

VALUE DRIVERS TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM PERUSAHAAN YANG HEDGING DI DERIVATIF VALUTA ASING

Fika Fitriasari

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Malang

E-mail: fika@umm.ac.id

ABSTRACT

The aim of this research are to understanding and analyzing the effect of value drivers variables (sale growth, operation profit, fixed asset investment, work capital investment, and capital cost) on shareholder value in the company with hedging strategy in foreign currency derivative. Result of research indicates that: value drivers actually are expected to increase the shareholder value in company with hedging strategy in foreign currency derivative; value drivers actually may increase the shareholder value in company with hedging strategy in foreign currency derivative, capital cost cannot improve shareholder value in company with hedging strategy in foreign currency derivative; and sale growth is the strongest factor to increase shareholder value in company with hedging strategy in foreign currency derivative.

Key words: value drivers, shareholder value, hedging, foreign currency derivative

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia investasi yang semakin pesat tidak hanya diindikasikan oleh banyaknya jumlah uang dan investor yang berperan dalam dunia investasi. Kemajuan dunia investasi juga dapat dilihat dari banyaknya alternatif investasi di bursa dan salah satunya adalah pasar derivatif. Derivatif merupakan suatu instrumen keuangan atau suatu kesepakatan antara dua pihak, yang mempunyai suatu nilai tertentu yang ditetapkan berdasarkan harga sesuatu yang lain (Mc.Donald, 2003).

Perdagangan barang dan jasa, serta aliran modal dan dana antar negara selalu menimbulkan pertukaran valuta asing antar negara, yang pada akhirnya akan menimbulkan permintaan dan penawaran terhadap suatu mata uang tertentu. Pada saat permintaan terhadap mata uang tertentu bertemu dengan penawaran terhadap mata uang yang sama, maka akan terbentuk pasar dan harga/kurs valuta asing. Adapun valuta asing adalah seluruh kewajiban terhadap mata uang asing yang dapat dibayarkan di luar negeri, baik berupa simpanan pada bank di luar negeri maupun kewajiban dalam mata uang asing (Berlianta, 2004).

Fluktuasi nilai tukar valuta asing tidak saja berpotensi memberikan dampak negatif terhadap arus kas maupun nilai perusahaan (*firm value*), tetapi juga dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan

yang mempunyai eksposur valuta asing (dalam bentuk bahan baku yang diimpor, penjualan ekspor, aktiva/pasiva dalam valuta asing, atau memiliki anak perusahaan di luar negeri). Hal ini dapat dilihat dari banyaknya perusahaan di Indonesia yang mengalami kesulitan keuangan akibat beratnya beban kewajiban valuta asing sejak Rupiah terdepresiasi secara sangat signifikan. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi serta meredam dampak negatif risiko valuta asing terhadap nilai perusahaan, maka perusahaan-perusahaan di Indonesia melakukan *hedging* (lindung nilai) dengan menggunakan instrumen derivatif valuta asing. *Hedging* merupakan suatu persetujuan yang dilakukan untuk menghindari suatu risiko, risiko tersebut dapat berupa risiko kurs (jumlah atau harga mata uang domestik dan mata uang luar negeri) (Salvatore, 1995).

Tufano (1996), menguraikan teori-teori motif *hedging* oleh perusahaan menjadi dua kelompok, yaitu: teori motif *hedging* berdasarkan paradigma maksimisasi kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) dan maksimisasi kepuasan manajer (*managers utility maximization*). Adapun teori-teori motif *hedging* berdasarkan paradigma *shareholders wealth maximization* adalah: (1) hipotesis insentif atau penghematan pajak, (2) hipotesis pengurangan biaya-biaya transaksi yang berkaitan dengan risiko

kepailitan, (3) hipotesis peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*) yang juga meningkatkan perlindungan hutang pajak (*debt-tax shield*), dan (4) hipotesis pengurangan permasalahan *underinvestment* dan *asset pengganti* (*asset substitution*) sehubungan dengan masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dan kreditur. Sedangkan teori-teori motif *hedging* yang termasuk di dalam kelompok paradigma maksimisasi kepuasan manajer (*managers utility maximization*) adalah: (1) hipotesis perilaku tidak menyukai risiko (*risk aversion*) dari manajer yang kekayaannya tidak di portofoliokan dengan baik (*well-diversified*) (2) hipotesis *signaling* reputasi, kemampuan dan kompetensi manajer. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji teori-teori manajemen risiko yang telah disebutkan di atas untuk mendapatkan bukti-bukti empiris mengenai motif-motif yang mendorong perusahaan untuk melakukan *hedging* dengan menggunakan instrumen derivatif, seperti suku bunga, komoditas, saham, dan valuta asing.

Penelitian Nance, Smith dan Smithson (1993), Mian (1996), Geczy, Minton dan Schrand (1997), Graham dan Rogers (2002), menjelaskan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*). Sedangkan penelitian Tufano (1996) kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kepuasan manajer (*managers utility maximization*). Meskipun penelitian-penelitian empiris tersebut memberikan hasil beragam, namun secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) daripada memaksimalkan utilitas manajer (*managers utility maximization*).

Allayannis dan Weston (2001) merupakan peneliti yang melakukan investigasi secara empiris mengenai pengaruh kebijakan *hedging* perusahaan terhadap nilai perusahaan (*firm value*) dengan indikator *Tobin's Q Ratio*. Berdasarkan data yang diperoleh dari 720 perusahaan besar non finansial di Amerika Serikat selama periode 1990-1995, Allayannis dan Weston (2001) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang menerapkan kebijakan *hedging* menggunakan derivatif valuta asing memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan *non hedging*. Bahkan perusahaan-perusahaan yang mulai menerapkan *hedging* akan mengalami kenaikan nilai perusahaan dibandingkan perusahaan *non hedging*, sedangkan perusahaan-perusahaan yang berhenti

menerapkan *hedging* cenderung mengalami penurunan nilai perusahaan. Untuk dapat menarik kesimpulan secara bermakna, Allayannis dan Weston (2001) mengendalikan efek variabel-variabel lain yang dimungkinkan mempengaruhi nilai perusahaan.

