

2019

Leverage dan Partisipasi Ekspor: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Ilham Perintis

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Maddaremmeng A.Panennungi

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Follow this and additional works at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jke>



Part of the [Economics Commons](#), [Public Affairs, Public Policy and Public Administration Commons](#), and the [Urban Studies and Planning Commons](#)

Recommended Citation

Perintis, Ilham and A.Panennungi, Maddaremmeng (2019) "Leverage dan Partisipasi Ekspor: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia," *Jurnal Kebijakan Ekonomi*: Vol. 15: Iss. 1, Article 9. Available at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jke/vol15/iss1/9>

This Article is brought to you for free and open access by the Faculty of Economics & Business at UI Scholars Hub. It has been accepted for inclusion in Jurnal Kebijakan Ekonomi by an authorized editor of UI Scholars Hub.

Leverage dan Partisipasi Ekspor: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Ilham Perintis^{a*}, & Maddaremmeng A.Panennungi^a

^aMagister Perencanaan Ekonomi dan Kebijakan Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universtas Indonesia
ilhamperintis@gmail.com

Abstract

The study aims to investigate the relationship between leverage on firms' opportunities to participate in export markets at the levels of aggregate sectors and subsectors of manufacturing of Indonesia by using Industry Survey data published by Badan Pusat Statistik (BPS) for the period 2007 - 2015. The results of logistic estimation at the sectoral aggregate level indicate that the higher a firm has the financial capacity to meet obligations or that the company is not burdened by debt arising from the use of leverage, the firms are not financially constrained and have greater opportunity for firms to participate in the export market. In addition, at the manufacturing subsector level, opportunities for firms to enter the export market are different due to the heterogeneity on firms' characteristics from respective subsectors.

Keywords: Export Participation, Leverage, Manufacturing subsectors, Indonesia

JEL classification: Foo, Goo, L6o

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki hubungan antara *leverage* pada peluang perusahaan untuk berpartisipasi dalam pasar ekspor di tingkat sektor agregat dan manufaktur subsektor Indonesia dengan menggunakan data Survei Industri yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) untuk periode 2007-2015. Hasil estimasi logistik pada tingkat agregat sektoral menunjukkan bahwa semakin tinggi suatu perusahaan memiliki kemampuan keuangan untuk memenuhi kewajiban atau perusahaan tidak terbebani oleh beban utang yang berasal dari penggunaan *leverage*, perusahaan tersebut tidak terkendala secara finansial dan semakin besar peluang bagi perusahaan untuk berpartisipasi dalam pasar ekspor. Selain itu, pada tingkat subsektor manufaktur, peluang bagi perusahaan untuk memasuki pasar ekspor berbeda karena heterogenitas karakteristik dari subsektor terkait.

Kata kunci: Partisipasi Ekspor, *Leverage*, Industri Manufaktur, Indonesia

Klasifikasi JEL: Foo, Goo, L6o

PENDAHULUAN

Perdagangan internasional adalah pemenuhan kebutuhan domestik suatu negara yang diperoleh melalui proses interaksi penjualan (ekspor) dan pembelian (impor) barang dan jasa dengan negara lain yang memberikan keuntungan bersama-sama. Seiring waktu, interaksi tersebut telah mengalami pergeseran, yaitu dari keuntungan komparatif menjadi skala ekonomi dan diferensiasi produk. Pergeseran ini dapat terlihat dengan adanya kecenderungan suatu

negara dalam menghasilkan produk yang kompetitif untuk dijual di pasar internasional. Peran penting ekspor di perekonomian telah membuat pemerintahan di negara-negara berkembang tergerak untuk memberdayakan potensi sektor industri yang dimiliki untuk bisa bersaing di pasar ekspor, termasuk di Indonesia.

Perkembangan ekspor dan impor Indonesia selama beberapa tahun terakhir cukup berfluktuatif. Neraca perdagangan mengalami surplus pada periode 2007 – 2011,

* alamat korespondensi : ilhamperintis@gmail.com

defisit pada 2012 – 2014, dan surplus kembali pada 2015 – 2017. Namun, pada tahun 2018, Indonesia kembali mengalami defisit perdagangan hingga US\$ 8.5 milyar.

Salah satu komponen dari ekspor adalah sektor manufaktur. Sektor ini telah menjadi tulang punggung PDB dengan kontribusinya di atas 20% setiap tahunnya. Sektor ini selalu menarik untuk dikaji lebih mendalam, terutamanya dengan menggunakan fakta-fakta keheterogenitasan yang dimiliki oleh perusahaan yang bergerak di manufaktur ketika ingin berpartisipasi di pasar ekspor.

Menurut Bank Indonesia, perkembangan ekspor dan impor untuk sektor manufaktur selama 10 tahun terakhir tidak mengalami perubahan, dimana nilai komoditas impor manufaktur terhadap total impor non-migas selalu lebih besar daripada nilai komoditas ekspor manufaktur terhadap ekspor non-migas. Data dari Survei Industri yang dipublikasikan oleh BPS, jumlah eksportir yang terdata dalam survei mengalami perubahan setiap tahunnya berada pada sekitar 9-14% dari total perusahaan.

Ketika perusahaan ingin berpartisipasi di pasar ekspor, perusahaan perlu melihat bahwa masuk ke pasar dapat dilihat sebagai bentuk investasi (Baldwin dan Krugman, 1989, Melitz, 2003, Robert dan Tybout, 1997;), perusahaan perlu memahami hubungan antara pembiayaan modal dan keputusan investasi. Artinya adalah perusahaan perlu mempertimbangkan kapasitas dan kemampuan keuangannya sebelum mengambil keputusan untuk membiayai investasi atau *export sunk costs* dan masuk ke pasar internasional. Perusahaan yang memiliki memiliki struktur keuangan internal

yang sehat akan mampu untuk berpartisipasi di pasar ekspor karena dapat mengalokasikan sumber dananya untuk pembiayaan *sunk costs* tersebut. Pilihan lainnya untuk pembiayaan tersebut adalah dengan mencari sumber keuangan di luar perusahaan yang dapat diperoleh dari investor, bank dan lembaga keuangan. Namun, pilihan ini justru menjadi mahal jika struktur keuangan perusahaan tidak dalam kondisi sehat atau terkendala. Investor, bank dan lembaga keuangan akan memperhatikan posisi keuangan internal perusahaan, termasuk kemampuan untuk membayar beban utang dan bunganya terlebih dahulu sebelum mereka memberikan investasi atau kredit yang akan digunakan oleh perusahaan dalam kegiatan ekspor.

Keterkaitan antara keuangan perusahaan dengan berpartisipasi di kegiatan ekspor merupakan isu yang menarik untuk diinvestigasi di Indonesia karena perusahaan melihat faktor kemampuan keuangannya terlebih dahulu sebelum melakukan investasi. Semakin kuat kemampuan keuangan suatu perusahaan, maka perusahaan memiliki ruang gerak dalam mengalokasikan sumber daya keuangannya, misalnya untuk pembiayaan operasional dan investasi. Dalam literatur keuangan korporasi, salah satu parameter yang digunakan untuk merepresentasikan keuangan adalah *leverage* atau solvabilitas, yaitu penggunaan fasilitas keuangan dari eksternal perusahaan sebagai bagian dari struktur keuangan dengan tujuan untuk meningkatkan keuntungan potensial, misalnya fasilitas untuk modal kerja dan pembiayaan yang terkait dengan kegiatan ekspor.

Pengukuran leverage atau solvabilitas dapat dilakukan melalui beberapa pendekatan, salah satunya adalah dengan *interest coverage ratio (ICR)* yang akan digunakan dalam penelitian ini. ICR adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi fasilitas keuangan yang diperolehnya dari eksternal perusahaan. Suatu perusahaan yang memiliki ICR yang tinggi menunjukkan bahwa kemampuan untuk memenuhi fasilitas keuangan atau kewajiban yang baru akan semakin tinggi sehingga tujuan untuk meningkatkan keuntungan potensial semakin tinggi. Kondisi ini bisa dikatakan bahwa perusahaan tersebut tidak mengalami kendala keuangan begitu juga sebaliknya. Para investor yang ingin berinvestasi atau lembaga keuangan yang ingin memberikan fasilitas pada suatu unit usaha akan melihat nilai ICR karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi fasilitas keuangan atau kewajiban-kewajibannya ketika perusahaan beroperasi normal dan terus-menerus.

