

Pengaruh *Leverage*, Orientasi Ekspor, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Dalam Industri Barang Konsumsi Di Indonesia

Putri Andari Ferranti

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mercu Buana

putri.andari@mercubuana.ac.id

ABSTRACT

This study is meant to find out about relationship between firm's profitability with leverage, export orientation, and firm size in consumer goods industry in Indonesia stock exchange. Methods used to analyze this is description, t-test, and multiple regression. The results generally support pecking order theory, where firms prefers using internal sources of fund when it has good profitability, as indicated by negative effect of leverage to firm profitability. Export orientation of firms have weak evidence of strengthening this relationship.

Keywords: Leverage, Profitability, Export

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mencari tahu tentang hubungan antara profitabilitas perusahaan dengan tingkat leverage, orientasi ekspor, dan ukuran perusahaan pada perusahaan-perusahaan dalam sektor industri barang konsumsi di pasar modal Indonesia. Metode yang digunakan adalah analisa deskripsi, uji-t, dan regresi berganda. Hasil yang ditemukan secara garis besar mendukung teori *pecking order*, dimana perusahaan lebih memilih mengambil sumber dana internal terlebih dahulu ketika profitabilitas mencukupi, diindikasikan dengan pengaruh negatif tingkat leverage kepada profitabilitas perusahaan. Orientasi ekspor perusahaan memiliki bukti lemah dalam memperkuat hubungan ini.

Kata kunci: Leverage, profitabilitas, ekspor, ukuran perusahaan

PENDAHULUAN

Leverage keuangan merupakan tingkat pemakaian pinjaman sebagai sumber dana yang digunakan perusahaan dalam membiayai operasinya. Sumber dana tersebut dapat berupa modal dana internal atau hutang. Tingkat leverage tinggi dapat meraup penghematan dari pajak walaupun terpapar resiko gagal bayar lebih tinggi. Topik dalam keuangan tentang apakah perusahaan lebih baik menggunakan lebih banyak dana pinjaman sehingga tingkat leverage tinggi atau lebih baik mengandalkan dana internal sehingga terhindar dari kebangkrutan umumnya meraih kesimpulan berbeda-beda tergantung industry dan Negara yang bersangkutan. Di Indonesia, tingkat leverage rendah umumnya lebih berkaitan dengan performa perusahaan lebih baik (Fransisca dan Widjaja (2019), Fransisca dan Widjaja (2019)), namun (Goldman, 2011) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Negara berkembang tidak memakai tingkat leverage lebih tinggi bukan dikarenakan pencapaian performa yang lebih bagus, namun karena keterbatasan akses perolehan hutang dan bahwa salah satu hal yang membuat perusahaan dapat mengakses fasilitas pinjaman lebih luas adalah jika perusahaan tersebut aktif dalam kegiatan ekspor. Diversifikasi penjualan menjadi lebih dari satu pasar dengan korelasi rendah satu sama lain, yaitu domestic dan luar negeri, akan membuat arus kas lebih stabil dan pada gilirannya, dapat menangani tekanan leverage yang lebih tinggi dengan resiko kebangkrutan yang lebih kecil.

Perusahaan dengan kegiatan berorientasi internasional terutama dengan arus penjualan keluar memiliki sumber daya, pengetahuan, dan kesempatan investasi yang lebih besar daripada perusahaan domestic dalam mengolah dananya sehingga lebih menyukai tingkat leverage yang lebih besar dan dikelola menjadi tingkat performa yang lebih tinggi dengan itu (Vitesshonti, 2015). Kami memfokuskan tentang hubungan perilaku antara leverage dengan ekspor ini dalam Industri consumer goods yang terdaftar di pasar modal Indonesia karena industry ini cukup gemilang baik kinerja dan kegiatan ekspornya terutama pada periode sampel tahun 2019. Consumer goods didominasi oleh subsector industry makanan minuman namun memiliki juga sektor-sektor lain yang kuat orientasi internasionalnya seperti tembakau.

Kami berkontribusi pada literatur struktur capital dan internasionalisasi perusahaan dengan mencari tahu tentang keberadaan efek ini pada Indonesia, sebagai negara berkembang namun memiliki *industry consumer goods* yang cukup berpengalaman dalam ekspor. Hal yang dibandingkan dalam penelitian ini adalah apakah perusahaan yang berorientasi internasional aktif dalam kegiatan ekspor memiliki hubungan antara leverage dan performa profitabilitas yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan yang berorientasi domestik, bergantung ukuran perusahaannya. Metode penelitian dilakukan melalui table deskriptif, t-test, *ordinary least square* (OLS) dan robust regression.

