

BAB II KAJIAN TEORI DAN HIPOTESIS

A. Kajian Pustaka

1. *Hedging Theory*

Hedging Theory merupakan landasan teoretis utama dalam penelitian ini. Teori ini pertama kali dikembangkan secara sistematis oleh Smith dan Stulz (1985) dalam karya monumental mereka yang berjudul "*The Determinants of Firm's Hedging Policies*". Smith dan Stulz (1985) berargumen bahwa dalam dunia dengan ketidaksempurnaan pasar seperti pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi keputusan lindung nilai (*hedging*) bukan sekadar aktivitas operasional, melainkan keputusan strategis yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Smith dan Stulz (1985), terdapat tiga argumen teoretis utama yang menjelaskan mengapa perusahaan melakukan *hedging*. Pertama, *hedging* mengurangi probabilitas kebangkrutan dan biaya *financial distress* yang bersifat konveks artinya, semakin besar kemungkinan *distress*, semakin besar manfaat *hedging*. Kedua, *hedging* mengurangi beban pajak perusahaan karena fungsi pajak yang konveks menyebabkan perusahaan dengan pendapatan yang lebih stabil membayar pajak lebih sedikit secara agregat dibandingkan perusahaan dengan pendapatan yang volatil. Ketiga, *hedging* mengurangi masalah *underinvestment* yang muncul akibat konflik kepentingan antara

pemegang saham dan kreditor (Dominica & Suparna, 2024, Chila & Desmiza, 2024).

Dalam konteks penelitian ini, *Hedging Theory* relevan digunakan untuk menjelaskan keterkaitan antara volatilitas kurs, utang valuta asing, dan arus kas operasi dengan Intensitas penggunaan instrumen derivatif *FX*. Perusahaan dengan volatilitas kurs yang lebih tinggi dan eksposur utang valas yang lebih besar berpotensi menghadapi tekanan *financial distress* yang semakin besar, sehingga memiliki dorongan yang lebih kuat untuk menerapkan strategi *hedging* sebagai upaya menjaga stabilitas nilai perusahaan. Sementara itu, perusahaan yang memiliki arus kas operasi yang kuat cenderung mempunyai kapasitas keuangan internal yang memadai untuk membiayai premi instrumen derivatif *FX*, sehingga dapat melakukan *hedging* dengan intensitas yang lebih tinggi (Almeida *et.al.*, 2003; Halimah & Tiara, 2023).

2. *Foreign Exchange Exposure Theory*

Foreign Exchange Exposure Theory merupakan kerangka teoretis kedua yang mendasari penelitian ini. Teori ini dirintis oleh Adler dan Dumas (1984) yang mendefinisikan eksposur nilai tukar sebagai sensitivitas nilai perusahaan diukur melalui nilai aset, liabilitas, atau arus kas terhadap perubahan nilai tukar mata uang yang bersifat tidak terduga serta sulit diprediksi sebelumnya. Dalam formulasi Adler dan Dumas (1984), eksposur valas diukur sebagai koefisien regresi nilai perusahaan terhadap perubahan kurs, sehingga dapat dikuantifikasi secara empiris.

Adler dan Dumas (1984) mengklasifikasikan eksposur nilai tukar ke dalam tiga kategori yang fundamental. Pertama, *transaction exposure* (eksposur transaksi), yaitu risiko yang muncul dari perubahan nilai kurs terhadap kontrak atau komitmen keuangan yang telah ditetapkan dalam denominasi mata uang asing, seperti utang valas, tagihan ekspor, dan kontrak pembelian impor. Kedua, *translation exposure* (eksposur translasi), yaitu risiko yang muncul pada saat laporan keuangan entitas anak yang disusun dalam denominasi mata uang asing dijabarkan dan digabungkan ke dalam mata uang fungsional perusahaan induk dalam proses konsolidasi, sehingga berpotensi menghasilkan selisih kurs yang berdampak pada posisi ekuitas dan neraca perusahaan secara keseluruhan. menghasilkan keuntungan atau kerugian translasi yang memengaruhi neraca keuangan. Ketiga, *economic exposure* (eksposur ekonomi), yaitu risiko perubahan jangka panjang pada nilai fundamental perusahaan akibat pergeseran daya saing yang disebabkan oleh perubahan nilai tukar yang permanen (Samir, 2025; Faniswan & Ahmad, 2024).

3. Intensitas *Hedging FX*

a. Definisi *Hedging*

Hedging FX (foreign exchange hedging) merupakan mekanisme pengelolaan risiko keuangan yang diterapkan korporasi guna melindungi nilai aset, liabilitas, maupun arus kas yang terpapar risiko fluktuasi nilai tukar mata uang asing. Madura (2021) mendefinisikan *hedging* sebagai tindakan perusahaan untuk melindungi posisi

keuangannya dari risiko perubahan harga atau nilai tukar dengan mengambil posisi yang berlawanan di pasar derivatif. Dalam praktiknya, pelaksanaan *hedging FX* bertumpu pada pemanfaatan beragam instrumen derivatif, antara lain *forward contract*, *currency swap*, *currency option*, dan *futures*. Rangkaian instrumen tersebut difungsikan sebagai peredam tekanan finansial ketika kurs bergerak ke arah yang tidak dikehendaki perusahaan (Madura 2021).

Selain berfungsi sebagai alat perlindungan terhadap risiko kurs, *hedging FX* juga merupakan bagian penting dari sistem manajemen risiko korporasi yang komprehensif. Perusahaan yang beroperasi dalam lingkungan nilai tukar yang berfluktuasi cenderung menggunakan instrumen derivatif valas untuk mengunci nilai tukar pada tingkat tertentu sehingga dapat meningkatkan kepastian dalam perencanaan arus kas, penganggaran biaya, dan pengambilan keputusan keuangan (Froot *et.al.*, 1993). Primayudha *et.al.*, (2023) juga menjelaskan bahwa *hedging* merupakan strategi lindung nilai yang bertujuan meminimalkan kerugian akibat eksposur kurs dengan memanfaatkan instrumen derivatif yang nilainya bergerak berlawanan dengan perubahan kurs pasar.

Intensitas *hedging* yang relatif tinggi dapat dibaca sebagai indikasi bahwa manajemen menaruh perhatian serius pada tata kelola risiko keuangan, terutama eksposur kurs yang bersumber dari transaksi lintas negara, kewajiban berdenominasi valuta asing, serta

aktivitas ekspor dan impor. Di tengah eskalasi ketidakpastian ekonomi global sepanjang periode 2021–2025, penerapan strategi lindung nilai menjadi semakin relevan karena berperan dalam menjaga konsistensi kinerja keuangan perusahaan serta meredam fluktuasi arus kas yang dipicu oleh perubahan nilai tukar yang tidak terduga. Oleh karena itu, aktivitas *hedging* tidak lagi dipandang hanya sebagai pilihan strategis, tetapi sebagai kebutuhan bagi perusahaan yang memiliki eksposur valuta asing yang signifikan (Wati & Rahmawati, 2025).

b. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Hedging FX*

Madura (2021) memetakan determinan keputusan sekaligus intensitas *Hedging FX* ke dalam dua kelompok. Kelompok pertama bersifat internal, yakni karakteristik finansial yang melekat pada entitas: *leverage*, likuiditas, profitabilitas, arus kas operasi, utang berdenominasi valas (*foreign debt*), skala usaha (*firm size*), prospek ekspansi (*growth opportunity*), serta tekanan *financial distress*. Kelompok kedua berada di luar kendali manajemen dan mencakup gejolak kurs, arah kebijakan suku bunga bank sentral, regulasi perdagangan lintas negara, hingga dinamika geopolitik global. Kedua kelompok tersebut tidak berdiri sendiri; keterkaitan di antara keduanya membentuk besaran eksposur kurs yang dihadapi perusahaan sekaligus menentukan urgensi penerapan lindung nilai (Madura, 2021).