Suriawinata (2004) mengadaptasi model Allayannis dan Weston untuk meneliti kebijakan *hedging* pada 229 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 1996-2001. Ia menggunakan indikator *Market-to-Book value of equity Ratio/MBR* sebagai *proxy* nilai pemegang saham. Adapun ukuran yang digunakan sebagai indikator kebijakan *hedging* perusahaan sebagaimana Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 55 (Ikatan Akuntan Indonesia, 2002) adalah *dummy* aktifitas *hedging* dan total notional *hedging*. Penelitiannya memasukkan *value drivers* sebagai variabel kontrol, yakni investasi dalam aktiva tetap, rasio hutang, total *sales turnover*, *operating return on asset*, peningkatan aset likuid, dan total aset. Selain itu, dimasukkan juga variabel kontrol tambahan, yaitu *dummy* diversifikasi usaha dan *dummy* restrukturisasi hutang. Dari hasil penelitiannya, Suriawinata (2004) menyimpulkan bahwa kebijakan *hedging* berindikasi positif terhadap nilai pemegang saham tetapi ternyata statistik tidak signifikan. Justru jumlah *notional instrumen derivatif* yang secara positif dan signifikan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Secara keseluruhan, pengaruh variabel-variabel kontrol terhadap nilai pemegang saham adalah sesuai dengan hipotesis, kecuali variabel rasio hutang dan variabel *dummy* diversifikasi usaha.

Terdapat perbedaan hasil antara penelitian Allayannis dan Weston (2001) dan Suriawinata (2004). Perbedaan hasil tersebut dimungkinkan karena pada penelitian Suriawinata (2004) menggunakan masa penelitian selama tahun 1996 sampai dengan 2001, di mana pada saat itu di Indonesia terjadi krisis moneter. Kondisi perekonomian pada saat krisis moneter merupakan masa penelitian yang *abnormal*, sehingga penelitian Suriawinata (2004) menghasilkan bahwa kebijakan *hedging* menggunakan instrumen derivatif valuta asing berindikasi positif terhadap nilai pemegang saham tetapi secara statistik tidak signifikan. Justru jumlah notional instrumen derivatif valuta asing yang secara positif dan signifikan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Oleh karena itu, penelitian ini selanjutnya akan mengamati dampak *value drivers* terhadap kekayaan atau nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* pada masa perekonomian yang *normal*, dengan masa penelitian selama tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Hasil

empiris menunjukkan bahwa kebijakan *hedging* yang dilakukan oleh perusahaan memberikan nilai tambah kepada pemegang saham, dimana diperoleh bukti bahwa pasar memberikan nilai lebih untuk saham perusahaan-perusahaan yang melakukan *hedging*.

Mengamati bahwa terdapat banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki eksposur valuta asing akibat adanya kewajiban dalam valuta asing, dan diilhami pula oleh adanya *research gap* antara penelitian yang dilakukan Allayannis dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004), maka penelitian ini akan mengamati dampak *value drivers* terhadap kekayaan atau nilai pemegang saham perusahaan *hedging* pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sejak tahun 2004 hingga tahun 2008. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, karena perusahaan manufaktur dalam dunia perekonomian merupakan perusahaan produktif dimana untuk melindungi produk atau asetnya dari eksposur valuta asing mereka cenderung melakukan *hedging*. Perusahaan manufaktur aktif melakukan ekspor-impor. Sehingga perusahaan manufaktur akan mempunyai eksposur valuta asing dengan kegiatan ekspor-impor, dan dalam laporan keuangan akan dicatat dalam aktiva/pasiva valuta asing.

Penelitian Allayannis dan Weston (2001) berfokus pada nilai perusahaan (*firm value*), sedangkan Suriawinata (2004) berfokus pada nilai pemegang saham (*shareholder value*). Penelitian ini akan mengambil fokus yang sama dengan Suriawinata, yaitu berfokus pada nilai pemegang saham (*shareholder value*). Karena didukung penelitian Nance, Smith dan Smithson (1993), Mian (1996), Geczy, Minton dan Schrand (1997), Graham dan Rogers (2002), menjelaskan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*). Sedangkan penelitian Tufano (1996) kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kepuasan manajer (*managers utility maximization*). Sehingga, secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan *hedging* perusahaan lebih dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) daripada memaksimalkan utilitas manajer (*managers utility maximization*).

Adanya *research gap* antara penelitian Allayannis dan Weston (2001) dan Suriawinata (2004), dan menindaklanjuti agenda penelitian lebih lanjut dari kedua penelitian-penelitian terdahulu maka penelitian

ini akan melakukan analisis dampak *value drivers* terhadap kekayaan atau nilai pemegang saham perusahaan *hedging* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sejak tahun 2004-2008. Penelitian ini tidak memasukkan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* sebagai sampel, dikarenakan perusahaan yang tidak melakukan *hedging* berarti tidak mempunyai kewajiban (hutang) jangka pendek yang harus dilindungi akibat adanya eksposur valuta asing. Oleh karena itu, berdasarkan model Rappaport (1998) dan penelitian Suriawinata (2001) tersebut, penelitian ini memasukkan lima *value drivers* yaitu: pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal. Pilihan ini dilakukan dengan harapan kelima *value drivers* tersebut akan benar-benar merupakan variabel independen yang akurat karena merupakan faktor-faktor penggerak penciptaan nilai pemegang saham.

Penelitian Suriawinata (2001) menggunakan rasio hutang yaitu *debt to equity ratio* (DER) sebagai *proxy* dari biaya modal. Menurut Mamduh (2004), rasio hutang merupakan *proxy* dari struktur permodalan perusahaan, karena rasio hutang yang diperoleh dengan membagi total hutang dengan total aktiva lebih mencerminkan proporsi hutang perusahaan, yang berpengaruh terhadap struktur permodalan perusahaan. *Proxy* yang lebih sesuai untuk biaya modal adalah *Weighted Average cost of Capital* (notasi WACC). Sesuai dengan model Rappaport (1998), biaya modal merupakan salah satu variabel yang dapat mempengaruhi tingkat diskonto (*discount rate*), dan akan mempengaruhi nilai pemegang saham, semakin rendah biaya modal maka semakin tinggi nilai pemegang saham. Sehingga dalam penelitian ini digunakan *Weighted Average cost of Capital* (notasi WACC) sebagai indikator biaya modal.

