MRA sebesar 10% (0,10) yang akan digunakan dalam pengambilan keputusan tolak atau terima hipotesis. Pengujian terhadap hipotesis 3 dan 4 menggunakan nilai determinasi (R^2) untuk melihat moderasi *financial distress* memperkuat atau memperlemah pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging*.

Kriteria pengambilan keputusan tolak atau terima hipotesis 3 dan 4 adalah sebagai berikut:

1. Nilai R^2 pada persamaan 1 < nilai R^2 pada persamaan 2 dan 3, maka variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis 3 dan 4 diterima.
2. Nilai R^2 pada persamaan 1 > nilai R^2 pada persamaan 2 dan 3, maka variabel moderasi memperlemah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis 3 dan 4 ditolak.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Objek Penelitian

Bursa Efek Indonesia atau biasa disebut *Indonesia Stock Exchange* (IDX) merupakan institusi pusat sarana penawaran dan permintaan efek. Bursa Efek Indonesia membagi kategori perusahaan dalam beberapa kelompok, salah satunya perusahaan manufaktur. Perusahaan manufaktur adalah jenis perusahaan yang mengolah dan memproduksi bahan mentah menjadi barang yang siap dijual. Berdasarkan jenis barang yang dihasilkan, perusahaan manufaktur terdiri dari beberapa jenis industri yaitu:

1. Aneka industri:
 - a. Mesin dan alat berat
 - b. Otomotif dan komponennya
 - c. Perakitan (*assembling*)
 - d. Tekstil dan garmen
 - e. Sepatu dan alas kaki lain
 - f. Kabel
 - g. Barang elektronika
2. Industri barang konsumsi:
 - a. Makanan dan minuman
 - b. Rokok
 - c. Farmasi
 - d. Kosmetik dan keperluan rumah tangga

- e. Peralatan rumah tangga
- 3. Industri dasar dan kimia:
 - a. Semen
 - b. Keramik
 - c. Porselen
 - d. Kaca
 - e. Logam
 - f. Kimia
 - g. Plastic dan kemasan
 - h. Pulp dan kertas

Penelitian ini melakukan pengujian pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging* menggunakan *financial distress* sebagai variabel moderasi pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2020. Populasi berjumlah 10 perusahaan, kemudian penyaringan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*. Terdapat 8 perusahaan yang terpilih menjadi sampel berdasarkan kriteria pengambilan sampel.

4.2. Hasil Penelitian

4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif

Penggunaan analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini dilakukan untuk mendeskripsikan variabel-variabel penelitian. Deskripsi variabel diperoleh dari hasil hitung nilai rata-rata (*mean*), minimum, maximum dan standar deviasi, serta melihat jumlah sampel dari variabel bebas yang memengaruhi variabel

terikat dalam penelitian ini. Pada tabel 4.1 terdapat data statistik deskriptif hasil olah aplikasi SPSS, sebagai berikut:

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Hedging	48	0	1	.33	.476
Likuiditas	48	89.78	927.65	296.6945	183.91540
GrowthOpportunity	48	.59	40.56	5.6836	8.40715
FinancialDistress	48	.52	1.68	1.1456	.30543
Valid N (listwise)	48				

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel 4.1 menggambarkan deskripsi variabel-variabel secara statistik dalam penelitian ini. Minimum mempresentasikan nilai terkecil atau terendah dari suatu hasil pengamatan, sedangkan maksimum mempresentasikan nilai terbesar atau tertinggi dari suatu hasil pengamatan, *mean* (rata-rata) adalah hasil penjumlahan nilai semua data yang dibagi dengan jumlah data pengamatan, standar deviasi merupakan akar dari total kuadrat dari selisih nilai data dengan rata-rata dibagi dengan jumlah data pengamatan. Tabel 4.1 menunjukkan deskriptif variabel penelitian dengan jumlah data valid sebanyak 48:

- a. *Hedging* memiliki nilai terkecil sebesar 0 dan nilai terbesar 1. *Mean hedging* sebesar 0,33 dengan standar deviasi sebesar 0,47. Nilai *mean* menunjukkan bahwa hanya 31% perusahaan dari populasi perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *hedging*. Standar deviasi 0,47 lebih besar dari *mean*, menunjukkan bahwa tingkat sebaran *hedging* memiliki variasi yang tinggi.

- b. Likuiditas memiliki nilai terkecil sebesar 89,78 yang dicapai oleh PT. Kimia Farma Tbk pada tahun 2020 dan nilai terbesar 927,65 yang dicapai oleh PT.Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk di tahun 2015. *Mean* likuiditas adalah 296,69 dan standar deviasi 183,91 lebih kecil dari *mean*, artinya tingkat sebaran likuiditas memiliki variasi yang rendah.
- c. *Growth opportunity* memiliki nilai terkecil sebesar 0,59 yang dicapai oleh PT. Pyridam Farma Tbk pada tahun 2015, serta nilai terbesar 40,56 yang dicapai oleh PT.Indofarma Tbk pada tahun 2018. *Mean growth opportunity* sebesar 5,68 menunjukkan bahwa 56% perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki tingkat kesempatan tumbuh di masa depan yang baik. Standar deviasi 8,40 lebih besar dari nilai *mean*, artinya tingkat sebaran *growth opportunity* memiliki variasi yang tinggi.
- d. *Financial distress* memiliki nilai terkecil 0,52 yang dicapai oleh PT. Phapros Tbk pada tahun 2020, dan nilai terbesar 1,68 yang dicapai oleh PT. Merck Tbk pada tahun 2015. *Mean financial distress* bernilai 1,14 menunjukkan bahwa sebesar 114% perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kondisi kesulitan keuangan. Standar deviasi 0,30 lebih kecil dari nilai *mean* yang berarti bahwa tingkat sebaran *financial distress* memiliki variasi yang rendah.

4.2.2. Uji Multikolinearitas

Penggunaan uji multikolinearitas bertujuan untuk melihat adanya keterkaitan antar variabel bebas. Jika terdapat hubungan linear yang erat antar

variabel-variabel bebas, maka dapat disimpulkan bahwa data pada model regresi tergejala multikolinieritas. Model regresi yang baik adalah model regresi yang memiliki data terbebas dari multikolinearitas. Uji ini dilakukan untuk mendapatkan nilai VIF dan juga nilai *tolerance*. Jilai nilai $VIF < 10$ dan nilai $tolerance > 0,10$ maka model regresi tidak mengalami multikolinieritas. Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat dalam tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2
Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 Likuiditas	.847	1.180
GrowthOpportunity	.902	1.109
FinancialDistress	.890	1.124

Sumber: Data olahan SPSS

Hasil uji menunjukkan ketiga variabel memiliki nilai $VIF < 10$ dan nilai $tolerance > 0,10$. Hasil ini mengartikan bahwa model regresi bebas dari gejala multikolinearitas.

4.2.3. Analisis Regresi Logistik

Model regresi logistik digunakan untuk mengukur probabilitas terjadinya variabel dependen yang dipengaruhi oleh variabel independen. Pengujian regresi logistik dilakukan pada penelitian yang memiliki variabel dependen berupa variabel *dummy* yang memungkinkan taraf nyata hingga 10%. Analisis regresi logistik terdiri dari uji G (*Goodness of Fit Test*), uji koefisien determinasi (*Nagelkerke R Square*), dan uji W (*Wald*).