KAJIAN PUSTAKA

Tingkat leverage menyatakan seberapa besar ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana eksternal berupa hutang. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya berupa aset menjadi keuntungan. Pengukuran profitabilitas paling umum menggunakan rasio antara laba bersih dan total aset, yaitu *Return On Asset* (ROA). Rasio ini mengukur langsung tingkat pengembalian aset buku berupa berapa rupiah laba yang dihasilkan dari tiap rupiah aset yang dimiliki (Meggnison, 1997)

Teori klasik Modigliani dan Miller (1958) menyatakan dua hal tentang hubungan antara tingkat leverage dan profitabilitas perusahaan. Yang pertama adalah bahwa tingkat leverage tidak berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan dalam dunia ideal tanpa pajak. Yang kedua adalah dengan keberadaan pajak penghasilan perusahaan, perusahaan yang memiliki tingkat leverage tinggi berpotensi menghasilkan lebih banyak keuntungan bersih lebih besar daripada perusahaan serupa yang memiliki tingkat leverage rendah karena biaya bunga hutang memotong nominal keuangan perusahaan yang dikenai persen pajak yang berlaku, sehingga lebih banyak keuntungan bersih yang akhirnya dapat dibagikan kepada pemegang saham. Namun proposisi bahwa penggunaan proporsi hutang yang makin besar dapat menguntungkan ini hanya berlaku selama perusahaan masih mampu lancar membayar semua kewajibannya sehingga belum membuat perusahaan terancam bankrut. Jika proporsi hutang terlampau besar, hal ini akan merugikan perusahaan dengan tingginya resiko pailit yaitu *bankruptcy cost*. Pernyataan tentang hubungan antara hutang dan profitabilitas yang seperti ini disebut teori *trade-off*. Pada prakteknya, teori ini belum tentu merupakan yang berlaku dalam suatu perusahaan atau industri.

Teori alternatif berupa teori *pecking order*. Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan yang sehat akan selalu cenderung memiliki tingkat leverage yang rendah karena perusahaan selalu memilih menggunakan sumber dana internal dari permodalan dan laba

ditahan daripada mencari sumber keuangan eksternal berupa hutang. Dalam hal pembuktian teori, apabila teori trade-off yang berlaku, maka pada perusahaan yang sehat, tingkat leverage dan profitabilitas perusahaan akan memiliki hubungan positif, setidaknya sampai titik tertentu. Sebaliknya, jika yang berlaku dalam suatu industri adalah teori *pecking order*, maka akan timbul pola dimana tingkat leverage selalu berhubungan negative dengan profitabilitas karena perusahaan yang berprofit tinggi memiliki internal cash flow yang stabil dapat memenuhi seluruh kebutuhan operasinya, sehingga hutang hanya akan dipakai oleh perusahaan yang tidak memiliki sumber dana internal yang mencukupi (Megginson, 1997).

Namun tidak hanya teori trade-off yang dapat menampilkan hubungan positif antara leverage dan profitabilitas. Teori lain yang mendukung hubungan positif antara tingkat leverage dengan profitabilitas adalah teori keagenan. Teori keagenan menyatakan bahwa ada konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham tentang mengelola keuangan perusahaan yang disebut biaya keagenan. Menurut teori ini, profitabilitas perusahaan cenderung meningkat apabila keputusan-keputusan yang diadakan manajerial diawasi secara lebih ketat. yang mengimplikasikan bahwa tingkat hutang yang tinggi mendorong pihak pemberi hutang mengawasi keputusan-keputusan yang dibuat oleh manajerial secara lebih ketat. Dengan demikian mengurangi biaya keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajerial, seraya pihak manajerial lebih terdorong untuk meraih profitabilitas yang lebih tinggi (e.g. Zakaria dkk (2016)). Pada prakteknya, studi empiris memberikan pembuktian bermacam-macam sesuai subjek yang diteliti.

Di lingkup Negara berkembang seperti Indonesia sendiri, hubungan ini dapat bervariasi sesuai dengan lingkungan dan industri yang diperiksa. Misalnya Nurhasni (2015) memeriksa hubungan antara tingkat leverage dengan profitabilitas dalam industri Properti dan Real Estate Indonesia menemukan pengaruh yang positif dan signifikan, namun untuk sub industri makanan dan minuman Indonesia, Putri dan Kusumawati (2019) menemukan bahwa tingkat leverage yang diukur dengan rasio debt to equity memiliki efek negatif yang signifikan kepada profitabilitas yang diukur dengan ROA. Fransisca dan Widjaja (2019) melakukan penelitian tentang bagaimana tingkat leverage bersama tingkat likuiditas, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan mempengaruhi profitabilitas dalam industri manufaktur berdasarkan konsep teori *resource based view* dan juga menemukan bahwa tingkat leverage secara signifikan negatif mempengaruhi profitabilitas. Hasil penelitian yang lebih bercampur diantaranya Gunde dkk (2017) menemukan bahwa tingkat leverage yang diukur dengan rasio hutang dan aset memiliki pengaruh parsial negatif terhadap ROA. Sedangkan Sari dan Asiah (2016) tidak menemukan pengaruh parsial signifikan dengan tingkat leverage yang diukur dengan rasio *debt to asset* maupun rasio *debt to equity*, namun ROA dapat dijelaskan hampir seluruhnya oleh pengukuran leverage lain berupa *time interest earned ratio* dan *degree or financial leverage*.