Laporan International Monetary Fund (IMF) di tahun 2015 menggunakan ICR untuk mengukur kerentanan suatu perusahaan atau risiko kegagalan membayar kewajiban (*default at risk*) perusahaan di negara-negara berkembang. IMF menggunakan threshold untuk nilai ICR adalah sebesar 1.5. Jika nilai ICR tidak mencapai standar tersebut, maka dikategorikan sebagai sinyal bahwa perusahaan akan memiliki potensi berisiko atau kendala keuangan. Dalam laporan lainnya yang sejenis, IMF (2016) melaporkan bahwa ICR Indonesia mengalami penurunan dari tahun 2011 hingga 2014 sehingga berpotensi terjadi risiko keuangan dan sektor manufaktur merupakan salah satu sektor yang

rentan secara keuangan. Sedangkan menurut industri, sektor yang paling berisiko adalah pada sektor sumber daya (termasuk sektor primer, kertas dan kayu, serta produk logam), yang diikuti oleh sektor telekomunikasi, transportasi dan manufaktur. Nilai ICR yang mengalami penurunan mengindikasikan bahwa kapasitas atau kemampuan perusahaan terkendala untuk memenuhi kewajiban menjadi semakin rendah atau rentan sehingga ada potensi adanya kegagalan bayar utang.

Mengingat bahwa perusahaan yang ingin berpartisipasi di pasar ekspor harus membayar *sunk entry costs* sebagai bentuk investasi awal, maka penurunan ICR teridentifikasi sebagai adanya kendala keuangan internal di perusahaan sehingga terbatasnya kemampuan untuk melakukan alokasi investasi, termasuk alokasi untuk pembiayaan investasi ketika ingin berpartisipasi di pasar ekspor. Di sisi lain, hal ini juga akan menjadi hambatan bagi investor dan Lembaga keuangan yang ingin berinvestasi di perusahaan karena adanya potensi keterbatasan perusahaan dalam mengembalikan investasi tersebut.

Kondisi ini menarik untuk diinvestigasi lebih lanjut dalam kerangka hubungan keuangan dengan partisipasi ekspor suatu perusahaan, terutama yang bergerak di sektor manufaktur karena sektor ini berkontribusi tinggi pada PDB setiap tahun. Keuangan sebagai salah satu sumber keheterogenitasan perusahaan bisa dikatakan dapat berhubungan dengan kinerja perusahaan manufaktur dalam hal alokasi pembiayaan operasional perusahaan, termasuk biaya-biaya yang diperlukan untuk masuk dan berada di pasar ekspor.

Salah satu parameter yang dapat mengukur kesehatan keuangan suatu perusahaan adalah *leverage* (Greenaway *et al.*, 2007; Cole *et al.*, 2008, Nagaraj, 2014; Kim, 2016). Dimensi keuangan ini telah digunakan secara umum oleh studi empiris di berbagai negara, baik di negara maju maupun di negara berkembang, yang menggunakan data pada tingkat perusahaan manufaktur. Secara umum, hasil dari studi empiris tersebut mengkonfirmasi adanya hubungan antara *leverage* dan keputusan ekspor.

Studi empiris yang menggunakan ICR sebagai alat ukur *leverage* sebagai variabel bebas utama penelitian adalah Stiebale (2011) di Perancis dan Kim (2016) di Korea, namun memberikan hasil penelitian yang berbeda. Kim (2016) mengkonfirmasi adanya hubungan negatif dan positif antara *leverage* dan keputusan ekspor perusahaan di Korea, sedangkan Stiebale (2011) tidak menemukan adanya hubungan *leverage* dengan masuk ke pasar ekspor di Perancis. Studi lainnya adalah penelitian Narjoko dan Atje (2007) mengenai hubungan *sunk costs* dan kepemilikan modal asing terhadap ekspor di Indonesia sebelum dan setelah periode krisis ekonomi 1997/1998. Mereka menggunakan *leverage* hanya sebagai variabel kontrol saja, bukan sebagai variabel bebas utama. Narjoko dan Atje (2007) mengkonfirmasi adanya hubungan antara *leverage* dan partisipasi ekspor, yaitu bernilai negatif ketika sebelum dan masa krisis ekonomi (1993-2000) dan bernilai positif di masa pemulihan ekonomi (2002-2004).

Namun demikian, penelitian-penelitian tersebut hanya melihat hubungan *leverage* dan peluang ekspor pada tingkat perusahaan manufaktur secara agregat atau menyeluruh,

tidak membahas pada subsektoral manufaktur sehingga berpotensi terjadi adanya bias dalam penarikan kesimpulan atau adanya kecenderungan kebijakan yang diambil berlaku untuk semua perusahaan sehingga tidak memperhatikan heterogenitas perusahaan, terutamanya yang terkait dengan faktor keuangan.

Dengan demikian, mengacu pada studi literatur dan empiris mengenai keterkaitan antara *leverage* dan partisipasi ekspor serta laporan IMF (2016) mengenai status kerentanan keuangan di perusahaan Indonesia, penelitian ini melihat adanya urgensi untuk menginvestigasi keterkaitan tersebut di dalam industri manufaktur Indonesia. Celah penelitian yang ingin diisi adalah ruang lingkup analisis tidak hanya pada peluang perusahaan di industri manufaktur untuk masuk ke pasar ekspor secara agregat, tetapi juga di tingkat subsektor. Hal ini berguna untuk memetakan kondisi kendala keuangan di sektor-sektor manufaktur di Indonesia sehingga upaya-upaya pemerintah dapat disesuaikan dengan karakteristik subsektor manufaktur yang terkait.

TINJAUAN LITERATUR

Berpartisipasi ke pasar internasional adalah berisiko dan berasosiasi dengan adanya *entry sunk costs* sehingga perusahaan perlu mempertimbangkan kemampuan dan ketersediaan sumber daya keuangan dari perusahaan sebagai basis keputusannya untuk berpartisipasi dalam kegiatan ekspor. *Sunk costs* ini dapat berupa membangun jaringan distribusi dan pemasaran, penyesuaian atau peningkatan kualitas produk, prosedur dan administrasi ekspor, dan pemasaran.

Perusahaan yang ingin masuk ke pasar ekspor perlu membiayai *sunk costs* tersebut sehingga diperlukan biaya yang digunakan sebagai investasi awal. Jika perusahaan terkendala keuangan, maka hanya perusahaan yang memiliki likuiditas cukup akan ekspor. Perusahaan dapat memilih sumber pembiayaan antara internal dan eksternal untuk membiayai investasi tersebut. Keputusan untuk masuk dan keluar pasar ekspor adalah keputusan investasi dari perusahaan yang kemungkinan akan dipengaruhi oleh variabel keuangan. Dengan demikian, kendala keuangan mungkin menjadi salah satu penentu utama perilaku ekspor suatu perusahaan (Baldwin dan Krugman, 1989; Bellone *et al.*, 2010; Chaney, 2005; Greenaway *et al.*, 2007; Manova, 2013; Melitz, 2003; Muuls, 2015; Nagaraj, 2014; Robert dan Tybout, 1997).

Dengan melihat bahwa *sunk costs* adalah bentuk investasi awal perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor (Baldwin dan Krugman, 1989, Melitz, 2003; Robert dan Tybout, 1997), perusahaan akan mempertimbangkan hubungan antara pembiayaan dan keputusan investasi. Keputusan pembiayaan dari suatu perusahaan akan menjadi tidak relevan dengan perilaku investasinya ketika berada dalam kondisi pasar keuangan yang sempurna (Modigliani dan Miller, 1958). Kondisi ini tentunya tidak sesuai dengan pasar keuangan di dunia nyata yang tidak sempurna karena kehadiran informasi asimetris sehingga adanya kendala keuangan akan tercermin dalam keputusan investasi perusahaan (Berman dan Hericourt, 2010). Salah satu pengukuran kendala keuangan yang utama adalah *leverage*

(Bellone *et al.*, 2010; Greenaway *et al.*, 2007; Kim, 2016; Nagaraj, 2014). *Leverage* adalah penggunaan aset dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki beban tetap dan bertujuan untuk meningkatkan keuntungan potensial (Sartono, 2008).