4.2.3.1. Uji G (*Goodness of Fit Test*)

Pengujian kelayakan model penelitian dengan menggunakan persamaan logistik: $Y = \ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = \beta_0 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon$ menghasilkan nilai yang ditunjukkan dalam tabel 4.3, tabel 4.4, dan tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.3

Omnibus Tests of Model Coefficients

	Chi-square	df	Sig.
Step 1 Step	5.803	2	.055
Block	5.803	2	.055
Model	5.803	2	.055

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel 4.4

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	55.302 ^a	.114	.206

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel 4.5

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	5.092	8	.748

Sumber: Data olahan SPSS

Berdasarkan tabel uji G diatas, dapat dilihat bahwa nilai -2 Log likelihood pada *model summary* sebesar 55,302 dan nilai chi-square (χ^2) pada *Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 5,092. Hal ini menunjukkan bahwa nilai $G > \chi^2$, selain itu nilai signifikansi *Omnibus Tests of Model Coefficients* sebesar $0,055 < 0,10$ yang berarti bahwa model dalam penelitian ini layak untuk diinterpretasikan.

4.2.3.2. Uji Koefisien Determinasi (*Nagelkerke R Square*)

Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini dapat dilihat juga dalam tabel 4.4 *model summary*. Nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,206 memiliki arti bahwa 20,6% variasi *hedging* dapat terjadi akibat dipengaruhi oleh likuiditas dan *growth opportunity*. Sementara itu, sebesar 79,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

4.2.3.3. Uji W (Wald)

Hasil uji W untuk menguji hipotesis 1 dan 2 penelitian menggunakan persamaan logistik: $Y = \ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = \beta_0 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon$, disajikan dalam tabel 4.6, sebagai berikut:

Tabel 4.6
Uji W

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	Likuiditas	-.004	.002	2.710	1	.094	.996
	GrowthOpportunity	-.088	.062	2.020	1	.155	.916
	Constant	.865	.789	1.203	1	.273	2.375

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel di atas menunjukkan hasil pengujian hipotesis sebagai berikut:

a. Pengaruh likuiditas terhadap *hedging*.

Tabel 4.6 menunjukkan signifikansi variabel likuiditas bernilai $0,094 < 0,10$ dan koefisien regresi (β) bernilai -0,004, maka likuiditas secara signifikan memiliki pengaruh negatif terhadap *hedging*, dengan demikian H1 diterima.

b. Pengaruh *Growth opportunity* terhadap *hedging*.

Tabel 4.6 menunjukkan signifikansi variabel *growth opportunity* bernilai 0,155 > 0,10 dan koefisien regresi (β) bernilai -0,088, maka *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *hedging*, dengan demikian H2 ditolak.

4.2.4. Uji Interaksi (Uji MRA)

Uji interaksi dilakukan terhadap masing-masing variabel independen, yaitu likuiditas dan *growth opportunity*. Hasil pengujian dengan persamaan:

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$Y = \alpha_2 + \beta_3 \text{LKD} + \beta_4 \text{FD} + \beta_5 \text{LKD.FD} + \varepsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$Y = \alpha_3 + \beta_6 \text{GOP} + \beta_7 \text{FD} + \beta_8 \text{GOP.FD} + \varepsilon_3 \dots \dots \dots (3)$$

ditunjukkan oleh tabel 4.7, tabel 4.8, dan tabel 4.9, sebagai berikut:

Tabel 4.7
Nilai Determinasi (R^2)

Persamaan	Nilai Determinasi (R^2)
$Y = \alpha_1 + \beta_1 \text{LKD} + \beta_2 \text{GOP} + \varepsilon_1$	0,104
$Y = \alpha_2 + \beta_3 \text{LKD} + \beta_4 \text{FD} + \beta_5 \text{LKD.FD} + \varepsilon_2$	0,080
$Y = \alpha_3 + \beta_6 \text{GOP} + \beta_7 \text{FD} + \beta_8 \text{GOP.FD} + \varepsilon_3$	0,063

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 4.8
Signifikansi Interaksi Likuiditas dan *Financial Distress*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.528	.134		3.938	.000
Likuiditas	-.001	.000	-.219	-1.484	.145
FinancialDistress	-.003	.005	-.205	-.604	.549
LKDxFD	8.706E-7	.000	.016	.048	.962

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel 4.9
Signifikansi Interaksi *Growth Opportunity* dan *Financial Distress*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.416	.086		4.818	.000
GrowthOpportunity	-.011	.009	-.186	-1.192	.240
FinancialDistress	-.004	.003	-.240	-1.084	.284
GOPxFD	.000	.000	.120	.520	.606

Sumber: Data olahan SPSS

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa sebelum adanya variabel moderasi, nilai determinasi (R^2) variabel independen sebesar 0,104. Setelah terjadi interaksi dengan likuiditas, nilai determinasi (R^2) mengalami penurunan menjadi 0,080. Angka tersebut menunjukkan nilai R^2 persamaan 1 > nilai R^2 persamaan 2, maka dapat disimpulkan bahwa *financial distress* tidak memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*, namun memperlemah pengaruh likuiditas terhadap *hedging*. Berdasarkan hasil tersebut disimpulkan bahwa H3 dalam penelitian ini ditolak.

Jenis moderasi dalam interaksi likuiditas dan *financial distress* dapat diinterpretasikan oleh tabel 4.8. Kedua nilai signifikansi sebelum dan sesudah *financial distress* berinteraksi dengan likuiditas lebih besar dari α 10%, maka dapat disimpulkan bahwa *financial distress* merupakan variabel moderasi potensial dalam pengaruh likuiditas terhadap *hedging*.

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa sebelum adanya variabel moderasi, nilai determinasi (R^2) variabel independen sebesar 0,104. Setelah terjadi interaksi dengan *growth opportunity*, nilai determinasi (R^2) mengalami penurunan menjadi 0,063. Angka tersebut menunjukan nilai R^2 persamaan 1 > nilai R^2 persamaan 3, maka dapat disimpulkan bahwa *financial distress* tidak memperkuat pengaruh

growth opportunity terhadap *hedging*, namun memperlemah pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*. Berdasarkan hasil tersebut disimpulkan bahwa H4 dalam penelitian ini ditolak.

Jenis moderasi dalam interaksi *growth opportunity* dan *financial distress* dapat diinterpretasikan oleh tabel 4.9. Kedua nilai signifikansi sebelum dan sesudah *financial distress* berinteraksi dengan *growth opportunity* lebih besar dari α 10%, maka dapat disimpulkan bahwa *financial distress* merupakan variabel moderasi potensial dalam pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*.

4.2.5. Pembahasan

Penelitian ini diuji menggunakan uji multikolinearitas dan analisis regresi logistik yang terdiri dari uji G (*Goodness of Fit Test*), uji koefisien determinasi (*Nagelkerke R Square*), dan uji W (Wald) dengan taraf nyata sebesar 10% (0,10). Berdasarkan pengujian tersebut, diketahui bahwa data bebas dari masalah multikolinearitas dan model layak untuk diteliti serta diinterpretasikan. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

4.2.5.1. Pengaruh Likuiditas terhadap Hedging

Berdasarkan uji hipotesis diperoleh nilai signifikansi sebesar $0,094 < 0,10$ yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan likuiditas terhadap *hedging*. Koefisien likuiditas memiliki tanda negatif pada nilai -0,004. Tanda ini menunjukkan arah hubungan negatif antara likuiditas dan *hedging*. Hasil uji tersebut memberi kesimpulan bahwa, jika tingkat likuiditas perusahaan tinggi, maka kemungkinan motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging* akan menurun. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh

Andison dkk (2017), Ariani & Sudiarta (2017), Dewi & Purnawati (2016), Mahasari & Rahyuda (2020) yang membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *hedging*.