Smith dan Stulz (1985) menekankan bahwa utang valuta asing dan *leverage* merupakan dua faktor internal utama yang mendorong perusahaan melakukan *hedging* karena keduanya secara langsung meningkatkan risiko keuangan akibat fluktuasi kurs. Selain itu, Almeida *et.al.*, (2003) menjelaskan bahwa arus kas operasi yang kuat dapat memperkuat kemampuan perusahaan dalam mendanai aktivitas lindung nilai serta mengelola risiko valuta asing secara lebih efektif. Namun, Pratama dan Imronudin (2024) menemukan bahwa pada perusahaan manufaktur di Indonesia, faktor utang valuta asing dan ukuran perusahaan lebih konsisten memengaruhi keputusan *hedging* dibandingkan variabel keuangan lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya eksposur valuta asing yang dimiliki perusahaan menjadi pertimbangan utama dalam menentukan kebijakan lindung nilai. Temuan serupa juga diperoleh Nastiti *et.al.*, (2022) pada perusahaan sub sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yang menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas perusahaan berpengaruh signifikan terhadap keputusan hedging dengan instrumen derivatif valuta asing.

c. Indikator Intensitas *Hedging FX*

Intensitas *Hedging FX* dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio nilai nosional instrumen derivatif valuta asing terhadap total liabilitas valuta asing perusahaan. Pengukuran ini mengikuti pendekatan yang digunakan oleh Chila dan Desmiza

(2024), Halimah dan Tiara (2023), yang mengkuantifikasi Intensitas *hedging* secara kontinu (bukan sekadar variabel *dummy hedger/non-hedger*). Formulasi pengukuran adalah sebagai berikut :

$$\text{Intensitas Hedging} = \frac{\text{Nilai Nosional Derivatif FX}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Fajri *et.al.*, (2023); Wati & Rahmawati (2025)

Dimana :

Intensitas *Hedging* : Rasio nilai nosional derivatif *FX* terhadap total aset

Nilai Nosional Derivatif *FX* : Total nilai kontrak instrumen derivatif valuta asing yang dimiliki perusahaan (*forward, swap, option*) yang diungkapkan dalam CALK

Total Aset : Total aset perusahaan pada akhir periode *fiscal*

Semakin tinggi rasio tersebut, semakin besar proporsi nilai derivatif *FX* yang dimanfaatkan perusahaan dibandingkan dengan total asetnya, yang mengindikasikan intensitas *hedging* yang lebih tinggi. Data nilai nosional derivatif *FX* diperoleh dari pengungkapan yang tercantum dalam Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK) perusahaan, sesuai dengan ketentuan PSAK 71 mengenai Instrumen Keuangan yang berlaku efektif sejak tahun 2020. (Fajri *et.al.*, 2023, Pratama & Imronudin, 2024).

1. Volatilitas Kurs

a. Definisi Volatilitas Kurs

Volatilitas kurs merupakan indikator yang mencerminkan besaran ketidakstabilan pergerakan nilai tukar suatu mata uang terhadap mata uang lainnya dalam periode waktu tertentu. Dalam kajian literatur keuangan internasional, volatilitas kurs umumnya diukur menggunakan standar deviasi perubahan nilai tukar harian maupun bulanan yang menggambarkan tingkat ketidakstabilan pergerakan kurs selama suatu periode pengamatan (Faniswan & Ahmad, 2024). Semakin tinggi volatilitas kurs, semakin besar ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnis yang berkaitan dengan transaksi internasional.

Menurut Madura, (2021), volatilitas kurs mencerminkan derajat ketidakpastian pergerakan nilai tukar yang dihadapi perusahaan dalam transaksi internasionalnya. Fluktuasi nilai tukar yang substansial berpotensi memengaruhi nilai aset, kewajiban, pendapatan, maupun beban yang terdenominasi dalam valuta asing, yang pada akhirnya dapat memperbesar eksposur risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Oleh karena itu, volatilitas kurs kerap

dijadikan sebagai indikator utama dalam mengukur besarnya risiko nilai tukar yang dihadapi perusahaan (Madura, 2021).

Selain itu, volatilitas nilai tukar dapat diartikan sebagai tingkat ketidakstabilan kurs bilateral yang tercermin dari dispersi perubahan harian kurs selama satu periode fiskal, yang menjadi proksi utama risiko eksposur nilai tukar bagi perusahaan yang memiliki aktivitas lintas negara atau kewajiban dalam mata uang asing (Samir, 2025). Dalam konteks perusahaan di Indonesia, volatilitas kurs USD/IDR merupakan salah satu faktor eksternal yang paling berpengaruh dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan, mengingat sebagian besar aktivitas perdagangan internasional masih menjadikan Dolar AS sebagai mata uang acuan dalam transaksi pembayaran maupun penagihan antar pihak. (Chila & Desmiza, 2024).

Tingkat volatilitas kurs yang tinggi menunjukkan lingkungan bisnis yang semakin tidak pasti dan berisiko. Kondisi tersebut dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan aktivitas manajemen risiko, termasuk melalui penggunaan instrumen lindung nilai (*hedging*) untuk meminimalkan potensi kerugian yang diakibatkan oleh perubahan nilai tukar yang tidak menguntungkan. Bahkan, dalam periode meningkatnya ketidakpastian global akibat

dinamika perdagangan internasional dan kebijakan tarif pada tahun 2025, volatilitas kurs bilateral mengalami peningkatan yang signifikan sehingga mendorong perusahaan untuk memperkuat strategi lindung nilai melalui penggunaan instrumen derivatif valuta asing secara lebih intensif dibandingkan periode sebelumnya (Alamad, 2025).

b. Indikator Volatilitas Kurs

Dalam penelitian ini, volatilitas kurs diukur menggunakan standar deviasi pergerakan nilai tukar USD/IDR harian dalam satu tahun fiskal, berdasarkan data nilai tukar tengah Bank Indonesia (BI). Pendekatan pengukuran ini mengikuti metodologi yang digunakan oleh Dominica dan Suparna (2024) serta Chila dan Desmiza (2024). Standar deviasi dipilih sebagai pengukur volatilitas karena bersifat intuitif, mudah diinterpretasikan, dan tidak memerlukan asumsi distribusi tertentu. Formulasi pengukurannya adalah :

Langkah 1 : menghitung *return* Kurs

$$R_t = \frac{Kurs_t - Kurs_{t-1}}{Kurs_{t-1}}$$

Sumber : Chila & Desmiza (2024); Pratama & Imronudin (2024)

Dimana :

R_t : *Return*/perubahan kurs periode ke-t

$Kurs_t$: nilai kurs pada periode sekarang

$Kurs_{t-1}$: nilai kurs pada periode sebelumnya

Langkah 2 : menghitung Volatilitas

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_t - \bar{R})^2}{n-1}}$$

Sumber : Chila & Desmiza (2024); Pratama & Imronudin (2024)

Dimana :

σ : Volatilitas kurs (standar deviasi perubahan nilai tukar)

R_i : *Return* kurs harian periode ke-i

$\bar{R}$: Rata-rata *return* kurs harian dalam satu tahun fiskal

n : Jumlah hari pengamatan dalam satu tahun fiskal

$\sum$: Total keseluruhan data *return* kurs

Standar deviasi dipilih sebagai pengukur volatilitas karena bersifat intuitif, mudah diinterpretasikan, dan tidak memerlukan asumsi distribusi tertentu. Nilai σ yang lebih tinggi mengindikasikan lingkungan kurs yang lebih tidak stabil, yang secara teoritis meningkatkan insentif perusahaan untuk melakukan lindung nilai (Chila & Desmiza, 2024).

c. Hubungan Volatilitas Kurs dengan Intensitas *Hedging* FX

Dalam kerangka *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985) dan *Foreign Exchange Exposure Theory* (Adler &

Dumas, 1984), volatilitas kurs yang lebih tinggi secara teoritis meningkatkan insentif perusahaan untuk melakukan *hedging*. Perusahaan yang beroperasi di lingkungan nilai tukar yang sangat volatil menghadapi ketidakpastian arus kas yang lebih besar, yang meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress* dan *cash flow shortfall* yang menghambat kelancaran kegiatan operasional dan investasi.