Dalam teori perusahaan multinasional, perusahaan yang menjual produknya tidak hanya dalam pasar domestik seharusnya lebih mengikuti konsep trade-off karena memperluas perdagangan ke pasar-pasar yang tidak berkorelasi secara positif sempurna meningkatkan stabilitas arus kas sehingga mengurangi resiko kebangkrutan Bernini (2015). Seperti yang sudah dibahas diatas, resiko kebangkrutan merupakan pembatas manfaat dari tingkat leverage yang tinggi, sehingga jika faktor lain dapat menurunkan resiko tersebut, tinggi tingkat leverage yang dapat dipilih oleh perusahaan semestinya menjadi lebih longgar pula. Proposisi lainnya yang diajukan dapat menjadi pendorong tingkat leverage yang lebih tinggi di

perusahaan-perusahaan pengeksport oleh penelitian-penelitian sebelumnya tersebut termasuk bahwa perusahaan demikian mendapat akses pinjaman yang lebih luas karena kegiatan mengeksport mengirim sinyal positif bagi pihak pemberi hutang tentang kemampuan finansial perusahaan untuk melunasi hutang tersebut, dan lebih mudah mengakses pasar obligasi negara lain yang menjadi target ekspor.

Beberapa studi menyiratkan bahwa tingkat leverage tinggi berhubungan positif dengan profitabilitas dalam perusahaan-perusahaan ekspor. Shaver (2011) menemukan bahwa perusahaan yang mendiversifikasi pasar penjualan secara geografis dengan mengeksport ke luar negeri memberi sinyal positif pada pemberi hutang tentang kualitas perusahaan dan arus kas stabil. Mereka juga menyarankan bahwa leverage tersebut akan lebih banyak terdiri dari hutang-hutang jangka pendek untuk membiayai proyek-proyek dengan horizon waktu singkat. Maes dkk (2016) juga mendukung notasi bahwa perusahaan ekspor memilih banyak memanfaatkan akses hutang terutama untuk jangka pendek daripada perusahaan-perusahaan bukan pengeksport. Margaritis dan Psillaki (2010) juga menyediakan bukti-bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat efisiensi tinggi memilih tingkat leverage yang lebih tinggi.

Namun tingkat leverage juga memiliki kemungkinan untuk memiliki hubungan negatif dengan kegiatan ekspor dari berbagai sisi. Bernini (2015) menemukan bahwa tingkat leverage yang tinggi menyebabkan perusahaan ekspor mengalami penurunan kualitas produk, dan bahwa efek negatif ini makin kuat pada industri yang makin ketat kompetisinya. Industri barang konsumsi merupakan salah satu industri yang ketat persaingannya di Indonesia (cnbc.co.id), menjadikan sampel cukup ideal untuk menguji efek ini. Feenstra dkk (2011) juga mendukung notasi bahwa pengeksport tidak cocok memiliki tingkat hutang yang tinggi dengan alasan penjualan ke luar negeri lebih tidak pasti dan lebih sulit diawasi oleh pihak pemberi pinjaman, menyebabkan *cost of debt* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan kegiatan hanya domestik, mendukung teori keagenan. Selain itu, Peyer dan Shivdasani (2001) juga menyatakan bahwa debt financing cenderung mengarahkan investasi perusahaan ke proyek-proyek jangka pendek, sehingga pada jangka panjang profitabilitas bisa menurun karena investasi untuk meningkatkan kualitas produk biasanya membutuhkan horizon jangka panjang yang hanya akan lebih bebas dapat dilakukan perusahaan jika dibiayai oleh dana internal. Matsa (2011) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat hutang tinggi cenderung sering kekurangan stok barang dagangan pada subsector supermarket. Minetti (2011) juga menemukan bahwa eksportir memiliki tingkat leverage yang lebih rendah.

Ukuran perusahaan juga selalu menjadi penentu besarnya profitabilitas yang dapat diraih perusahaan. Hubungan antara ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma dari total aset selalu berhubungan positif dengan profitabilitas (Goldman 2011, Vithessonthi 2015, Yoshendy 2015). Sehingga hipotesis pertama berupa:

Hipotesis 1: Leverage memiliki efek signifikan pada profitabilitas dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan positif pada profitabilitas.

Menurut Navarro-Garcia dkk (2013) perusahaan dapat dianggap berorientasi ekspor apabila lebih dari sepertiga penjualannya merupakan pasar luar negeri. Dengan ini dapat diuji apakah perusahaan yang memiliki lebih dari sepertiga penjualan berupa ekspor memiliki profitabilitas lebih daripada yang tidak, berdasarkan leverage dan ukuran perusahaan.

Hipotesis 2: Leverage, orientasi ekspor, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas.

Berdasarkan Vithessonthi (2015), orientasi internasional mempengaruhi profitabilitas melalui interaksinya dengan tingkat leverage, maka dapat dibuat hipotesa berdasarkan demikian.

Hipotesis 3: Leverage, orientasi ekspor, interaksi antara leverage dengan orientasi ekspor, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas.

Tidak tertutup juga kemungkinan bahwa persentase ekspor terhadap total penjualan sendiri yang mempengaruhi profitabilitas sebagai variabel kontinu.