TINJAUAN PUSTAKA

Hedging merupakan salah satu manfaat dari *futures*, yaitu melindungi nilai aset yang dijadikan patokan dari ancaman risiko ketidakpastian perubahan harga di masa depan. Adapun pihak yang melakukan *hedging* adalah *hedger*. Para *hedger* dapat melakukan perdagangan komoditi fisik ataupun non fisik dan juga memanfaatkan kontrak *futures* untuk menurangi risiko perubahan harga di masa depan (Tandelilin, 2001). *Hedging* merupakan suatu tindakan pengamanan terhadap suatu harta atau aset yang dimiliki oleh seseorang, sehingga tidak berada dalam posisi memiliki harta netto (posisi kelebihan)

atau pada posisi kewajiban netto (posisi kekurangan) dalam dana atau aset tersebut (Lindert & Kindleberger, 1995).

Menurut Arditti dalam Utomo (2000), derivatif bukanlah sebuah klaim atas arus pendapatan seperti layaknya saham, obligasi, atau reksadana, melainkan merupakan kontrak perjanjian antara dua pihak untuk menjual atau membeli sejumlah barang (baik komoditas maupun sekuritas) pada tanggal tertentu di masa yang akan datang dengan harga yang telah disepakati pada saat ini. Kemudian dalam Surat Keputusan Bank Indonesia No.28/119/KEP/DIR tanggal 29 Desember 1995 mendefinisikan transaksi derivatif sebagai suatu kontrak atau perjanjian pembayaran yang nilainya merupakan turunan dari nilai instrument yang mendasari seperti tingkat suku bunga, nilai tukar, komoditi, ekuiti dan indeks, baik yang diikuti dengan pergerakan atau tanpa pergerakan dana atau instrumen.

Dilihat dari sejarahnya, transaksi derivatif sebenarnya dimulai dari bursa komoditas. Namun karena dapat diterapkan di pasar uang, produk derivatif pun berkembang. Sebagaimana disampaikan Ketua Badan Pelaksana Bursa Komoditi (Bapebti), perdagangan fisik komoditas memang semakin kurang diminati, baik di pasar Indonesia maupun di pasar dunia. Kecenderungan ini sejalan dengan semakin berkembangnya kontrak perdagangan berjangka (*commodity future trading*) dalam perdagangan internasional (Gunawan, 2003).

Sejauh ini tidak banyak produk derivatif yang sesuai dengan kondisi Indonesia. Dibutuhkan pendekatan koordinatif semua otoritas moneter untuk mensosialisasikan aktifitas derivatif. Masih banyak pembeli derivatif yang belum menyadari potensi keuntungan dan resiko dari transaksi derivatif. Bahkan lembaga bank dan perusahaan multinasional di Indonesia tidak dapat melakukan *hedging* untuk valuta asing dan suku bunga lebih dari satu tahun karena tidak ada utang jangka panjang yang berbunga tetap dan instrumen investasinya. Ketiadaan instrumen investasi ini karena tidak adanya tolok ukur yang dapat digunakan. Lazimnya di kebanyakan negara lain, tolok ukur tersebut di-*derive* (diturunkan) dari catatan, nota keuangan dan obligasi berjangka pemerintah. Misalkan di Amerika, ada obligasi pemerintah berjangka 3, 5, 7, 10, dan 20 tahun dengan bunga tetap. Inilah yang kemudian dapat digunakan oleh pasar uang untuk membangun instrumen manajemen resiko jangka panjang (Gunawan, 2003).

Menurut Madura (2006), aksposur ekonomi (*economic exposure*) merupakan tingkat di mana nilai

sekarang dari arus kas masa depan perusahaan dapat dipengaruhi oleh fluktuasi kurs. Menurut Faisal (2001), eksposur adalah tingkat di mana perusahaan dipengaruhi oleh perubahan kurs. Berbeda dengan *cash flow* perusahaan domestik, *cash flow* perusahaan multinasional didominasi dalam berbagai valuta asing dan nilai dari masing-masing mata uangnya relatif berbeda dengan mata uang lokal dalam waktu yang berbeda pula. Menurut Kuncoro dalam Gunawan (2003), eksposur terhadap fluktuasi kurs valuta asing bersumber dari tiga penyebab utama berikut : eksposur transaksi (*transaction exposure*), eksposur ekonomi (*economic exposure*), eksposur akuntansi (*accounting exposure*).

Hedging sebagai strategi keuangan akan menjamin bahwa nilai valuta asing yang digunakan untuk membayar (*outflow*) atau sejumlah mata uang asing yang akan diterima (*inflow*) di masa mendatang tidak terpengaruh oleh perubahan dalam fluktuasi kurs valuta asing. Prinsip dasar *hedging* dalam hal ini adalah untuk melakukan komitmen penyeimbang dalam valuta asing yang sama, yakni komitmen kedua untuk sejumlah yang sama dari komitmen awal namun berlawanan tanda (Faisal, 2001). Misalnya importir Indonesia yang mempunyai komitmen untuk membayar tunai dalam pounsterling akan melakukan komitmen kedua untuk menerima pounsterling dalam jumlah yang sama dan pada tanggal yang sama. Hal ini mungkin dicapai dengan membeli valuta asing pada pasar *forward* atau dengan cara meminjam valuta asing. Sama halnya dengan urutan penerimaan valuta asing yang diharapkan dari hasil penjualan yang dilakukan oleh afiliasi asing, bisa di-*hedge* dengan terikat suatu komitmen untuk melakukan urutan pembayaran valuta asing. Komitmen demikian akan dibutuhkan bagi penjadwalan pembayaran kembali hutang. Oleh karena terdapat perbedaan pengungkapan kebijakan *hedging* dengan instrumen derivatif valuta asing antar perusahaan yang terdaftar di BEI, maka penelitian ini mengamati dampak *value drivers* terhadap kekayaan atau nilai pemegang saham perusahaan *hedging*. Perusahaan *hedging* dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang melakukan *hedging* (lindung nilai) dengan menggunakan derivatif valuta asing. *Hedging* di derivatif valuta asing dapat berupa *forwards*, *future*, *options*, dan *swaps*.

Konsep nilai pemegang saham (*shareholder value*) mulai dikenal pada tahun 1980-an, dan mulai berkembang sejak Alfred Rappaport meluncurkan buku *Creating Shareholder Value* (Free Press, 1986). Ia mengemukakan proposisi bahwa tujuan

yang paling tepat dari suatu organisasi komersial adalah memaksimalkan kekayaan atau nilai pemegang saham, melalui pembagian deviden dan peningkatan nilai pasar saham. Asumsi dasar dari konsep nilai pemegang saham adalah bahwa nilai suatu bisnis/perusahaan merupakan nilai sekarang bersih dari aliran kasnya di masa mendatang dalam suatu waktu tertentu yang didiskontokan dengan biaya modal untuk bisnis tersebut. Asumsi tersebut didukung oleh teori-teori keuangan modern perusahaan. Yang patut digarisbawahi adalah bahwa perusahaan yang menerapkan konsep nilai pemegang saham akan lebih berkonsentrasi pada aliran kasnya, dibandingkan keuntungan. Selain itu, perusahaan akan selalu memprioritaskan kepentingan pemegang saham di atas semua tujuan perusahaan.