Likuiditas yang memiliki arah hubungan negatif dengan *hedging* sesuai dengan *shareholder value maximization theory* yang menjelaskan bahwa semakin tinggi likuiditas, maka motivasi perusahaan untuk melakukan *hedging* akan menurun. Angka likuiditas yang meningkat menandakan bahwa perusahaan mampu mengelola keuangan dan kewajiban dengan dana yang dimiliki, sehingga perusahaan dapat mengurangi terjadinya risiko dan tidak perlu melakukan *hedging* sebagai bentuk manajemen risiko.

Pengaruh tingkat likuiditas terhadap kebijakan *hedging* yang dilakukan perusahaan dibuktikan dari banyaknya perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini yang belum melakukan *hedging*. Tingkat likuiditas yang diprosikan oleh *current ratio* dikatakan dalam kondisi baik apabila angka *ratio* berada diatas 1. Sedangkan apabila berada dibawah angka 1, maka perusahaan memiliki angka likuiditas yang kecil dan dinilai dalam kondisi tidak baik karena tidak memiliki cukup dana untuk membayar utang jangka pendeknya.

Sebanyak 5 dari 8 perusahaan memiliki rata-rata tingkat likuiditas lebih besar dari angka 1. Salah satunya adalah PT.Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk selama tahun 2015 sampai tahun 2020 mencapai rasio lancar sebesar 3 hingga 9 yang berarti bahwa, aset lancar yang dimiliki perusahaan 3 hingga 9 kali lebih banyak dari liabilitas lancar yang dimiliki, sehingga perusahaan sanggup membayar liabilitas jangka pendeknya.

Hasil perhitungan tingkat likuiditas tersebut memberi kesimpulan bahwa perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dapat memenuhi liabilitas lancarnya dengan baik, sehingga masih banyak perusahaan farmasi dalam penelitian ini yang tidak menerapkan *hedging*.

Sebaliknya, apabila tingkat likuiditas rendah, perusahaan akan membuat kebijakan untuk menerapkan *hedging*. Hasil perhitungan yang diperoleh dari rasio lancar mempresentasikan rata-rata tingkat likuiditas perusahaan-perusahaan farmasi mencapai angka 1 yang menandakan bahwa perusahaan memiliki jumlah aset lancar yang lebih untuk memenuhi liabilitas lancar. Sebanyak 5 perusahaan tidak menerapkan *hedging*, sedangkan 3 perusahaan menerapkan *hedging*.

Menurunnya tingkat likuiditas memengaruhi keputusan perusahaan untuk menerapkan *hedging*. Hal ini dapat dilihat berdasarkan jumlah *current ratio* yang dimiliki PT. Kimia Farma Tbk mengalami penurunan dari tahun 2015 hingga tahun 2020 kurang dari angka 1 atau tidak mencapai 100%. Artinya, jumlah aset lancar yang dimiliki perusahaan semakin berkurang dan tidak mencukupi untuk membayar kewajiban lancar jangka pendek. Hal ini menjadi alasan PT. Kimia Farma untuk melakukan *hedging*.

Angka likuiditas yang tinggi belum tentu mempresentasikan kondisi keuangan perusahaan yang baik. Rasio lancar yang tinggi juga dapat berarti bahwa perusahaan tersebut tidak mengalokasikan aset dengan baik, sehingga mengindikasikan kelebihan kas yang tidak digunakan dan modal kerja tidak teralokasikan dengan baik. Suatu perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi tetap menerapkan *hedging* didasari oleh alasan bahwa perusahaan memiliki investasi

dalam mata uang asing yang jumlahnya tinggi. Hal ini dapat menjadi faktor perusahaan menerapkan *hedging* sebagai upaya menghindari risiko fluktuasi kurs.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinanti (2018), Aslikan & Rokhmi (2017), Dharmiyanti & Darmayanti (2020), Saragih & Musdholifah (2017) yang memperoleh hasil bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *hedging*.

4.2.5.2. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Hedging*

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan nilai signifikansi $0,155 > 0,10$ dan koefisien *growth opportunity* memiliki tanda negatif pada nilai $-0,088$. Tanda ini menunjukkan arah hubungan negatif antara *growth opportunity* dan *hedging*, namun berdasarkan nilai signifikansi, *growth opportunity* tidak signifikan memengaruhi *hedging*. Arah hubungan tersebut berarti bahwa setiap terjadi peningkatan *growth opportunity*, maka akan menyebabkan tingkat penggunaan *hedging* menurun. Hal ini menandakan bahwa, jika perusahaan memiliki kesempatan tumbuh sebesar 1%, maka motivasi perusahaan untuk menerapkan *hedging* akan menurun sebesar $-0,097\%$.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Herawati & Zaenal (2020), Dharmiyanti & Darmayanti (2020), Widyagoca & Lestari (2016) yang memperoleh hasil bahwa *growth opportunity* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *hedging*.

Growth opportunity yang memiliki arah hubungan negatif dengan *hedging* tidak sejalan dengan *shareholder value maximization theory* yang menyatakan bahwa semakin besar tingkat kesempatan tumbuh perusahaan, maka motivasi

perusahaan untuk melakukan *hedging* akan meningkat. Tingkat kesempatan tumbuh yang tinggi memerlukan pendanaan yang besar dalam mengembangkan usaha di masa yang akan datang. Pendanaan tersebut dapat menimbulkan *underinvestment problem*, sehingga perusahaan mengambil keputusan *hedging* untuk mengatasi *underinvestment problem* yang dapat disebabkan oleh adanya faktor eksternal seperti fluktuasi kurs.

Perusahaan farmasi yang terdapat dalam penelitian ini memiliki rasio *growth opportunity* yang tidak stabil. Hal ini dipengaruhi oleh *closing price* masing-masing perusahaan yang berbeda tiap tahunnya, sehingga memengaruhi besarnya nilai pasar ekuitas perusahaan. Meskipun memiliki angka *growth opportunity* yang tidak stabil, namun dapat dilihat bahwa rata-rata tingkat *growth opportunity* perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* cenderung mengalami penurunan selama 2 hingga 4 tahun berturut-turut dalam periode penelitian.

Growth opportunity dalam penelitian ini diproksikan oleh nilai *market to book value* yang dimiliki perusahaan. PT. Kimia Farma Tbk, PT. Merck Tbk, dan PT. Pyridam Farma Tbk memiliki nilai MBV yang tidak stabil, namun cenderung mengalami penurunan selama 4 tahun yaitu pada tahun 2016 hingga tahun 2019. Hal ini memberi kesimpulan bahwa perusahaan menerapkan *hedging* karena mengalami penurunan MBV berturut-turut selama beberapa tahun. Sesuai dengan hasil pengujian hubungan antara *growth opportunity* dan *hedging* yang tidak searah, apabila *growth opportunity* menurun, maka penerapan kebijakan *hedging* akan meningkat.

Motivasi perusahaan yang mengalami penurunan *growth opportunity* untuk menerapkan *hedging*, disebabkan oleh penilaian para pemegang saham termasuk investor terhadap perkembangan usaha di masa depan yang semakin menurun. Perusahaan mengambil kebijakan *hedging* untuk meningkatkan penilaian dan kepercayaan para pemegang saham terhadap kesanggupan perusahaan dalam upaya pengendalian risiko yang ditimbulkan dari fluktuasi kurs dan inflasi yang memengaruhi kestabilan harga saham.