Menurut *the trade-off theory* (Myers, 1977), *leverage* merupakan indikator bahwa perusahaan menikmati manfaat dari adanya biaya beban utang bunga menjadi instrumen pengurang pajak karena perusahaan tersebut menggunakan utang sebagai penambah modalnya. Di sisi lain, *the pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menggunakan keuangan internal (laba ditahan) untuk membiayai kebutuhan modalnya (investasi) dan jika memang diperlukan untuk memperoleh dari pembiayaan eksternal, maka perusahaan akan menggunakan utang dan kemudian sekuritas. Dalam teori ini, *leverage* dipandang sebagai tingkat ketergantungan pada pembiayaan eksternal setelah perusahaan mengkalkulasikan posisi keuangan internalnya (Kim, 2016). Dengan demikian, *leverage* ini berhubungan dengan perilaku investasi (Bernini, *et al.*, 2013, Nagaraj, 2014; Kim, 2016).

Kiendrebeogo dan Minea (2012) memperluas model Robert dan Tybout (1997) dengan dua cara, yaitu memfleksibelkan keputusan perusahaan dengan asumsi bahwa perusahaan akan melakukan ekspor jika labanya lebih besar daripada laba di pasar domestik dan mengasumsikan adanya ketidaksempurnaan pasar keuangan yang dapat mengarahkan pada pembatasan pemberian kredit pada perusahaan yang

berpotensi mengekspor. Argumennya adalah bahwa kendala likuiditas keuangan penting untuk ekspor karena sifatnya yang lebih berisiko daripada pasar domestik. Atas dasar ini, Kiendrebeogo dan Minea (2012) memperhitungkan keuangan di dalam modelnya.

Kiendrebeogo dan Minea (2012) mengasumsikan produksi untuk pasar domestik tidak tunduk pada kendala keuangan, modal sebagai satu-satunya faktor produksi, dan perusahaan memiliki dua sumber pembiayaan untuk investasinya, yaitu internal dan eksternal. Jika suatu perusahaan memiliki akses ke pasar keuangan, maka penambahan modal akan dibiayai sedemikian rupa sehingga pendapatan marjinal dari setiap sumber pembiayaan akan sama dengan biaya marjinal dan kedua sumber pembiayaan akan memiliki biaya yang sama. Di sisi lain, jika perusahaan mengalami kendala keuangan, dua sumber pembiayaan tersebut menjadi substitusi yang tidak sempurna karena adanya asumsi bahwa pendanaan eksternal lebih mahal daripada internal karena kehadiran permasalahan informasi asimetris dan biaya agen di pasar keuangan.

Perusahaan akan memilih berproduksi antara pasar internasional atau domestik yang tidak berisiko. Jika diasumsikan tidak ada *sunk costs* dan kendala keuangan, suatu perusahaan akan ekspor jika laba di pasar internasional lebih besar daripada laba di domestik. Namun, adanya *sunk costs* yang disertai kendala keuangan, suatu perusahaan akan ekspor jika laba sekarang dan laba ekspektasi lebih besar daripada laba di domestik, termasuk kemampuan untuk

membayai *sunk costs* tersebut (Kiendrebeogo dan Minea, 2012; Nagaraj, 2014).

Salah satu parameter untuk mengukur *leverage* adalah *interest coverage ratio (ICR)*, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban dalam kondisi normal. ICR yang tinggi menyiratkan bahwa suatu perusahaan memiliki kemampuan finansial untuk memenuhi kewajiban (*leverage*) atau tidak mengalami kendala keuangan sehingga memiliki kemampuan yang tinggi untuk mencari kewajiban yang baru. Dengan kata lain, posisi keuangan perusahaan dalam keadaan sehat sehingga dapat mengoptimalkan penggunaan sumber dana sesuai dengan keperluan aktivitas perusahaan. Para investor yang ingin berinvestasi pada suatu unit usaha akan selalu melihat nilai ICR karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya dari pembiayaan eksternal (Guariglia, 1999) ketika perusahaan beroperasi normal dan terus-menerus (Jusuf, 2014).

Dengan demikian, terlihat bahwa *leverage* sebagai salah satu ukuran tingkat kesehatan dan kapasitas keuangan perusahaan dapat memicu keputusan investasi perusahaan, yaitu keputusan membiayai *sunk costs* untuk berpartisipasi di pasar ekspor. Transmisi ini menarik untuk diteliti agar memperoleh informasi bagaimana tingkat *leverage* perusahaan yang diukur dengan ICR dapat berhubungan dengan potensi perusahaan untuk berpartisipasi di pasar ekspor.

Dengan mengacu pada rumusan masalah, tujuan empiris, tinjauan literatur, dan penelitian empiris yang telah dilakukan sebelumnya, maka penelitian ini

menghipotesiskan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban sebagai bentuk dari *leverage* atau memiliki kendala keuangan yang rendah maka peluang untuk berpartisipasi di pasar ekspor akan semakin besar. Selain itu, variabel control yang digunakan adalah variabel-variabel yang termasuk unsur keheterogenitasan industri, seperti peluang partisipasi perusahaan akan lebih besar jika berproduktivitas tinggi (Brakman, *et.al*, 2019; Kim, 2016; Melitz, 2003; Nagaraj, 2014; Stiebale, 2011;), terdapat porsi kepemilikan modal oleh asing (Brakman *et al*, 2016; Nagaraj, 2014;), menggunakan bahan input dari impor (Srinivasan dan Archana, 2011), perusahaan berukuran besar (Fazzari *et al*, 1988, Nagaraj, 2014), memiliki pengalaman ekspor di waktu sebelumnya (Tybout and Robert, 1997), dan berhubungan dengan nilai tukar efektif riil (Cheung dan Sengupta, 2012).

Sejak dirintis oleh Greenaway *et al.* (2007), studi empiris yang menggunakan data pada tingkat perusahaan manufaktur tentang pengaruh kendala keuangan perusahaan pada keputusan berpartisipasi di pasar ekspor memiliki hasil yang relatif sama, namun ada juga hasil empiris lainnya yang berbeda. Sintesis atau temuan umum dari hasil empiris adalah bahwa eksportir tidak terlalu mengalami kendala secara keuangan bila dibandingkan dengan non-eksportir dan perusahaan yang tidak terlalu mengalami kendala secara keuangan akan masuk ke pasar ekspor. Sedangkan hasil empiris lainnya yang berbeda menunjukkan bahwa adanya kendala keuangan tidak berpengaruh pada keputusan untuk berpartisipasi masuk ke pasar ekspor.

Berbagai studi empiris yang menggunakan *leverage* sebagai ukuran keuangan perusahaan dan variabel bebas utama untuk menginvestigasi hubungan dan pengaruhnya terhadap peluang untuk masuk ke pasar ekspor dengan menggunakan data perusahaan manufaktur telah dilakukan, namun masih terjadi kontradiksi dari hasil empirisnya. Di satu sisi, *leverage* memiliki hubungan dengan keputusan perusahaan untuk berpartisipasi di pasar ekspor karena perusahaan yang tidak terkendala keuangan (*leverage*) akan berpartisipasi di pasar ekspor. *Leverage* menjelaskan kapasitas keuangan perusahaan dalam penyediaan dana yang cukup dalam berinvestasi di pembiayaan *sunk costs* untuk masuk ke pasar ekspor (Greenway *et al*, 2007; Cole *et al*, 2010; Kim, 2016, Qi *et al.*, 2018). Di sisi lain, tidak terbukti adanya hubungan kendala keuangan pada keputusan perusahaan untuk masuk berpartisipasi di pasar ekspor. Hal ini dikarenakan keberadaan karakteristik yang tidak terobservasi, intervensi publik untuk kegiatan ekspor telah mengurangi kendala keuangan untuk masuk pasar ekspor, dan perbedaan sifat biaya yang terkait dengan ekspor jasa menahan dampak keuangan pada ekspor (Lancheros dan Demirel, 2012; Stiebale, 2011).