Tujuan utama perusahaan dalam upaya meningkatkan nilai pemegang saham sesuai dengan model Rappaport (1998) dipengaruhi tujuh *value drivers*, yaitu: nilai durasi pertumbuhan, pertumbuhan penjualan, laba operasi, pajak pendapatan, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal. Penelitian ini tidak menggunakan variabel nilai durasi pertumbuhan, dan pajak pendapatan, karena sesuai dengan penelitian Suriawinata (2004) yang menggunakan lima variabel *value drivers* yaitu: pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal. Pilihan ini dilakukan dengan harapan kelima *value drivers* tersebut akan benar-benar merupakan variabel independen yang akurat karena merupakan faktor-faktor penggerak penciptaan nilai pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian *explanatory*, karena melakukan telaah mengenai pengaruh suatu variabel independen terhadap variabel dependen dan merumuskan hipotesis untuk diuji. Sugiyono (2001) berpendapat bahwa *Explanatory research* adalah penelitian yang bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain. Penelitian ini mencoba mengidentifikasi fakta atau peristiwa sebagai variabel yang dipengaruhi (variabel dependen) dan melakukan penyelidikan terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi (variabel independen).

Data merupakan informasi yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yakni

informasi yang telah dikumpulkan oleh pihak lain di luar diri peneliti (Sekaran, 2002). Berdasarkan klasifikasi pengumpulannya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk *panel data*, yakni gabungan data *time series* dan *cross section*, di mana observasi atas suatu unit *cross section* diulang dalam beberapa periode waktu tertentu (Greene, 2003). Data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk *balanced panel*. *Balanced panel* adalah panel data di mana tiap unit *cross-section* mempunyai jumlah observasi *time-series* yang sama (Gujarati, 2003).

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Annual Report untuk tahun-tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember selama tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Populasi mengacu pada keseluruhan kelompok individu, kejadian, atau sesuatu hal yang akan diteliti (Greene, 2003). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2004-2008, terdapat sebanyak 192 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk kepentingan relevansi dengan permasalahan penelitian, tidak semua anggota populasi tersebut akan menjadi objek penelitian sehingga perlu dilakukan *sampling*.

Dalam penelitian ini, metode *sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling*, yakni pengambilan sampel dibatasi hanya pada anggota populasi yang memiliki syarat spesifik yang dapat memberikan informasi yang relevan dengan tujuan penelitian (Greene, 2003). *Purposive sampling* diterapkan terhadap seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut :

- 1) Perusahaan tersebut merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- 2) Perusahaan tersebut terdaftar terus-menerus pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2004-2008.
- 3) Perusahaan tersebut melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Adapun sampel yang memenuhi kriteria *purposive sampling*. Berdasarkan metode *purposive sampling* tersebut, terdapat 19 sampel selama periode 2004-2008, berarti sama dengan 5 periode penelitian. Jadi jumlah observasi penelitian = 95 observasi.

Tabel 1: Perusahaan yang menjadi sampel penelitian

No	Nama Perusahaan
1	ASII (Astra Internasional, Tbk)
2	BLTA (Berlian Laju Tanker, Tbk)
3	HERO (Hero Supermarket, Tbk)
4	HMSB (HM Sampoerna, Tbk)
5	INDF (Indofood, Tbk)
6	INDR (Indorama Synthetics, Tbk)
7	INTP (Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk)
8	ISAT (Indosat, Tbk)
9	LTLS (Lautan luas, Tbk)
10	MLBI (Multi Bintang Indonesia, Tbk)
11	SMDR (Samudera Indonesia, Tbk)
12	SMSM (Selamat Sempurna, Tbk)
13	TBLA (Tunas Baru Lampung, Tbk)
14	TFCO (Teijin Indonesia fiber corporation, Tbk)
15	TLKM (Telekomunikasi Indonesia, Tbk)
16	UNIC (Unggul Indah Cahaya, Tbk)
17	UNTR (United tractors, Tbk)
18	UNVR (Unilever Indonesia, Tbk)
19	VOKS (Voksel Electric, Tbk)

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan, yaitu melaksanakan studi kepustakaan dengan mempelajari hasil-hasil penelitian terdahulu, artikel, serta buku-buku yang relevan dengan permasalahan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran teknik pengolahan data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data guna menjawab permasalahan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

Untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini, teknik analisis yang digunakan adalah regresi. Analisis regresi adalah studi ketergantungan suatu variabel dependen pada satu atau lebih variabel independen dengan maksud menaksir atau memprediksikan nilai rata-rata hitung atau rata-rata populasi variabel dependen dipandang dari nilai yang diketahui dari variabel independen (Gujarati, 2003).

Sesuai dengan model penelitian Suriawinata (2004), semua variabel independen ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma, untuk normalitas data penelitian. Adapun model persamaan regresi berganda

yang digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan *hedging* perusahaan dengan instrumen derivatif valuta asing terhadap nilai pemegang saham adalah sebagai berikut :

$$MBR = \alpha_1 + \beta_2 \ln TATO + \beta_3 \ln OPM + \beta_4 \ln NFA + \beta_5 \ln CA + \beta_6 \ln WACC + \varepsilon$$

Di mana :

MBR	: Nilai Pemegang Saham
TATO	: Pertumbuhan Penjualan
OPM	: Laba Operasi
NFA	: Investasi Aktiva Tetap
CA	: Investasi Modal Kerja
WACC	: Biaya Modal
α	: Konstanta
β	: Koefisien variabel
\ln	: Fungsi Log
ε	: Error term

Estimasi dilakukan terhadap *pooling* data yang mencakup periode 2004-2008, dimana tahun 2004 dijadikan sebagai tahun dasar (*base year*). Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Variabel *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) secara simultan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

- H2 : Variabel *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.
- H3 : *Value drivers* (pertumbuhan penjualan) merupakan variabel yang dominan dalam mempengaruhi nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian dalam penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh *value drivers* terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil pengujian terhadap masing-masing hipotesis penelitian disajikan pada pembahasan berikut i