Hipotesis 4: Leverage, rasio ekspor, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas.

METODOLOGI

Data mentah kami terdiri dari semua perusahaan dalam industry Barang Konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019. Kami mengeluarkan perusahaan yang tidak memiliki data lengkap tentang aset total, liabilitas total, dan EBIT pada tahun tersebut. Persamaan regresi didasarkan oleh sebuah set cara mencari tahu apakah variabel memiliki efek terhadap profitabilitas secara mandiri atau tergantung dengan interaksinya dengan variabel leverage seperti yang digunakan oleh Gabrijelcic dkk (2016). Untuk mengurangi outlier ekstrim dalam data, digunakan metode pengukuran Cook's distance, sesuai dengan cara yang dilakukan Fukui dkk (2019), sehingga data yang memiliki nilai absolut Cook's distance lebih dari satu dikeluarkan dari sampel.

Pengukuran Variabel

1. Profitabilitas

Profitabilitas atau performa perusahaan dapat diukur dengan ROA, yaitu rasio antara *Earning before interest dan taxes* dan total aset, hal ini menggambarkan berapa banyak keuntungan yang dihasilkan perusahaan dibandingkan dengan aset yang dimiliki untuk mengolah sumber dayanya. ROA sebagai pengukur profitabilitas banyak dipakai dalam studi efek leverage (diantaranya, Putri dan Kusumawati (2019), Fransisca dan Widjaja (2019), Gunde dkk (2017) dan Sari dan Asiah (2016)).

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

2. Leverage

Tingkat leverage berupa rasio antara pemakaian hutang dan total aset, seringkali digunakan dalam pengukuran struktur kapital karena nilai variabel yang lebih terpusat, karena hanya dapat mengambil nilai antara nol dan satu (seperti digunakan oleh Vithessonthi (2015) dan Gabrijelcic dkk (2016)).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Aset}}$$

3. Rasio Ekspor dan Orientasi Ekspor

Rasio ekspor menunjukkan seberapa besar bagian penjualan yang diperdagangkan ke luar negeri dibandingkan seluruh penjualan, sesuai Shaver (2011).

$$\text{Rasio Ekspor} = \frac{\text{Export Sales}}{\text{Total Sales}}$$

Sesuai Navarro-Garcia dkk (2013), jika rasio ekspor melebihi 1/3, maka perusahaan dapat dikategorikan memiliki orientasi ekspor.

$$\text{Orientasi Ekspor} = 1 \text{ jika Rasio Ekspor} > \frac{1}{3}; \text{ selain itu } 0$$

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diukur melalui total aset, dikonversi menggunakan logaritma untuk menurunkan variasi skalanya.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{total aset})$$

Metode Penelitian

Metode yang dilakukan adalah penelitian kuantitatif dengan tiga tahap. Tahap pertama adalah analisa deskriptif yang merangkum distribusi dasar dari data berupa nilai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan maksimum. Tahap kedua adalah uji t variabel univariate akan variabel kunci dari penelitian antar kategori. Hal ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada selisih signifikan antara dua kategori yang diteliti, yaitu perusahaan berorientasi ekspor dan yang bukan. Hipotesa nol dari uji t adalah bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada variabel kunci antara kedua kategori. Jika terdapat selisih yang signifikan, hal ini mendukung proposisi akan adanya perbedaan efek antar keduanya di tahap ketiga, yaitu analisa regresi berganda.

Perumusan Analisa Regresi Berganda

Hal pertama untuk dilakukan adalah menguji apakah sampel secara keseluruhan sesuai dengan teori struktur kapital trade-off atau pecking order. Jika variabel leverage (LEV) berhubungan positif pada profitabilitas, berarti rata-rata perilaku perusahaan dalam sampel mengikuti teori trade off dimana tingkat leverage yang tinggi, setidaknya sampai titik tertentu menghasilkan profitabilitas yang tinggi pula. Jika variabel leverage berpengaruh negatif pada profitabilitas, berarti perilaku mengikuti teori pecking order dimana hanya leverage merupakan indikator perusahaan yang menghasilkan profit dibawah ideal. Ukuran perusahaan (SIZE) merupakan variabel kontrol yang diharapkan memiliki efek positif karena makin besar suatu perusahaan tentunya diharapkan memiliki tingkat keuntungan yang lebih besar daripada perusahaan kecil.

$$\text{Profitabilitas} = a_0 + a_1\text{LEV} + a_2\text{SIZE} + e \quad (1)$$

Apabila perusahaan yang berorientasi ekspor memiliki tingkat profitabilitas berbeda, selama dikontrol variabel lainnya, maka diharapkan variabel orientasi ekspor (EKSPOR) memiliki koefisien yang signifikan.

$$\text{Profitabilitas} = b_0 + b_1\text{LEV} + b_2\text{EKSPOR} + b_3\text{SIZE} + e \quad (2)$$