Secara mekanistik, ketika volatilitas kurs meningkat, nilai eksposur keuangan perusahaan terhadap fluktuasi nilai tukar semakin membesar. *Transaction exposure* meningkat karena selisih antara kurs yang diasumsikan dalam perencanaan anggaran dan kurs aktual saat pembayaran menjadi semakin lebar. *Translation exposure* pun membesar karena konversi liabilitas valas ke Rupiah untuk pelaporan keuangan menghasilkan *unrealized loss* yang semakin besar ketika Rupiah melemah secara signifikan.

Merespons kondisi tersebut, manajemen yang bertindak rasional akan meningkatkan intensitas penggunaan instrumen derivatif *FX* guna mengunci nilai tukar di level yang dapat direncanakan, sehingga ketidakpastian arus kas dapat dikurangi dan stabilitas nilai perusahaan dapat terjaga. Dengan demikian, secara teoretis terdapat keterkaitan positif antara tingkat volatilitas kurs dan intensitas *hedging FX*,

semakin tidak stabil lingkungan nilai tukar, semakin besar dorongan bagi perusahaan untuk melindungi posisi keuangannya secara lebih intensif (Smith & Stulz, 1985; Adler & Dumas, 1984).

Hubungan positif ini diperkuat oleh argumen bahwa dalam konteks sektor industrial yang memiliki struktur biaya produksi yang sangat bergantung pada bahan baku impor berdenominasi USD, volatilitas kurs yang tinggi secara langsung memperburuk prediktabilitas margin keuntungan operasional, sehingga mendorong manajemen untuk mengadopsi strategi lindung nilai yang lebih komprehensif sebagai bagian dari manajemen risiko korporasi yang prudensial (Alamad, 2025).

2. Utang Valuta Asing

a. Definisi Utang Valuta Asing

Utang valuta asing (*foreign currency debt*) adalah kelompok kewajiban perusahaan yang terikat pada denominasi non-Rupiah; dalam praktik korporasi Indonesia, sebagian besar di antaranya berbasis Dolar Amerika Serikat (USD). Bentuknya beragam: kredit perbankan valas, obligasi yang diterbitkan di pasar internasional (*foreign currency bonds*), utang dagang lintas negara, serta kewajiban jangka pendek maupun panjang lainnya di luar denominasi Rupiah (Bank Indonesia, 2025).

Menurut Brigham dan Houston (2022), utang valuta asing merupakan sumber pendanaan eksternal yang melibatkan risiko nilai tukar karena nilai kewajiban dalam mata uang domestik berubah seiring dengan fluktuasi kurs. Semakin besar proporsi utang yang didenominasikan dalam valuta asing, semakin tinggi pula eksposur risiko kurs yang ditanggung perusahaan (Brigham & Houston, 2022).

Pratama dan Imronudin (2024) mendefinisikan utang valuta asing dalam konteks penelitian empiris sebagai seluruh liabilitas perusahaan yang tercatat dalam denominasi mata uang asing di Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK), yang secara langsung membentuk *balance sheet exposure* terhadap perubahan nilai tukar (Pratama & Imronudin, 2024).

Fajri *et.al.*, (2023) menegaskan bahwa proporsi utang valuta asing terhadap total liabilitas merupakan proksi yang paling representatif untuk mengukur *balance sheet exposure* perusahaan, karena variabel ini mencerminkan seberapa besar porsi kewajiban perusahaan yang rentan terhadap dampak depresiasi Rupiah dalam penyusunan laporan keuangan (Fajri *et. al.*, 2023).

Prassida dan Syaharani (2026) menambahkan bahwa dalam kondisi Rupiah yang melemah secara persisten seperti pada periode 2021–2025, utang valuta asing menjadi variabel

eksposur yang paling sensitif karena setiap pelemahan nilai tukar langsung tercermin dalam peningkatan nilai kewajiban yang harus ditanggung perusahaan dalam Rupiah (Prassida & Syaharani, 2026).

b. Indikator Utang Valuta Asing

Dalam penelitian ini, utang valuta asing diukur menggunakan rasio total liabilitas dalam mata uang asing terhadap total liabilitas perusahaan. Pengukuran ini mengikuti pendekatan yang digunakan oleh Halimah dan Tiara (2023) yang menyebutnya sebagai *foreign liability ratio*, serta Yudha *et.al.*, (2023), Fajri *et.al.*, (2023), dan Pratama & Imronudin (2024) dalam penelitian di Indonesia. Data utang valuta asing diperoleh dari Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK) yang mengungkapkan rincian komposisi mata uang dari setiap pos liabilitas, sesuai dengan ketentuan pengungkapan yang diatur dalam PSAK 60 mengenai Instrumen Keuangan. Berikut rumus dari *foreign debt* :

$$foreign\ debt = \frac{Total\ Liabilitas\ Mata\ Uang\ Asing}{Total\ Liabilitas}$$

Sumber : Yudha *et al.* (2023); Fajri *et al.* (2023); Pratama & Imronudin (2024)

Dimana :

Foreign debt : Rasio utang valuta asing terhadap total liabilitas perusahaan

Total Liabilitas : Total kewajiban yang dinyatakan dalam Mata Uang Asing denominasi mata uang asing (terutama USD) yang tercantum dalam CALK

Total Liabilitas : Total seluruh kewajiban perusahaan (dalam Rupiah) pada akhir periode fiska.

Indikator utama yang diperhatikan dalam pengukuran ini meliputi: (1) proporsi liabilitas berdenominasi USD terhadap total liabilitas; (2) komposisi antara liabilitas valas jangka pendek dan jangka panjang; serta (3) tren perubahan rasio antarperiode yang mencerminkan dinamika eksposur neraca perusahaan. Semakin besar rasio tersebut, semakin luas porsi kewajiban yang rentan terhadap pergerakan nilai tukar, dan semakin besar pula dorongan bagi perusahaan untuk menerapkan strategi lindung nilai secara lebih intensif (Fajri *et. al.*, 2023).

c. Hubungan Utang Valuta Asing dengan Intensitas *Hedging* *FX*

Menurut *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985), perusahaan dengan utang valuta asing yang lebih besar menghadapi *balance sheet exposure* yang lebih tinggi yaitu risiko peningkatan nilai liabilitas dalam Rupiah secara otomatis ketika nilai tukar Rupiah melemah terhadap Dolar AS. Setiap pelemahan nilai tukar secara langsung memperbesar nilai

Rupiah dari seluruh utang valas yang ada di neraca, menghasilkan *unrealized foreign exchange loss* yang menekan kinerja keuangan dan memperbesar risiko pelanggaran *debt covenant*.

Kondisi ini secara teoritis meningkatkan probabilitas *financial distress*, yang mendorong manajemen untuk menggunakan instrumen derivatif *FX* sebagai mekanisme perlindungan. Dengan melakukan lindung nilai atas sebagian atau seluruh posisi utang valas, perusahaan dapat menstabilkan nilai kewajiban dalam Rupiah dan mengurangi ketidakpastian beban pembayaran di masa depan. Sehingga, terdapat hubungan positif yang teoritis antara besarnya proporsi utang valuta asing dan intensitas *hedging FX*, semakin besar eksposur neraca dari utang valas, semakin kuat dorongan bagi manajemen untuk meningkatkan penggunaan instrumen derivatif *FX* (Smith & Stulz, 1985).