Untuk penelitian di Indonesia, sejauh pengetahuan penulis, hanya Narjoko dan Atje (2007) yang menggunakan *leverage* sebagai variabel di dalam penelitiannya mengenai hubungan *sunk costs* dan kepemilikan modal asing terhadap keterlibatan perusahaan di dalam kegiatan ekspor pada periode sebelum dan sesudah krisis keuangan 1997/1998. Dengan penggunaan variable *leverage* sebagai variabel kontrol, mereka menunjukkan bahwa

leverage bernilai negatif pada periode 1993-2000 karena perusahaan di Indonesia masih bergantung pada sumber pendanaan eksternal dalam membiayai kegiatan ekspornya. Pada periode pemulihan ekonomi (2002-2004), *leverage* bernilai positif, artinya perusahaan sudah tidak lagi berada dalam kendala keuangan.

METODE

Penelitian ini akan menggunakan regresi logistik untuk mengestimasi bagaimana hubungan ICR sebagai alat ukur dari *leverage* terhadap keputusan perusahaan untuk berpartisipasi di pasar ekspor. Model regresi logistik digunakan untuk menganalisis data apabila peubah respons merupakan peubah berskala biner dengan satu atau lebih peubah penjelas yang dapat berbentuk kuantitatif maupun kualitatif dengan menggunakan peubah dummy. Peubah respons dengan skala biner dengan menggunakan dua nilai kategorik, yaitu $Y=1$ untuk kejadian 'sukses' dan $Y=0$ untuk kejadian 'gagal' (tidak masuk dalam kategori). Dengan merujuk pada studi empiris yang dilakukan oleh Kim (2016), Nagaraj (2014), dan Kiendrebeago dan Minea (2012), penelitian ini akan diestimasi dengan menggunakan model sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Pr(DEXP_{it} = 1) &= \beta_1 \log ICR_{it-1} \\ &+ \beta_2 \text{Dummy } FOR_{it-1} \\ &+ \beta_3 \text{ImportShare}_{it-1} \\ &+ \beta_4 \log TFP_{it-1} \\ &+ \beta_5 \log SIZE_{it-1} \\ &+ \beta_6 \text{Dummy } EXP_{it-1} \\ &+ \beta_7 \log REER_{t-1} + \varepsilon_{it-1} \end{aligned}$$

dimana DEXP (dummy ekspor bernilai 1 jika perusahaan melakukan ekspor, bernilai 0 jika

sebaliknya), ICR (Interest coverage ratio sebagai alat ukur untuk *leverage*), TFP (produktivitas), dummy FOR (status kepemilikan modal asing), SIZE (Ukuran perusahaan) ImportShare (Persentase impor), EXPit-1 (Status ekspor tahun sebelumnya) dan REER (Nilai tukar riil efektif), i (perusahaan), dan t (waktu).

Penelitian ini ingin melihat bagaimana perilaku suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu dalam kaitannya dengan keputusan untuk partisipasi di pasar ekspor yang dipengaruhi oleh perilakunya di masa lalu. Untuk itu, struktur data yang akan digunakan dalam model penelitian ini adalah data panel. Penggunaan lebih dari satu pengamatan dapat memfasilitasi inferensi kausal dalam situasi-situasi di mana menyimpulkan kausalitas akan sangat sulit jika hanya ada satu *cross-section* yang tersedia. Selain itu, penggunaan data panel memungkinkan untuk mempelajari arti penting adanya *lags* dalam perilaku atau hasil pengambilan keputusan. Hal ini penting karena banyak kebijakan ekonomi yang diambil akan memperoleh dampak hanya terjadi setelah beberapa waktu terlewati (Wooldridge, 2013). Model penelitian ini juga menggunakan bentuk fungsional logaritma untuk mengukur persentase perubahan dari variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Penggunaan bentuk logaritma ini bertujuan untuk melakukan penyederhanaan data dengan mengurangi adanya fluktuasi data yang berlebihan tanpa melakukan perubahan proporsi dari nilai awal yang sebenarnya.

Penelitian ini menggunakan data sekunder pada tingkat perusahaan dari Survei Tahunan Industri Manufaktur (SI) yang diterbitkan oleh

Badan Pusat Statistik (BPS) sehingga unit analisis yang digunakan adalah perusahaan yang terdokumentasi di SI setidaknya-tidaknya selama lima (5) tahun berturut-turut. Survei ini dilakukan oleh BPS kepada perusahaan manufaktur yang memperkerjakan 20 atau lebih karyawan. Berbagai informasi yang tercakup di dalam survei tersebut adalah, tenaga kerja, pemodal, bahan bakar, energi, bahan baku dan bahan penolong, produksi, inventaris, modal tetap, pengeluaran, pendapatan, dan nilai tambah. Mengingat bahwa BPS mempublikasikan SI ini terakhir kali pada tahun 2015, maka penelitian ini menggunakan rentang waktu 2007-2015. Secara rata-rata, jumlah perusahaan yang disurvei pada periode tersebut kurang lebih 24,000 perusahaan setiap tahunnya.

Penelitian ini juga menggunakan Tabel Kesesuaian Lapangan Usaha KBLI 2009 – KBLI 2005 Cetakan II yang dipublikasikan oleh BPS. Tabel ini berguna untuk mengkonversikan kode industri lima (5) digit KBLI 2009 untuk tahun 2010 – 2015 menjadi kode industri lima (5) digit KBLI 2005. Dengan adanya konversi ini, maka kode industri yang digunakan pada rentang waktu penelitian telah seragam, yaitu dengan KBLI 2005. Lebih lanjut, variabel-variabel yang terdapat di Publikasi SI sebagian besar menggunakan nilai nominal sehingga penulis perlu mengubah nilai tersebut menjadi nilai riil agar dapat merepresentasikan nilai yang aktual.

Langkah yang diambil adalah dengan menggunakan data Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) yang diterbitkan oleh BPS sebagai deflator harga untuk nilai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Sebelum digunakan sebagai

deflator, penyamaan tahun dasar dilakukan terlebih dahulu karena IHPB tersebut memiliki tahun dasar yang berbeda.

Variabel terikat atau dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah keputusan untuk ekspor yang diprosikan dengan dummy bernilai 1 jika perusahaan mengekspor dan bernilai 0 jika tidak ekspor. Penelitian ini menggunakan variabel bebas utamanya adalah ICR, yaitu parameter yang langsung mengukur tingkat kemampuan atau kapasitas suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek dengan menggunakan sumber dana yang berasal dari operasional bisnis. ICR mengukur berapa kali perusahaan dapat menutupi pembayaran bunga saat ini dengan laba yang tersedia. Dengan kata lain, ICR mengukur margin keselamatan yang dimiliki perusahaan untuk membayar bunga atas utangnya selama periode tertentu. ICR ini digunakan untuk menentukan seberapa mudah perusahaan dapat membayar biaya bunga dengan hutang yang belum terbayar. Rasio dihitung dengan membagi pendapatan perusahaan sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan biaya bunga perusahaan untuk periode yang sama

$$\frac{\text{Earnings before interest and taxes (EBIT)}}{\text{interest expense}}$$

Semakin tinggi rasio, semakin perusahaan tidak terbebani oleh beban utang yang berasal dari penggunaan *leverage* sehingga mampu melakukan alokasi sumber dana internal perusahaan untuk investasi.

Selain itu, variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini ada dua kategori, variabel karakteristik perusahaan dan variabel makroekonomi. Variabel karakteristik

Tabel 4.1. Persentase Distribusi Eksportir dan Non-Eksportir pada periode 2007-2015

Perusahaan	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eksportir	11.93	13.95	11.16	12.33	14.39	13.17	15.98	9.90	10.77
Non-Eksportir	88.07	86.05	88.84	87.69	85.61	86.83	84.02	90.10	89.23
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Sumt **Tabel 4.2.** Deskriptif Statistik Variabel Penelitian.