Tabel 2: Hasil Pengujian Pada Model Regresi

Variabel	Koefisien	Beta	t-hitung	Prob (p)	Kriteria	Keterangan
Konstanta	5.589		3.598	0.001	-	-
lnTATO	4.792	0.731	5.840	0.000	$p < \alpha$	Signifikan
lnOPM	3.241	0.701	6.390	0.000	$p < \alpha$	Signifikan
lnNFA	1.371	0.258	2.777	0,007	$p < \alpha$	Signifikan
lnCA	2.039	0.253	2.244	0,028	$p < \alpha$	Signifikan
lnWACC	-0,561	-	-1.357	0,129	$p > \alpha$	Tidak signifikan
R	0.709	0.129				
R Square	0.503					
Adjusted R Square	0.472					
F-Hitung	15.996					
Prob (p)	0.000					

Sumber : Data SPSS

Model regresi yang terbentuk berdasarkan hasil pada tabel 2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$MBR = 5.589 + 4.792 \ln TATO + 3.241 \ln OPM + 1.371 \ln NFA + 2.039 \ln CA - 0.561 \ln WACC$$

Keterangan :

- MBR : Nilai Pemegang Saham
 TATO : Pertumbuhan Penjualan
 OPM : Laba Operasi
 NFA : Investasi Aktiva Tetap
 CA : Investasi Modal Kerja
 WACC : Biaya Modal
 A : Konstanta
 B : Koefisien variabel
 Ln : Fungsi Log

Pengujian terhadap hipotesis ke-1 bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh simultan antara *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Pengujian dilakukan dengan menggunakan $\alpha = 5\%$.

Dari pemaparan diatas, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen *value drivers* (pertumbuhan penjualan,

laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap variabel dependen nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hubungan yang terjadi antara variabel bebas dengan variabel terikat cukup kuat, dengan kontribusi variabel bebas mempengaruhi variabel terikat sebesar 50,3 %.

Tujuan utama perusahaan dalam upaya meningkatkan nilai pemegang saham sesuai dengan model Rappaport (1998) dipengaruhi *value drivers* terdiri dari tujuh indikator, yaitu: nilai durasi pertumbuhan, pertumbuhan penjualan, laba operasi, pajak pendapatan, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal. Penelitian ini tidak menggunakan variabel nilai durasi pertumbuhan, dan pajak pendapatan, karena mengacu dan sesuai dengan penelitian Suriawinata yang menggunakan lima variabel *value drivers* yaitu: pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal. Pilihan ini dilakukan dengan harapan kelima *value drivers* tersebut akan benar-benar merupakan variabel independen yang akurat karena merupakan faktor-faktor penggerak penciptaan nilai pemegang saham.

Berdasarkan hasil pengujian secara simultan, dengan menggunakan model regresi, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Suriawinata (2004) yang membuktikan adanya pengaruh simultan variabel independen yaitu *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian sepenuhnya mampu didukung oleh data empiris yang digunakan dalam model penelitian.

Pengujian terhadap hipotesis ke-2 bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh parsial antara *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Pengujian dilakukan dengan menggunakan $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 2 di atas, pengujian terhadap masing-masing variabel penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan Penjualan

Hasil analisis regresi parsial antara pertumbuhan penjualan terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing, diperoleh nilai t hitung = 5.840 > t tabel = $\pm 1,980$. Dengan nilai signifikansi $p = 0.000 < \alpha = 0.05$, maka H_1 ditolak H_0 dan diterima, artinya variabel pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Penelitian Allayannis dan Weston (2001), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Demikian juga dengan penelitian Suriawinata (2004), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan, menunjukkan hasil yang mendukung penelitian terdahulu. Terbukti bahwa pertumbuhan penjualan yang di *proxy* oleh *Total assets turnover* (TATO) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa semakin meningkat pertumbuhan penjualan perusahaan, maka akan menyebabkan semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

2. Laba Operasi

Hasil analisis regresi parsial antara laba operasi terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing, diperoleh nilai t hitung = 6.390 > t tabel = $\pm 1,980$. Dengan nilai signifikansi $p = 0.000 < \alpha = 0.05$, maka H_1 ditolak H_0 dan diterima, artinya variabel laba operasi memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Laba Operasi dapat *diproxy* dengan *Operating profit margin* (OPM), yang diperoleh dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak dengan total penjualan. Laba sebelum bunga dan pajak merupakan hasil dari kegiatan operasional yang dapat meningkatkan arus kas dari operasi. Total penjualan menunjukkan bahwa perusahaan dapat menjalankan operasi dengan baik. Penjualan yang semakin tinggi, maka semakin efisien dan efektif perusahaan tersebut dalam menjalankan operasinya, dan semakin besar juga nilai laba sebelum bunga dan pajak. Rasio antara laba sebelum bunga dan pajak di bagi dengan penjualan merupakan rasio profitabilitas, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba perusahaan dan selanjutnya akan meningkatkan nilai pemegang saham. Sehingga Laba Operasi dapat *diproxy* dengan menggunakan *Operating Profit Margin* (OPM).

Operating profit margin (OPM) merupakan rasio profitabilitas, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Menurut Allayannis dan Weston (2001), saham yang perusahaannya memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, cenderung akan diperdagangkan dengan harga premium (harga pasar saham di atas nilai bukunya, yang berarti *market to book value ratio/MBR* > 1). Di samping itu, sesuai dengan model Rappaport (1998), laba operasi merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih operasi yang berdampak positif terhadap nilai pemegang saham.

Suriawinata (2004), menunjukkan bahwa laba operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan, menunjukkan hasil yang mendukung penelitian terdahulu. Terbukti bahwa Laba Operasi yang di *proxy* oleh *Operating profit margin* (OPM) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang

perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing. Hasil yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa semakin meningkat laba operasi perusahaan, maka akan menyebabkan semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing.

3. Investasi Aktiva Tetap

Hasil analisis regresi parsial antara investasi aktiva tetap terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing, diperoleh nilai t hitung = 2.777 > t tabel = $\pm 1,980$. Dengan nilai signifikansi $p = 0.007 < \alpha = 0.05$, maka H_1 ditolak H_0 dan diterima, artinya variabel investasi aktiva tetap memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing.