PT. Indofarma Tbk memiliki *growth opportunity* yang meningkat sejak tahun 2015-2018. Meskipun sempat menurun pada tahun 2019, namun 2020 kembali meningkat dengan angka yang tinggi. PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk memiliki *growth opportunity* yang stabil selama 2016-2017. Meskipun mengalami penurunan dari tahun 2015-2016, namun sejak 2016-2020 cenderung mengalami peningkatan *growth opportunity*. Kedua perusahaan tersebut tidak menerapkan *hedging* sebagai manajemen risiko. Hal ini memberi kesimpulan bahwa angka *growth opportunity* yang tinggi dan meningkat, memengaruhi keputusan perusahaan untuk tidak menerapkan *hedging*. *Growth opportunity* yang tinggi memberi pandangan terhadap kemajuan bisnis yang baik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa meningkatnya *growth opportunity* akan mengurangi penggunaan *hedging* dan sebaliknya. Kemungkinan alasan perusahaan tidak menerapkan kebijakan *hedging*, karena tingkat *growth opportunity* yang tinggi membuat perusahaan memilih mempersiapkan dana yang dimiliki untuk melakukan pembiayaan eksternal proyek yang sedang dijalankan dalam rangka mengembangkan usaha. Perusahaan juga lebih berfokus untuk

mengatasi masalah yang disebabkan oleh pembiayaan eksternal, sehingga tidak mempersiapkan dana untuk melakukan *hedging*.

Sebagian perusahaan yang memiliki rasio *growth opportunity* tinggi tidak menerapkan *hedging*, begitupun sebaliknya. Tingkat *growth opportunity* yang tidak stabil, serta keterbatasan sampel dalam menerapkan *hedging* dapat menjadi penyebab hasil uji hipotesis bernilai tidak signifikan. Hal tersebut menandakan *growth opportunity* tidak berpengaruh nyata terhadap *hedging*, karena tidak hanya perusahaan yang memiliki rasio *growth opportunity* cukup rendah saja yang menerapkan *hedging*, perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi juga menerapkan *hedging*.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Aslikan & Rokhmi (2017), Saragih & Musdholifah (2017) yang menyampaikan bahwa *growth opportunity* secara signifikan berpengaruh terhadap *hedging*.

4.2.5.3. *Financial distress* memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*

Melalui pengujian hipotesis untuk variabel moderasi menggunakan *financial distress* diperoleh hasil bahwa *financial distress* memperlemah pengaruh likuiditas terhadap *hedging*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai determinasi (R^2) persamaan moderasi sebesar 0,080 lebih kecil dari nilai determinasi (R^2) sebelum adanya variabel moderasi sebesar 0,104. Hasil tersebut memberi kesimpulan bahwa variabel *financial distress* yang dihitung menggunakan *altman z-score* tidak memperkuat, namun justru memperlemah pengaruh likuiditas terhadap *hedging*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Afra Nadiya

Rinanti (2018) yang menunjukkan bahwa *financial distress* tidak memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*.

Hasil pengujian Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini seluruhnya mengalami *financial distress*, termasuk perusahaan dengan angka rasio likuiditas tinggi. Jika angka *financial distress* kurang dari angka 1, maka potensi perusahaan untuk mengalami *financial distress* semakin tinggi. Sebaliknya, jika lebih besar dari angka 1, menandakan bahwa potensi *financial distress* semakin rendah.

Berdasarkan teori *shareholder maximization*, perusahaan akan melakukan *hedging* demi menjaga nilai dan kepercayaan para pemegang saham agar tidak mengalami *financial distress*. Perusahaan dengan angka rasio likuiditas yang tinggi belum tentu memiliki keuangan yang baik. Angka rasio yang tinggi juga menandakan bahwa perusahaan tidak mengalokasikan aset lancarnya secara efisien dan tidak mengelola modal dengan baik. Selain itu, *current ratio* yang tinggi juga dapat disebabkan tingginya jumlah persediaan yang dimiliki perusahaan, sehingga penjualan rendah. Hal ini mengakibatkan perusahaan juga dapat mengalami *financial distress* terkait *technical insolvency*, yaitu kesulitan sementara saat perusahaan tidak mampu melunasi liabilitas yang segera jatuh tempo meskipun jumlah aset melebihi utang yang dimiliki.

Tingkat *current ratio* menjadi tolak ukur kesanggupan perusahaan tersebut untuk membayar utang jangka pendek yang segera jatuh tempo karena mempunyai jumlah aset lancar yang cukup. Perusahaan yang mengalami penurunan likuiditas harusnya menerapkan *hedging* sebagai bentuk manajemen

risiko, namun hasil pengujian menunjukkan bahwa penurunan likuiditas yang dimoderasi oleh *financial distress* membuat perusahaan tidak termotivasi untuk menerapkan *hedging*.

PT. Indofarma Tbk, PT. Phapros Tbk, serta PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk meskipun memiliki tingkat *current ratio* diatas angka 1, namun rasio tersebut cenderung mengalami penurunan selama 4 hingga 6 tahun berturut-turut. Perusahaan-perusahaan tersebut juga berpotensi mengalami *financial distress*, sehingga tidak menerapkan *hedging* meskipun memiliki likuiditas yang menurun. Hal tersebut dapat disebabkan karena perusahaan memilih untuk mengatasi kesulitan keuangan yang sedang terjadi, sehingga tidak mempersiapkan strategi pengendalian risiko yang dapat terjadi di kemudian hari.

Penelitian memperoleh hasil uji interaksi yang menunjukkan bahwa penurunan likuiditas tidak meningkatkan motivasi *hedging*, namun justru membuat motivasi *hedging* menurun karena dimoderasi oleh *financial distress*. Hasil uji interaksi membuktikan bahwa kondisi *financial distress* yang dialami perusahaan membuat motivasi perusahaan untuk melakukan *hedging* juga semakin berkurang.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Anderson (2017) yang memperoleh hasil *financial distress* memperkuat pengaruh likuiditas terhadap *hedging*.

4.2.5.4. *Financial distress memperkuat pengaruh growth opportunity terhadap hedging*

Melalui pengujian hipotesis untuk variabel moderasi menggunakan *financial distress* diperoleh hasil bahwa *financial distress* tidak memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap *hedging*, namun justru memperlemah. Hal ini ditunjukkan oleh nilai determinasi (R^2) persamaan moderasi sebesar 0,063 lebih kecil dari nilai determinasi (R^2) sebelum adanya variabel moderasi sebesar 0,104.

Teori *shareholder value maximization* menjelaskan bahwa, perusahaan dengan tingkat *growth opportunity* tinggi dapat mengalami *underinvestment problem*. Kondisi tersebut bisa menimbulkan *financial distress* karena perusahaan tidak memiliki cukup dana untuk mendanai investasinya. Motivasi perusahaan mengambil keputusan untuk menerapkan *hedging* merupakan upaya mencegah risiko yang timbul akibat adanya pembiayaan eksternal yang dapat memperbesar utang, sehingga perusahaan berpotensi mengalami *financial distress*. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori tersebut. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *hedging*.

PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Tempo Scan Tbk, PT. Phapros Tbk memiliki tingkat *growth opportunity* yang cenderung mengalami penurunan, sehingga berdasarkan arah hubungan yang negatif, harusnya perusahaan menerapkan *hedging*. Sementara itu, perusahaan juga mengalami *financial distress*, sehingga kondisi tersebut yang menyebabkan perusahaan tidak menerapkan *hedging* meskipun memiliki tingkat *growth opportunity* yang menurun.

Financial distress yang terus menerus dialami perusahaan dapat menyebabkan peluang mencapai kesempatan tumbuh di masa yang akan datang semakin kecil. Hal ini dikarenakan, dana perusahaan teralihkan untuk menyelesaikan masalah kesulitan keuangan, sehingga perusahaan juga tidak menerapkan *hedging*.