Sesuai hasil uji t diatas, patut dicurigai bahwa orientasi ekspor hanya mempengaruhi profitabilitas lewat interaksinya dengan variabel leverage. Untuk memeriksa pengaruh ini, model ketiga memiliki variabel interaksi antara keduanya.

$$Profitabilitas = c_0 + c_1LEV + c_2EKSPOR + c_3LEV * EKSPOR + c_4SIZE + e \tag{3}$$

Namun apabila tingkat ekspor mempengaruhi profitabilitas sebagai variabel kontinu, maka yang diharapkan adalah variabel kontinu rasio ekspor (R_EKSPOR) adalah yang memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas.

$$Profitabilitas = d_0 + d_1LEV + d_2R_EKSPOR + d_3SIZE + e \tag{4}$$

Karena sampel merupakan data *cross-section*, analisa menggunakan regresi *ordinary least square* saja dapat dipengaruhi data yang penyebarannya kurang berpusat secara ideal walaupun data bersifat normal dan heterogen. Untuk mengatasi hal ini, seperti Fukui dkk (2019), dilakukan juga uji menggunakan *robust regression*. Regresi ini menghitung seperti OLS namun mengadakan proses iterasi dimana bobot dipasangkan sesuai nilai absolut residualnya, sampai nilai maksimum perubahan antar bobot ke iterasi berikutnya dibawah nilai toleransi. Hal ini membantu data bersampel kecil dan tidak berelemen waktu dalam meraih kesimpulan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisa Deskriptif

Tabel 1 menyediakan rangkuman statistic untuk masing-masing variabel. Leverage dalam sampel ini memiliki rata-rata nilai 0,40 yang merupakan nilai cukup rendah dalam perusahaan di Negara berkembang Indonesia, karena menurut beberapa studi seperti Soleman (2008), rata-rata tingkat leverage di keseluruhan perusahaan terdaftar Indonesia dari tahun ke tahun umumnya sekitar 0,70-0,80. Ada kemungkinan alasan rata-rata nilai leverage yang rendah ini dikarenakan sampel hanya mencakup perusahaan industri Barang Konsumsi. Dapat dilihat juga nilai maksimalnya memiliki angka mendekati 0,80, namun tingkat leverage bisa sangat kecil mendekati nol senilai 0,06. Karena tingkat leverage mencakup keseluruhan hutang, perusahaan yang memiliki nilai leverage sangat kecil dapat sepenuhnya membiayai investasi dari permodalan dan hanya memiliki pinjaman jangka pendek seperti utang usaha dari supplier.

Tabel 1. Analisa Deskriptif Keseluruhan

Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi	Minimum	Maksimum
Leverage	0,40	0,16	0,06	0,76
Profitabilitas	0,10	0,09	-0,14	0,36
Rasio Ekspor	0,18	0,31	0	0,99
Ukuran Perusahaan	28,22	1,76	25,28	32,19

Nilai ROA dalam sampel memiliki rata-rata 0,10. Hal ini menandakan kebanyakan perusahaan dalam industri ini memiliki tingkat profitabilitas yang sehat. Variasi antar perusahaan juga tidak banyak walaupun ada perusahaan yang mengalami kerugian sehingga nilai minimum ROA berupa negatif.

Rasio ekspor tentunya memiliki kisaran antara 0 (eksklusif domestik) sampai 1 (eksklusif ekspor). Dapat dilihat bahwa rata-rata perusahaan dalam sampel tidak berorientasi ekspor karena nilai rata-rata yang dibawah sepertiga yaitu 0,18. Namun terdapat pula perusahaan yang sangat berfokus ekspor hingga memiliki rasio ekspor hampir 1 yaitu 0,99.

Tabel 2. Analisa Deskriptif Antar Orientasi

Variabel	Rata-rata	Standar Deviasi	Minimum	Maksimum
Perusahaan Orientasi Ekspor				
Leverage	0,51	0,20	0,06	0,79
Profitabilitas	0,08	0,09	-0,07	0,76
Ukuran Perusahaan	27,50	1,91	25,28	30,57
Perusahaan Orientasi Domestik				
Leverage	0,37	0,15	0,10	0,69
Profitabilitas	0,10	0,09	-0,14	0,36
Ukuran Perusahaan	28,38	1,71	25,49	32,19

Tabel 2 menyediakan perbandingan deskriptif antar perusahaan dengan orientasi domestik dan ekspor. Terlihat bahwa rata-rata tingkat leverage antara keduanya cukup berbeda, yaitu 0,51 untuk perusahaan orientasi ekspor dan hanya 0,37 untuk perusahaan orientasi domestik. Hal ini mendukung temuan Shaver (2011) bahwa perusahaan berorientasi ekspor cenderung memiliki rasio leverage lebih tinggi karena memiliki akses pinjaman lebih luas daripada orientasi domestik. Hal ini juga membuka kemungkinan bahwa sesuai Bernini (2015) kemungkinan selisih tingkat hutang ini lebih banyak diisi oleh hutang jangka pendek.