Sesuai dengan model Rappaport (1998), investasi aktiva tetap merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih operasi yang berdampak positif terhadap nilai pemegang saham. Dalam penelitian ini digunakan *Net Fixed Assets to Total Assets* (NFA) sebagai indikator investasi aktiva tetap, sebagaimana model penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004). *Net Fixed Assets to Total Assets* (NFA) dapat diperoleh dengan membagi aktiva tetap bersih dengan total aktiva.

Penelitian empiris mengenai hubungan antara keputusan investasi dan nilai perusahaan pertama kali dilakukan oleh McConell dan Muscarella (1985), di mana mereka menemukan hubungan yang positif dan signifikan antara pengumuman investasi dengan nilai perusahaan dan demikian pula sebaliknya, hubungan yang negatif antara pengumuman divestasi dan nilai perusahaan. Penelitian ini mengasumsikan bahwa kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba ditentukan pula oleh aktiva tetap yang dimiliki perusahaan tersebut yang berperan besar dalam menghasilkan pendapatan (*revenue*). Semakin besar aktiva tetap maka semakin besar juga nilai total aktiva, karena aktiva tetap merupakan bagian yang membentuk total aktiva. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki porsi aktiva tetap yang tinggi, mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut giat berinvestasi, dan sebagai konsekuensinya akan mampu menghasilkan laba/ arus kas masa depan yang dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Sehingga *Net Fixed Assets to Total Assets* (NFA) dapat menjadi

proxy dari investasi aktiva tetap.

Allayannis dan Weston (2001), serta Suriawinata (2004) membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan investasi aktiva tetap terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging*. Dalam penelitian yang dilakukan, menunjukkan hasil yang mendukung penelitian terdahulu. Terbukti bahwa investasi aktiva tetap yang di *proxy* oleh *Net Fixed Assets to Total Assets* (NFA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa semakin meningkat investasi aktiva tetap perusahaan, maka akan menyebabkan semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

4. Investasi Modal Kerja

Hasil analisis regresi parsial antara investasi aktiva tetap terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing, diperoleh nilai t hitung = 2.244 > t tabel = $\pm 1,980$. Dengan nilai signifikansi $p = 0.028 < \alpha = 0.05$, maka H_1 ditolak H_0 dan diterima, artinya variabel investasi modal kerja memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan hedging di derivatif valuta asing.

Sesuai dengan model Rappaport (1998), investasi modal kerja merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih operasi yang berdampak positif terhadap nilai pemegang saham. Dalam penelitian ini digunakan *Current Assets* (CA) sebagai indikator investasi modal kerja, sebagaimana model penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004). *Current Assets* (CA) diperoleh dengan menjumlahkan kas dan setara kas, piutang, dan persediaan yang merupakan aktiva lancar. Investasi modal kerja merujuk kepada aktiva lancar, dan kebijakan modal kerja mengacu kepada keputusan-keputusan yang berkaitan dengan aktiva lancar. Jika perusahaan dapat mengelola aktiva lancarnya dengan lebih efisien sehingga dapat beroperasi dengan investasi yang lebih kecil pada modal kerja, maka hal ini akan meningkatkan profitabilitas perusahaan tersebut, sehingga juga meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan.

Investasi modal kerja berupa aktiva lancar, dibutuhkan untuk menjalankan bisnis, dan semakin besar kepemilikan atas aktiva lancar, semakin

kecil perusahaan menghadapi bahaya kekurangan aktiva tersebut, sehingga semakin rendah risiko operasinya. Akan tetapi memiliki modal kerja membutuhkan biaya, jika persediaan terlalu besar, maka perusahaan akan memiliki aktiva yang menghasilkan pengembalian nol atau bahkan negatif jika biaya penyimpanan dan kerusakannya tinggi. Dan tentu saja perusahaan harus mendapatkan modal untuk membeli aktiva seperti persediaan, dan modal ini juga membutuhkan biaya, dan hal ini semakin akan meningkatkan hambatan dari persediaan yang berlebihan (atau piutang atau bahkan kas). Jadi, terdapat tekanan untuk memiliki jumlah aktiva lancar hingga tingkat minimal yang konsisten dengan menjalankan bisnis tanpa adanya gangguan. Sehingga diperlukan kebijakan modal kerja yang mengacu kepada keputusan-keputusan yang berkaitan dengan aktiva lancar dan pendanaannya.

Terdapat faktor-faktor unik yang berhubungan dengan masing-masing komponen dalam modal kerja, yaitu aktiva lancar yang memang dibutuhkan, tetapi terdapat biaya-biaya yang terkait dengan kepemilikannya. Oleh sebab itu jika perusahaan dapat mengelola aktiva lancarnya. Jika perusahaan dapat mengelola aktiva lancarnya dengan lebih efisien sehingga beroperasi dengan investasi yang lebih kecil pada modal kerja, maka hal ini akan meningkatkan profitabilitas. Akan tetapi pada waktu yang bersamaan, sebuah perusahaan akan menemui masalah likuiditas jika terlalu banyak mengurangi kas, persediaan, dan piutangnya. Jadi, kebijakan manajemen aktiva lancar yang optimal adalah kebijakan yang dengan cermat melakukan pertukaran biaya dan keuntungan atas kepemilikan modal kerja.

Hasil penelitian Suriawinata (2004) membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan investasi modal kerja terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging*. Dalam penelitian yang dilakukan, menunjukkan hasil yang mendukung penelitian terdahulu. Terbukti bahwa investasi modal kerja yang di proxy oleh *Current Assets* (CA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa semakin meningkat investasi modal kerja perusahaan, maka akan menyebabkan semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

5. Biaya Modal

Hasil analisis regresi parsial antara investasi aktiva tetap terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing, diperoleh nilai t hitung = $-1.357 < t$ tabel = $\pm 1,980$. Dengan nilai signifikansi $p = 0.179 > \alpha = 0.05$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya variabel biaya modal memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Biaya modal yang digunakan, baik untuk perusahaan maupun proyek khusus, adalah biaya modal rata-rata tertimbang. Biaya modal rata-rata tertimbang ini mempunyai beberapa komponen, yaitu biaya utang (*cost of debt*), biaya saham preferen (*cost of preferred stock*), dan biaya ekuitas biasa (*cost of common equity*). Setelah komponen-komponen biaya modal ini dihitung, dengan memasukkan unsur proporsi sumber dana dalam struktur modal sebagai penimbang, biaya modal rata-rata tertimbang / *weighted average cost of capital* (WACC) dapat dihitung (Brigham dan Houston, 2006).

