

**UKURAN PERUSAHAAN DAN TINGKAT *LEVERAGE* SEBAGAI
PENDORONG PENERAPAN *HEDGING* UNTUK MENEKAN RISIKO
IDIOSINKRATIK**

CESILIA NOVITA SIMARMATA
SUWANDI NG¹
FRANSISKUS E. DAROMES
UNIVERSITAS ATMA JAYA MAKASSAR

ABSTRACT

This research aims to investigate the role of firm size and leverage to be determinants of hedging application in order to suppress idiosyncratic risk. This research measured firm size using natural logarithm of total assets, debt to equity ratio for leverage, dummy variable for hedging activity, and Three Factor Model by Fama and French for idiosyncratic risk. The main theory used in these research are signaling theory and agency theory. The population used is non-financial companies listed on the Indonesian Stock Exchange for period of 2013-2017. The number of samples are 94 firms each year, selected by purposive sampling method. This research used documentary data, such as the annual report and financial statements. This research also used path analysis to analyze the data and sobel test to analyze the mediation role of hedging. The results of this research show that firm size and leverage have a positive and significant effect to hedging. Firm size has a positive but not significant effect to idiosyncratic risk, whilst leverage has a positive and significant effect to the latter. Firm size has a significant effect to idiosyncratic risk through hedging activity as mediator. Surprisingly, leverage does not need hedging to mediate its effect to idiosyncratic risk. This research is expected to be a reference for management to improve firm performance so it could gain investor trusts through hedging application as financial strategy. Investor could also use the results of this research as considerations for investment decision making.

Keywords : *Firm Size, Leverage, Corporate Hedging, Idiosyncratic Risk*

¹swnd_ng@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi peran ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* sebagai faktor pendorong penerapan *hedging* untuk menekan risiko idiosinkratik pada perusahaan non-keuangan di Indonesia. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural total aset. Tingkat *leverage* diukur dengan perbandingan antara total utang dan total ekuitas. *Hedging* diukur menggunakan variabel *dummy*, dan risiko idiosinkratik diukur dengan *Three Factor Model* Fama dan French. Teori yang utama yang digunakan dalam penelitian ini meliputi teori sinyal dan teori agensi.

Populasi yang digunakan adalah semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian 2013-2017. Jumlah sampel sebesar 94 perusahaan setiap tahunnya, yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan data dokumenter berupa laporan tahunan dan laporan keuangan. Analisis jalur digunakan untuk menganalisis data dan pengujian hipotesis mediasi dilakukan dengan uji sobel (*sobel test*).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap risiko idiosinkratik, sedangkan tingkat *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. *Hedging* berperan dalam memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik, namun tidak berperan dalam memediasi pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik.

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor melalui penerapan *hedging*. Selain itu, investor juga dapat menjadikan penelitian ini sebagai bahan masukan untuk pengambilan keputusan penanaman saham.

Kata-kata Kunci : Ukuran Perusahaan, Tingkat *Leverage*, *Hedging*, Risiko Idiosinkratik.

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Pasar modal Indonesia semakin bertumbuh kuat dengan terus bertambahnya jumlah investor aktif yang terdaftar. Berdasarkan laporan Bursa Efek Indonesia, investor yang aktif bertransaksi meningkat hingga 21,3% dari tahun sebelumnya dan diproyeksikan BEI akan menjadi bursa efek terkemuka di Asia Tenggara mulai tahun 2020. Perkembangan pasar modal juga menandakan bahwa lingkungan bisnis semakin luas dan tantangan bisnis yang dihadapi perusahaan semakin besar. QBE *Insurance* melakukan survei pada 23 Juli 2017 dan hasil survei menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan masih belum sepenuhnya siap dalam menghadapi risiko bisnis. Mayoritas perusahaan di Indonesia masih memiliki kemungkinan kehilangan kesempatan untuk memberikan kompensasi, serta berpotensi menempatkan bisnis dan konsumen dalam risiko yang lebih tinggi.

Para investor yang melakukan investasi tentu mengharapkan keuntungan berupa imbal hasil namun ada keadaan yang bisa menyebabkan kemungkinan hasil yang diperoleh tidak sesuai dengan yang diharapkan. Kondisi yang tidak sesuai dengan harapan investor dapat dilihat pada kasus PT Siwani Makmur Tbk yang seluruh sahamnya terkena *suspend* (dibekukan) oleh BEI sejak 2015 karena tidak beroperasi secara normal akibat menunda perbaikan mesin. Saat saham terkena suspensi, maka modal investor akan tertahan di bursa dan tidak bisa dipindahkan. Jika suspensi terjadi untuk waktu yang lama, modal tersebut akan menjadi tidak produktif dan investor akan kehilangan banyak peluang keuntungan. Begitu pula dengan sejumlah perusahaan yang tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham karena adanya masalah dalam kinerja keuangan. Hal-hal tersebut tentu merugikan investor sebab tujuan utama investor adalah untuk mendapat keuntungan dari investasi yang dilakukannya. dan menjadi risiko spesifik yang harus ditanggung investor.

Pada tahun 1992, Fama dan French menemukan bahwa beta bukan satu-satunya faktor risiko yang harus dipertimbangkan karena beta tidak lagi memiliki *explanatory power* yang kuat untuk menjelaskan perubahan return. Fama dan French kemudian menambahkan dua faktor lain yakni *size* dan *value* untuk melengkapi beta dan hasilnya lebih baik dalam menjelaskan hubungan risiko dengan tingkat return. Ketiga faktor milik Fama dan French selanjutnya disebut sebagai *Three Factor Model* yang digunakan untuk mengukur risiko idiosinkratik. Kata idiosinkratik berarti khas atau spesifik untuk individu tertentu. Menurut Naomi (2011), risiko idiosinkratik merefleksikan informasi spesifik mengenai perusahaan dan akan berfluktuasi sesuai dengan informasi itu sendiri. CAPM milik Sharpe *et al.* mengimplikasikan bahwa risiko selain beta dapat dihilangkan sepenuhnya dengan diversifikasi. Tetapi hal ini tidak berlaku jika investor untuk beberapa alasan justru memegang portofolio yang tidak terdiversifikasi sehingga investor yang tidak memegang portofolio yang terdiversifikasi akan terdorong untuk mempertimbangkan risiko idiosinkratik.

Damodharan (2008) menyatakan risiko spesifik penting bagi perusahaan karena risiko ini mempengaruhi profitabilitas dan *value* perusahaan tersebut. Jika perusahaan dapat meminimalisir risiko spesifik maka kinerja perusahaan akan menjadi lebih maksimal dan hal ini dapat meningkatkan profitabilitas (daya melaba). Laba perusahaan yang cenderung naik akan menarik perhatian investor sehingga ikut meningkatkan nilai perusahaan melalui kenaikan harga saham. Keberadaan risiko spesifik dapat mengukur kemampuan manajemen dalam

meningkatkan *value* yang tercermin melalui manajemen risiko yang baik. Manajemen risiko menjadi langkah yang harus dilakukan untuk mencegah terjadinya hal yang dapat membahayakan perusahaan.

Faktanya, banyak investor yang dirugikan karena perusahaan yang mereka tanami modal tiba-tiba dikeluarkan dari bursa (*delisting*) seperti yang dialami oleh para investor PT Berau Coal Energy Tbk (BRAU) di mana *delisting* BRAU disebabkan oleh kinerja yang terus menurun dan kegagalan pembayaran utang. BRAU melakukan aktivitas ekspor dengan produk utama batu bara, serta tidak melakukan lindung nilai. *Delisting* BRAU menjadi konsekuensi atas kegagalan perusahaan dalam mengelola risiko. Kegagalan membayar utang menunjukkan adanya risiko keuangan yang tinggi. BRAU memiliki utang berjumlah besar bukan hanya dalam rupiah tetapi juga dalam mata uang asing dan masih harus membayar beban bunga. Masalah muncul karena perubahan kurs akan berpengaruh terutama saat kurs mata uang asing menguat maka jumlah utang menjadi lebih besar dan pendapatan BRAU juga menjadi tidak stabil. Risiko ini dapat ditekan bila BRAU melakukan transfer risiko dengan *hedging*. Kompleksitas lingkungan bisnis adalah penyebab utama meningkatnya ketidakpastian yang dapat menimbulkan risiko bawaan dalam aktivitas perusahaan. Secara khusus dalam mengelola risiko keuangan, penanggulangan risiko berfokus pada risiko yang bisa dikelola dengan menggunakan instrumen-instrumen keuangan seperti instrumen derivatif. Instrumen derivatif sering digunakan ketika perusahaan melakukan aktivitas lindung nilai (*hedging*). Guay (1999) mengatakan bahwa kebijakan lindung nilai umumnya diterapkan di perusahaan untuk mencegah meningkatnya risiko yang harus ditanggung pemegang saham.

Aktivitas lindung nilai sebagai bentuk manajemen risiko dilakukan oleh salah satu perusahaan besar yaitu PT Jababeka Tbk (KIJA). Laba bersih KIJA di tahun 2016 naik Rp 426,5 miliar dari laba bersih tahun lalu. Sebenarnya, pendapatan dari pilar infrastruktur turun menjadi Rp 1,7 miliar akibat penurunan penjualan listrik karena kebocoran boiler mesin pembangkit listrik dan secara keseluruhan laba kotor KIJA turun 10% tetapi KIJA membukukan kenaikan laba bersih. Faktor utama peningkatan ini disebabkan keuntungan selisih kurs sebesar Rp 132,7 miliar. KIJA melakukan *hedging* sejak tahun 2015. *Hedging* yang dilakukan KIJA ikut membantu menutupi penurunan pendapatan karena masalah operasional dan menjaga laba perusahaan tetap stabil. Jika lindung nilai tidak dilakukan dan terjadi rugi kurs di saat yang sama maka kinerja keuangan KIJA pasti akan buruk. BRAU mungkin tidak akan mengalami kegagalan pembayaran utang dan dapat bertahan di bursa jika melakukan lindung nilai untuk menjaga kestabilan arus kas sehingga tingkat kepastian untuk dapat memenuhi kewajiban menjadi lebih tinggi.