Dalam perspektif *Foreign Exchange Exposure Theory* (Adler & Dumas, 1984), utang valuta asing merupakan sumber *transaction exposure* yang paling konkret dan terukur yaitu kewajiban pembayaran pokok dan bunga yang telah ditetapkan dalam denominasi Dolar AS. Besarnya *transaction exposure* ini secara langsung berkorelasi dengan kebutuhan perusahaan untuk menggunakan instrumen *forward contract* atau *cross-currency*

swap guna mengunci nilai tukar saat pembayaran jatuh tempo, sehingga mengurangi ketidakpastian arus kas keluar di masa depan (Adler & Dumas, 1984).

Dengan demikian, dari sudut pandang teoritis yang komprehensif, proporsi utang valuta asing yang lebih besar akan mendorong perusahaan sektor industrial untuk mengadopsi strategi *hedging FX* yang lebih intensif sebagai respons rasional terhadap besarnya *balance sheet exposure* dan *transaction exposure* yang dihadapi dalam kondisi nilai tukar yang volatile (Madura, 2021).

3. Arus Kas Operasi

a. Definisi Arus Kas Operasi

Arus kas operasi (*operating cash flow/OCF*) adalah pergerakan kas baik yang mengalir masuk maupun keluar yang bersumber dari kegiatan usaha pokok perusahaan sepanjang satu periode pelaporan. PSAK 2 tentang Laporan Arus Kas membatasi cakupannya pada transaksi yang berkaitan langsung dengan penciptaan pendapatan utama: kas yang diterima dari pelanggan di satu sisi, serta kas yang dibayarkan kepada pemasok, karyawan, dan otoritas pajak di sisi lain. Pos-pos yang tergolong aktivitas investasi maupun pendanaan berada di luar cakupan tersebut.

Fajri *et.al.*, (2023) mendefinisikan arus kas operasi dalam konteks penelitian *hedging* sebagai proksi kapasitas finansial internal perusahaan, di mana perusahaan dengan arus kas operasi yang memadai memiliki kemampuan untuk membiayai premi instrumen derivatif tanpa mengorbankan kegiatan investasi atau operasional lainnya (Fajri *et al.*, 2023).

Dominica dan Suparna (2024) menjelaskan bahwa rasio arus kas operasi terhadap total aset merupakan indikator efisiensi konversi aset menjadi kas operasional, yang juga mencerminkan kualitas laba dan kemampuan perusahaan dalam membiayai aktivitas manajemen risiko secara mandiri (Dominica & Suparna, 2024).

Pratama dan Imronudin (2024) menambahkan bahwa dalam konteks perusahaan sektor industrial Indonesia, arus kas operasi yang tertekan akibat kenaikan biaya bahan baku impor dapat memperlemah kapasitas pendanaan internal perusahaan untuk membiayai aktivitas lindung nilai. Modal kerja merupakan dana yang dibutuhkan perusahaan untuk membiayai seluruh kebutuhan operasionalnya, tercermin pada aset lancar berupa kas, piutang, dan persediaan (Karnasi *et.al.*, 2025).

b. Indikator Arus Kas Operasi

Dalam penelitian ini, arus kas operasi diukur menggunakan rasio antara arus kas bersih yang dihasilkan dari

kegiatan operasional terhadap total aset perusahaan (*operating cash flow ratio*), dengan data yang bersumber dari laporan arus kas tahunan auditan. Pendekatan tersebut mengikuti metodologi Fajri et al. (2023) serta Yulianingsih dan Lastanti (2024). Rasio bertanda positif merepresentasikan keberhasilan perusahaan memanen kas dari roda usahanya; sebaliknya, rasio bertanda negatif menyingkap kondisi ketika penyerapan kas operasional melampaui perolehannya situasi yang mempersempit ruang gerak perusahaan dalam mendanai program lindung nilai. Formulasi Arus Kas Operasi disajikan sebagai berikut :

$$\text{Arus Kas Operasi} = \frac{\text{Arus Kas Bersih Dari Aktivitas Operasi}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Fajri *et al.* (2023); Yulianingsih & Lastanti (2024)
Dimana :

Arus Kas Operasi : Rasio antara arus kas bersih dari aktivitas operasi terhadap total aset

Arus Kas Bersih : Nilai arus kas bersih dari kegiatan operasional
Dari Aktivitas yang tercantum dalam laporan arus kas
Operasi tahunan yang telah diaudit

Total Aset : Total aset perusahaan pada akhir periode fiskal

Indikator yang perlu diperhatikan dalam variabel ini meliputi: (1) nilai absolut arus kas operasi positif mengindikasikan kemampuan menghasilkan kas, negatif mengindikasikan konsumsi kas; (2) tren rasio dari tahun ke

tahun sebagai cerminan konsistensi kemampuan operasional; (3) sensitivitas arus kas terhadap fluktuasi kurs, karena kenaikan biaya impor akibat pelemahan Rupiah langsung menekan arus kas operasi pada perusahaan sektor industrial; serta (4) kecukupan arus kas untuk membiayai premi dan *margin deposit* instrumen derivatif *FX* (Fajri *et.al.*, 2023).

c. Hubungan Arus Kas Operasi dengan Intensitas *Hedging* *FX*

Berdasarkan *Cash Flow Theory* (Almeida *et.al.*, 2003), perusahaan yang membukukan arus kas operasi lebih besar memiliki kemampuan pendanaan internal yang lebih memadai untuk menanggung biaya premi dan *margin deposit* instrumen derivatif *FX*. Kondisi tersebut menciptakan keterkaitan yang searah antara besaran arus kas operasi dan intensitas *hedging* semakin besar aliran kas yang dihasilkan dari kegiatan operasional, semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan sumber daya keuangannya untuk aktivitas lindung nilai secara lebih menyeluruh.

Dari perspektif *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985), perusahaan yang arus kas operasinya berfluktuasi secara tidak menentu menghadapi risiko yang lebih besar untuk mengalami kekurangan dana internal pada saat dibutuhkan kondisi yang dalam literatur keuangan dikenal sebagai *cash flow shortfall*.

Risiko ini mendorong manajemen untuk melakukan *hedging* agar arus kas operasi lebih stabil dan dapat diprediksi, sehingga kemampuan perusahaan membiayai kegiatan investasi dan operasional tidak terganggu oleh fluktuasi kurs yang tiba-tiba dan signifikan.

Secara mekanistik, terdapat dua jalur pengaruh arus kas operasi terhadap intensitas *hedging FX*. Jalur pertama adalah *capacity channel*, arus kas operasi yang besar menyediakan likuiditas internal yang cukup untuk membayar premi *option*, *margin call*, dan biaya transaksi lainnya yang berkaitan dengan penggunaan instrumen derivatif, sehingga perusahaan dapat menjalankan aktivitas lindung nilai dengan cakupan yang lebih luas dan intensitas yang lebih tinggi. Jalur kedua adalah *stabilization channel*, ketidakstabilan arus kas operasi yang sering terjadi akibat volatilitas kurs pada sektor industrial mendorong manajemen untuk menggunakan instrumen *hedging* secara lebih aktif sebagai upaya menstabilkan pendapatan bersih dan menjaga kepercayaan investor serta kreditor (Almeida *et.al.*, 2003; Froot *et.al.*, 1993). Anggrahini *et.al.*, (2023) menemukan bahwa net working capital berpengaruh positif signifikan terhadap cash holding perusahaan, yang mengindikasikan bahwa modal kerja bersih dapat berfungsi sebagai substitusi kas yang mudah dicairkan ketika perusahaan membutuhkan likuiditas

tambahan untuk membiayai kebutuhan non-operasional seperti aktivitas lindung nilai.