Analisa Uji T

Sebelum merumuskan persamaan regresi, untuk memperkirakan apakah akan ada interaksi antara variabel leverage dengan orientasi ekspor atau tidak, dilakukan uji t untuk memeriksa perbedaan nilai Leverage dari perusahaan dengan orientasi ekspor dan bukan, Tabel 2 menyediakan hasil uji t tentang perbedaan rata-rata tingkat leverage berdasarkan orientasi ekspor perusahaan.

Tabel 3. Analisa Uji t

Variabel Dummy	Rata-rata	Standar Error	Std Deviasi
Orientasi Domestik	0,37	0,02	0,15
Orientasi Ekspor	0,51	0,06	0,20
Perbedaan	-0,13	0,05	

Perbedaan = rata-rata (Orientasi Domestik) - rata-rata (Orientasi Ekspor)

H0: Perbedaan = 0

H1: Perbedaan < 0 Pr(T<t) = 0,015

H1: Perbedaan ≠ 0 Pr(|T|>|t|) = 0,030

H1: Perbedaan > 0 Pr(T>t) = 0,984

Dari Tabel 2, dapat dilihat bahwa ada perbedaan signifikan dari nilai leverage, yaitu bahwa perusahaan yang berorientasi domestik secara rata-rata memiliki tingkat leverage lebih sedikit daripada yang berorientasi ekspor. Perbedaan tersebut secara rata-rata bernilai -0,13, merupakan nilai yang cukup mencolok karena rata-rata dari leverage orientasi ekspor dan domestik masing-masing hanya bernilai 0,37 dan 0,51. Melalui uji t, hipotesa alternative bahwa perbedaan nilai rata-rata leverage tersebut berbeda dari nol dalam tingkat signifikansi dibawah 0,05 dan bahwa perbedaan tersebut bernilai kurang dari nol memiliki tingkat signifikansi hampir 0,01. Dengan demikian, ada alasan untuk menduga bahwa terdapat interaksi antara variabel leverage dan variabel orientasi ekspor.

Analisa Regresi Berganda

Hasil regresi akan ditampilkan dengan memfokuskan tingkat signifikansi pada variabel yang bersangkutan dengan masing-masing hipotesa dan besarnya koefisien menggunakan metode robust regression dan OLS.

Tabel 4. Analisa Regresi

Model	Robust Regression				OLS			
	1	2	3	4	1	2	3	4
Leverage	-0.245 *** (0.065)	-0.276 *** (0.655)	-0.308 *** (0.079)	-0.262 *** (0.067)	-0.258 *** (0.062)	-0.276 *** (0.0655)	-0.326 *** (0.0765)	-0.270 *** (0.0653)
Orientasi Ekspor		0.032 (0.302)	-0.251 ** (0.127)			0.025 (0.0290)	0.060 (0.0750)	
Leverage *			0.492 **				0.1818	
Orientasi Ekspor			(0.227)				(0.1458)	
Rasio Ekspor				0.030 (0.037)				0.0223 (0.0357)
Ukuran Perusahaan	0.015 *** (0.062)	0.015 *** (0.006)	0.018 *** (0.006)	0.016 *** (0.006)	0.018 *** (0.0182)	0.0192 *** (0.0060)	0.019 *** (0.0062)	0.019 *** (0.0061)
Intercept	-0.229 (0.179)	-0.236 (0.180)	-0.313* (0.176)	-0.254 (0.182)	-0.306* (0.3069)	-0.332* (0.1731)	-0.311* (0.1730)	-0.330* (0.1756)

(*), (**), dan (***) berarti koefisien signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1%.

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4 di atas dapat dijelaskan bahwa: Hipotesis 1 diterima, seluruh model dan metode regresi menyatakan bahwa leverage dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif pada profitabilitas perusahaan deng. Lebih spesifiknya, leverage memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Temuan ini sesuai dengan studi-studi sebelumnya yang juga meneliti industri Barang Konsumsi di Indonesia seperti, Putri dan Kusumawati (2019) dan Fransisca dan Widjaja (2019). Hal ini mendukung notasi bahwa perilaku struktur kapital pada industri barang konsumsi di Indonesia mengikuti teori *pecking order*, dimana makin besar tingkat ketergantungan dana operasi perusahaan dengan pembiayaan hutang, makin buruk performa

keuntungan perusahaan tersebut. Tentu, dengan spesifikasi model ini, kemungkinan bahwa hubungan negatif disebabkan oleh perilaku teori *trade-off* yang sudah melebihi titik ideal tidak bisa dieliminasi sepenuhnya, namun melihat pada hasil analisa deskriptif dimana rata-rata tingkat leverage pada sampel cukup rendah dibandingkan temuan studi seluruh industri, kemungkinan hubungan negatif ini disebabkan oleh tingkat leverage yang terlalu tinggi dapat diasumsi kecil atau setidaknya bukan merupakan hal sistematis yang merupakan karakteristik industri Barang Konsumsi di Indonesia ini.