Variabel	Rata-rata	Std. Deviasi	Min.	Maks.
Ekspor (dummy)	0,148	0,355	0	1
ICR (ratio)	585,5	16.879,22	0,00039	1.361.436
FDI (dummy)	0,091	0,288	0	1
Import share(%)	8,052	23.536	0	100
Produktivitas	826,83	13.427,92	0,971	2.351.902
Ukuran perusahaan (milyar Rp)	9.470	20.000	1	4.38e+6
Status ekspor sebelumnya (dummy)	0,150	0,357	0	1
Nilai tukar efektif riil	92,686	5,038	87,11	100
Observasi	47805			

Sumber: SI, BPS, diolah

perusahaan antara lain adalah produktivitas (Brakman, *et al.*, 2019; Kim, 2016; Melitz, 2003; Nagaraj, 2014; Stiebale, 2011); status kepemilikan modal asing (Brakman *et al.*, 2016; Nagaraj, 2014); ukuran perusahaan (Fazzari *et al.*, 1988, Nagaraj, 2014); penggunaan bahan baku dari impor (Srinivasan dan Archana, 2011); dan status ekspor (Tybout and Robert, 1997). Sedangkan untuk variabel makroekonomi, penelitian ini menggunakan nilai tukar riil efektif (Cheung dan Sengupta, 2012).

HASIL

Berdasarkan Publikasi SI dari BPS untuk kurun waktu 2007-2015 terlihat bahwa jumlah eksportir adalah berada pada kisaran 9-14% dari total perusahaan dengan jumlah per tahun dapat dilihat pada Table 4.1 dan Tabel 4.2 yang menjelaskan mengenai menjelaskan deskriptif statistik dar variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Distribusi antara variabel bebas utama dan variabel terikat perlu juga dianalisis secara

Tabel 4.3: Persentase Distribusi Jumlah Perusahaan berdasarkan Nilai ICR dan status ekspor

	Nilai ICR		Total
	ICR < 1.5	ICR ≥ 1.5	
Non-Eksportir	1.97	83.22	85.2
Eksportir	0.63	14.17	14.8
Total	2.6	97.4	100

Sumber: SI, BPS, diolah

deskriptif. Untuk mengukur nilai ICR, maka digunakan benchmark dari IMF, yaitu sebesar 1.5. Jika nilai ICR tidak mencapai standar tersebut, hal ini mengindikasikan bahwa terdapat sinyal bahwa perusahaan akan memiliki potensi berisiko atau kendala keuangan. Seperti terlihat pada Tabel 4.3, perusahaan yang memiliki nilai ICR di bawah 1.5 berjumlah sebesar 2.6% dari total observasi dan yang bernilai lebih besar sama dengan 1.5 sebesar 97.4%. Jika dilihat dari kelompok eksportir dan non-eksportir, perusahaan eksportir yang memiliki nilai ICR lebih besar sama dengan 1.5 sebesar 14.17% dan sedangkan yang kurang dari 1.5 sebesar 0.63%. Di sisi lain, untuk kelompok non-eksportir, perusahaan yang memiliki ICR lebih besar sama dengan 1.5 sebesar 83.22% dan yang kurang dari 1.5 sebesar 1.97%. Tabel 4.3 menunjukkan bahwa eksportir pada tingkat agregat sektor terindikasi memiliki kemampuan finansial yang baik.

Estimasi model penelitian dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak *Stata 14* dan hasil outputnya dapat dilihat pada Tabel 4.4. Berdasarkan tabel tersebut, terlihat bahwa semua variabel bebas utama (ICR) dalam beberapa model yang digunakan adalah memiliki hubungan positif yang secara statistik signifikan dalam menjelaskan keputusan perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor. Dari nilai *marginal effect*, terlihat juga bahwa secara rata-rata ketika nilai ICR naik sebesar satu satuan maka kemungkinan perusahaan untuk berpartisipasi di pasar ekspor akan naik sebesar 0.15% pada tingkat signifikansi 5% dan 10%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai ICR maka mengandung arti bahwa kemampuan

finansial perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang digunakan sebagai *leverage* semakin tinggi dan mengindikasikan perusahaan tersebut tidak terkendala keuangan untuk mengalokasikan dana, baik dari sumber internal maupun potensi dari eksternal perusahaan, dalam membiayai investasi awal atau *sunk cost* di pasar ekspor (Bellone *et al.*, 2010; Greenaway *et al.*, 2007; Kim, 2016; Nagaraj, 2014).

Perusahaan dengan nilai ICR yang lebih tinggi akan berada pada posisi yang menguntungkan dari dua sisi. Di satu sisi, perusahaan memiliki kesehatan keuangan yang lebih tinggi karena sumber dana internalnya menjadi lebih besar yang bersumber dari laba operasional yang tinggi. Perusahaan dapat mengutilisasi keuangan internalnya untuk pembiayaan investasi. Di sisi lain, perusahaan juga dapat mencari sumber pembiayaan dari eksternal perusahaan, misalnya dari investor dan lembaga keuangan untuk mengajukan fasilitas yang akan digunakan dalam pembiayaan investasi karena mereka melihat ICR perusahaan yang tinggi sehingga dapat mempertimbangkan untuk memberikan fasilitas investasi atau *leverage* kepada perusahaan tersebut.

Selain variabel bebas utama, dapat pula dilihat hubungan variabel bebas lainnya terhadap partisipasi perusahaan di pasar ekspor. Variabel kepemilikan modal asing yang diukur dengan menggunakan FDI yang bernilai lebih dari 10% memiliki hubungan yang positif dan secara statistik signifikan pada partisipasi perusahaan di pasar ekspor. Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata ketika nilai kepemilikan modal asing naik

Tabel 4.4: Hasil Estimasi Model Penelitian

	(1) Dummy export = 1		(2) Dummy export = 1		(3) Dummy export = 1		(4) Dummy export = 1		(5) Dummy export = 1		(6) Dummy export = 1		(7) Dummy export = 1	
	dy/ dx	Koef.	$\frac{d}{dy}$ / $\frac{d}{dx}$	Koef.	dy/d x	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.
<i>ICR</i> _(t-1)	0.01 2	0.097 ***	0	0.0539** *	0.00 57	0.04 81***	0.002	0.0171***	0.001 5	0.0134**	0.001 5	0.013 2**	0.001 5	0.0132 **
		(0.00 45)	0 0 6	(0.0048)		(0.00 48)		(0.0054)		(0.00568)		(0.00 568)		(0.005 68)
Dummy <i>FDI</i> _(t-1)			0 . 2 6	1.492***	0.22	1.304 ***	0.19	1.188***	0.19	1.187***	0.19	1.187* **	0.19	1.187* **
				(0.0352)		(0.03 85)		(0.0394)		(0.0394)		(0.03 94)		(0.039 4)
<i>Imp. Share</i> _(t-2)					0.07 5	0.638 ***	0.063	0.540***	0.063	0.541***	0.063	0.541 ***	0.063	0.541* **
						(0.04 95)		(0.05)		(0.05)		(0.05)		(0.05)
<i>Produktivitas</i> _(t-1)							0.02	0.154***	0.02	0.154***	0.018	0.154 ***	0.018	0.153* **
								(0.0116)		(0.0116)		(0.011 6)		(0.011 6)
<i>Ukuran Perusahaan</i> _(t-1)									0.002	0.0143**	0.001 3	0.011 9*	0.001	0.0119 *
										(0.0063)		(0.00 645)		(0.006 1)
Dummy <i>Status ekspor</i> _(t-1)											0.007	0.061 3**	0.007	0.0611
												(0.037 2)		(0.037 2)
<i>Nilai tukar efektif riil</i> _(t-1)													0.005	0.0410
														(0.244)
<i>Observations</i>	4780 5			47805		47805		47805		47805		47805		47805
<i>LR chiz(1)</i>	574.8			2104.8		2262.9		2437.9		2431.1		2445.8		2445.8
<i>Prob > chiz</i>	0.000			0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000
<i>Pseudo R2</i>	0.012			0.053		0.056		0.061		0.061		0.061		0.061

Standard errors in parentheses; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.010$

sebesar satu persen maka kemungkinan perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor akan naik sebesar 19.22% pada tingkat signifikansi 1%. Perusahaan yang memiliki modal asing akan terdorong untuk berpartisipasi dalam kegiatan ekspor karena perusahaan memiliki keuntungan positif dari transfer pengetahuan mengenai pasar internasional, memiliki jaringan dalam pangsa pasar dan memiliki

akses untuk pembiayaan eksternal yang lebih rendah (Brakman *et al*, 2016; Nagaraj, 2014;).