Dengan demikian, dari sudut pandang teoritis yang komprehensif, arus kas operasi memiliki hubungan positif dengan intensitas *hedging FX*, perusahaan yang menghasilkan arus kas operasi lebih besar akan cenderung mengalokasikan sebagian dari kapasitas finansialnya untuk kegiatan lindung nilai yang lebih intensif, sementara perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih rendah menghadapi *trade-off* yang lebih ketat dalam membiayai aktivitas *hedging* (Madura, 2021; Almeida *et.al.*, 2003)

B. Penelitian Terdahulu

Berikut disajikan sejumlah penelitian terdahulu yang digunakan sebagai data pendukung dalam penelitian ini. Uraian mengenai hasil penelitian tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Prassida & Syaharani, (2026) <i>The Effect of Foreign Liability, Interest coverage Ratio and Growth Opportunity on Hedging Decisions with Leverage as a Moderating Variable</i>	<i>Foreign liability</i> (X1), <i>Interest coverage Ratio</i> (X2), <i>Growth Opportunity</i> (X3), <i>Leverage</i> (Moderasi) (Z), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression + MRA. <i>Purposive sampling</i> . 44 perusahaan <i>non-primary consumer goods</i> BEI. Periode: 2022-2024.	a. <i>Foreign liability</i> berpengaruh negatif signifikan. b. <i>Interest coverage ratio</i> negatif tidak signifikan. c. <i>Growth Opportunity</i> berpengaruh positif signifikan. d. <i>Leverage</i> memperkuat pengaruh <i>foreign</i>

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
				<i>liability</i> terhadap <i>hedging</i> .
2.	Alamad, (2025) <i>Foreign Exchange Risk Management in Enterprises: A Comparative Study of the U.S. and China</i>	<i>FX Exposure</i> (X1), <i>Leverage</i> (X2), <i>Profitability</i> (X3), <i>Firm Size</i> (X4), <i>Hedging Effectiveness</i> (Y)	Metode : <i>Comparative Quantitative Study</i> . Teknik Analisis : <i>Regression + Comparative Analysis</i> . Sampel: 84 perusahaan besar AS dan China.	a. China memiliki <i>FX Exposure</i> lebih tinggi. b. Perusahaan AS lebih agresif menggunakan <i>forward/options</i> . c. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif terhadap efektivitas <i>hedging</i> . d. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif.
3.	Wati & Rahmawati, (2025) Menilai Pengelolaan Risiko Korporasi: Peran Kepemilikan Institusional, <i>Leverage</i> , dan Nilai Perusahaan dalam Aktivitas Lindung Nilai	Kepemilikan Institusional (X1), <i>Leverage</i> (X2), Nilai Perusahaan (X3), Aktivitas <i>Hedging</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : <i>Logistic Regression</i> (SPSS). <i>Purposive sampling</i> . 28 perusahaan BUMN BEI. Periode: 2018-2022.	a. Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan. b. <i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan. c. Nilai perusahaan berpengaruh negatif signifikan.
4.	Chila & Desmiza, (2024) Pengaruh <i>Cash Flow Volatility</i> , <i>Firm Size</i> , <i>Foreign debt</i> dan <i>Exchange rate</i> terhadap <i>Hedging</i>	<i>Cash flow Volatility</i> (X1), <i>Firm Size</i> (X2), <i>Foreign debt</i> (X3), <i>Exchange rate</i> (X4), <i>Hedging</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : <i>Logistic Regression</i> . <i>Purposive sampling</i> . 35 perusahaan energi. Periode: 2018-2022.	a. <i>Cash flow Volatility</i> berpengaruh positif signifikan. b. <i>Foreign debt</i> berpengaruh positif signifikan. c. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan. d. <i>Exchange rate</i> tidak signifikan.
5.	Yulianingsih & Lastanti, (2024) Pengaruh <i>Financial distress</i> , Volatilitas Arus Kas, <i>Firm Size</i> , <i>Leverage</i> terhadap	<i>Financial distress</i> (X1), <i>Cash flow Volatility</i> (X2), <i>Firm Size</i> (X3), <i>Leverage</i> (X4), <i>Liquidity</i> (moderasi) (Z),	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : <i>Multiple Regression</i> . <i>Purposive sampling</i> .	a. <i>Financial distress</i> signifikan positif. b. <i>Leverage</i> signifikan positif. c. <i>Cash flow Volatility</i> positif

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	Keputusan <i>Hedging</i> dengan Likuiditas Sebagai Pemoderasi	<i>Hedging Decision</i> (Y)	Perusahaan otomotif BEI. Periode: 2019-2023.	tetapi tidak signifikan. d. <i>Firm Size</i> tidak signifikan. e. Likuiditas hanya memoderasi <i>Financial distress</i> .
6.	Jin & Marshall, (2024) <i>Shedding Light on Foreign Currency Cash Flow Hedges: Transparency and the Hedging Decision</i>	<i>Reporting Transparency</i> (X1), OCI <i>Volatility</i> (X2), FX <i>Hedging Decision</i> (Y1), FX <i>Hedging Intensity</i> (Y2)	Metode : Kuantitatif empiris. Teknik Analisis : Probit, Tobit, OLS, Heckman Two-Step Regression. Perusahaan S&P 500 AS. Periode: 2010-2015. 213 perusahaan.	a. <i>Reporting Transparency</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> dan <i>hedging intensity</i> . b. OCI <i>Volatility</i> berpengaruh signifikan terhadap perilaku <i>hedging</i> . c. Transparansi lebih baik menurunkan <i>information asymmetry</i> .
7.	Pratama & Imronudin, (2024) <i>The Effect of Cash Flow Volatility, Liquidity, Firm Size, Foreign debt and Exchange rate Changes on Hedging Decisions</i>	Volatilitas Kas (X1), Likuiditas (X2), Ukuran Perusahaan (X3), <i>Foreign debt</i> (X4), Perubahan Nilai Tukar Kontrol: Profitabilitas (X5), Keputusan <i>Hedging</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Binary Logistic Regression (IBM SPSS 27). <i>Purposive sampling</i> . 129 perusahaan manufaktur BEI. Periode: 2021-2023.	a. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan. b. Utang luar negeri berpengaruh positif signifikan. c. Volatilitas arus kas tidak signifikan. d. Likuiditas tidak signifikan. e. Perubahan nilai tukar tidak signifikan. Nagelkerke R ² = 24,7%.
8.	Febrianti & Cindiyasari, (2024) Pengaruh Foreign Debt, <i>Liquidity</i> dan <i>Firm Size</i> terhadap <i>Hedging Decision</i>	<i>Foreign debt</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Firm Size</i> (X3), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Regresi Data Panel. <i>Purposive sampling</i> . 6 perusahaan	a. <i>Foreign debt</i> tidak signifikan. b. <i>Liquidity</i> tidak signifikan. c. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan.