Menurut Guay (1999), kesadaran atas pengurangan risiko dan keputusan untuk lindung nilai bervariasi di seluruh perusahaan sesuai dengan manfaat yang perusahaan harapkan dari penerapan lindung nilai. Keputusan untuk lindung nilai juga akan menjadi informasi yang positif bagi para investor karena itu berarti bahwa manajemen perusahaan berupaya mengurangi risiko agar perusahaan tetap memiliki kinerja baik. Brown (2007) menginvestigasi dampak penggunaan derivatif untuk lindung nilai dalam mengukur *firm risk* serta *firm value*, dan menemukan bahwa terdapat pengaruh positif antara penggunaan derivatif terhadap risiko. Tetapi Chng *et al.* (2017) menemukan bahwa aktivitas *hedging* perusahaan memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan risiko idiosinkratik jika perusahaan konsisten melakukan *hedging*.

Ahmad (2012) menyatakan perusahaan besar cenderung menggunakan derivatif untuk melindungi eksposur risiko dibandingkan dengan perusahaan kecil karena perusahaan besar memiliki sumber daya dan pengetahuan yang diperlukan untuk melakukannya. Perusahaan besar juga cenderung memiliki kemampuan manajemen yang lebih baik dibandingkan perusahaan kecil karena perusahaan besar dimiliki oleh lebih banyak investor dan manajemen (agen) memiliki tanggung jawab yang lebih besar untuk bekerja demi kepentingan mereka sehingga perusahaan besar akan mempunyai pengelolaan risiko lebih baik. Penerapan hedging akan menjadi sinyal positif yang dapat menambah keyakinan investor terhadap perusahaan. Beberapa peneliti terdahulu seperti Campbell dan Lettau *et al.* (2001) serta Brown dan Kapadia (2007) telah menguji risiko spesifik perusahaan pada pasar ekuitas dan menemukan bahwa beberapa karakteristik spesifik perusahaan seperti *firm size*, berpengaruh terhadap risiko spesifik yang dihadapi perusahaan. Sementara Oktarina (2010), menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara ukuran perusahaan terhadap nilai risiko idiosinkratik.

Penerapan kebijakan lindung nilai juga dapat didorong oleh tingkat utang perusahaan. Pada perusahaan yang lebih besar, risiko bawaan yang sudah timbul akibat penggunaan utang akan berusaha lebih ditekan dengan melakukan lindung nilai terutama terkait ketersediaan arus kas yang menjadi tolak ukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Selain itu, bila di saat yang sama perusahaan juga memiliki utang yang berasal dari pinjaman luar negeri maka risiko bawaan yang dihadapi akan semakin tinggi. Gerlach dan Obaydin *et al.* (2015) menemukan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh signifikan namun memiliki hubungan non-linear terhadap risiko idiosinkratik. Sementara hasil penelitian Fink *et al.* (2005) menunjukkan tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap risiko idiosinkratik.

Berdasarkan fenomena dan hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten, penelitian ini mencoba untuk menginvestigasi apakah ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* perusahaan berperan dalam keputusan perusahaan melakukan *hedging* guna meminimalisir risiko idiosinkratik. Perbedaan dengan penelitian terdahulu terletak pada penggunaan variabel hedging sebagai variabel mediasi dengan pertimbangan *hedging* akan membantu menjaga kestabilan arus kas sehingga tingkat kepastian perusahaan untuk memenuhi kewajibannya menjadi lebih tinggi dan risiko idiosinkratik dapat ditekan. *Hedging* akan cenderung diterapkan oleh perusahaan yang memiliki kegiatan operasional luas, di mana perusahaan sejenis ini membutuhkan pendanaan lebih besar dalam bentuk utang. Manajemen perusahaan besar biasanya akan lebih dituntut untuk memenuhi tanggung jawab mereka terhadap prinsipal yakni para pemegang saham sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko spesifik tersebut melalui aktivitas *hedging* yang dilakukan agar kemungkinan utang gagal bayar dapat ditekan. Informasi ini akan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki pengelolaan risiko yang baik dan meningkatkan kepercayaan investor.

2. LANDASAN TEORI

Teori Sinyal

Akerlof pada tahun 1970 memperkenalkan istilah informasi yang asimetri (*asymmetrical information*) dalam tulisannya, di mana ia menemukan adanya fenomena ketidakseimbangan informasi mengenai kualitas produk antara pembeli dan penjual pada pasar mobil bekas. Akerlof menyatakan bahwa kondisi ini dapat dikurangi jika penjual mengkomunikasikan produk mereka dengan memberi sinyal berupa informasi tentang kualitas produk tersebut. Temuan Akerlof ini nantinya akan menjadi dasar dari teori sinyal. Informasi asimetris adalah situasi di mana manajemen perusahaan memiliki informasi yang berbeda mengenai prospek perusahaan dibandingkan dengan informasi yang dimiliki investor. Adanya informasi yang asimetri antara perusahaan dan pihak luar akan membuat investor dan kreditor memiliki informasi yang minim tentang perusahaan dan prospeknya sehingga mereka akan cenderung melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Manajemen dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi yang asimetri. Maka, teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan memiliki dorongan untuk memberikan informasi pada pihak eksternal. Menurut Hartono (2005:38), perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Perusahaan yang *profitable* cenderung memberikan sinyal tentang perusahaannya yang relatif tidak mudah mengalami kebangkrutan atau kesulitan keuangan, dibandingkan dengan perusahaan yang kurang *profitable*. Optimisme perusahaan akan prospek yang lebih baik di masa depan akan ditunjukkan melalui peningkatan harga saham. Sinyal positif yang diberikan oleh perusahaan akan mempengaruhi keputusan para pemegang saham yang nantinya berpengaruh terhadap peningkatan kepemilikan saham.

Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan agensi sebagai suatu kontrak di bawah satu atau lebih prinsipal yang melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Prinsipal maupun agen diasumsikan sebagai orang ekonomi yang rasional dan semata-mata termotivasi oleh kepentingan pribadi. Pemegang saham atau prinsipal memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan terbaik bagi prinsipal. Menurut Fama (1980), dalam teori agensi terdapat kontrak efisien di mana *shareholder* menyerahkan tanggung jawab kepada manajer dan manajer bertugas mengkoordinasikan aktivitas dalam perusahaan dan memosisikannya secara tepat dalam lingkungan kompetitif. Peran terpenting dari *shareholder* adalah untuk memonitor dan mengontrol pekerjaan dan pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan oleh manajer. Hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko yang ditanggung oleh *shareholder* selaku pemilik perusahaan. Manajer menggunakan *human capital* yang dimiliki oleh perusahaan dalam rangka mendukung kinerjanya sebagai upaya untuk menghasilkan keuntungan bagi *shareholder* karena ada kekhawatiran dari manajer bahwa hasil kinerja mereka tidak akan menghasilkan keuntungan bagi *shareholder*.

Ukuran Perusahaan

Menurut Riyanto (1999), yang dimaksud ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari besarnya nilai ekuitas (kapitalisasi pasar), nilai penjualan, dan nilai total aktiva. Sawir (2004) mengatakan bahwa perusahaan yang berukuran besar mempunyai berbagai kelebihan dibandingkan perusahaan berukuran kecil. Kelebihan yang pertama adalah ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal. Kelebihan yang kedua adalah ukuran perusahaan menentukan kekuatan tawar-menawar (*bargaining power*) dalam kontrak keuangan. Kelebihan yang ketiga adalah kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan return membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba. Jika dibandingkan dari ketiga variabel yang umum untuk mengukur besaran (skala) suatu perusahaan, maka nilai aktiva relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar dan nilai penjualan dalam mengukur ukuran perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan di mana dalam tahap ini perusahaan memiliki arus kas positif. Pada tahap ini pula perusahaan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang juga relatif lama.

Tingkat Leverage

Husnan (2000) mengatakan bahwa struktur modal adalah perbandingan antara sumber dana jangka panjang yang bersifat pinjaman dan modal sendiri. Kegunaan *leverage ratio* adalah untuk mengukur berapa besar penggunaan utang dalam pembelanjaan perusahaan. *Financial leverage* dibedakan menjadi:

- a. *Financial structure*, yang menunjukkan bagaimana perusahaan membiayai asetnya. *Financial structure* terdiri atas utang lancar, utang jangka panjang, dan modal.
- b. *Capital structure*, yaitu bagian dari struktur keuangan yang hanya menyangkut tentang pembelanjaan yang bersifat permanen atau jangka panjang. *Capital structure* meliputi utang jangka panjang, saham istimewa, saham biasa, dan laba ditahan.
- c. *Leverage factor*, merupakan perbandingan antara total utang dan modal.