Variabel persentase penggunaan bahan input dari impor juga bernilai positif dan secara statistik signifikan dalam menjelaskan hubungannya terhadap partisipasi ekspor. Artinya adalah secara rata-rata ketika nilai dari penggunaan bahan baku dari impor naik sebesar satu persen maka kemungkinan

Tabel 4.5: Hasil Estimasi Subsektor Industri

	Makanan dan Minuman Dummy export = 1		Tekstil dan pakaian Dummy export = 1		Otomotif Dummy export = 1		Kimia Dummy export = 1		Elektronik Dummy export = 1	
	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.
$ICR_{(t-2)}$	0.003	0.033*** (0.0139)	0.006	0.063*** (0.015)	0.0011	0.014 (0.061)	0.001	0.010 (0.026)	0.003	0.0187 (0.0628)
Dummy FDI _(t-2)	0.22	1.516*** (0.106)	0.14	1.076*** (0.107)	0.28	2.226*** (0.371)	0.147	0.864*** (0.148)	0.01	0.057 (0.339)
Imp_share _(t-2)	-0.0022	-0.026 (0.215)	0.1	1.106*** (0.110)	0.021	0.254 (0.410)	-0.069	-0.481*** (0.141)	0.39	2.338*** (0.367)
Produktivitas _(t-2)	0.023	0.270*** (0.0268)	0.015	0.170*** (0.038)	-0.001	-0.008 (0.123)	0.005	0.035 (0.047)	-0.014	-0.085 (0.118)
Ukuran Perusahaan _(t-2)	0.006	0.006 (0.016)	0.0008	0.017 (0.01)	-0.006	-0.072 (0.604)	-0.0001	-0.001 (0.078)	0.006	0.037 (0.051)
Dummy Status Ekspor _(t-2)	0.006	0.778 (0.910)	0.003	0.0298 (0.100)	-0.009	-0.113 (0.430)	0.011	0.791 (0.157)	-0.011	-0.067 (0.372)
Nilai Tukar Efektif Riil _(t-2)	0.022	0.257 (0.5803)	-0.070	-0.773 (0.701)	0.256	3.056 (2.734)	-0.071	-0.491 (1.130)	-0.0122	-0.724 (2.565)
Observations										
LR Chi2	10,795		8,183		500		2,006		360	
Prob > chi2	528.64		489.46		72.90		43.64		64.86	
Pseudo R2	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
	0.0717		0.0831		0.1833		0.0229		0.1561	
	Makanan dan Minuman Dummy export = 1		Tekstil dan pakaian Dummy export = 1		Otomotif Dummy export = 1		Kimia Dummy export = 1		Elektronik Dummy export = 1	
	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.	dy/dx	Koef.
$ICR_{(t-2)}$	0.003	0.033*** (0.0139)	0.006	0.063*** (0.015)	0.0011	0.014 (0.061)	0.001	0.010 (0.026)	0.003	0.0187 (0.0628)
Dummy FDI _(t-2)	0.22	1.516*** (0.106)	0.14	1.076*** (0.107)	0.28	2.226*** (0.371)	0.147	0.864*** (0.148)	0.01	0.057 (0.339)
Imp_share _(t-2)	-0.0022	-0.026 (0.215)	0.1	1.106*** (0.110)	0.021	0.254 (0.410)	-0.069	-0.481*** (0.141)	0.39	2.338*** (0.367)
Produktivitas _(t-2)	0.023	0.270*** (0.0268)	0.015	0.170*** (0.038)	-0.001	-0.008 (0.123)	0.005	0.035 (0.047)	-0.014	-0.085 (0.118)
Ukuran Perusahaan _(t-2)	0.006	0.006 (0.016)	0.0008	0.017 (0.01)	-0.006	-0.072 (0.604)	-0.0001	-0.001 (0.078)	0.006	0.037 (0.051)
Dummy Status Ekspor _(t-2)	0.006	0.778 (0.910)	0.003	0.0298 (0.100)	-0.009	-0.113 (0.430)	0.011	0.791 (0.157)	-0.011	-0.067 (0.372)
Nilai Tukar Efektif Riil _(t-2)	0.022	0.257 (0.5803)	-0.070	-0.773 (0.701)	0.256	3.056 (2.734)	-0.071	-0.491 (1.130)	-0.0122	-0.724 (2.565)
Observations										
LR Chi2	10,795		8,183		500		2,006		360	
Prob > chi2	528.64		489.46		72.90		43.64		64.86	
Pseudo R2	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
	0.0717		0.0831		0.1833		0.0229		0.1561	

kegiatan ekspor akan naik sebesar 6.3% pada tingkat signifikansi 1%. Perusahaan importir akan terdorong untuk masuk ke pasar ekspor karena sudah terlibat dalam perdagangan internasional sehingga memiliki keuntungan dari informasi dan jaringan distribusi di pasar internasional (Srinivasan dan Archana, 2011).

Ukuran perusahaan juga memiliki hubungan yang positif dan secara statistik signifikan terhadap partisipasi ekspor suatu perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata ketika ukuran perusahaan naik maka kemungkinan perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor akan naik sebesar 0.14% pada tingkat signifikansi 10% daripada perusahaan yang berukuran kecil. Kepemilikan aset tetap yang lebih besar akan lebih mudah mendapatkan akses pembiayaan dari eksternal perusahaan sebagai pilihan sumber dana untuk berpartisipasi di pasar ekspor (Fazzari *et al*, 1988; Nagaraj, 2014).

Variabel bebas lainnya adalah produktivitas. Dari hasil estimasi, terlihat bahwa produktivitas perusahaan memiliki hubungan yang positif dan secara statistik signifikan terhadap partisipasi perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor. Artinya adalah bahwa secara rata-rata ketika nilai dari tingkat produktivitas naik sebesar satu satuan maka kemungkinan perusahaan untuk berpartisipasi masuk ke pasar ekspor akan naik sebesar 1.8% pada tingkat signifikansi 1% daripada perusahaan yang berproduktivitas rendah. Hal ini menunjukkan bahwa semakin berproduktivitas suatu perusahaan akan semakin terdorong untuk masuk ke pasar ekspor karena tinggi produktivitasnya akan memiliki kemampuan keuangan untuk membiayai biaya masuk ke pasar ekspor

(Brakman *et al*, 2019; Kim, 2016; Melitz, 2003; Nagaraj, 2014; Stiebale, 2011).

Selain analisis menyeluruh perusahaan manufaktur, penelitian ini juga ingin menganalisis hubungan antara *leverage* perusahaan yang diukur oleh ICR dengan partisipasi ekspor pada tingkat subsektor manufaktur. Subsektor yang dianalisis adalah subsektor yang memberikan kontribusi terhadap PDB, yaitu makanan dan minuman, tekstil dan pakaian, otomotif, kimia, elektronik, karet, kertas, kulit serta kayu dan anyaman.

Berdasarkan hasil estimasi pada Tabel 4.5, terlihat bahwa nilai ICR untuk sektor makanan dan minuman, tekstil dan pakaian, karet serta kayu dan anyaman memiliki hubungan positif dan secara statistik signifikan terhadap partisipasi ekspor. Hal ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata ketika nilai ICR naik sebesar satu satuan maka kemungkinan perusahaan untuk berpartisipasi untuk masuk ke pasar ekspor akan naik sebesar 0.3%, 0.6%, 1%, dan 2%. Hasil temuan tersebut dapat menunjukkan bahwa perusahaan pada empat sektor tersebut memiliki kapasitas keuangan yang dapat diandalkan (tidak terkendala keuangan) sebagai sumber dana dalam membiayai investasi di ekspor, baik secara internal maupun dari eksternal perusahaan. Untuk itu, perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sektor-sektor tersebut diharapkan mampu menjaga atau bahkan meningkatkan tingkat laba atau EBIT sehingga nilai ICR mereka stabil atau naik di kemudian hari terlepas dari adanya kewajiban beban bunga yang mereka hadapi dan potensi adanya fasilitas pembiayaan ekspor dari bank atau dari lembaga keuangan lainnya.

