

Capital Investment, Internasionalisasi, Dan Firm Performance Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia 2014-2019

Yovita

Universitas Surabaya

e-mail: oktavianayovita@gmail.com

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk menjawab apakah *capital investment* memengaruhi tingkat internasionalisasi perusahaan, serta untuk menguji efek internasionalisasi terhadap *firm performance*. Berbagai penelitian terkait efek dari internasionalisasi pada perusahaan telah dilakukan, salah satunya pada *firm performance* perusahaan yang digambarkan dengan penjualan, profit, hingga nilai perusahaan. Hasilnya pun beragam, sehingga menimbulkan pertanyaan bagaimana dengan efek internasionalisasi pada perusahaan di Indonesia? Perusahaan yang beroperasi di negara dengan pasar terbuka tidak dapat menghindar dari internasionalisasi. Sehingga, fokus dari penelitian tertuju pada 72 perusahaan manufaktur yang secara aktif terlibat dalam aktivitas ekspor dari 2014 hingga 2019, sehingga menghasilkan 360 poin observasi. *Capital investment* akan diukur dengan variabel CAPEXTA, sedangkan internasionalisasi akan diukur dengan FSTS, dan perubahan level internasionalisasi diukur dengan FSG. Pengukuran efek internasionalisasi terhadap *firm performance* akan menggunakan ROA dan Tobin's Q. Beberapa variabel kontrol yang digunakan adalah *gdp growth rate*, *firm size*, *leverage*, *tangible asset ratio*, *market-to-book ratio*, *gross profit margin*, dan *sales growth*. Hipotesis terkonfirmasi menggunakan regresi data panel dengan *fixed effect model*. Hasil penelitian menunjukkan CAPEXTA dan internasionalisasi (FSTS) memiliki hubungan negatif signifikan dan non-linear. Pengaruh CAPEXTA pada FSG ditunjukkan sebagai negatif signifikan dan non-linear juga. Sedangkan FSTS dan ROA memiliki hubungan berbentuk U dan positif, di mana hubungan FSTS dan Tobin's Q adalah positif.

Kata Kunci: *capital investment*, internasionalisasi, *foreign sales growth*, *firm performance*, *tobin's q*

Abstract - *This study proposes to answer whether capital investment of a firm affects the firm's degree of internationalization, also to test the effect of internationalization to firm performance. Research conducted about the effect of internationalization on the firm performance shows various results, while the firm performance is depicted as sales, profit, and even as firm value. This raised the question about the effect of internationalization on Indonesian firms. Firms in open market country couldn't avoid being exposed to internationalization. This research focus solely to 72 Indonesian manufacturing firms that's actively engaging in export activities from 2014-2019, making up the sum of 360 observation points. Capital investment is measured using CAPEXTA, while internationalization is measured using FSTS and the internationalization level change is measured using FSG. Also, to measure the effect of internationalization to firm performance, this study uses ROA and Tobin's Q. The control variables included are gdp growth rate, firm size, leverage, tangible asset ratio, market-to-book ratio, gross profit margin, and sales growth. The hypotheses are confirmed using simple linear regression, fixed effect model. The results are CAPEXTA and internationalization (FSTS) has a negatively significant relationship, and there's an evidence of non-linear relationship. The impact of CAPEXTA to FSG is also shown to be significantly negative and non-linear. While FSTS and ROA has a positive u-shaped relationship, FSTS shows that it a directly positive relationship to Tobin's Q.*

Keywords: *capital investment*, internationalization, *foreign sales growth*, *firm performance*, *tobin's q*.