Hedging

Lindung nilai (*hedging*) adalah sebuah kesepakatan keuangan yang digunakan untuk melindungi diri atau mengimbangi risiko (Gallager dan Joseph dikutip Brealey, 2006). *Hedging* adalah salah satu fungsi ekonomi dari perdagangan berjangka, yaitu sebuah proses transfer risiko. *Hedging* dalam perdagangan dilakukan oleh individu atau perusahaan untuk berlindung dari perubahan harga yang dapat memberikan dampak negatif pada laba. Aktivitas lindung nilai kemudian menjadi salah satu pilihan bagi perusahaan yang melakukan manajemen risiko. *Hedging* telah lama dikenal sebagai salah satu strategi keuangan yang digunakan untuk mencegah timbulnya risiko yang tidak terduga khususnya risiko keuangan, sekaligus tetap memungkinkan *hedgers* memperoleh keuntungan dari investasi. Prinsip *hedging* adalah menutupi kerugian posisi aset awal dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging*. *Hedging* melindungi pemilikinya dari kerugian yang dapat menimpa aset yang ada, namun *hedging* juga mengeliminasi keuntungan dari kenaikan dalam nilai aset yang dilindung nilai.

Risiko Idiosinkratik

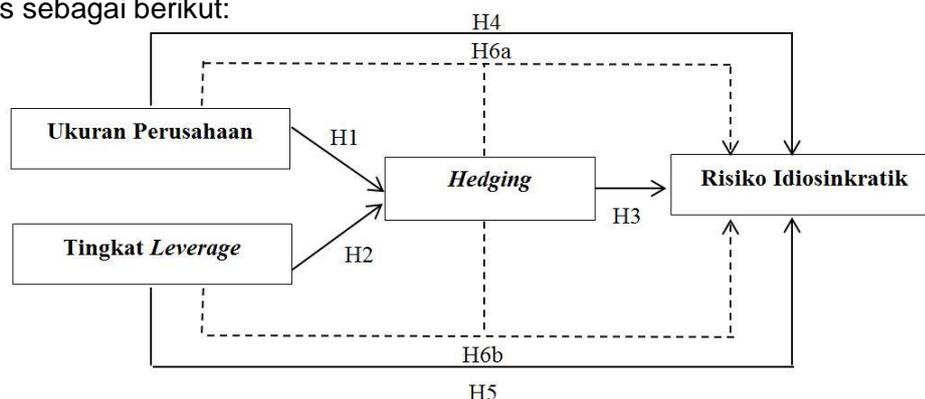
Risiko dalam statistika adalah kemungkinan terjadinya penyimpangan dari rata-rata dari tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan yang dapat dihitung dengan menggunakan standar deviasi. Fama dan French (1992) mengembangkan three factor model untuk mengakumulasi bukti-bukti empiris bahwa CAPM kurang baik digunakan dalam menganalisis hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian. Menurut Fama dan French, risiko sistematis (beta) bukan satu-satunya faktor yang harus dipertimbangkan dan menambahkan dua faktor risiko lain yaitu *size* dan *value (book to market ratio)*. *Size* dan *value* ditemukan memiliki hubungan signifikan dengan *return* dan hasil penelitian mereka menunjukkan beta yang digunakan CAPM tidak lagi memiliki *explanatory power* yang signifikan dalam menjelaskan perubahan *return*.

Siregar dan Siddharta Utama (2006) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak. Maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang besar akan cenderung memberikan sinyal sebab semakin banyak pihak eksternal yang terlibat. Besarnya ukuran perusahaan juga membuat tanggung jawab manajemen sebagai agen lebih besar kepada prinsipal. Besar kecilnya suatu perusahaan tentu akan membuat pengambilan keputusan manajemen perusahaan tersebut juga berbeda-beda. Ukuran perusahaan tergolong dapat mempengaruhi persepsi manajemen untuk masa mendatang. Kebijakan manajemen ini tentunya juga mencakup kebijakan pendanaan, salah satunya kebijakan penggunaan leverage dalam struktur modal. Kebijakan pendanaan ini adalah salah satu fungsi terpisah manajemen sebagai agen yang menerima pendelegasian wewenang dari prinsipal.

Hedging dalam dunia keuangan dapat diartikan sebagai suatu metode investasi yang dilakukan guna meniadakan risiko pada suatu investasi lain. Menurut Palepu (2004), seorang manajer dapat menggunakan kebijakan keuangan untuk berkomunikasi dengan para investor dan pihak eksternal. Misalnya, ketika pihak manajemen perusahaan diketahui akan menerapkan *hedging* maka hal ini akan menjadi sinyal positif bagi pihak luar yang menyiratkan bahwa perusahaan secara aktif mencari cara untuk mengurangi paparan risiko. Dengan demikian, para pemegang saham akan dapat menilai kemampuan manajemen dan kinerja perusahaan dengan lebih baik.

Hedging sebagai bentuk manajemen risiko adalah wujud tanggung jawab manajemen terhadap shareholder atas kontrak efisien antara agen dan prinsipal, di mana *shareholder* mendelegasikan wewenang kepada manajer untuk mengkoordinasikan aktivitas dalam perusahaan dan memosisikannya secara tepat (Fama, 1980). Shareholder kemudian akan memonitor dan mengontrol pekerjaan dan pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan oleh manajer. Oleh karena itu, kebijakan manajemen perusahaan dapat dikatakan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi seberapa besar risiko idiosinkratik sebuah saham. Jika dilihat dari besarnya ukuran perusahaan serta nilai utang perusahaan yang cukup tinggi, di mana manajemen berperan di dalamnya, rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas tetapi ikut meningkatkan risiko keuangan. *Hedging* sebagai salah satu bentuk strategi yang dilakukan manajemen dapat berperan meminimalisir risiko itu sebab *hedging* membantu mengurangi ketidakpastian arus kas terlebih bila perusahaan juga memiliki utang jangka panjang yang berasal dari pinjaman luar negeri.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoretis sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoretis

Berdasarkan pemikiran teoretis di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *hedging*
- H2 : Tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *hedging*
- H3 : *Hedging* berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik
- H4 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik
- H5 : Tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik
- H6 : *Hedging* memediasi pengaruh ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013-2017. Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) yang diterbitkan oleh perusahaan selama tahun 2013-2017.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan kriteria-kriteria tertentu yang dipilih sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria-kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berturut-turut selama periode 2013-2017.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) secara lengkap dalam mata uang rupiah selama periode 2013-2017.
3. Laporan keuangan periode 2013-2017 memiliki data lengkap yang berhubungan dengan variabel yang diperlukan dalam penelitian. Jika data yang dibutuhkan tidak tersedia maka data dikeluarkan dari sampel.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Data dokumenter yang dimaksud dalam penelitian ini adalah laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan untuk periode 2013-2017. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang dimaksud berupa laporan keuangan perusahaan yang tersedia di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2013-2017. Data diambil dan dikumpulkan dalam bentuk dokumentasi melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu www.idx.co.id.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan nilai logaritma natural dari total aset perusahaan pada akhir tahun. Penggunaan nilai logaritma aset digunakan untuk menghindari *problem* data yang tidak berdistribusi normal. Beberapa peneliti sebelumnya menggunakan alat ukur ini seperti Hock Ng *et al.* (2013), Guniarti (2014), dan Wiryawan (2016).

$$Size = \ln Total Assets$$

Leverage

Schubert (2011) mendefinisikan *leverage* sebagai ukuran kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Alat ukur ini telah digunakan oleh beberapa peneliti terdahulu seperti Putro (2012), Gunay *et al.* (2017), dan Ding (2017).

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

Hedging

Hedging adalah suatu metode investasi yang dilakukan guna meniadakan risiko pada suatu investasi lain. Variabel *hedging* diukur dengan menggunakan variabel *dummy*, di mana aktivitas *hedging* perusahaan dilihat dari laporan keuangan tahunan konsolidasian perusahaan, jika perusahaan mengungkapkan adanya aktivitas lindung nilai maka diberikan angka 1 sebagai kategori bahwa perusahaan melakukan *hedging*, dan diberikan angka 0 jika perusahaan tidak melakukan *hedging*. Beberapa peneliti terdahulu seperti Nelson (2005), Bartram (2011), dan Chng *et al.* (2017) telah memakai alat ukur ini.

Risiko Idiosinkratik

Risiko idiosinkratik sering disebut juga risiko spesifik. Risiko ini disebut spesifik karena hanya berpengaruh pada satu perusahaan atau beberapa kelompok perusahaan dalam satu industri tertentu. Untuk menghitung nilai risiko idiosinkratik, digunakan formula yang dikembangkan oleh Fama dan French, yaitu *three factor model*. Alat ukur ini telah dipakai oleh Oktarina (2010), Chichernea (2015) serta Asri (2017). Nilai risiko idiosinkratik dihitung secara tahunan berdasarkan *sum squared error* (SSE), yang diperoleh dari model regresi berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - r_f) + \gamma_iSMB_t + \phi_iHML_t + u_{it}$$

Di mana:

$$SMB = 1/3 (S/M + S/H + S/L) - 1/3 (B/M + B/H + B/L)$$

$$HML = 1/2 (S/H + B/H) - 1/2 (S/L + B/L)$$

$$R_{it} = \text{return saham } i \text{ pada periode } t$$

$$R_{ft} = \text{risk-free rate pada periode } t$$

$$R_{mt} = \text{market return pada periode } t$$

$$SMB_{(t)} = \text{selisih simple average return saham berkapitalisasi kecil (small size) dengan saham berkapitalisasi besar (big size) pada periode } t$$

$HML_{(t)}$ = selisih *simple average return* saham yang mempunyai *book to market ratio* tinggi dengan *book to market ratio* rendah pada periode t

β, γ, φ = koefisien variabel independen

a = konstanta

e = *error* pada periode t

Metode Analisis Data

Uji Normalitas Data

Uji normalitas adalah uji statistik yang dilakukan untuk mengetahui bagaimana sebaran sebuah data. Uji Normalitas bertujuan untuk menilai sebaran data pada sebuah kelompok data atau variabel, apakah sebaran data normal atau tidak. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov Test* dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0,05 (Ghozali, 2016:154). Data dikatakan normal apabila hasil dari uji Kolmogorov-Smirnov memiliki tingkat probabilitas signifikansi lebih besar dari 0.05 atau 5%.