Penelitian ini tidak sejalan dengan teori *shareholder value maximization* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi akan menghadapi *financial distress*. Penelitian memperoleh hasil yang menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami penurunan *growth opportunity* juga berpotensi mengalami *financial distress*. Selain itu, hasil uji interaksi juga membuktikan bahwa penurunan *growth opportunity* tidak meningkatkan motivasi *hedging*, namun justru membuat motivasi *hedging* menurun karena dimoderasi oleh *financial distress*.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging* dengan *financial distress* sebagai variabel moderasi. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi logistik dengan variabel dependen berupa variabel *dummy*. Data dalam penelitian ini berjumlah 48 yang diambil dari perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020 yang sesuai dengan kriteria metode *purposive sampling*. Kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *hedging*. Pengaruh negatif likuiditas terhadap *hedging* sesuai dengan teori *shareholder value maximization* yang digunakan dalam penelitian. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi dapat mengurangi motivasi perusahaan dalam melakukan *hedging*, karena perusahaan dinilai mampu mengatasi risiko yang dialami menggunakan aset lancar yang tersedia.
2. *Growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap *hedging*. Hal ini dapat dilihat dari tingkat rasio *growth opportunity* yang cukup tinggi tidak memengaruhi keputusan *hedging* perusahaan, begitupun sebaliknya. Hasil yang tidak signifikan dapat disebabkan oleh tingkat *growth opportunity* yang tidak stabil dan keterbatasan sampel yang melakukan *hedging*.

3. *Financial distress* tidak memoderasi pengaruh variabel likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging*. Hasil tersebut dapat dilihat dari seluruh perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mengalami *financial distress*, namun tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh likuiditas dan *growth opportunity* terhadap *hedging*.

5.2. Saran

Berdasarkan rangkaian penelitian yang telah dilakukan, maka penulis memberikan saran sebagai berikut:

1. Kebijakan *hedging* dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham khususnya investor terhadap perusahaan. Hal ini dikarenakan, perusahaan dinilai dapat melindungi asetnya dari fluktuasi kurs mata uang yang dapat menimbulkan risiko bagi perusahaan dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Melihat banyaknya perusahaan sub sektor farmasi yang belum melakukan *hedging*, maka sebaiknya perusahaan-perusahaan tersebut dapat segera menentukan kebijakan untuk melakukan *hedging* sebagai upaya manajemen risiko sesuai dengan peraturan dan kebijakan pemerintah terkait *hedging* untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya risiko akibat fluktuasi kurs yang dapat merugikan perusahaan juga berdampak bagi perekonomian negara.
2. Perusahaan sub sektor farmasi sebaiknya mengelola aset lancar dengan baik, serta mengurangi pembiayaan eksternal yang berpotensi meningkatkan utang perusahaan, sehingga menimbulkan potensi kesulitan keuangan perusahaan.

3. Bagi investor, ketika akan melakukan investasi dapat mempertimbangkan likuiditas, *growth opportunity*, dan kondisi *financial distress* sebagai faktor perusahaan dalam mengambil keputusan untuk menerapkan *hedging* sebagai penilaian terhadap kesanggupan perusahaan untuk melindungi usahanya, sehingga investor yakin untuk berinvestasi.
4. Penelitian ini memiliki nilai koefisien determinasi yang rendah. Hal ini menandakan bahwa variabel bebas dengan adanya variabel moderasi memiliki pengaruh yang rendah terhadap variabel terikat dan diperkirakan ada variabel bebas lainnya yang dapat memengaruhi *hedging*. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menambahkan variabel, seperti profitabilitas dan leverage atau variabel lainnya yang dapat memengaruhi *hedging*.
5. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat melakukan penelitian pada perusahaan selain perusahaan sub sektor farmasi dan menambah periode penelitian, agar memperoleh lebih banyak sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Aditya, Angga Tri, and Nadia Asandimitra. 2018. "Pengaruh Leverage, Likuiditas, Market To Book Value, Financial Distress, Dan Firm Size Terhadap Keputusan Hedging (Studi Perusahaan Sektor Consumer Goods Industri Periode 2011-2016)." *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)* 7(2):334–43.
- Altuntas, Muhammed, Andre P. Liebenberg, Ethan D. Watson, and Serhat Yildiz. 2017. "Firm Value : Evidence of an Indirect Effect." 40(1):1–22.
- Andison, Resti Yulistia, and Arie Frinola Minovia. 2017. "Financial Distress Pemoderasi Likuiditas Terhadap Hedging Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Full Paper Universitas Trisakti Universitas Bung Hatta Universitas Bung Hatta Abstract: The Purpose of This Study to Determine the Effect of L." 1–10.
- Aretz, Kevin, Söhnke M. Bartram, and Gunter Dufey. 2007. "Why Hedge? Rationales for Corporate Hedging and Value Implications." *Journal of Risk Finance* 8(5):434–49. doi: 10.1108/15265940710834735.
- Ariani, N., and G. Sudiartha. 2017. "Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Sektor Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia." *E-Jurnal Manajemen* 6(1):347–74.
- Aslikan, Indra, and Siti Rokhmi. 2015. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur." *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen* 12(2):284–99.
- Awan, Tri, and Lucia Diyani. 2016. "Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Altman Z-Score Studi Kasus Pada Perusahaan Rokok Yang Terdaftar Di BEI Periode Tahun 2012 – 2014." *Jurnal Online Insan Akuntan* 1(2):221–38.
- Basuki, Kustiadi. 2019. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging Pada Perusahaan Property and Real Estate Yang Terdaftar Di BEI Periode 2013-2015." *ISSN 2502-3632 (Online) ISSN 2356-0304 (Paper) Jurnal Online Internasional & Nasional Vol. 7 No.1, Januari – Juni 2019 Universitas 17 Agustus 1945 Jakarta* 53(9):1689–99.

- Chaudhry, Naveed Iqbal, Mian Saqib Mehmood, and Asif Mehmood. 2014. "Determinants of Corporate Hedging Policies and Derivatives Usage in Risk Management Practices of Non-Financial Firms." *Wulfenia Journal* 21(7):1–18.
- Dewi, Ni Komang Reni Utami, and Ni Ketut Purnawati. 2016. "Pengaruh Market To Book Value Dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei." *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 5(1):255027.
- Dharmiyanti, Ni Made Dwi, and Ni Putu Ayu Darmayanti. 2020. "The Influence of Liquidity, Growth Opportunities, and Firm Size on Non-Finance Companies' Hedging Policy in Indonesia Stock Exchange." *American Journal of Humanities and Social Sciences Research* 4(1):129–35.
- Diphayana, W. 2018. *Perdagangan Internasional*. Deepublish.
- Gani, Irwan, and Siti Amalia. 2015. *Alat Analisis Data: Aplikasi Statistik Untuk Penelitian Bidang Ekonomi Dan Sosial*. Revisi. edited by P. Christian. Yogyakarta: Andi.
- Handoyo. 2020. "Ini Upaya Industri Farmasi Untuk Menanggulangi Kenaikan Kurs Dolar AS." Retrieved June 1, 2021 (<https://industri.kontan.co.id/news/ini-upaya-industri-farmasi-untuk-menanggulangi-kenaikan-kurs-dolar-as>).
- Herawati, Aty, and Zaenal Abidin. 2020. "The Effect of Profitability, Leverage, and Growth Opportunity on Hedging Activities in 2017 (Study on BUMN Listed on Indonesia Stock Exchange)." 135(Aicmbs 2019):51–57. doi: 10.2991/aebmr.k.200410.009.
- Hidayat, Muhammad Arif. 2013. "Prediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur Di Indonesia." 3(3):538–48.
- Indrajaya, Glenn, and Rini Setiadi. 2011. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007." *Maksi* 6(2).