Temuan menarik lainnya adalah adanya hubungan positif dan signifikan antara FDI dan partisipasi ekspor untuk sebagian perusahaan di subsektor yang dianalisis, kecuali sektor elektronik. Peluang untuk berpartisipasi untuk sektor makanan dan minum adalah makanan dan minuman sebesar 22%, tekstil dan pakaian (14%), otomotif (28%), kimia (14.7%), karet (13.3%), kulit (13.9%), kertas (11.7%) serta kayu dan anyaman (16.7%). Hal ini mengindikasikan bahwa peranan investasi asing di sektor-sektor tersebut memiliki arti penting untuk mendorong perusahaan agar masuk ke pasar ekspor karena adanya eksternalitas positif yang diperoleh dari investasi tersebut, misalnya transfer pengetahuan, teknologi, dan inovasi, kemudahan akses pembiayaan eksternal serta jaringan pasar di internasional. Untuk itu, peran pemerintah dalam mempromosikan sangat diharapkan untuk menambah kapasitas operasional dan manajemen perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor-sektor tersebut.

Adanya penggunaan bahan input dari impor juga memberikan hubungan yang positif dan secara statistik signifikan terhadap keputusan perusahaan di sektor tekstil dan pakaian, elektronik, karet, kulit, dan kertas untuk masuk ke pasar ekspor. Hal ini terlihat dari nilai *marginal effect* masing-masing tekstil dan pakaian sebesar 10%, elektronik (39%), karet (9.1%), kulit (14.7%), dan kertas (19%). Sebagai contoh, Aktivitas pasokan bahan baku impor di hilir sektor tekstil memang dilakukan untuk kepentingan produksi di dalam negeri dan tujuan ekspor. Di sisi lain, produk dari industri hulu, khususnya di sektor pembuatan kain kalah bersaing dengan kain

impor karena tak banyak diserap oleh industri tekstil di hilir. Sektor kertas masih memiliki ketergantungan pasokan bahan baku dari impor karena masih kurangnya area hutan tanaman industri. Dengan pasokan bahan baku yang terjaga, maka kapasitas produksi bubur kertas dan kertas mendorong peningkatan ekspor kertas dan barang dari kertas. Lebih lanjut, industri elektronika masih tergantung dengan bahan baku dan komponen elektronik dari impor karena industri domestik di kedua area tersebut belum berkembang. Terpenuhi bahan baku pendukung industri elektronik, mendorong kapasitas produksi sektor elektronik tetap terjaga untuk pangsa pasar ekspor.

Selain itu, sektor kimia memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap partisipasi ekspor. Artinya, semakin tinggi penggunaan bahan baku impor dalam industri kimia akan memberikan kemungkinan sebesar 6.9% untuk masuk tidak masuk pasar ekspor atau bisa dikatakan untuk pemenuhan kebutuhan domestik. Sektor kimia memang masih dihadapkan pada persoalan ketergantungan impor untuk bahan baku, seperti nafta, kondensat dan etilena yang penting dalam proses produksi untuk produk-produk kimia. Dengan tingginya impor bahan baku, maka hasil produksi kimia diarahkan untuk pemenuhan permintaan domestik, meskipun baru mencukupi separuhnya, karena hampir sebagian besar subsektor lainnya membutuhkan dukungan produk industri kimia dan petrokimia, misalnya makanan dan minuman, farmasi, otomotif, alat angkut, dan tekstil.

Produktivitas memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap partisipasi

ekspor di sektor makanan dan minuman, tekstil dan pakaian, karet serta kayu dan anyaman. Peluang sektor-sektor tersebut untuk masuk ke pasar ekspor untuk masing masing adalah sebesar 2.3%, 1.5%, 6.7% dan 2.6%. Hal ini bisa terlihat dari sisi permintaan untuk sektor-sektor tersebut cukup tinggi sehingga perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sektor-sektor tersebut terdorong untuk meningkatkan nilai tambah produknya dengan melakukan peningkatan produktifitas, misalnya optimalisasi modal dan tenaga kerja.

KESIMPULAN

Hasil regresi logistik menunjukkan nilai ICR yang mengukur tingkat *leverage* memiliki hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan potensi perusahaan untuk berpartisipasi di pasar ekspor. Berdasarkan nilai *marginal effect*-nya, semakin tinggi nilai ICR mencerminkan tingginya kemampuan perusahaan dalam pemenuhan kewajibannya yang digunakan sebagai investasi (*leverage*) dan akan memberikan peluang yang lebih besar dalam berpartisipasi di pasar ekspor. Hal ini dapat dikatakan bahwa ICR dapat menjadi salah satu ukuran keuangan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi diawal kegiatan ekspor.

Dengan demikian, penelitian ini selaras dengan hasil temuan penelitian empiris lainnya, yang menunjukkan bahwa faktor keuangan menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi perilaku ekspor di tingkat perusahaan (Greenway, 2007, Chaney, 2005; Bellone et al., 2010; Manova, 2013; Muûls, 2015). Sedangkan untuk variabel bebas lainnya, kecuali status ekspor sebelumnya dan

nilai tukar riil, memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap partisipasi ekspor suatu perusahaan.

Untuk tingkat subsektor manufaktur, nilai ICR di sektor makanan dan minuman, tekstil dan pakaian, karet serta kayu dan anyaman memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap peluang perusahaan untuk masuk ke pasar ekspor. Sedangkan sektor otomotif, kimia, elektronik, kulit, dan kertas tidak memiliki hubungan dan tidak signifikan. Selain nilai ICR, variabel bebas lainnya yang juga memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap partisipasi ekspor adalah kepemilikan modal oleh asing di semua sektor, kecuali sektor elektronik; penggunaan bahan input dari impor untuk sektor tekstil dan pakaian, kimia, elektronik, karet, kulit, dan kertas; dan produktivitas untuk sektor makanan dan minuman, karet, kulit, kayu dan anyaman serta tekstil dan pakaian. Hasil ini menunjukkan bahwa adanya keheterogenitas antar satu sektor dengan sektor lainnya dalam mendorong mereka untuk masuk ke pasar ekspor. Untuk itu, perhatian pemerintah pada sektor-sektor tersebut dapat disesuaikan dengan karakteristik perusahaannya sehingga kebijakan yang diambil akan tepat sasaran.

Berdasarkan hasil regresi dalam penelitian, saran yang dapat dipertimbangkan dalam menyusun upaya-upaya kebijakan yang terkait dengan partisipasi ekspor adalah dengan adanya hubungan positif antara ICR dan keputusan berpartisipasi untuk ekspor, pemerintah bisa memetakan sektor industri menurut nilai ICR sehingga dapat diketahui sektor mana yang berpotensi memiliki risiko keuangan dan yang sehat struktur

keuangannya. Pemetaan ini berfungsi untuk memitigasi adanya kegagalan bayar kewajiban perusahaan yang lebih jauh lagi sehingga pengetatan persyaratan dalam pengajuan pembiayaan dapat dilakukan terlebih dahulu.