Tabel 1
Hasil Uji Normalitas
Kolmogorov-Smirnov Z

Persamaan	Kolmogorov-Smirnov Z	Sig.	Keterangan
Substruktur 2	1.161	0.135	Terdistribusi normal

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Tabel di atas menunjukkan bahwa pada persamaan substruktur 2 nilai Kolmogorov-Smirnov Z yang dihasilkan adalah 1,161 dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0,135 > 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada model regresi ini terdistribusi normal. Pada awal pengolahan data, hasil uji normalitas substruktur 2 menunjukkan tingkat signifikansi < 0,05 yang berarti bahwa data terdistribusi secara tidak normal sehingga pada penelitian ini terdapat sejumlah data *outlier* (data ekstrem) yang dikeluarkan. Selain itu, digunakan juga transformasi data berupa fungsi absolut dan logaritma natural agar data terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi yang kuat antar variabel independen. Suatu model penelitian dikatakan baik apabila memiliki multikolinearitas yang rendah. Multikolinearitas yang tinggi menunjukkan bahwa model tersebut memiliki efek parsial dari satu variabel dependen terhadap variabel dependen lainnya. Pengujian multikolinearitas dapat didasarkan pada besarnya nilai *tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). Jika nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10 dan VIF lebih kecil dari 10, maka dapat diartikan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada penelitian tersebut. Dan sebaliknya jika *tolerance* lebih kecil dari 0,10 dan VIF lebih besar dari 10, maka terjadi gangguan multikolinearitas pada penelitian tersebut (Ghozali, 2016:105).

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinearitas Substruktur 2

Variabel Independen (X)	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	
Ukuran Perusahaan	0.782	1.278	Tidak Terjadi Multikolinearitas
Tingkat <i>Leverage</i>	0.950	1.052	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Hedging</i>	0.791	1.265	Tidak Terjadi Multikolinearitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Tabel 2 memperlihatkan hasil uji multikolinearitas dari ketiga variabel, di mana nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* > 0.10 sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen yakni ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, serta *hedging*.

Uji Autokorelasi

Menurut Ghazali (2016:108), uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (periode sebelumnya). Masalah autokorelasi disebabkan oleh residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Santoso (2012:243) menyatakan bahwa pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi adalah:

- Angka DW di bawah -2 maka terdapat autokorelasi positif
- Angka DW di antara -2 sampai +2 berarti tidak terdapat autokorelasi
- Angka DW di atas +2 maka terdapat autokorelasi negative

Tabel 3
Hasil Uji Autokorelasi Substruktur 2

Durbin-Watson	Keterangan
1.896	Tidak Terjadi Autokorelasi

Sumber : Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Nilai Durbin Watson (DW) pada substruktur 2 adalah 1,896 di mana nilai tersebut berada di antara -2 sampai +2 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi dianggap baik jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Apabila nilai signifikansi > 0,05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas Substruktur 2

Struktur Model	Sig.	Keterangan
----------------	------	------------

Ukuran perusahaan	0.552	Tidak Terjadi heteroskedastisitas
Tingkat <i>leverage</i>	0.062	Tidak terjadi heteroskedastisitas
<i>Hedging</i>	0.444	Tidak Terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Hasil uji heteroskedastisitas substruktur 2 pada tabel 4 menunjukkan bahwa setiap variabel independen memiliki nilai signifikansi > 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

5.

Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013 sampai 2017 yang dituangkan dalam bentuk laporan keuangan dan laporan tahunan. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel untuk masing-masing tahun adalah 94 perusahaan. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 5 tahun, sehingga jumlah unit analisis secara keseluruhan adalah 470 data. Berdasarkan hasil pengujian normalitas dengan menggunakan *Z-Score* $\pm 2,58$ terdapat indikasi tiga belas data perusahaan mengalami *outlier* sehingga jumlah unit analisis dalam penelitian adalah 457 data perusahaan untuk 5 tahun.

Hasil Uji Koefisien Determinasi (*Cox and Snell's R Square* dan R^2)

Koefisien determinasi mengukur kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependennya. Penelitian ini menggunakan dua model regresi, yaitu regresi logistik (pengaruh ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* terhadap aktivitas *hedging*) dan regresi berganda (pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage* dan aktivitas *hedging* terhadap risiko idiosinkratik). Oleh karena itu, nilai koefisien determinasi dilihat pada dua tabel yaitu *adjusted R square* dari *Cox and Snell's R Square* untuk regresi logistik dan tabel *adjusted R square* dari regresi linear untuk regresi berganda.

Tabel 5

Substruktur	Hasil Uji <i>Cox and Snell's R Square</i>		
	-2 Log Likelihood	<i>Cox and Snell's R Square</i>	Nagelkerke <i>R Square</i>
Substruktur 1	464.804	0.234	0.324

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Tabel 5 menunjukkan nilai *Cox and Snell's R Square* dari substruktur 1 adalah sebesar 0,234 yang mengindikasikan bahwa sebesar 23,4% variabel aktivitas *hedging* dapat dijelaskan oleh variabel ukuran perusahaan dan tingkat *leverage*, sedangkan selebihnya sebesar 76,6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model dalam penelitian ini.

Tabel 6

Hasil Uji R^2 Substruktur 2

R	R Square	Adjusted R Square
0.156	0.024	0.018

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Nilai koefisien determinasi (R^2) untuk model substruktur 2 yang diperlihatkan pada tabel 6 adalah sebesar 0,018 yang berarti bahwa 1,8% variabilitas risiko idiosinkratik (Y_2) dapat dijelaskan oleh variabilitas ukuran perusahaan (X_1), tingkat *leverage* (X_2), dan aktivitas *hedging* (Y_1). Sedangkan selebihnya sebesar 98,2% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model dalam penelitian ini.

Hasil Pengujian Model Fit (Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test dan Uji F)

Penelitian ini menggunakan dua model regresi, yaitu regresi logistik (pengaruh ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* terhadap aktivitas *hedging*) dan regresi sederhana (pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage* dan aktivitas *hedging* terhadap risiko idiosinkratik). Oleh karena itu, perlu dilakukan uji simultan untuk kedua persamaan, yaitu uji nilai *Chi-Square* untuk regresi logistik dan anova untuk regresi berganda.

Tabel 7
Hasil Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test

Substruktur	Chi-square	Df	Sig
Substruktur 1	14.600	8	0.067

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Berdasarkan hasil uji pada tabel 7 tampak bahwa persamaan substruktur 1 yang menguji pengaruh ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* terhadap aktivitas *hedging* memiliki nilai signifikansi 0,067 > 0,05. Dalam uji statistik *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*, jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan model mampu memprediksi nilai observasinya atau model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.

Tabel 8
Hasil Uji F Substruktur 2

Variabel Endogenus	Variabel Eksogenus	F	Sig
Risiko Idiosinkratik	Ukuran Perusahaan Tingkat <i>Leverage</i> <i>Hedging</i>	3.756	0.011

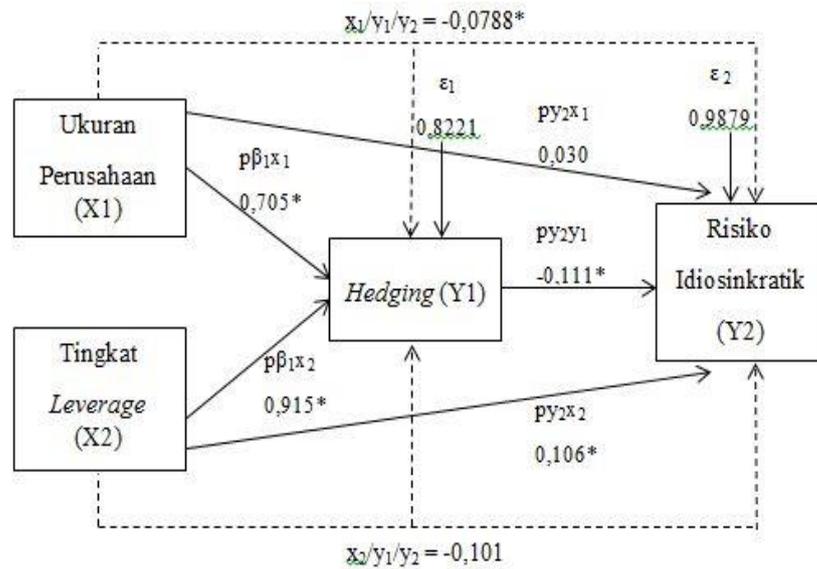
Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Hasil uji F yang disajikan memperlihatkan bahwa untuk substruktur 2 yang menguji pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, dan aktivitas *hedging* terhadap risiko idiosinkratik memiliki nilai signifikansi sebesar 0,011 < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa ada pengaruh antara ukuran perusahaan, tingkat *leverage* dan aktivitas *hedging* terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model pada persamaan substruktur 2 telah dibangun dengan baik. Dari keseluruhan persamaan yang ada maka dapat disimpulkan bahwa kerangka pemikiran teoretis sejalan dengan model yang dibangun.