Implikasi lainnya adalah bahwa secara umum, tidak ditemukan bukti dari teori keagenan dimana tingkat pemakaian hutang membuat pihak manajerial bekerja lebih searah dengan kepentingan pemberi hutang dan pemegang saham. Hal lain yang didapat dilihat dari hasil regresi model-model diatas adalah ukuran perusahaan yang selalu berhubungan positif dengan profitabilitas, hal ini sesuai dengan notasi umum bahwa makin besar ukuran perusahaan, makin besar pula tingkat keuntungan yang dapat ia peroleh. Pada kebanyakan hasil estimasi dengan robust regression, tingkat intercept atau konstanta berupa tidak signifikan juga merupakan pertanda baik tentang kemampuan model untuk menjelaskan determinan profitabilitas. Dengan nilai intercept yang tidak berbeda dari nol, hal ini menandakan bahwa spesifikasi model 1 pun cukup dalam menjelaskan rata-rata profitabilitas dalam industri tersebut.

Hipotesis 2 tidak diterima, karena baik menggunakan metode robust regression maupun ordinary least square, variabel orientasi ekspor secara independen saja tidak memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas. Temuan ini berarti tidak mendukung teori bahwa perusahaan berorientasi ekspor selalu merupakan yang lebih menguntungkan dan produktif seperti yang dinyatakan Ganotakis dan Love (2012). Hal ini juga tidak sesuai dengan argumen Vithessonthi (2015) bahwa perusahaan yang aktif melakukan ekspor selalu memiliki arus kas yang lebih stabil, maupun Shaver (2011) bahwa mendiversifikasikan penjualan secara geografis meningkatkan likuiditas investasi dan membuat keuntungan kompetitif dibandingkan dengan hanya yang menjual secara domestik.

Hipotesis 3 diterima pada tingkat signifikansi 5%, namun hanya bila menggunakan metode robust regression. Keadaan seperti ini dimana tidak signifikan menggunakan metode OLS klasik namun signifikan menggunakan metode yang mengobati outlier distribusi data cross-section mengimplikasikan bahwa ini merupakan bukti empiris yang lemah, walaupun ada potensi bahwa pola ini bersifat sistematis akan menjadi lebih signifikan apabila factor yang mempengaruhi distribusi data spesifik-perusahaan dapat diidentifikasi sehingga besarnya efek lebih bersifat terpusat pada rata-ratanya. Hasil ini tidak mendukung pernyataan Shaver (2011) bahwa diversifikasi membuat dan menjaga keunggulan kompetitif. Hasil ini juga menunjukkan bahwa efek leverage pada performa tidak berupa positif untuk perusahaan ekspor seperti yang dinyatakan Vithessonthi (2015), dan ukuran perusahaan juga tidak memoderasi efek atas leverage pada performa. Sehingga hal ini juga berarti bahwa bahkan untuk perusahaan-perusahaan berorientasi ekspor, peningkatan leverage tidak berasosiasi dengan performa lebih baik, hal yang sama berlaku pada perusahaan domestik. Efek ini mungkin juga disebabkan karena pasar-pasar target ekspor masih cukup berkorelasi satu sama lain atau dengan pasar domestik sehingga tidak dapat meraup keuntungan diversifikasi secara penuh. Dengan demikian, peningkatan resiko yang didapat dari perdagangan luar negeri melebihi manfaat dari diversifikasi itu sendiri.

Hipotesis 4 tidak diterima pada metode manapun, hal ini menunjukkan bahwa besarnya nilai rasio ekspor secara kontinu sendiri tidak berpengaruh pada profitabilitas perusahaan. Digabungkan dengan hasil dari hipotesa-hipotesa lainnya, tampak bahwa hanya interaksi dari tingkat leverage dan kategori orientasi ekspor sendiri yang memiliki bukti lemah berpengaruh pada performa perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Menurut hasil analisa dengan berbagai metode diatas, didapat hasil-hasil sebagai berikut. Pertama, terdapat perbedaan signifikan antara tingkat leverage yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan ekportir dalam industri Barang Konsumsi dengan yang bukan berorientasi ekspor, dimana entitas berorientasi ekspor memiliki rata-rata tingkat leverage yang lebih tinggi. Hal ini sekilas mendukung notasi Shaver (2011) dimana eksportir memiliki akses yang lebih luas dalam mendapatkan pinjaman karena kegiatan ekspor merupakan sinyal positif tentang stabilitas arus kas dan kemudahan akses pinjaman di pasar luar negeri. Namun ternyata hal ini tidak terbukti menjadi keunggulan perusahaan-perusahaan tersebut karena melalui analisa OLS, indikator ekspor manapun tidak mempengaruhi profitabilitas maupun memoderasi efek leverage terhadap profitabilitas. Melalui metode robust regression, hasilnya malah lebih berlawanan dengan penemuan Vithessonthi (2015), kami menemukan bahwa aktivitas ekspor memiliki bukti lemah untuk menurunkan profitabilitas dan menguatkan pengaruh negatif leverage terhadap profitabilitas. Hal ini mungkin berkaitan dengan penemuan Bernini (2015) dimana ketergantungan eksportir pada sumber dana pinjaman berakibat negatif bagi produktifitasnya. Secara general, penelitian ini mendukung bahwa industri barang konsumsi di Indonesia memiliki struktur capital yang mengikuti perilaku teori trade-off, dimana orientasi aktivitas ekspor hanya memperkuat perilaku trade-off ini.