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
			manufaktur subsektor semen BEI. Periode: 2017-2023.	d. Secara simultan semua variabel berpengaruh signifikan. $R^2 = 32,38\%$.
9.	Wulandari <i>et.al.</i> , (2024) <i>The Effect of Solvency, Liquidity, Firm Size, Market to Book Value, Institutional Ownership, Financial distress on Hedging Decision Making</i>	<i>Solvency</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Firm Size</i> (X3), <i>Market to Book Value</i> (X4), <i>Institutional Ownership</i> (X5), <i>Financial distress</i> (X6), <i>Hedging Decision Making</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression. <i>Purposive sampling</i> . 19 perusahaan manufaktur sektor industri BEI. Periode: 2020-2023.	a. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan. b. <i>Institutional Ownership</i> berpengaruh negatif signifikan. c. <i>Solvency</i> , <i>Liquidity</i> , MBV, <i>Financial distress</i> tidak signifikan.
10.	Yudha <i>et.al.</i> , (2023) <i>The Effect of Foreign Debt, Liquidity, Firm Size, and Exchange rate on Hedging Decision</i>	<i>Foreign Debt</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Firm Size</i> (X3), <i>Exchange rate</i> (X4), <i>Profitability</i> (X4), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression. <i>Purposive sampling</i> . BUMN BEI. Periode: 2016-2020.	a. <i>Foreign debt</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>hedging decision</i> . b. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan. c. <i>Liquidity</i> tidak signifikan. d. <i>Exchange rate</i> tidak signifikan.
11.	Fajri <i>et.al.</i> , (2023) <i>What Factors Affect Hedging? Empirical Evidence from Indonesia</i>	<i>Financial distress</i> (X1), <i>Leverage</i> (X2), <i>Foreign Debt</i> (X3), <i>Profitability</i> (X4), <i>Foreign Sales</i> (X5), <i>Growth Opportunity</i> (X6), <i>Firm Size</i> (X7), <i>Liquidity</i> (X8), <i>Hedging Decision</i> (Y1), <i>Hedging Intensity</i> (Y2)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Probit Regression + Tobit Regression. Manufaktur Indonesia.	a. <i>Foreign debt</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>hedging decision</i> dan <i>intensity</i> . b. <i>Firm Size</i> signifikan positif. c. <i>Liquidity</i> signifikan negatif. d. <i>Growth Opportunity</i> hanya berpengaruh pada keputusan <i>hedging</i> , bukan Intensitas.
12.	Primayudha <i>et.al.</i> , (2023)	<i>Managerial Ownership</i> (X1),	Metode : Kuantitatif.	a. <i>Managerial Ownership</i>

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>The Impact of Managerial Ownership and Financial Performance on Hedging Decisions</i>	<i>Financial distress (X2), Leverage (X3), Liquidity (X4), Profitability (X5), Firm Size (X6), Hedging Decision (Y)</i>	Teknik Analisis : Logistic Regression. <i>Purposive sampling.</i> 27 perusahaan pertambangan BEI. Periode: 2016-2020.	berpengaruh positif signifikan. b. <i>Financial distress</i> berpengaruh positif signifikan. c. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan. d. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan. e. <i>Leverage</i> tidak signifikan. f. <i>Profitability</i> tidak signifikan.
13.	Salsabila <i>et.al.</i> , (2023) <i>The Association of Exchange Rate, Foreign Debt, and Bankruptcy Risk on Hedging Decisions During the Pandemic</i>	<i>Exchange rate (X1), Foreign debt (X2), Bankruptcy Risk (X3), Hedging Decisions (Y)</i>	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : <i>Multiple linear regression.</i> Perusahaan perbankan umum konvensional OJK. Periode: 2020-2021.	a. <i>Foreign debt</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>hedging</i> . b. <i>Bankruptcy Risk</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>hedging</i> . c. <i>Exchange rate</i> tidak berpengaruh signifikan.
14.	Hartadi & Utami (2023) Analisis Faktor yang Mempengaruhi Aktivitas Instrumen Derivatif Valuta Asing Sebagai Pengambilan Keputusan <i>Hedging</i> (Studi Kasus Pada Perusahaan Sub Sektor Batubara yang Terdaftar di BEI Periode 2017–2021)	<i>Likuiditas (X1), Leverage (X2), Firm Size (X3), Managerial Ownership (X4), Hedging Decision (Y)</i>	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : <i>Logistic Regression (SPSS). Purposive sampling.</i> Sampel: 16 perusahaan subsektor batubara. Periode: 2017–2021.	a. Likuiditas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . b. <i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . c. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . d. <i>Managerial Ownership</i> berpengaruh positif namun

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
				tidak signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> .
15.	Hosama & Setyawan, (2022) <i>Determinants of Hedging Decisions in State-Owned and Private Manufacturing Firms on the IDX</i>	<i>Liquidity</i> (X1), <i>Leverage</i> (X2), <i>Firm Size</i> (X3), <i>Profitability</i> (X4), <i>Public Ownership</i> (X5), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression. Manufacturing firms IDX. Periode: 2018-2020.	a. <i>Liquidity</i> signifikan negatif. b. <i>Firm Size</i> signifikan positif. c. <i>Leverage</i> tidak signifikan. d. <i>Profitability</i> tidak signifikan e. <i>Public Ownership</i> tidak signifikan.
16.	Larasati & Wijaya, (2022) Determinasi Faktor-faktor Keputusan <i>Hedging</i> dengan Instrumen Derivatif pada Perusahaan Manufaktur	<i>Leverage</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Growth</i> (X3), <i>Opportunity</i> (X3), <i>Firm Size</i> (X4), <i>Financial distress</i> (X5), Keputusan <i>Hedging</i> dengan Instrumen Derivatif (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression. <i>Purposive sampling</i> . 47 perusahaan manufaktur BEI. Periode: 2017-2021.	a. <i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan. b. <i>Growth</i> <i>Opportunity</i> berpengaruh positif signifikan. c. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan. d. <i>Financial distress</i> berpengaruh negatif signifikan. e. <i>Liquidity</i> tidak signifikan. Nagelkerke R ² = 43,3%.
17.	Sudiarta & Setyawan, (2022) <i>Determining Factors of Hedging Decisions in Indonesia Stock Exchange</i>	<i>Leverage</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Growth</i> (X3), <i>Opportunity</i> (X3), <i>Profitability</i> (X4), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Probit Binary Choice Model. <i>Purposive sampling</i> . 99 perusahaan manufaktur BEI. Periode: 2015-2019.	a. <i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan. b. <i>Profitability</i> berpengaruh positif signifikan. c. <i>Liquidity</i> dan <i>Growth</i> <i>Opportunity</i> tidak signifikan.
18.	Meridelima & Isbanah, (2021) Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi	<i>Leverage</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Profitability</i> (X3), <i>Growth</i> (X4), <i>Opportunity</i> (X4), <i>Firm Size</i> (X5),	Metode : Kuantitatif Kausal. Teknik Analisis : Logistic Regression.	a. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan. b. <i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan.

No	Nama Peneliti, Tahun, dan Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
	Keputusan <i>Hedging</i> Perusahaan Sektor Industri Pengolahan yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2018	<i>Interest coverage Ratio</i> (X6), <i>Managerial Ownership</i> (X7), <i>Institutional Ownership</i> (X8), <i>Hedging Decision</i> (Y)	<i>Purposive sampling</i> . 41 perusahaan sektor industri pengolahan BEI. Periode: 2014-2018. 205 observasi.	c. <i>Leverage</i> , <i>Profitabilitas</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>ICR</i> , <i>managerial dan Institutional Ownership</i> tidak signifikan. Nagelkerke $R^2 = 58,7\%$.
19.	Normalisa <i>et.al.</i> , (2021) Determinan Pengambilan Keputusan <i>Hedging</i> Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019	<i>Market to Book Value</i> (X1), <i>Liquidity</i> (X2), <i>Leverage</i> (X3), <i>Firm Size</i> (X4), <i>Growth Opportunity</i> (X5), <i>Financial distress</i> (X6), Keputusan <i>Hedging</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression (SPSS 26). <i>Purposive sampling</i> . 156 perusahaan non-keuangan BEI. Periode: 2017-2019.	a. <i>Market to Book Value</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan <i>hedging</i> . b. <i>Firm Size</i> berpengaruh signifikan positif. c. <i>Liquidity</i> , <i>Leverage</i> , <i>growth opportunity</i> , dan <i>Financial distress</i> tidak berpengaruh signifikan. Model menjelaskan 18,5% variasi.
20.	Nabiilah, (2021) Determinasi Keputusan <i>Hedging</i> Perusahaan Publik Sektor Pertanian 2013-2019	<i>Firm Size</i> (X1), <i>Profitability</i> (X2), <i>Liquidity</i> (X3), <i>Growth Opportunity</i> (X4), <i>Leverage</i> (X5), <i>Hedging Decision</i> (Y)	Metode : Kuantitatif. Teknik Analisis : Logistic Regression. <i>Purposive sampling</i> . 11 perusahaan sektor pertanian BEI. Periode: 2013-2019.	a. <i>Profitability</i> berpengaruh positif signifikan. b. <i>Growth opportunity</i> , <i>Leverage</i> , <i>Liquidity</i> , dan <i>Firm Size</i> tidak berpengaruh signifikan.