Hasil Analisis Jalur

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi dalam analisis jalur (*path analysis*) untuk memprediksi hubungan antara variabel eksogenus dan variabel endogenus. Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah diperoleh untuk model penelitian ini, maka dapat digambarkan model diagram jalur sebagai berikut:

Gambar 2. Hasil Analisis Jalur



Persamaan struktural yang dapat dirumuskan berdasarkan model diagram jalur yang telah digambarkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

Persamaan substruktur 1

$$Ln \frac{hedging}{1-hedging} = \rho\beta_1 X_1 + \rho\beta_2 X_2 + \epsilon_1$$

$$Y_1 = 0,705 X_1 + 0,915 X_2 + 0,8221$$

Persamaan substruktur 2

$$Y_2 = \rho y_{2x1} + \rho y_{2x2} + \rho y_{2y1} + \epsilon_2$$

$$Y_2 = 0,030x_1 + 0,106x_2 - 0,111y_1 + 0,9879$$

Keterangan:

$$\epsilon_1 = \sqrt{(1 - R^2)} = \sqrt{(1 - 0,324)} = 0,8221$$

$$\epsilon_2 = \sqrt{(1 - R^2)} = \sqrt{(1 - 0,024)} = 0,9879$$

Berdasarkan persamaan substruktural 1 yang telah dirumuskan tersebut, persamaan substruktural 1 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap variabel *hedging*. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka perusahaan tersebut akan cenderung melakukan *hedging*. Sementara itu, tingkat *leverage* yang cukup tinggi juga cenderung menyebabkan perusahaan melakukan *hedging*. Persamaan substruktural 2 memperlihatkan bahwa variabel *hedging* memiliki pengaruh negatif terhadap risiko idiosinkratik sedangkan variabel ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap risiko idiosinkratik. Hal ini berarti bahwa *hedging* akan menurunkan risiko idiosinkratik sedangkan ukuran perusahaan yang besar akan meningkatkan risiko idiosinkratik. Selain itu, tingkat *leverage* yang tinggi pada perusahaan juga akan meningkatkan risiko idiosinkratik.

Tabel 9

Hasil Analisis Persamaan Jalur

Struktur Model	Koefisien	Sig.	Keterangan
	n		
Substruktur 1 (Size dan Lev → Hedge)			
Ukuran Perusahaan	0,705	0,000	Signifikan
Tingkat <i>Leverage</i>	0,915	0,000	Signifikan
Substruktur 2 (Size, Lev, Hedge → Idio)			
Ukuran Perusahaan	0,030	0,572	Tidak signifikan
Tingkat <i>Leverage</i>	0,106	0,027	Signifikan
<i>Hedging</i>	-0,111	0,034	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Hasil Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara parsial berpengaruh atau tidak terhadap variabel dependen dalam regresi. Jika hasil perhitungan menunjukkan nilai probabilitas < 0,05 berarti terdapat pengaruh secara parsial yang signifikan antara variabel independen dan variabel dependen. Hasil uji t dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel yang telah disajikan sebelumnya. Pembahasan keseluruhan hasil uji t adalah sebagai berikut:

1. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *hedging* adalah sebesar 0,705 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Dengan demikian H₁ yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *hedging*, **diterima**.
2. Pengaruh tingkat *leverage* terhadap *hedging* adalah sebesar 0,915 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Dengan demikian, H₂ yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *hedging*, **diterima**.

3. Pengaruh *hedging* terhadap risiko idiosinkratik adalah sebesar -0,111 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,034, lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *hedging* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian, H_3 yang menyatakan bahwa *hedging* berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik, **diterima**.
4. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik adalah sebesar 0,030 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,572, lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian, H_4 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik, **ditolak**.
5. Pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik adalah sebesar 0,106 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,027, lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian, H_5 yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik, **diterima**.

Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total

Pengaruh langsung adalah pengaruh satu variabel eksogenus terhadap variabel endogenus yang terjadi tanpa melalui variabel endogenus lain. Nilai pengaruh langsung dapat diperoleh dari *standardized coefficient beta*, yang merupakan nilai koefisien variabel dari setiap persamaan substruktur yang dihasilkan melalui analisis regresi. Sedangkan pengaruh tidak langsung adalah pengaruh satu variabel eksogenus terhadap variabel endogenus yang terjadi melalui variabel endogenus lain yang terdapat dalam model yang dianalisis. Nilai pengaruh tidak langsung diperoleh dari hasil perkalian koefisien antara variabel eksogenus, yaitu variabel ukuran perusahaan (X_1) dan tingkat *leverage* (X_2) dengan koefisien variabel endogenus, yaitu *hedging* (Y_1). Pengaruh total diperoleh dari akumulasi dari pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Hasil pengujian statistik mengenai pengujian pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total dapat dijelaskan pada tabel berikut:

Tabel 9
Analisis Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total

Kombinasi Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total
<i>Size/Hedge</i>	0,705	-	0,705
<i>Lev/Hedge</i>	0,915	-	0,915
<i>Hedge/Idio</i>	-0,111	-	-0,111
<i>Size/Idio</i>	0,030	-0,078	-0,048
<i>Lev/Idio</i>	0,106	-0,101	0,005

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS (2018)

Berdasarkan hasil analisis pengaruh tidak langsung pada tabel 4.8 di atas, menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan (X_1) terhadap risiko idiosinkratik (Y_2) melalui *hedging* (Y_1) adalah sebesar -0,078. Nilai pengaruh tidak

langsung ini diperoleh dari hasil perkalian koefisien antara variabel X_1 dan Y_1 . Pada substruktur 1, variabel X_1 memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0,000. Pada substruktur 2, variabel Y_1 memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0,034. Selanjutnya pengaruh tingkat *leverage* (X_2) terhadap risiko idiosinkratik (Y_2) melalui *hedging* (Y_1) adalah sebesar -0,101. Nilai pengaruh tidak langsung ini diperoleh dari hasil perkalian koefisien antara variabel X_2 dan Y_1 . Pada substruktur 1, variabel X_2 memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0,000. Pada substruktur 2 variabel Y_1 memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0,034.

Uji Sobel

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan menggunakan uji sobel (*sobel test*). Uji sobel ini dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) melalui variabel mediasi (M) atau dengan kata lain menguji signifikansi pengaruh tidak langsung. Perkalian antara pengaruh langsung variabel bebas terhadap variabel mediator (a) dan pengaruh langsung variabel mediator terhadap variabel dependen (b) akan menghasilkan koefisien ab. (Kelvin, Daromes, Ng, 2017); Wiradana, et al., 2018) Uji signifikansi pengaruh tidak langsung (ab) dilakukan berdasarkan rasio antara koefisien (ab) dengan *standard error*-nya yang akan menghasilkan nilai t-statistik.

Tabel 10
Perhitungan Uji Sobel

Kombinasi Variabel	Nilai Estimasi	Standard Error	P value of <i>sobel test</i>	Keterangan
<i>Size</i> → <i>Idio</i> via <i>hedge</i>	0,705 : - 0,275	0,084 : 0,129	0,0388120 4	Signifikan
<i>Lev</i> → <i>Idio</i> via <i>hedge</i>	0,915 : - 0,275	0,244 : 0,129	0,0638452 6	Tidak Signifikan

Sumber: Perhitungan dengan bantuan program *statistics calculator version 4*

Berdasarkan hasil analisis pengujian sobel di tabel 4.9 yang disajikan tampak bahwa pengaruh ukuran perusahaan (X_1) terhadap risiko idiosinkratik (Y_2) melalui *hedging* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,038 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa *hedging* memediasi hubungan ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian *hedging* berperan dalam memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik sehingga H_{6a} yang menyatakan bahwa *hedging* memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik, **diterima**.

Hasil perhitungan uji sobel pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa pengaruh tingkat *leverage* (X_2) terhadap risiko idiosinkratik (Y_2) melalui *hedging* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,063 > 0,05$. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa *hedging* gagal memediasi hubungan tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik. Dengan demikian H_{6b} yang menyatakan bahwa *hedging* memediasi pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik, **ditolak**.

Pembahasan

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Hedging*

Hasil uji pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap *hedging* menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,705 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,000, $< \alpha 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa

ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar aset perusahaan maka perusahaan akan cenderung melakukan *hedging*.

Menurut Nance (1993) total aset sebagai ukuran perusahaan adalah fungsi skala ekonomi dalam organisasi dan produksi, di mana aset membantu mendorong perkembangan perusahaan. Oleh karena itu aset dianggap sebagai bagian penting dalam kelangsungan operasional perusahaan sebab perusahaan menggunakan aset sebagai sumber daya untuk menghasilkan manfaat ekonomis di masa mendatang. Dalam kondisi perusahaan menggunakan utang sebagai salah satu sumber pendanaan, kreditor biasanya meminta jaminan berupa aktiva pada perusahaan. Hal ini akan mendorong manajemen perusahaan untuk mencari alternatif pendanaan lain ketika jatuh tempo kewajiban telah dekat sehingga risiko terjadinya gagal bayar dapat dihindari dan aset perusahaan tidak disita.

Berdasarkan teori agensi (Fama, 1980), terdapat hubungan kontraktual yang efisien antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer perusahaan (agen), di mana para pemegang saham mempekerjakan manajer sebagai agen untuk bekerja demi memaksimalkan keuntungan bagi para pemegang saham. Perusahaan dengan aset yang besar umumnya terlibat di pasar saham dan dimiliki secara luas oleh investor sehingga manajemen perusahaan akan dituntut untuk melaksanakan tugasnya sebagai agen dengan lebih baik melalui pengambilan keputusan ekonomi yang tepat.

Hasil penelitian ini konsisten dan sejalan dengan penelitian Ameer (2010), Yip dan Nguyen (2012), serta Arshita dan Mahfudz (2016) yang menemukan bahwa besarnya nilai buku total aset cenderung akan menyebabkan perusahaan tersebut melakukan *hedging*. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dan tidak sejalan dengan penelitian Krisdian dan Badjra (2017) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging*.