Saran

Studi ini hanya meneliti suatu industri dari satu titik waktu di Indonesia, untuk penelitian lebih mendalam tentang pola perilaku perusahaan ekspor di Indonesia, sampel dari berbagai industri dibutuhkan. Walaupun intersep persamaan regresi berganda sudah tidak signifikan hanya dengan memakai variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, pada penelitian berikutnya akan memakai variabel-variabel lain yang mungkin memiliki pengaruh pada profitabilitas perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bernini, M., Guillou, S., Bellone, F. (2015). *Financial Leverage and Export Quality: Evidence from France*. Journal of Banking & Finance. 59, 280 – 296.
- CNBC.co.id. (2018). *Pertumbuhan Industri Barang Konsumsi Dinilai Melambat*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20181019191302-17-38252/pertumbuhan-industri-barang-konsumsi-dinilai-melambat#> (diakses 1 Juni 2020)
- Feenstra, R.C., Li, Z., Yu, M. (2011). *Exports and Credit Constraints Under Incomplete Information: Theory and Evidence from China*. NBER Working Papers.

- Fransisca, E., Widjaja, I. (2019). *Pengaruh Leverage, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur*. Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan. 1(2), 199 – 206.
- Fukui, T., Mitton, T., & Schonlau, R. J. (2019). *Determinants of Capital Structure: An Expanded Assessment*. Available at SSRN 3293965.
- Gabrijelcic, M., Herman, U., & Lenarcic, A. (2016). *Firm performance and (foreign) debt financing before and during the crisis: evidence from firm-level data*, ESM Working Paper Series 15, 1- 41, ISSN 2443-5503.
- Ganotakis, P., & Love, J. H. (2012). *Export propensity, export intensity and firm performance: The role of the entrepreneurial founding team*. Journal of International Business Studies, 43(8), 693-718.
- Goldman, E., Viswanath, P.V. (2011). *Export Intensity and Financial Leverage of Indian Firms*. International Journal of Trade and Global Markets. 4(2), 151-171.
- Gunde, Y.M., Murni, S., Rogi, M.H. (2017). *Analisis Pengaruh Leverage terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur Sub Industri Food and Beverages yang Terdaftar di BEI*. Jurnal Riset Ekonomi, Bisnis dan Akutansi. 5(3), 4185-4194.
- Maes, E., Dewaelheyns, N., Fuss, C., & Van Hulle, C. (2016). *The impact of exporting on SME capital structure and debt maturity choices*. National Bank of Belgium Working Paper No. 311.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). *Capital structure, equity ownership and firm performance*. Journal of banking & finance, 34(3), 621-632.
- Matsa, D.A., (2011). *Running on empty? Financial leverage and product quality in the supermarket industry*. Am. Econ. J. Microecon. 3 (1), 137–173.
- Megginson, W.L., (1997) *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers:
- Minetti, R., Zhu, S.C., (2011). *Credit constraints and firm export: microeconomic evidence from Italy*. J. Int. Econ. 83 (2), 109–125, ISSN 00221996.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American economic review, 48(3), 261-297.
- Navarro-Garcia, A., Rondan-Cataluna, F. J., Acedo, F.J. (2013). *The Importance Of An Export-Oriented Culture For Export Performance*. European Journal of International Management. 7(2), 257-277.
- Nurhasni. (2015.) *Pengaruh Leverage Debt To Asset Ratio (DAR) dan Debt To Equity Ratio (Der) terhadap profitabilitas perusahaan Property dan Real Estate di Indonesia*. Skripsi, Malang: Universitas Muhammadiyah Malang
- Peyer, U.C., Shivdasani, A., (2001). *Leverage and internal capital markets: Evidence from leveraged recapitalizations*. J. Finance Econ. 59 (3), 477–515.

- Putri, H. W. A., Kusumawati, Y.T. (2020). *Pengaruh Leverage terhadap Profitabilitas Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013 – 2017*. Borneo Student Research. 1(2).
- Sari, R.Y.R., Asiah, A.N. (2016). *Pengaruh Leverage Keuangan Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013*. Jurnal Manajemen dan Akutansi. 16 (1), 67 – 76.
- Shaver, M. (2011). *The Benefits of Geographic Sales Diversification: How Exporting Facilitates Capital Investment*. Strategic Management Journal. 32, 1046 – 1060.
- Vithessonthi, C. (2015). *The Effect of Leverage on Performance: Domestically-Oriented vs. Internationally-Oriented Firms*. 15.
- Yoshendy, A., Achsani, N. A., & Maulana, T. N. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI tahun 2002–2011. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 16(1), 47-59.
- Zakaria, Z., Purhanudin, N., Pin, C. T., & Soon, W. C. K. (2016). *Leverage and Agency Cost: Malaysian Construction Listed Companies*. *International Journal of Management Research and Reviews*, 6(12), 1654.