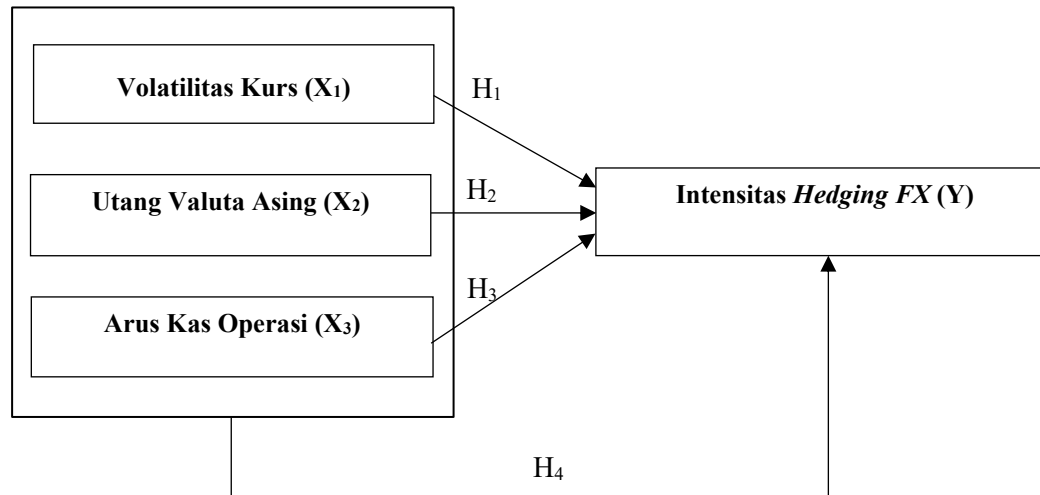
Sumber: Berbagai jurnal ilmiah, diolah peneliti (2026)

C. Kerangka Konseptual

Menurut Sugiyono (2023), kerangka konseptual merupakan bagan yang dirancang untuk memetakan pertautan antara teori dan sejumlah faktor yang telah teridentifikasi sebagai persoalan pokok. Penelitian ini bertujuan

untuk menguji pengaruh volatilitas kurs, utang valuta asing, serta arus kas operasi terhadap Intensitas *Hedging FX* pada perusahaan sektor industrial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2025. Volatilitas kurs (X_1), utang valuta asing (X_2), dan arus kas operasi (X_3) diposisikan sebagai prediktor, sementara Intensitas *Hedging FX* (Y) berperan sebagai variabel terikat.

Penyusunan kerangka konseptual dalam penelitian ini didasarkan pada tiga penelitian empiris yang relevan. Chila dan Desmiza (2024) mengkaji pengaruh *cash flow volatility*, *foreign debt*, dan *exchange rate* terhadap keputusan *hedging*. Yudha *et al.* (2023) meneliti peran *foreign debt* dan *exchange rate* terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Indonesia. Adapun Fajri *et al.* (2023) memetakan determinan keputusan sekaligus intensitas *hedging* pada emiten manufaktur nasional. Sebagian besar kajian tersebut berhenti pada keputusan *hedging* sebagai variabel biner; penelitian ini melangkah pada dimensi yang berbeda, yakni intensitas *hedging* sebagai ukuran kontinu, sehingga mampu menangkap variasi derajat perlindungan yang tidak terungkap melalui pendekatan biner. Pada landasan teoretis dan ketiga temuan tersebut, kerangka konseptual penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:



Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual

Sumber : Modifikasi dari Mangara Yudha *et.al.*, (2023), Chila & Desmiza (2024), dan Fajri *et.al.*, (2023).

D. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh Volatilitas Kurs terhadap Intensitas Hedging FX

Volatilitas kurs menunjukkan tingkat ketidakstabilan atau fluktuasi nilai tukar mata uang suatu negara terhadap mata uang lain dalam rentang waktu tertentu. Madura (2021) mengemukakan bahwa volatilitas kurs merepresentasikan derajat ketidakpastian pergerakan nilai tukar yang dihadapi korporasi dalam menjalankan transaksi internasionalnya. Semakin besar variasi pergerakan nilai tukar, semakin tinggi tingkat ketidakpastian yang harus dikelola oleh perusahaan yang memiliki eksposur terhadap valuta asing.

Dalam penelitian ini, volatilitas kurs diukur menggunakan standar deviasi *return* kurs harian USD/IDR dalam satu tahun fiskal. Pendekatan ini mengikuti pengukuran yang digunakan oleh Chila dan

Desmiza (2024) serta Yulianingsih dan Lastanti (2024), di mana *return* harian dihitung terlebih dahulu melalui logaritma natural perubahan kurs, kemudian dihitung standar deviasinya dalam setahun sebagai proksi tingkat volatilitas yang dihadapi perusahaan.

Merujuk pada *Hedging Theory* yang dirumuskan oleh Smith dan Stulz (1985), perusahaan menerapkan strategi *hedging* secara rasional apabila biaya yang timbul akibat tidak melakukan lindung nilai lebih besar daripada biaya instrumen derivatif itu sendiri. Ketika volatilitas kurs meningkat, nilai eksposur keuangan perusahaan terhadap fluktuasi nilai tukar semakin besar, sehingga potensi kerugian translasi dan transaksi yang tidak dilindungi nilai juga meningkat. Kondisi ini secara langsung memperbesar insentif bagi manajemen untuk menggunakan instrumen derivatif *FX* guna melindungi arus kas dan posisi neraca perusahaan dari risiko fluktuasi nilai tukar.

Hal tersebut diperkuat oleh penelitian Chila dan Desmiza (2024) yang membuktikan bahwa *cash flow volatility* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* pada 35 perusahaan sektor energi BEI periode 2018–2022. Yudha *et.al.*, (2023) juga menemukan bahwa *exchange rate* memiliki hubungan yang searah dengan *hedging decision* pada perusahaan BUMN BEI. Temuan ini sejalan dengan penelitian Yulianingsih dan Lastanti (2024) serta Salsabila *et.al.*, (2023), yang menegaskan bahwa ketidakpastian nilai tukar secara konsisten menjadi salah satu faktor pendorong utama aktivitas lindung nilai korporasi di

Indonesia. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Volatilitas kurs berpengaruh terhadap intensitas *hedging* FX pada perusahaan sektor industrial yang terdaftar di BEI tahun 2021–2025

2. Pengaruh Utang Valuta Asing terhadap Intensitas *Hedging* FX

Utang valuta asing merupakan kewajiban keuangan perusahaan yang terdenominasi dalam mata uang asing, khususnya Dolar Amerika Serikat (USD). Brigham dan Houston (2022) menjelaskan bahwa utang valuta asing merupakan sumber pendanaan dari pihak eksternal yang mengandung risiko nilai tukar, karena nilai kewajiban tersebut dalam mata uang domestik akan berubah seiring dengan pergerakan kurs. Semakin besar porsi kewajiban yang berdenominasi valuta asing, semakin tinggi pula tingkat eksposur risiko nilai tukar yang harus ditanggung perusahaan.