Berdasarkan data penelitian, rata-rata perusahaan yang menjadi sampel memiliki angka total aset yang tinggi di kisaran 29,06 dengan nilai *max* 33,3 di mana hal ini menunjukkan bahwa kelompok perusahaan yang melakukan lindung nilai adalah perusahaan besar. Maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan besar ditemukan cenderung lebih memiliki kesadaran atas pentingnya *hedging* untuk melindungi aset dari kemungkinan kerugian yang timbul karena risiko. Hal ini mengindikasikan bahwa jumlah aset yang besar menyebabkan manajemen perusahaan menerapkan kebijakan *hedging*.

Triki (2005) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset yang besar biasanya akan lebih aktif melakukan *hedging* sebab perusahaan cenderung memiliki aktivitas operasi berbiaya tinggi yang tidak dimiliki perusahaan kecil. Maka dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan aset besar mempunyai kegiatan operasional yang luas di mana perusahaan bergantung pada pembiayaan eksternal seperti utang yang membuat perusahaan menanggung konsekuensi yang lebih besar terhadap aset perusahaan jika terjadi gagal bayar. Sehingga perusahaan akan melakukan lindung nilai untuk memastikan ketersediaan arus kas dengan mencari alternatif pembiayaan cadangan untuk mencegah terjadinya gagal bayar.

Pengaruh Tingkat *Leverage* terhadap *Hedging*

Hasil uji pengaruh variabel tingkat *leverage* terhadap *hedging* menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,915 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar

0,000, < alpha 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi akan cenderung mendorong perusahaan untuk melakukan lindung nilai (*hedging*).

Kekayaan pemegang saham direpresentasikan oleh harga saham yang dapat menjadi cerminan dari keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aset. Penggunaan utang dalam struktur modal akan melibatkan biaya kesulitan keuangan, biaya keagenan, serta pajak, sebagai *trade off* (imbangan) dari manfaat penggunaan utang. Pembiayaan dengan utang dapat diartikan oleh pihak eksternal sebagai keyakinan perusahaan atas kemampuan untuk membayar kewajiban di masa mendatang yang juga menandakan bahwa perusahaan berprospek baik. Hal ini menunjukkan bahwa selain memperhatikan efektivitas manajemen dalam mengelola investasi perusahaan, pemegang saham juga akan memperhatikan kinerja manajemen yang mampu mengelola sumber dana pembiayaan secara efektif.

Kualitas keputusan investor dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan perusahaan dalam laporan keuangan (Immaculatta, 2006). Hartono (2005) mengemukakan bahwa berdasarkan teori sinyal, ketika informasi itu diterima maka pelaku pasar akan terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Informasi penggunaan utang dalam struktur modal dapat menjadi salah satu sinyal positif bagi investor (Brigham dan Houston, 2001).

Struktur modal yang optimal dalam suatu perusahaan adalah kombinasi penggunaan utang dan ekuitas untuk memaksimalkan harga saham perusahaan. Penggunaan utang yang lebih besar dibandingkan modal yang dimiliki dapat menimbulkan beberapa masalah seperti meningkatnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat pengembalian bunga yang lebih tinggi, dan terciptanya asimetri informasi (Modigliani dan Miller, 1963).

Sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi dalam struktur modalnya cenderung akan lebih berhati-hati dalam menjalankan kegiatan operasi perusahaan dan berusaha membatasi risiko bawaan yang timbul dari penggunaan utang, karena semakin banyak jumlah utang dalam struktur modal maka semakin besar kewajiban perusahaan untuk membayar dalam jangka panjang. Selain itu dengan jatuh temponya utang maka utang tersebut harus segera dilunasi oleh perusahaan. Tindakan yang dapat dilakukan manajemen adalah melakukan *hedging* untuk memastikan tersedianya arus kas yang cukup dengan mencari pembiayaan melalui utang baru atau melalui sumber pendanaan internal seperti laba ditahan atau menjual aset. Investor akan menilai tindakan manajemen tersebut sebagai aktivitas internal yang positif dalam perusahaan. Informasi yang dipublikasikan perusahaan seperti sebuah pengumuman penerapan kebijakan akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil penelitian ini sejalan dan konsisten dengan penelitian Putro (2012), serta Krisdian dan Badjra (2017) yang menemukan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan perusahaan melakukan lindung nilai. Tetapi, hasil penelitian ini tidak sejalan dan tidak konsisten dengan penelitian Jiwandhana (2016) yang menemukan *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan perusahaan melakukan *hedging*.

Menurut Ameer (2010), suatu perusahaan yang menggunakan utang akan menghadapi biaya kesulitan keuangan dan karenanya memiliki keinginan yang

lebih besar untuk terlibat dalam lindung nilai. Dengan risiko kesulitan keuangan akibat kesulitan pemenuhan kewajiban yang semakin besar maka perusahaan perlu melakukan tindakan lindung nilai untuk mengurangi dampak buruk risiko bawaan yang timbul. Semakin tinggi *leverage* maka akan semakin besar tindakan lindung nilai yang dilakukan untuk mengurangi dampak risiko tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan proporsi utang yang lebih besar dari modal sendiri akan melakukan lindung nilai agar kemungkinan gagal bayar dapat ditekan dengan mencari sejumlah alternatif pembiayaan untuk memastikan ketersediaan arus kas yang cukup.

Pengaruh *Hedging* terhadap Risiko Idiosinkratik

Hasil uji pengaruh variabel *hedging* terhadap risiko idiosinkratik menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -0,111 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,034, < alpha 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *hedging* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hal ini menunjukkan bahwa lindung nilai yang dilakukan oleh perusahaan akan cenderung menurunkan risiko idiosinkratik.

Chng *et al.* (2017) dalam penelitiannya tentang *corporate hedging* dan volatilitas idiosinkratik menemukan bahwa dari lima kategori perusahaan, grup yang konsisten melakukan lindung nilai diisi oleh perusahaan-perusahaan besar, memiliki arus kas yang lebih lancar, return yang stabil dan sahamnya lebih aktif diperdagangkan di bursa. Sementara grup yang tidak melakukan lindung nilai atau yang membatasi kebijakan lindung nilainya ditemukan cenderung memiliki volatilitas return bulanan yang lebih tinggi serta menjadi positif dan signifikan terhadap volatilitas idiosinkratik. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa risiko idiosinkratik menjadi rendah bagi perusahaan yang konsisten melakukan lindung nilai karena lindung nilai membantu perusahaan menjaga ketersediaan arus kas sehingga pembiayaan kegiatan operasional perusahaan menjadi lancar. Ketika kebutuhan dana aktivitas operasi perusahaan terpenuhi maka perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas yang nantinya akan tercermin pada nilai saham perusahaan.

Menurut Melewar (2008), teori sinyal menunjukkan bahwa perusahaan akan memberikan sinyal melalui tindakan dan komunikasi. Perusahaan akan memberi sinyal-sinyal ini untuk mengungkapkan atribut yang tersembunyi bagi para pemangku kepentingan. Agar sinyal tersebut menjadi sebuah sinyal yang baik maka sinyal itu harus dapat diterima oleh pasar dan dipersepsikan dengan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang memiliki kualitas buruk (Hartono, 2005). Hal ini berarti bahwa kebijakan manajemen dapat menjadi sinyal positif bagi perusahaan bila kebijakan tersebut dapat membantu meningkatkan kinerja perusahaan, di mana Hartono (2005) menyatakan bahwa perusahaan *profitable* cenderung memberikan sinyal tentang perusahaannya yang tidak mudah mengalami kebangkrutan atau kesulitan keuangan dibandingkan dengan perusahaan yang kurang *profitable*.

Fama dan French (1998) mengemukakan bahwa optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, di mana suatu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya. Perusahaan besar tentu akan memakai utang sebagai salah satu pendanaan aktivitas operasinya, kebutuhan dana yang tercukupi dapat membantu perusahaan memperoleh keuntungan. Tetapi semakin besar jumlah utang dalam struktur modal dan semakin lama jangka

waktunya membuat kemungkinan gagal bayar juga semakin tinggi. Keputusan pendanaan ini akan mendorong manajemen untuk mencari solusi dengan mengeluarkan kebijakan keuangan lain untuk memastikan kecukupan dana perusahaan.

Lindung nilai dalam hal ini merupakan salah satu bentuk strategi keuangan yang dapat digunakan oleh pihak manajemen sebagai alat komunikasi kepada pihak eksternal, khususnya investor dan kreditor. Mayers dan Smith (1987) mengemukakan bahwa *hedging* mengurangi probabilitas perusahaan akan mengalami gagal bayar pada jatuh tempo yang telah disetujui, sehingga meningkatkan ekspektasi positif dari pemegang saham terhadap arus kas yang positif dari *net present value* proyek investasi. Adanya penerapan *hedging* dalam perusahaan akan diartikan sebagai sinyal positif bagi pihak eksternal, di mana investor menganggap manajemen yang menerapkan *hedging* sebagai bentuk solusi alternatif pembiayaan dari penggunaan utang yang bisa memunculkan risiko gagal bayar.