Menurut Brigham dan Houston (2006), *weighted average cost of capital* (WACC) merupakan proxy dari biaya modal. Karena WACC mencerminkan tingkat kapitalisasi pasar, di mana dalam penghitungan WACC menggunakan masing-masing proporsi sumber dana baik dari biaya hutang, saham preferen, maupun saham biasa. Penelitian ini tidak mampu membuktikan adanya pengaruh biaya modal terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hal ini dikarenakan di Indonesia mempunyai stabilitas ekonomi yang kurang tinggi, dan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI mempunyai tingkat hutang (*debt*) dengan volatilitas yang tinggi. Teori Modigliani-Miller (1958), mengembangkan model bagi perusahaan yang mempunyai aliran kas lancar, dan mempunyai tingkat hutang (*debt*) yang konstan dapat menggunakan model *weighted average cost of capital* (WACC). Menurut Beinfait (2005), pendekatan WACC mudah digunakan dan efisien ketika asumsi bahwa struktur modal (hutang) tidak akan berubah di masa mendatang dapat dibuat konstan. Menurut Brigham dan Houston (2006), terdapat masalah dalam biaya modal yaitu kesulitan masalah pengukuran ketika megestimasi biaya modal dengan tingkat risiko yang berbeda-beda.

Perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini mempunyai struktur modal yang sebagian besar terdiri dari hutang (*debt*), dimana komponen hutang (*debt*) cenderung semakin meningkat selama periode 2004-2008. Sehingga peningkatan hutang akan meningkatkan risiko perusahaan, dan peningkatan komponen biaya ini akan cenderung meningkatkan pembobotan *weighted average cost of capital* (WACC). Akan tetapi peningkatan nilai biaya modal yang di *proxy* oleh *weighted average cost of capital* (WACC) dalam praktiknya di dunia investasi tidak mempengaruhi harga saham, dimana harga saham merupakan komponen formula dari *market to book value ratio* (MBR) yang merupakan indikator dari nilai pemegang saham. Harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal perusahaan (inflasi, tingkat suku bunga, pajak), permintaan dan penawaran yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan.

Perusahaan besar dalam penelitian ini seperti HMSP, INDF, INTP, ISAT, MLBI, TLKM mempunyai proporsi hutang di atas 50% dan memiliki nilai *weighted average cost of capital* (WACC) yang cenderung meningkat selama tahun 2004-2008, akan tetapi nilai pemegang saham yang di *proxy* oleh *market to book value ratio* (MBR) cenderung stabil bahkan naik. Hal tersebut dikarenakan perusahaan mempunyai reputasi yang bagus di mata investor, dan mempunyai *trade record* yang baik (tercermin dalam harga sahamnya yang berhubungan dengan nilai pemegang saham), sehingga investor tetap akan membeli saham perusahaan dengan biaya modalnya rendah / biaya modal tinggi (memiliki proporsi hutang yang tinggi) dan risiko investasi tinggi. Investor cenderung memilih perusahaan tersebut dikarenakan pandangan tentang semakin tinggi risiko maka semakin tinggi tingkat pengembalian yang diharapkan (*high risk high return*). Konsep risiko dan return dipopulerkan oleh Markowitz (1995), menurut Mamduh (2004) salah satu aplikasi konsep risiko adalah biaya rata-rata tertimbang (WACC) yang dipakai sebagai *discount rate* dalam penganggaran modal. Ada hubungan positif antara keuntungan yang disyaratkan dengan risiko. Semakin tinggi risiko, semakin tinggi tingkat keuntungan yang disyaratkan (*high risk high return*). Sehingga dalam penelitian ini biaya modal dengan aplikasi konsep risiko adalah biaya rata-rata tertimbang (WACC) tidak dapat mempengaruhi nilai pemegang saham perusahaan.

Menurut Mamduh (2004), WACC sebagai indikator dari biaya modal tidak dapat diaplikasikan dengan baik, dikarenakan faktor hutang (*debt*). Dimana pada WACC komponen hutang (W_d (proporsi hutang dari modal) dan K_d (biaya hutang)) yang dihitung adalah hutang jangka panjang. Sedangkan pada penelitian ini menggunakan obyek perusahaan manufaktur yang melakukan hedging di derivatif valuta asing, dimana hutang (*debt*) yang dilindungi dan diperhitungkan adalah hutang jangka pendek. Sehingga kebijakan hedging perusahaan pada hutang jangka pendek tidak sesuai dengan perhitungan WACC yang menggunakan perhitungan jangka panjang, menyebabkan indikator WACC tidak dapat diaplikasikan dengan baik untuk mengukur biaya modal perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Hasil penelitian ini didukung oleh Mamduh (2004) dan Beinfait (2005). Terbukti bahwa indikator WACC belum bisa diaplikasikan dengan baik, sehingga biaya modal tidak dapat mempengaruhi nilai pemegang saham perusahaan. Hasil pengujian yang tidak signifikan menunjukkan indikasi bahwa variabel biaya modal tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Pengujian terhadap hipotesis ke-3 bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh dominan *value drivers* (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 2 di atas, variabel pertumbuhan penjualan dengan indikator TATO menunjukkan nilai *standardized coefficients beta* terbesar yaitu 0.731, maka hipotesis ke-3 diterima.

Penelitian Allayannis dan Weston (2001), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Demikian juga dengan penelitian Suriawinata (2004), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan. Sesuai dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil yang positif

dan signifikan mengindikasikan bahwa semakin meningkat pertumbuhan penjualan perusahaan, maka akan menyebabkan semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Menurut model Rappaport (1998), pertumbuhan penjualan merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih operasi yang berdampak positif terhadap nilai pemegang saham. Sesuai dengan model penelitian Allayannis dan Weston (2001) serta Suriawinata (2004), digunakan *total asset turnover* (TATO) sebagai indikator pertumbuhan penjualan. *Total assets turnover* (TATO) merupakan salah satu ukuran rasio aktifitas yang diperoleh dengan membagi jumlah penjualan dengan total aktiva. Rasio ini mencerminkan sejauh mana aset yang dimiliki oleh perusahaan mampu menghasilkan penjualan, artinya semakin produktif aktiva perusahaan maka semakin tinggi pula penjualan yang dapat dihasilkan.