Dalam penelitian ini, utang valuta asing diukur menggunakan rasio antara total liabilitas berdenominasi mata uang asing terhadap keseluruhan liabilitas perusahaan (*foreign debt ratio*). Pendekatan pengukuran ini mengacu pada metode yang diterapkan oleh Yudha *et al.* (2023), Fajri *et.al.*, (2023), dan Pratama dan Imronudin (2024). Data diperoleh dari Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK) pada bagian pengungkapan risiko mata uang, sesuai dengan ketentuan PSAK 60 tentang Instrumen Keuangan: Pengungkapan.

Dalam perspektif *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985), perusahaan dengan proporsi utang valuta asing yang lebih besar menghadapi *balance sheet exposure* yang lebih tinggi, yaitu risiko meningkatnya nilai kewajiban dalam Rupiah akibat depresiasi mata uang domestik. Peningkatan nilai kewajiban ini memperbesar kemungkinan terjadinya *financial distress* dan memperketat kendala pendanaan. Untuk mengurangi probabilitas tersebut, perusahaan memiliki insentif yang lebih kuat untuk menggunakan instrumen derivatif *FX*, sehingga semakin tinggi *foreign debt ratio* suatu perusahaan, semakin besar pula intensitas penggunaan instrumen lindung nilai yang diterapkan.

Hal tersebut diperkuat oleh penelitian Yudha *et al.* (2023) yang mengonfirmasi bahwa *foreign debt* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging decision* pada perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2016–2020. Sejalan dengan temuan tersebut, Fajri *et al.* (2023) membuktikan bahwa *foreign debt* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging decision* maupun *hedging intensity* pada perusahaan manufaktur Indonesia dengan menggunakan *Probit* dan *Tobit Regression*. Pratama dan Imronudin (2024) turut mengonfirmasi bahwa utang luar negeri berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* pada 129 perusahaan manufaktur BEI periode 2021–2023, serta Salsabila *et.al.*, (2023) mengkonfirmasi pengaruh signifikan

foreign debt pada perusahaan perbankan. Berdasarkan uraian di atas maka dapat diambil kesimpulan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Utang valuta asing berpengaruh terhadap intensitas *hedging* *FX* pada perusahaan sektor industrial yang terdaftar di BEI tahun 2021–2025

3. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Intensitas *Hedging* *FX*

Arus kas operasi merupakan aliran penerimaan dan pengeluaran kas yang bersumber dari aktivitas operasional utama perusahaan, yaitu kegiatan yang berkaitan langsung dengan proses produksi barang atau pemberian jasa yang menjadi inti bisnis entitas tersebut. Brigham dan Houston (2022) menjelaskan bahwa arus kas dari aktivitas operasi menggambarkan kemampuan pendanaan internal perusahaan dalam menghasilkan kas yang cukup untuk mempertahankan kapasitas operasionalnya, memenuhi kewajiban utang, serta mendanai kebutuhan investasi baru tanpa harus bergantung pada sumber pembiayaan eksternal.

Dalam penelitian ini, arus kas operasi diukur menggunakan rasio antara arus kas bersih dari kegiatan operasional terhadap total aset perusahaan (*operating cash flow ratio*). Pendekatan pengukuran ini mengacu pada metode yang diterapkan oleh Fajri *et.al.*, (2023) serta Pratama dan Imronudin (2024). Data diperoleh dari laporan arus kas tahunan yang telah diaudit, khususnya pada bagian aktivitas operasi

yang disusun menggunakan metode tidak langsung sesuai PSAK 2 tentang Laporan Arus Kas.

Dalam perspektif *Cash Flow Theory* (Almeida *et.al.*, 2003), perusahaan yang membukukan arus kas operasi lebih besar memiliki kemampuan pendanaan internal yang lebih memadai untuk memenuhi berbagai kebutuhan likuiditas, termasuk biaya premi dan *margin deposit* instrumen derivatif *FX*. Selain itu, berdasarkan *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985), tingginya volatilitas arus kas memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi kekurangan dana internal sehingga terpaksa mengandalkan pendanaan eksternal yang relatif lebih mahal. Melalui penerapan strategi *hedging*, perusahaan dapat menstabilkan arus kas operasionalnya dan meminimalkan risiko *underinvestment* yang timbul akibat ketidakpastian aliran dana operasional.

Hal tersebut diperkuat oleh penelitian Fajri *et.al.*, (2023) yang menemukan bahwa volatilitas arus kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *hedging intensity* pada perusahaan manufaktur Indonesia. Temuan ini sejalan dengan penelitian Chila dan Desmiza (2024) yang membuktikan bahwa *cash flow volatility* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan sektor energi BEI. Yulianingsih dan Lastanti (2024) mengonfirmasi bahwa *cash flow volatility* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan otomotif BEI, sedangkan Pratama dan

Imronudin (2024) menemukan bahwa arus kas bersama variabel keuangan lainnya secara simultan berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur BEI periode 2021–2023. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₃: Arus kas operasi berpengaruh terhadap intensitas *hedging FX* pada perusahaan sektor industrial yang terdaftar di BEI tahun 2021–2025

4. Pengaruh Simultan Volatilitas Kurs, Utang Valuta Asing, dan Arus Kas Operasi terhadap Intensitas *Hedging FX*

Pengujian pengaruh simultan bertujuan untuk mengevaluasi apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh yang bermakna terhadap variabel dependen. Ghozali (2023) menjelaskan bahwa uji simultan atau uji F digunakan untuk membuktikan bahwa model regresi yang dibangun secara keseluruhan memiliki kemampuan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen, bukan merupakan hasil yang terjadi secara kebetulan. Pengujian ini penting dilakukan guna memvalidasi kelayakan model penelitian secara menyeluruh sebelum dilanjutkan dengan penafsiran pengaruh masing-masing variabel secara parsial.

Secara teoretis, keputusan *hedging* perusahaan merupakan hasil dari interaksi berbagai faktor risiko yang bekerja secara bersamaan. *Hedging Theory* (Smith & Stulz, 1985) menegaskan bahwa intensitas

hedging ditentukan oleh besaran eksposur risiko kurs perusahaan secara menyeluruh, yang dibentuk oleh kombinasi volatilitas lingkungan eksternal (kurs), struktur kewajiban finansial (utang valuta asing), dan kapasitas dana internal (arus kas operasi). Ketiga variabel ini saling melengkapi dalam membentuk profil risiko kurs perusahaan dan intensitas respons lindung nilainya.

Hal tersebut diperkuat oleh penelitian Pratama dan Imronudin (2024) yang mengonfirmasi bahwa volatilitas arus kas, likuiditas, *firm size*, *foreign debt*, dan perubahan nilai tukar secara simultan berpengaruh terhadap keputusan *hedging* pada 129 perusahaan manufaktur BEI periode 2021–2023. Temuan ini sejalan dengan penelitian Larasati dan Wijaya (2022) yang membuktikan bahwa seluruh variabel keuangan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur BEI dengan *Nagelkerke R²* sebesar 43,3%. Merideli dan Isbanah (2021) turut membuktikan bahwa variabel-variabel keuangan secara simultan mampu menjelaskan 58,7% variasi keputusan *hedging* pada perusahaan sektor industri pengolahan BEI periode 2014–2018. Berdasarkan pemaparan tersebut, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H4: Volatilitas kurs, utang valuta asing, dan arus kas operasi secara simultan berpengaruh terhadap intensitas *hedging FX* pada perusahaan sektor industrial yang terdaftar di BEI tahun 2021–2025