Fu (2009) mengemukakan bahwa kebijakan manajemen adalah salah satu faktor yang dapat mempengaruhi besarnya risiko idiosinkratik, di mana risiko idiosinkratik tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristik spesifik perusahaan namun juga dipengaruhi oleh kebijakan keuangan dan pendanaan yang dimiliki perusahaan. Keputusan manajemen untuk melakukan lindung nilai menjadi salah satu strategi dalam memaksimalkan manajemen risiko untuk melindungi aset perusahaan serta memastikan ketersediaan arus kas untuk pendanaan. Sehingga bagi perusahaan yang konsisten melakukan lindung nilai akan cenderung memiliki risiko idiosinkratik yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan lindung nilai. Hal ini mengindikasikan bahwa aktivitas lindung nilai dalam perusahaan mengurangi risiko bawaan yang timbul dari kebijakan pendanaan manajemen.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Risiko Idiosinkratik

Hasil uji pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,030 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,532, > alpha 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hal ini berarti semakin besar total aset perusahaan maka risiko idiosinkratik pada portofolio akan cenderung meningkat tetapi pengaruhnya tidak kuat.

Fink *et al* (2005) serta Brown dan Kapadia (2007) menyatakan bahwa karakteristik spesifik perusahaan seperti ukuran perusahaan (*size* diukur dari nilai buku total aset serta nilai total penjualan) menjadi salah satu faktor yang berperan dalam peningkatan risiko idiosinkratik, di mana perusahaan yang lebih kecil dan cenderung baru tercatat di bursa memiliki asosiasi lebih tinggi dengan peningkatan risiko idiosinkratik. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan kecil umumnya cenderung memiliki sumber daya yang terbatas dan akan sulit bersaing dengan perusahaan yang lebih besar, terlebih bila perusahaan masih berumur muda dan *new listing* sehingga pengetahuan dan kesiapan manajemen dalam menghadapi ketidakpastian di dunia bisnis mungkin lebih rendah dibandingkan perusahaan besar.

Teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu mengenai kinerja perusahaan sangat dibutuhkan oleh para investor sebagai alat analisis

untuk pengambilan keputusan investasi. Pada umumnya perusahaan besar melibatkan lebih banyak pihak yang berkepentingan di dalam proses bisnisnya sehingga informasi yang tersedia untuk pengambilan keputusan juga semakin banyak. Informasi keuangan yang tersedia akan mempengaruhi persepsi investor mengenai kualitas kinerja perusahaan, bila perusahaan memiliki kinerja yang buruk maka hal ini juga merefleksikan risiko yang harus ditanggung pemegang saham yang berinvestasi di dalamnya.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dan tidak konsisten dengan penelitian Oktarina (2010) yang menemukan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik, serta Januardi (2017) yang menemukan hasil konsisten, yang berarti bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan maka risiko idiosinkratik akan cenderung semakin rendah. Hasil penelitian keduanya mengindikasikan bahwa aset yang dimiliki perusahaan dapat menekan risiko idiosinkratik.

Pengaruh tidak signifikan yang diperoleh dari hasil pengujian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang hanya diukur dengan total aset tidak cukup kuat untuk mempengaruhi risiko idiosinkratik. Menurut penelitian Yuningsih dan Yudaruddin (2007), *book to market ratio* ditemukan memiliki pengaruh yang lebih kuat terhadap volatilitas return dibandingkan total aset. Hal ini bisa jadi disebabkan karena risiko idiosinkratik tidak dapat dijelaskan hanya dengan nilai buku total aset perusahaan karena aset tidak begitu mencerminkan informasi tentang baik buruknya kinerja saham, sehingga nilai kapitalisasi pasar mungkin dapat menjadi penjas yang lebih baik.

Pengaruh Tingkat *Leverage* terhadap Risiko Idiosinkratik

Hasil uji pengaruh variabel tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,106 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar $0,027 < \alpha 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi pada perusahaan akan cenderung meningkatkan risiko idiosinkratik pada portofolio.

Ketika manajer memiliki keyakinan kuat atas prospek perusahaan ke depan, maka manajer dapat menggunakan utang lebih banyak sebagai sinyal bagi investor bahwa terdapat kemampuan untuk meningkatkan kinerjanya (Ronald, Ng, dan Daromes (2019)). Namun, perusahaan yang cenderung mengandalkan pihak eksternal seperti kreditor untuk pembiayaan operasinya, memiliki risiko lebih besar daripada perusahaan yang lebih banyak menggunakan dana sendiri yang dihasilkan secara internal. Hal ini disebabkan karena pendanaan yang berasal dari utang dapat membantu perusahaan membiayai kegiatan bisnisnya tetapi juga menimbulkan kewajiban membayar dalam jangka waktu tertentu yang meningkatkan risiko perusahaan kesulitan membayar proporsi utang yang lebih besar dari modal sendiri.

Berdasarkan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976), manajer sebagai agen telah menerima pendelegasian wewenang dari pemegang saham untuk mengkoordinasikan aktivitas dalam perusahaan. Peran terpenting dari *shareholder* adalah untuk memonitor dan mengontrol pekerjaan dan pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan oleh manajer. Hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko yang harus ditanggung pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Oleh karena itu pemegang saham juga akan menilai bagaimana manajemen mengelola aktivitas internal perusahaan terkait investasi dan

pendanaan, di mana kebijakan yang dikeluarkan manajemen dapat dikatakan ikut menentukan seberapa besar risiko yang ditanggung pemegang saham.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan kebijakan manajer dalam menentukan proporsi yang tepat antara jumlah utang dan jumlah modal sendiri di dalam perusahaan sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Sekuritas-sekuritas yang berasosiasi dengan risiko idiosinkratik sering kali ditemukan berasal dari perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi serta *turnover* saham yang juga tinggi (Vozlyublennaia, 2013).

Hasil penelitian ini sejalan dan konsisten dengan penelitian Oktarina (2010), dan Vozlyublennaia (2013) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik, yang berarti bahwa semakin tinggi proporsi utang perusahaan maka risiko idiosinkratik juga akan meningkat. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Pastor dan Veronesi (2002) dan Brandt *et al.* (2010) yang menemukan bahwa *leverage* berhubungan negatif dengan risiko idiosinkratik.

Oleh karena penggunaan utang itu sendiri telah menimbulkan risiko maka tingkat *leverage* yang tinggi pada perusahaan cenderung akan membuat risiko idiosinkratik menjadi tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi proporsi utang dibandingkan ekuitas dalam struktur modal perusahaan, maka akan semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham. Pendanaan melalui utang dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan tetapi *leverage* yang besar juga menyebabkan semakin besar kemungkinan terjadinya gagal bayar sehingga risiko idiosinkratik meningkat.

Peran Mediasi *Hedging* pada Hubungan Ukuran Perusahaan dan Tingkat *Leverage* terhadap Risiko Idiosinkratik

Hasil pengujian peran mediasi *hedging* pada pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik berdasarkan hasil pengujian sobel pada tabel 4.9 memperlihatkan bahwa *hedging* berperan dalam memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik dengan nilai *p value of sobel test* sebesar $0,038 < \alpha 0,05$.

Pengaruh signifikan yang diperoleh dari hasil pengujian ini memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap risiko idiosinkratik sehingga membutuhkan mediator, salah satunya melalui *hedging*. Hal ini mengindikasikan bahwa jumlah aset perusahaan yang besar tidak mampu mengurangi risiko bawaan yang ada pada perusahaan, sehingga diperlukan faktor lain untuk dapat mempengaruhi risiko tersebut.

Menurut Little *et al.* (2007, dalam Ng & Daromes, 2016), terdapat 4 jenis mediasi yaitu *full mediation*, *partial mediation*, *inconsistent mediation*, dan *no mediation*. Hasil uji mediasi sesuai dengan hasil pengujian hubungan langsung ukuran perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap *hedging*, serta *hedging* berpengaruh signifikan secara langsung terhadap risiko idiosinkratik, sehingga *hedging* dapat menjadi mediator. Dapat disimpulkan pada hubungan mediasi ini, peran *hedging* termasuk ke dalam model mediasi *full mediation*, yang berarti bahwa total aset yang besar tidak menjamin perusahaan dapat menekan risiko idiosinkratik kecuali perusahaan juga melakukan *hedging*.

Berdasarkan hasil pengujian sobel pada tabel 4.9, hasil pengujian peran mediasi *hedging* pada pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik menunjukkan bahwa *hedging* tidak berperan dalam memediasi pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik dengan nilai *p value of sobel test* sebesar

0,063, lebih besar dari 0,05. Jenis mediasi *hedging* pada hubungan ini termasuk dalam kategori *no mediation*.