- Janie, Dyah Nirmala Arum. 2012. *Statistik Deskriptif & Regresi Linier Berganda Dengan SPSS*. Semarang: Semarang University Press.
- Jiwandhana, RM, and Nyoman Triaryati. 2016. "Pengaruh Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur Indonesia." 5(1):246180.
- Kuswandi. 2006. *Memahami Rasio Keuangan Orang Awam*. Elex Media Komputindo.
- Madura, Jeff. 2009. *Keuangan Perusahaan Internasional*. 8th ed. Jakarta: Salemba empat.
- Mahaputra, I. Nyoman Kusuma Adnyana. 2012. "Pengaruh Rasio-Rasio Keuangan Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei." *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis* 7(2):243–54.
- Mahasari, A. A. Karisma Ratna, and Henny Rahyuda. 2020. "The Effect of Firm Size, Leverage, and Liquidity on Hedging Decisions of Consumer Goods Industry on the Indonesia Stock Exchange." *American Journal of Humanities and Social Sciences Research* 4(10):106–13.
- Mardiyanto, Handono. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*. 1st ed. Jakarta: Grasindo.
- Paranita, Ekayana Sangkasari. 2011. "Kebijakan Hedging Dengan Derivatif Valuta Asing Pada Perusahaan Publik Di Indonesia." *Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan* (32):228–37.
- Paranita, Ekayana Sangkasari. 2020. *Hedging Berbasis Utang Valuta Asing*. 1st ed. Depok: PT. RajaGrafindo Persada.
- Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia. 2016. *Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 36 /PMK.08/2017 Tentang Transaksi Lindung Nilai Dalam Pengelolaan Utang Pemerintah*.
- Platt, Harlan D., and Marjorie B. Platt. 2002. "Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias." *Journal of Economics and Finance* 26(2):184–99. doi: 10.1007/BF02755985.

- Putro, Septama Hardanto. 2012. “Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging (Studi Kasus Pada Perusahaan Automotive and Allied Products Yang Terdaftar Di BEI Periode 2006-2010).”
- Qarina. 2017. “Determinan Kebijakan Hedging Pada Perusahaan Islami Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (Jii).” Universitas Negeri Semarang.
- Rinanti, Afra Nadiya. 2018. “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Aktivitas Hedging Dengan Financial Distress Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada BUMN Tahun 2013-2016).”
- Rizal, Fajar Nur. 2017. “Determinan Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.”
- Rochmat, and Aldy Purnomo. 2016. *Analisis Statistik Ekonomi Dan Bisnis Dengan SPSS*. CV. WADE GROUP bekerjasama dengan UNMUH Ponorogo Press.
- Ross, SA, R. Westerfield, and BD Jordan. 2008. *Pengantar Keuangan Perusahaan (Coorporate Finance Fundamentals)*. Jakarta: Salemba empat.
- Saragih, Friska, and Musdholifah. 2017. “Pengaruh Growth Opportunity, Firm Size, Dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Perbankan Indonesia.” *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)* 5(2):1–10.
- Septiana, Aldila. 2016. *Pengantar Ilmu Ekonomi Dasar-Dasar Ekonomi Mikro & Ekonomi Makro*. Duta Media Publishing.
- Sevgi Eda, TUZCU. 2015. “The Effect of Derivatives Activity on Bank Profitability before and during the Subprime Mortgage Crisis: Evidence from Turkey.” *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 6(1):29–56. doi: 10.1501/sbeder_0000000090.
- Silitonga, Ribka BR, Zulkarnain Ishak, and Mukhlis. 2019. “Pengaruh Ekspor, Impor, Dan Inflasi Terhadap Nilai Tukar Rupiah Di Indonesia.” *Jurnal Ekonomi Pembangunan* 15(1):53–59. doi: 10.29259/jep.v15i1.8821.
- Smith, A. 2019. *The Wealth of Nations*. BookRix.

- Solimun, Nurjannah, Luthfatul Amaliana, and Adji Fernandes. 2019. *Metode Statistika Multivariat Generalized Structured Component Analysis (GSCA) Pemodelan Persamaan Struktural (SEM)*. Malang: Universitas Brawijaya Press.
- Sprcic, D. 2010. "A Review of The Rationales for Corporate Risk Management: Fashion or The Need?" *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* 1(1):71–99.
- Sudiyatno, Bambang, and Elen Puspitasari. 2010. "Tobin's Q Dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan." *Kajian Akuntansi* 2(1):9–21.
- Sunaryo. 2007. *Manajemen Risiko Finansial*. Jakarta: Salemba empat.
- Tufano, Peter. 1996. "Who Manages Financial Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in The Romanian Metallurgical Industry." *Metallurgija* 52(4):518–20.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2013. "Manajemen Keuangan." *Udayana Press*.
- Widiarto, Arie. 2018. "Fluktuasi Rupiah Pengaruhi Kinerja Industri Farmasi." *Suaramerdeka.Com*. Retrieved October 15, 2021 (<https://www.suaramerdeka.com/semarang-raya/pr-0467279/fluktuasi-rupiah-pengaruhi-kinerja-industri-farmasi?page=all>).
- Widyagoca, IGusti, and Putu Lestari. 2016. "Pengaruh Leverage, Growth Opportunities, Dan Liquidity Terhadap Pengambilan Keputusan Hedging Pt. Indosat Tbk." *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 5(2):252392.
- Zeinora, Z. 2017. "Hedging, Future Contract Dengan SWAP Contract Untuk Meminimalisasi Risiko Fluktuasi Kurs Valas." *JABE (Journal of Applied Business and Economic)* 3(1):10. doi: 10.30998/jabe.v3i1.1753.

LAMPIRAN-LAMPIRAN

LAMPIRAN 1
Daftar Populasi Penelitian

NO.	Nama Perusahaan	Kode	Tanggal IPO
1.	Darya Varia Laboratoria Tbk	DVLA	11-11-1994
2.	Indofarma (Persero) Tbk	INAF	17-04-2001
3.	Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF	04-07-2001
4.	Kalbe Farma Tbk	KLBF	30-07-1991
5.	Merck Indonesia Tbk	MERK	23-07-1981
6.	Phapros Tbk	PEHA	26-12-2018
7.	Pyridam Farma Tbk	PYFA	16-10-2001
8.	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk	SCPI	08-06-1990
9.	Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO	18-12-2013
10.	Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	17-01-1994

Sumber: www.idx.co.id

LAMPIRAN 2
Daftar Sampel Penelitian

NO	Nama Perusahaan	Kode	Tanggal IPO
1.	Indofarma (Persero) Tbk	INAF	17-04-2001
2.	Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF	04-07-2001
3.	Kalbe Farma Tbk	KLBF	30-07-1991
4.	Merck Indonesia Tbk	MERK	23-07-1981
5.	Phapros Tbk	PEHA	26-12-2018
6.	Pyridam Farma Tbk	PYFA	16-10-2001
7.	Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO	18-12-2013
8.	Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	17-01-1994

Sumber: www.idx.co.id

LAMPIRAN 3
Olah Data *Financial Distress*
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2015-2020