Sesuai dengan penelitian Suriawinata (2004), yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh dominan terhadap nilai pemegang saham perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-3, penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh dominan pertumbuhan penjualan terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil pengujian yang signifikan menunjukkan indikasi bahwa pertumbuhan penjualan dapat dapat meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh value drivers (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal) terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Bahwa *value drivers* yaitu pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, dan investasi modal kerja, dan biaya modal secara bersama-sama dapat meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Bahwa variabel *value drivers* yaitu pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja dapat meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Dalam penelitian ini biaya modal yang tidak mampu meningkatkan nilai pemegang

saham, dikarenakan kebijakan *hedging* perusahaan pada hutang jangka pendek tidak sesuai dengan perhitungan *weighted average cost of capital* (WACC) yang menggunakan perhitungan jangka panjang, menyebabkan indikator *weighted average cost of capital* (WACC) tidak dapat diaplikasikan dengan baik untuk mengukur biaya modal perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

Bahwa pertumbuhan penjualan merupakan faktor yang memiliki andil paling besar dalam meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Semakin meningkat pertumbuhan, maka semakin meningkat juga nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing. Hasil studi dalam penelitian ini secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa *value drivers* dapat meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan *hedging* di derivatif valuta asing.

DAFTAR PUSTAKA

- Allayannis, George, and Weston, James P. 2001. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*, Spring, Vol. 14, No. 1, pp. 243-276.
- Anderson, David R. 2002. *Statistics for Business and Economics*. Eight Edition. South-Western, Thomson Learning. USA.
- Ardiyos. 2002. *Kamus Besar Akutansi*. Citra Harta Prima. Jakarta.
- Berlianta, Heli Chandra. 2004. *Mengenal Valuta Asing*. Gadjah Mada University Press. Yogyakarta.
- Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F. 1996. *Fundamentals of Financial Management*. Yulianto, ali Akbar (penerjemah). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene. F, dan Gapenski. 1997. *Financial Management, Theory and Practice*. Eight Edition. The Dryden Press. USA.
- Faisal, M. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Salemba Empat. Jakarta.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Graham John R., Rogers Daniel A. 2002. Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?. *Journal of Finance*. Vol 57. No. 2, pp. 815-839

- Greene, William H. 2003. *Econometrics Analysis*. Fifth Edition. Prentice Hall.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. Mc. Graw Hill, New York.
- Gunawan, Itjang D. 2003. *Transaksi Derivatif, Hedging, dan Pasar Modal*. Grasindo. Jakarta.
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Haushalter, G. David. 2000. Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging : Evidence from Oil and Gas Producers. *The Journal of Finance*. Vol. LVII No. 2, April, pp.107-152.
- Hentschel, Ludger., and S.P. Kothari. 2001. Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 26, No. 4, December, pp. 565-577.
- Hsiao, Cheng. 1995. *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YPKN. Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP AMP YPKN. Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan Per 1 April 2002*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research. 2002. *Indonesian Capital Market Directory*.
- _____. 2003. *Indonesian Capital Market Directory*.
- Jusup, Al. Haryono. 2001. *Dasar-dasar Akutansi*. Edisi 6. Bagian Penerbitan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YPKN. Yogyakarta.
- Kleinbaum, David G. et all. 1987. *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*. Second Edition. PWS-KENT Publishing Company. Boston.
- Keown, A.J., D.F. Scott., J.D. Martin, dan J.W. Petty. 1996. *Basic Financial Management*. Seventh Edition. Prentice Hall. USA.
- McDonald, Robert L. 2003. *Derivatives Market*. Addison Wesley.
- Mian, Shenhzad L. 1996. Evidence on Corporation Hedging Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 31. No. 3. September, pp. 419-439.
- Nance, Deana R., et all. 1993. On the Determinants of Corporate Hedging. *The Journal of Finance*. Vol. XLVIII. No. 1. March, pp.267-284.
- Peter, H. Lindert and Charles P. Kindleberger. 1995. *Ekonomi Internasional edisi kedelapan*. Jakarta: Erlangga.
- Rae,D.E. 2008. *Transaksi Derivatif dan Masalah Regulasi Ekonomi di Indonesia*. Gramedia. Jakarta.
- Rappaport, Alfred. 1983. Corporate Performance Standards and Shareholder Value. *The Journal of Business Strategy*. Spring. Vol. 3, Issue 4, pp. 28-38.
- Rappaport, Alfred. 1998. *Creating Shareholder Value : A Guide For Managers and Investors*. Revised Edition. Free Press.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Rizal, Muhammad, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ tahun 1997-2002*, Thesis MM, Universitas Gajah Mada, 2002.
- Salvatore, Dominick. 1995. *Ekonomi Internasional edisi ketiga*. Jakarta: Erlangga
- Samuelson, Paul dan William, DN. 1996. *Ekonomi*. Erlangga. Jakarta.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods For Business : A Skill Building Approach*. Third Edition. John Wiley & Sons. New York.
- Smith, Pamela A., and Bahrman, P. Dean. 1997. Hedging with Derivatives. *Internal Auditor*, April, pp. 68-75.
- Soemarso, S. R. 2004. *Akutansi Suatu Pengantar*. Buku I Edisi 5. Salemba Empat. Jakarta.
- Sofyan, Hanafi. 2000. *Perdagangan Berjangka dan Ekonomi Indonesia : Alternatif Baru Manajemen Resiko dan Lindung Nilai bagi Investor Masa Depan*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Suriawinata, Iman S. 2004. Apakah Kebijakan Hedging Perusahaan dengan Instrumen Derivatif Valuta Asing Dapat Meningkatkan Nilai Pemegang Saham?. *Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya*. Vol. 9. No. 2. November, pp.59-80.
- Sutojo, Siswanto. 1985. *Kerangka Dasar Manajemen Pemasaran*. Pustaka Binaman

Pressindo. Jakarta.

- Sutrisno, H. 2007. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Ekonisia. Yogyakarta.
- Swasta, Basu. 1990. *Manajemen Pemasaran Modern*. Liberty. Yogyakarta.
- Swasta, Basu. 2000. *Pengantar Bisnis Modern*. Liberty. Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE. Yogyakarta.
- Tufano, Peter. 1996. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal of Finance*. Vol. LI No. 4. September, pp.1097-1137.
- Utomo, Lisa Linawati. 2000. Instrumen Derivatif : Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Resiko Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 2. No. 1, Mei, pp. 53-68.
- Wijaya, Johannes Arifin. 2002. *Bursa Berjangka*. Penerbit Andi. Yogyakarta.
- Weston, J. Fred, Thomas Copeland. 2000. *Managerial Finance*. Edisi 8th. CBS International . Driden Press.

www.idx.co.id.