Adanya pemetaan tersebut, pemerintah dapat memberikan insentif dalam hal kemudahan pemberian fasilitas pembiayaan ekspor kepada perusahaan yang mampu menjaga tingkat laba atau EBIT dengan stabil selama beberapa tahun terakhir. Hal ini bertujuan agar pemerintah merasa terjamin jika fasilitas tersebut dapat dioptimalisasikan untuk menambah modal kerja dan alokasi pembiayaan di kegiatan ekspor. Dengan terjaganya tingkat laba atau EBIT, perusahaan memiliki kemampuan untuk melunasi kewajiban atau angsuran dari fasilitas karena perusahaan mampu untuk memenuhi potensi adanya kewajiban-kewajiban yang muncul sebagai dampak dari adanya fasilitas tersebut. Insentif yang lainnya adalah penurunan tingkat pajak perusahaan, misalnya peraturan *super deductible tax*. Insentif ini bertujuan untuk mengurangi beban keuangan perusahaan sehingga mereka terbantu dalam hal pengalokasian keuangan mereka untuk melakukan operasional dan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahn, J. & McQuid, A.F (2017), Capacity constrained exporters: identifying increasing marginal cost. *Economic Inquiry*. Vol.55, No.3, 1175-1191.
- Akarim, Y. D. (2013). The impact of financial factors on export decisions: the evidence from Turkey, *Economic Modelling*, 35, 305–308.
- Amiti, M. & Konings, J. (2007). Trade liberalization, intermediate Inputs, and productivity: evidence from Indonesia. *American Economic Review*, 97 (5): 1611-1638.
- Arndt, C., C. M. Buch & A. Mattes. (2012). Disentangling barriers to internationalization, *Canadian Journal of Economics*, 45, 41–63.
- Badan Pusat Statistik. (2007-2015). *Survei Tahunan Perusahaan Industri Manufaktur*.
- Baldwin, R., & Krugman, P. (1989). Persistent trade effects of large exchange rate shocks, *the Quarterly Journal of Economics*, 104, (4), 635-654.
- Bellone, F., et al. (2010). Financial constraints and firm export behaviour. *The World Economy*. 33 (3), 347–373.
- Berman, N. & Hericourt, J. (2010). Financial factor and the margins of trade: Evidence from cross-country firm-level data. *Journal of Development Economics*, 93, 206-217.
- Bernini, M., S. Guillou & F. Bellone. (2013). Firms' leverage and export quality: evidence from France, *GREDEG Working Paper*, No. 2013–29.
- Blalock, G & Gertler, P.J. (2004). Learning from exporting revisited in a less a developed setting. *Journal of Development Economics*, 75, 397– 416.
- Blalock, G., Garrick & Roy, Sonali. (2007). A firm-level examination of the exports puzzle: why East Asian exports didn't increase after the 1997-1998 financial crisis. *The World Economy*, Vol. 30, No. 1, pp. 39-59.
- Brancati R, Marrocu E, Romagnoli M, & Usai S. (2018). Innovation activities and learning processes in the crisis: evidence from Italian export in manufacturing and services. *Ind Corp Chang* 27(1):107–130.
- Brakman, S., et.al. (2019). Firm heterogeneity and exports in the Netherlands: identifying export potential beyond firm productivity. *The Journal of International Trade and Economic Development*.
- Chaney, T. (2005). Liquidity constrained exporters. *Mimeograph, Massachusetts Institute of Technology*.
- Cheung, Yin-Wong & Sengupta, Rajeswari. (2012). Impact of exchange rate movements on exports: an analysis of Indian non-financial sector firms. *MPRA Paper* 43118.
- Choi, B. (2018). Financial development, endogenous dependence on external financing, and trade. *Economica*.
- Cole, M. A., R. J. R. Elliott & S. Virakul. (2010). Exporting and Financial Health: a Developing Country Perspective. Department of Economics, University of Birmingham, Mimeo.
- de Matteis P, Pietrovito & F, Pozzolo AF. (2016). Determinants of exports: firm

- heterogeneity and local context. *Banca d'Italia Occasional Papers*, No. 352, September.
- Egger, P. & M. Kesina. (2013). Financial constraints and exports: evidence from Chinese firms, *CESifo Economic Studies*, 59, 676–706.
- Eisenlohr, T. S. (2013). Towards a theory of trade finance. *Journal of International Economics*, 91, 96–112.
- Fazzari, S.M, et al. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, 141–206.
- Gorg, H. & M.-E. Spaliara. (2013). Export market exit, financial pressure and the crisis,' Kiel Institute for the World Economy, *Kiel Working Papers* No. 1859, August.
- Guariglia, A. (1999). The effects of financial constraints on inventory investment: evidence from a panel of UK firms. *Economica*, 66, 43–62.
- Gutiérrez E, & Moral-Benito E. (2019). Trade and credit: revisiting the evidence. *Banco de Espana Documentos de Trabajo* No. 1901.
- Greenaway, D., Guariglia, A. & Kneller, R. (2007). Financial factors and exporting decisions. *Journal of International Economics*, 73(2):377–395.
- Halldin, T. (2012). External finance, collateralizable assets and export market entry. *CESIS Electronic Working Paper Series*, No. 268.
- International Monetary Fund. (2016). Indonesia: Selected Issues. *IMF Country Report* No.16/82.
- International Monetary Fund. (2015). Stress testing corporate balance sheets in emerging economies. *IMF Working Paper* No. 15/216.
- Johnson, W.C. & Johnson, H. (2001). Strategic factors affecting export decisions: the case of Indonesian manufacturers. The 17th Annual IMP Conference, 9–11 September 2001, Norway.
- Jusuf, J. (2014). *Analisis Kredit untuk Credit (Account) Officer*. Jakarta: Gramedia.
- Kiendrebeogo, Y. and A. Minea. (2012). Financial factors and manufacturing exports: theory and firm-level evidence from Egypt,' *CERDI, Etudes et Documents*, E2012.21.
- Kim (KILF), H.-S. (2016). Firms' leverage and export market participation: Evidence from South Korea. *International Economics*.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M. & Melitz, M.J. (2012). *International Economics: Theory & Policy*, 9th ed. U.S.: Pearson.
- Krugman, P. (1979). Increasing returns, monopolistic competition and international trade. *Journal of International Economics*, 9, 469–479.
- Krugman, P. (1980). Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade. *The American Economic Review*, 70 (5), 950–959.
- Lancheros, S. & P. Demirel. (2012). 'Does finance play a role in exporting for service firms?: Evidence from India,' *The World Economy*, 35, 44–60.
- Li, Z. & M. Yu. (2009). Export, productivity, and credit constraints: a firm-level empirical investigation of China, *Discussion Paper Series 098*, December, Hitotsubashi University Research Unit for Statistical and Empirical Analysis in Social Sciences (Hi-Stat).
- Manole, V. & M. Spatareanu. (2010). Exporting, capital investment and financial constraints, *Review of World Economics*, 146, 23–37.
- McKinsey&Company. (2018). Rising corporate debt: peril or promise? *McKinsey&Company Discussion Paper*, June 2018.
- Muuls, M. (2008). Exporters and credit constraints. A Firm-Level Approach,' *National Bank of Belgium Working Paper Research* No. 139, September.
- Manova, K. (2013). Credit constraints, heterogeneous firms, and international trade. *Review of Economics Studies*, 80, 711–744.
- Melitz, Marc J. (2003). The impact of intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *Econometrica*, 71, 1695–1726.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261–297.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147–175.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187–221.
- Nagaraj, P. (2014). Financial constraints and export participation in India. *International Economics*, 140, 19–35.
- Narjoko, Dionisius & Raymond Atje. (2007). Promoting exports: Some lessons from Indonesian manufacturing.' *Asia-Pacific Research and Training Network on Trade Working Paper Series* no. 32, February.
- Pane, D.D.P. (2019). Firms in International Trade: Evidence from Indonesia. Thesis.
- Qi et al. (2018). Credit constraints and firm market entry decision: Firm-level evidence from

- internationalizing Chinese multinationals. *The North American Journal of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 46(C), pages 272-285.
- Ranjan P., & Raychaudhuri J. (2016). The "new-new" trade theory: A review of the literature. In: Roy M., Sinha Roy S. (eds) *International Trade and International Finance*. Springer, New Delhi.
- Roberts, M. & Tybout, J. (1997). The decision to export in Colombia: An empirical model of entry with sunk costs. *American Economic Review*, 87(4):545-564.
- Rodriguez-Pose, Andrés, Vassilis Tselios, Deborah E Winkler & Thomas Farole. (2013). Geography and the determinants of firm exports in Indonesia. *World Development* 44 (April): 225-40.
- Ross, S.A., et al. (2016). *Fundamentals of Corporate Finance, Second Edition*. New York: McGraw-Hill Education.
- Sabri, M., et al. (2018). The role of industrial estate characteristics in the export decision of manufacturing firms in Indonesia. *Competition and Cooperation in Economics and Business*.
- Sartono, A. (2008). *Manajemen keuangan teori, dan aplikasi*. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Sjöholm, F. (2003). Which Indonesian firms export? The importance of foreign networks. *Papers in Regional Science*, 82(3): 333-50.
- Stiebale, J. (2011). Do financial constraints matter for foreign market entry?: a firm-level examination, *The World Economy*, 34, 123-153.
- Wooldridge, J.M. (2013). *Introductory Econometrics: A Modern Approach, Fifth Edition*. South-Western, Cengage Learning.