KODE	Tahun	0,012 WC/TA	0,014 RE/TA	0,033 EBIT/TA	0,006 MVE/TL	0,999 Sales/TA	Financial Distress
INAF	2015	0	(-0)	0	0	1,05	1.05
	2016	0	0	0	0,05	1,21	1.26
	2017	0,01	0	(-0)	0,12	1,07	1.2
	2018	0	0	0	0,13	1,10	1.23
	2019	0	0	0	0,02	0,98	1
	2020	0	0	0,01	0,58	1	1,59
KAEF	2015	0	0	0	0,02	1,50	1.52
	2016	0	0	0	0,04	1,26	1.3
	2017	0	0	0	0,03	1,00	1.03
	2018	0	0	0	0,01	0,79	0.8
	2019	(-0)	(-0)	0,02	0	0,51	0.53
	2020	(-0)	0	0,01	0,01	0,57	0.59
KLBF	2015	0,01	0,01	0,01	0,13	1,30	1.46
	2016	0,01	0,01	0,01	0,15	1,27	1.45
	2017	0,01	0,01	0,01	0,17	1,21	1.41
	2018	0	0,01	0	0,14	1,16	1.31
	2019	0,01	0,01	0,01	0,13	1,12	1.28
	2020	0	0	0,1	0,01	1,02	1,13
TSPC	2015	0,01	0,01	0	0,02	1,30	1.34
	2016	0	0,01	0	0,03	1,38	1.42
	2017	0	0,01	0	0,02	1,28	1.31
	2018	0	0,01	0	0,02	1,28	1.31
	2019	0,01	0,01	0,00	0,01	1,31	1.34
	2020	0	0	0,03	0,01	1,20	1,24
MERCK	2015	0,01	0,01	0,01	0,12	1,53	1.68
	2016	0,01	0,01	0,01	0,15	1,40	1.58
	2017	0,01	0,01	0,01	0,10	1,36	1.49
	2018	0	0,01	0	0,02	0,50	0.53
	2019	0,01	0,01	0	0,02	0,83	0.87
	2020	0	0	0,04	0,03	0,70	0.77
PEHA	2015	0,01	0	0	0	1,01	1.02
	2016	0,01	0	0	0,02	0,92	0.95
	2017	0,01	0	0	0	0,85	0.86
	2018	0	0	0	0,01	0,54	0.55
	2019	0,09	0	0	0,01	0,52	0.62
	2020	(-0)	0	0,01	0	0,51	0,52
PYFA	2015	0	0	0	0	1,36	1.36
	2016	0	0	0	0,01	1,30	1.31
	2017	0	0	0	0,01	1,40	1.41
	2018	0	0	0	0,01	1,34	1.35
	2019	0	0	0	0,01	1,30	1.31
	2020	0	0	0,05	0,04	1,21	1,30
SIDO	2015	0,01	0	0,01	0,25	0,80	1.07
	2016	0,01	0	0,01	0,20	0,86	1.08
	2017	0,01	0	0,01	0,19	0,81	1.02
	2018	0	0	0,01	0,17	0,83	1.01
	2019	0	0	0,01	0,24	0,87	1,12
	2020	0	0	0,09	0,16	0,86	1.11

Sumber: Data Olahan SPSS

LAMPIRAN 4
Olah Data Likuiditas
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2015-2020

Kode	Tahun	Current Asset (Rp)	Current Liabilities (Rp)	Current Ratio
INAF	2015	1,068,157,388,878	846,731,120,973	1,26
	2016	853,506,463,800	704,929,715,911	1,21
	2017	930,982,222,120	893,289,027,427	1,04
	2018	867,493,107,334	827,237,832,766	1,04
	2019	829,103,602,342	440,827,007,421	1,88
	2020	1,134,732,820,080	836,751,938,323	1,35
KAEF	2015	2,100,921,793,619	1,088,431,346,892	1,93
	2016	2,906,737,458,288	1,696,208,867,581	1,71
	2017	3,662,090,215,984	2,369,507,448,769	1,54
	2018	5,369,546,726,061	3,774,304,481,466	1,42
	2019	7,344,787,123,000	7,392,140,277,000	0,99
	2020	6,093,103,998	6,786,941,897	0,89
KLBF	2015	8,748,491,608,702	2,365,880,490,863	3,69
	2016	9,572,529,767,897	2,317,161,787,100	4,13
	2017	10,043,950,500,578	2,227,336,011,715	4,50
	2018	10,648,288,386,726	2,286,167,471,594	4,65
	2019	11,222,490,978,401	2,577,108,805,851	4,35
	2020	13,075,331,880,715	3,176,726,211,674	4,11
TSPC	2015	4,304,922,144,352	1,696,486,657,073	2,53
	2016	4,385,083,916,291	1,653,413,220,121	2,65
	2017	5,049,363,864,387	2,002,621,403,597	2,52
	2018	5,130,662,268,849	2,039,075,034,339	2,51
	2019	5,432,638,388,008	1,953,608,306,055	2,78
	2020	5,941,096,184,235	2,008,023,494,282	2,95
MERCK	2015	483,679,971,000	132,435,895,000	3,65
	2016	508,615,377,000	120,622,129,000	4,21
	2017	569,889,512,000	184,971,088,000	3,08
	2018	973,309,659,000	709,437,157,000	1,37
	2019	675,010,699,000	269,085,165,000	2,50
	2020	678,404,760,000	266,348,137,000	2,54
PEHA	2015	506,902,370,000	176,115,796,000	2,87
	2016	560,582,783,000	186,410,533,000	3
	2017	765,505,014,000	184,724,697,000	4,14
	2018	1,008,461,509,000	971,332,958,000	1,03
	2019	1,198,693,664,000	1,183,749,900,000	1,01
	2020	984,115,415,000	1,044,059,083,000	0,94
PYFA	2015	72,745,997,374	36,534,059,349	1,99
	2016	83,106,443,468	37,933,579,448	2,19
	2017	78,364,312,306	22,245,115,479	3,52
	2018	91,387,136,759	33,141,647,397	2,75
	2019	95,946,418,919	27,198,123,189	3,52
	2020	129,342,420,572	44,748,565,283	2,89
SIDO	2015	1,707,439,000,000	184,060,000,000	9,27
	2016	1,794,125,000,000	215,686,000,000	8,31
	2017	1,628,901,000,000	208,507,000,000	7,81
	2018	1,547,666,000,000	368,380,000,000	4,20
	2019	1,716,235,000,000	416,211,000,000	4,12
	2020	2,052,081,000,000	560,043,000,000	3,66

Sumber: Data Olahan SPSS

LAMPIRAN 5
Olah Data *Growth Opportunity*
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2015-2020