Menurut Brigham dan Houston (2011:153), perusahaan membutuhkan modal dalam bentuk utang ataupun ekuitas apabila perusahaan ingin bertumbuh. Namun selain menjadi pengurang pajak, pendanaan dengan utang dalam jumlah besar juga meningkatkan risiko yang harus ditanggung para pemegang saham. Hasil pengujian pengaruh langsung tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik juga memperlihatkan bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh yang kuat terhadap risiko idiosinkratik, di mana semakin tinggi *leverage* perusahaan maka risiko idiosinkratik juga akan cenderung meningkat.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian dan hasil analisis data yang telah dilakukan, maka kesimpulan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan jumlah aset yang besar cenderung akan terdorong untuk melakukan lindung nilai. Hal ini disebabkan karena semakin besar ukuran perusahaan maka kerugian yang dapat ditimbulkan oleh risiko juga akan berdampak lebih besar sehingga perusahaan akan melakukan lindung nilai untuk mencegahnya.
- b. Tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging*. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki komposisi utang yang lebih besar cenderung akan terdorong untuk melakukan lindung nilai. Hal ini disebabkan karena penggunaan utang oleh perusahaan akan membuat perusahaan berusaha mencegah terjadinya gagal bayar dengan memaksimalkan manajemen risiko melalui lindung nilai.
- c. *Hedging* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hasil ini menunjukkan bahwa lindung nilai yang dilakukan perusahaan cenderung akan menurunkan risiko idiosinkratik. Hal ini mengindikasikan bahwa lindung nilai yang dilakukan perusahaan membantu perusahaan melindungi aset dan dapat menekan kemungkinan gagal bayar sehingga risiko idiosinkratik menjadi rendah.
- d. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hasil ini menunjukkan bahwa besarnya ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hal ini bisa jadi disebabkan karena nilai buku total aset yang menjadi proksi ukuran perusahaan belum cukup kuat untuk mempengaruhi risiko idiosinkratik.
- e. Tingkat *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko idiosinkratik. Hasil ini menunjukkan bahwa *leverage* yang menjadi salah satu karakteristik spesifik perusahaan cenderung akan meningkatkan risiko idiosinkratik. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan *leverage* yang lebih besar akan memiliki risiko bawaan yang juga lebih tinggi sehingga akan meningkatkan risiko idiosinkratik.
- f. *Hedging* berperan dalam memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko idiosinkratik, tetapi tidak memiliki peran dalam memediasi pengaruh tingkat *leverage* terhadap risiko idiosinkratik. Hasil ini mengindikasikan bahwa pengaruh langsung *leverage* terhadap risiko idiosinkratik sudah cukup kuat sehingga tidak memerlukan variabel mediasi, namun ukuran

perusahaan tidak memiliki pengaruh yang kuat terhadap risiko idiosinkratik sehingga membutuhkan *hedging* sebagai mediator.

Implikasi teoretis penelitian ini memperkuat teori sinyal (*signaling theory*) yang dikemukakan oleh Akerlof (1970), Spence (1973), Palepu (2004), dan Hartono (2005) bahwa teori sinyal disebabkan oleh adanya asimetri informasi. Asimetri informasi terjadi ketika terdapat kondisi di mana manajemen perusahaan memiliki informasi yang berbeda mengenai prospek perusahaan dibandingkan dengan informasi yang dimiliki investor. Adanya asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar akan membuat investor dan kreditor memiliki informasi yang minim tentang perusahaan dan prospeknya. Maka teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan memiliki dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal.

Selain teori sinyal, implikasi teoretis penelitian ini turut memperkuat teori agensi (*agency theory*) yang dikemukakan oleh Fama (1980) yang menegaskan bahwa dalam hubungan keagenan terdapat kontrak efisien antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer). Manajemen adalah pihak yang ditunjuk oleh pemegang saham dan diberikan tanggung jawab untuk mengelola serangkaian aktivitas dan melakukan pengambilan keputusan demi memaksimalkan keuntungan bagi para pemegang saham. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan keilmuan dan dapat dijadikan referensi bagi penelitian selanjutnya mengenai peran ukuran perusahaan dan tingkat *leverage* untuk mendorong penerapan *hedging* dalam upaya menekan risiko idiosinkratik.

Implikasi praktis dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan khususnya manajemen, sebagai bahan referensi atau masukan agar faktor-faktor seperti total aset dan tingkat utang serta volatilitas return dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan. Sehingga perusahaan dapat mengetahui pentingnya melakukan manajemen risiko melalui lindung nilai. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi praktis berupa gambaran untuk menilai suatu perusahaan tidak hanya melalui kondisi keuangannya saja tetapi juga mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang dilakukan manajemen dalam mengelola risiko perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga diharapkan dapat memberi manfaat praktis bagi regulator, sebagai pertimbangan untuk merancang lebih banyak peraturan tentang manajemen risiko dan pengungkapan risiko bagi perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang sekaligus dapat menjadi arah bagi penelitian selanjutnya, yaitu periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini relatif singkat untuk penelitian mengenai risiko idiosinkratik, yakni hanya 5 tahun dari periode 2013-2017. Akan lebih baik jika penelitian mengenai risiko idiosinkratik dilakukan dengan periode pengamatan yang lebih panjang. Selain itu, alat ukur untuk menentukan aktivitas *hedging* di dalam perusahaan masih terbatas sehingga masih cukup sulit untuk menentukan apakah suatu perusahaan melakukan *hedging* atau tidak dengan hanya melihat laporan keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, N., & Haris, B. (2012). Factors for Using Derivatives: Evidence from Malaysian Non-Financial Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 79.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Aretz, K., & Bartram, S. (2007). Corporate Hedging and Shareholder Value. *Corporate Finance Review*, 7, 434-449.
- Arshita, M. J., & Mahfudz. (2016). Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Keputusan Hedging dengan Derivatif Valuta Asing (Studi pada Perusahaan Non-Finansial yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 1-14.
- Bartram, S. M., Gregory, W. B., & Jennifer, C. (2011, August 4). The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 967-999.
- Bennett, J. A., & Sias, R. W. (2006). Why Company Specific Risk Changes Over Time? *Financial Analyst Journal*, 62(5), 89-100.
- Beretta, S., & Saverio, B. (2004). A Framework for The Analysis of Firm Risk Communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance* (8th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, F. E., & Houston, J. F. (2001). *Fundamental of Financial Management* (9th ed.). Harcourt College Publishers.
- Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm Specific Risk and Equity Market Development. *Journal of Financial Economics*, 84, 358-388.
- Bujaki, M. L., & Zeghal, D. (1999). The Disclosure of Future Oriented Information in Annual Reports of Canadian Corporations . *Working Paper*.

- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B., & Xu, Y. (2001, February). Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1-43.
- Chng, M. T., Victor, F., Vincent, X., & Hong, F. Z. (2017). Corporate Hedging and The High Idiosyncratic Volatility Low Return Puzzle. *International Review of Finance*, 1-31.
- Chugh, S. K. (2016). Firm Risk and Leverage-based Business Cycles. *Review of Economics Dynamics*, 20, 111-131.
- Damodaran, A. (2008). *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. Pearson Prentice Hall.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fink, J., Grullon, G., Fink, K., & Weston, J. (2005). IPO Vintage and The Rise of Idiosyncratic Risk. *7th Annual Texas Finance Festival Paper*, 1-35.
- Gerlach, R., Obaydin, I., & Zurbruegg, R. (2015). The Impact of Leverage on The Idiosyncratic Risk and Return Relationship of REITs Around The Financial Crisis. *International Review of Economics and Finance*, 1-13.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Iatridis, G. (2008). Accounting Disclosure and Firms' Financial Attributes: Evidence from The UK Stock Market. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 219-241.
- ICAEW. (2002). Risk Management. *Business Resources*.

- Januardi, N. V. (2017). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Efisiensi Operasi, Dividend Payout Ratio, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Risiko Sistematis dan Non-Sistematis. *Artikel Ilmiah Universitas Diponegoro*, 1-120.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiwandhana, R. S. (2016). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(1), 31-58.
- Kelvin, C., Daromes, F. E., & Ng, S. (2017). Pengungkapan Emisi Karbon Sebagai Mekanisme Peningkatan Kinerja Untuk Menciptakan Nilai Perusahaan. *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan*, 6(1). <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe9/article/view/5948>
- Krisdian, N. P., & Badjra, I. B. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tingkat Utang, dan Kesulitan Keuangan Terhadap Keputusan Hedging pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 6(3), 1452-1477.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk Reporting: A Study of Risk Disclosures in The Annual Reports of UK Companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Martono, N. (2012). *Metode Penelitian Kuantitatif: Analisis Isi dan Analisis Data Sekunder* (3rd ed.). Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Naomi, P. (2011). Risiko Idiosinkratik dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Saham Indonesia. *Finance and Banking Journal*, 13(2), 128-138.
- Nelson, J. M., Moffitt, J. S., & Affleck-Graves, J. (2005). The Impact of Hedging on The Market Value of Equity. *Journal of Corporate Finance*, 11, 851-881.
- Ng, S., & Daromes, F. E. (2016). Peran kemampuan manajerial sebagai mekanisme peningkatan kualitas laba dan nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 13(2), 174-193. DOI: <http://dx.doi.org/10.21002/jaki.2016.10>
- Oktarina, B. (2010). Analisis Pengaruh Variabel Keuangan Perusahaan Terhadap Risiko Idiosyncratic. *Artikel Ilmiah Universitas Sebelas Maret*, 13-69.
- Palepu, Healy, & Bernard. (2004). *Business Analysis & Valuation - Using Financial Statements* (2nd ed.). South Western College Publishing.
- Riyanto, B. (2008). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit BPFE.

- Ronald, S., Ng, S., & Daromes, F. E. (2019). Corporate Social Responsibility as Economic Mechanism for Creating Firm Value. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 3(1), 22-36. DOI: <https://doi.org/10.28992/ijsam.v3i1.69>
- Rizal, F. N. (2017). Determinan Keputusan Hedging pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Artikel Ilmiah Universitas Negeri Yogyakarta*, 1-75.
- Schubert, L. (2011). Hedge Ratios for Short and Leveraged ETFs. *Atlantic Review of Economics*, 1.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices A Theory of Market Equilibrium under Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry Into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*.
- Sugiyono. (2012). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Wardhana, A. A., & Nur, C. (2013). Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Pengungkapan Risiko. *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(3), 1-14.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1997). *Manajemen Keuangan* (9th ed., Vol. 2). Jakarta: Binarupa Aksara.
- Williams, C. A., Smith, M. L., & Young, P. C. (1998). *Risk Management and Insurance (McGraw-Hill International Editions: Finance Series)* (8th ed.). McGraw-Hill Publishing Co.
- Wiradana, W., Oei, O., Daromes, F. E., & Kampo, K. (2018). Teknologi Informasi terhadap Kualitas Laba dengan Pengendalian Internal sebagai Variabel Pemeditasi. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 25(2). <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe3/article/view/7159>