KODE	Tahun	Closing Price (Rp)	Listed Share (Rp)	MVE (Rp)	BVE (Rp)	MBV
INAF	2015	168	3,099,267,500	520,676,940,000	592,708,896,744	0.878469925
	2016	5,200	3,099,267,500	16,116,191,000,000	575,757,080,631	27.99130318
	2017	5,900	3,099,267,500	18,285,678,250,000	526,409,897,704	34.73657758
	2018	6,500	3,099,267,500	20,145,238,750,000	496,646,859,858	40.562501
	2019	870	3,099,267,500	2,696,362,725,000	504,935,327,036	5.340015999
	2020	4,030	3,099,267,500	12,490,048,025,000	520,920,451,311	23.97647854
KAEF	2015	870	5,554,000,000	4,831,980,000,000	2,056,559,640,523	2.349545282
	2016	2,750	5,554,000,000	15,273,500,000,000	2,271,407,409,194	6.724245038
	2017	2,700	5,554,000,000	14,995,800,000,000	2,572,520,755,128	5.829224106
	2018	2,600	5,554,000,000	14,440,400,000,000	3,356,459,729,851	4.302271191
	2019	1,250	5,554,000,000	6,942,500,000,000	7,412,926,828,000	0.936539664
	2020	4,250	5,554,000,000	23,604,500,000,000	7,105,672,046	3.321922244
KLBF	2015	1,320	46,875,122,110	67,500,175,838,400	10,938,285,985,269	6.171001191
	2016	1,515	46,875,122,110	71,015,809,996,650	12,463,847,141,085	5.697743978
	2017	1,690	46,875,122,110	79,218,956,365,900	13,894,031,782,689	5.701653602
	2018	1,520	46,875,122,110	71,250,185,607,200	15,294,594,796,354	4.658520644
	2019	1,620	46,875,122,110	75,937,697,818,200	16,705,582,476,031	4.545648015
	2020	1,480	46,875,122,110	69,375,180,722,800	18,276,082,144,080	3.795954744
TSPC	2015	1,750	4,500,000,000	7,875,000,000,000	4,337,140,975,120	1.81571225
	2016	1,970	4,500,000,000	8,865,000,000,000	4,635,273,142,692	1.912508654
	2017	1,800	4,500,000,000	8,100,000,000,000	5,082,008,409,145	1.593858047
	2018	1,390	4,500,000,000	6,255,000,000,000	5,432,848,070,494	1.151329822
	2019	1,395	4,500,000,000	6,277,500,000,000	5,791,035,969,893	1.084002937
	2020	1,400	4,500,000,000	6,300,000,000,000	6,377,235,707,755	0.987888842
MERCK	2015	6,775	448,000,000	3,035,200,000,000	473,541,282,000	6.409578458
	2016	9,200	448,000,000	4,121,600,000,000	582,672,469,000	7.07361377
	2017	8,500	448,000,000	3,808,000,000,000	615,437,441,000	6.187468858
	2018	4,300	448,000,000	1,926,400,000,000	518,280,401,000	3.716906903
	2019	2,850	448,000,000	1,276,800,000,000	594,011,658,000	2.149452764
	2020	3,280	448,000,000	1,469,440,000,000	612,683,025,000	2.398369042
PEHA	2015	1,170	840,000,000	982,800,000,000	449,720,097,000	2.185359308
	2016	1,170	840,000,000	982,800,000,000	622,080,344,000	1.579860237
	2017	2,810	840,000,000	2,360,400,000,000	701,390,352,000	3.365315752
	2018	2,810	840,000,000	2,360,400,000,000	789,798,337,000	2.988611003
	2019	2,300	840,000,000	1,932,000,000,000	821,609,349,000	2.351482493
	2020	1,695	840,000,000	1,423,800,000,000	740,909,054,000	1.921693347
PYFA	2015	112	535,080,000	59,928,960,000	101,222,059,197	0.592054345
	2016	200	535,080,000	107,016,000,000	105,508,790,427	1.014285156
	2017	183	535,080,000	97,919,640,000	108,856,000,711	0.89953369
	2018	189	535,080,000	101,130,120,000	118,927,560,800	0.850350577
	2019	198	535,080,000	105,945,840,000	124,725,993,563	0.849428711
	2020	975	535,080,000	521,703,000,000	157,631,750,155	3.309631464
SIDO	2015	550	15,000,000,000	8,250,000,000,000	2,598,314,000,000	3.175135877
	2016	520	15,000,000,000	7,800,000,000,000	2,757,885,000,000	2.82825426
	2017	545	15,000,000,000	8,175,000,000,000	2,895,865,000,000	2.822990713
	2018	840	15,000,000,000	12,600,000,000,000	2,902,614,000,000	4.340914775
	2019	1,275	15,000,000,000	19,125,000,000,000	3,064,707,000,000	6.240400795
	2020	805	30,000,000,000	24,150,000,000,000	3,221,740,000,000	7.495949393

Sumber: Data Olahan SPSS

LAMPIRAN 6
Aktivitas *Hedging* Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa
Efek Indonesia
Tahun 2015-2020

KODE	Tahun	Aktivitas hedging	Instrumen hedging
INAF	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	0	Tidak melakukan hedging
	2017	0	Tidak melakukan hedging
	2018	0	Tidak melakukan hedging
	2019	0	Tidak melakukan hedging
	2020	0	Tidak melakukan hedging
KAEF	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	1	FX Forward
	2017	1	FX Forward
	2018	1	FX Forward
	2019	1	FX Forward
	2020	1	FX Forward
KLBF	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	0	Tidak melakukan hedging
	2017	0	Tidak melakukan hedging
	2018	0	Tidak melakukan hedging
	2019	0	Tidak melakukan hedging
TSPC	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	0	Tidak melakukan hedging
	2017	0	Tidak melakukan hedging
	2018	0	Tidak melakukan hedging
	2019	0	Tidak melakukan hedging
	2020	0	Tidak melakukan hedging
MERCK	2015	1	Spot
	2016	1	Spot
	2017	1	Spot
	2018	1	Spot
	2019	1	Spot
	2020	1	Spot

KODE	Tahun	Aktivitas Hedging	Instrument Hedging
PEHA	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	0	Tidak melakukan hedging
	2017	0	Tidak melakukan hedging
	2018	0	Tidak melakukan hedging
	2019	0	Tidak melakukan hedging
	2020	0	Tidak melakukan hedging
PYFA	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	1	FX Forward
	2017	1	FX Forward
	2018	1	FX Forward
	2019	1	FX Forward
	2020	1	FX Forward
SIDO	2015	0	Tidak melakukan hedging
	2016	0	Tidak melakukan hedging
	2017	0	Tidak melakukan hedging
	2018	0	Tidak melakukan hedging
	2019	0	Tidak melakukan hedging
	2020	0	Tidak melakukan hedging

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan

Hasil Output SPSS

Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Hedging	48	0	1	.33	.476
Likuiditas	48	89.78	927.65	296.6945	183.91540
GrowthOpportunity	48	.59	40.56	5.6836	8.40715
FinancialDistress	48	.52	1.68	1.1456	.30543
Valid N (listwise)	48				

Sumber: Data olahan SPSS

Uji Multikolinearitas

Coefficients ^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Likuiditas	.847	1.180
	GrowthOpportunity	.902	1.109
	FinancialDistress	.890	1.124

Sumber: Data olahan SPSS

Analisis Regresi Logistik

Uji G (*Goodness of Fit Test*) dan Uji Koefisien Determinasi

Omnibus Tests of Model Coefficients				
		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	5.803	2	.055
	Block	5.803	2	.055
	Model	5.803	2	.055

Sumber: Data olahan SPSS

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	55.302 ^a	.114	.206

Sumber: Data olahan SPSS

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	5.092	8	.748

Sumber: Data olahan SPSS

Uji W (Wald)

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a Likuiditas	-.004	.002	2.710	1	.094	.996
GrowthOpportunity	-.088	.062	2.020	1	.155	.916
Constant	.865	.789	1.203	1	.273	2.375

Sumber: Data olahan SPSS

Uji Interaksi (MRA)

$$\text{Nilai Determinasi (R}^2\text{) } Y = \alpha_1 + \beta_1\text{LKD} + \beta_2\text{GOP} + \varepsilon_1$$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.322 ^a	.104	.064	.461

Sumber: Data olahan SPSS

$$\text{Nilai Determinasi (R}^2\text{) } Y = \alpha_2 + \beta_3\text{LKD} + \beta_4\text{FD} + \beta_5\text{LKD.FD} + \varepsilon_2$$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.283 ^a	.080	.017	.472

Sumber: Data olahan SPSS

$$\text{Nilai Determinasi (R}^2\text{) } Y = \alpha_3 + \beta_6\text{GOP} + \beta_7\text{FD} + \beta_8\text{GOP.FD} + \varepsilon_3$$

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.252 ^a	.063	.000	.476

Sumber: Data olahan SPSS

Signifikansi Interaksi Likuiditas dan *Financial Distress*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.528	.134		3.938	.000
Likuiditas	-.001	.000	-.219	-1.484	.145
FinancialDistress	-.003	.005	-.205	-.604	.549
LKDxFD	8.706E-7	.000	.016	.048	.962

Sumber: Data olahan SPSS

Signifikansi Interaksi *Growth Opportunity* dan *Financial Distress*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.416	.086		4.818	.000
GrowthOpportunity	-.011	.009	-.186	-1.192	.240
FinancialDistress	-.004	.003	-.240	-1.084	.284
GOPxFD	.000	.000	.120	.520	.606

Sumber: Data olahan SPSS