PENDAHULUAN

Internasionalisasi adalah proses yang kompleks, dipengaruhi oleh efek globalisasi di berbagai negara. Perusahaan akan beradaptasi dengan globalisasi melalui proses operasionalnya. Salah satu proses tersebut dapat berupa ekspansi ke pasar internasional, melakukan *foreign direct flow* dengan menanamkan investasi di *host country*, dan berbagai

proses lainnya. Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengetahui efek dari internasionalisasi terhadap perusahaan, salah satunya pada *firm performance*. Penelitian oleh Altaf & Shah (2015) merangkum berbagai bentuk hubungan internasionalisasi dengan *firm performance*. (Riahi-Belkaoui, 1999) Sebuah riset dilakukan untuk meneliti efek dari internasionalisasi terhadap perusahaan di Amerika Serikat. Hasil penelitian

tersebut memaparkan bahwa internasionalisasi memiliki efek signifikan dan dapat dilihat dari aspek penjualan, profit, hingga aset perusahaan di luar negeri. Efek internasionalisasi ditunjukkan berada pada *range* 10% hingga lebih dari 90% jika diukur berdasarkan total operasional perusahaan. Melihat hal tersebut, bagaimana dengan pengaruh internasionalisasi pada perusahaan di Indonesia? Terlebih, Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan GDP yang hebat dibandingkan negara lain, dan IMF serta World Bank berekspektasi bahwa Indonesia akan menjadi salah satu *leading big economy countries* di tahun 2024.

Internasionalisasi menjadi tak terhindarkan, bahkan beberapa peneliti mempertimbangkan internasionalisasi sebagai strategi perusahaan. Strategi tersebut dapat dibagi menjadi dua jenis, (1) *growth startegy* (Capar & Kotabe; Kylaheiko *et al.* dalam Vithessonthi, 2017) dan (2) *diversification strategy* (Gulamhussen *et al.* dalam Vithessonthi, 2017). Kedua strategi tersebut mendukung kinerja perusahaan (*firm performance*) untuk menghasilkan pendapatan lebih dan beroperasi dengan lebih efisien. Argumen oleh Vithessonthi (2017) menyatakan bahwa beberapa perusahaan memilih untuk ekspansi dengan menanamkan aset dan membangun perusahaan di luar negeri sebagai strategi untuk memitigasi risiko investasi dari *capital investment* yang besar. Argumen tersebut menarik perhatian terkait apakah internasionalisasi memang bekerja sebagai strategi dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Sedangkan, hubungan dari *capital investment* dan internasionalisasi juga menarik perhatian peneliti. Salah satu faktor pendorong tingkat internasionalisasi perusahaan adalah besarnya *capital investment*. Perusahaan dengan *capital investment* yang lebih besar akan melihat ekspansi ke luar negeri sebagai tindakan yang menguntungkan. Selain untuk mitigasi risiko investasi, Vithessonthi (2017) menyampaikan bahwa perusahaan dengan *capital investment* yang besar, dan bermaksud mengkapitalisasi sumber daya dalam rangka memperoleh *competitive advantage*, seharusnya melakukan ekspansi ke luar negeri dan memasuki pasar luar negeri. Hal ini merangkum bagaimana internasionalisasi bergantung pada aset jangka panjang perusahaan dan *capital investment*. Investigasi lebih lanjut terkait hubungan dari *capital investment* dan internasionalisasi akan didiskusikan dalam penelitian ini. Pengukuran yang digunakan untuk menggambarkan internasionalisasi adalah FSTS (*foreign sales to total sales*). FSTS telah digunakan secara luas sebagai pengukuran internasionalisasi di beberapa studi terdahulu. Namun, penelitian ini juga melibatkan FSG (*foreign sales growth*) untuk mengidentifikasi apakah *foreign sales* merupakan fungsi dari *capital investmnet*. FSG

juga digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perubahan sedikitpun pada level internasionalisasi.

Diskusi terkait hubungan antara internasionalisasi dengan *firm performance* menunjukkan hasil yang bervariasi. Sun *et al.* (2019) menemukan hubungan signifikan positif antara internasionalisasi dan *firm performance*, penelitian lain oleh Singla dan George (2013, dalam Vithessonthi, 2017) dan Salim *et al.* (2017) menunjukkan hubungan negatif. Sedangkan penelitian oleh Vithessonthi (2016) membuktikan bahwa internasionalisasi tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *firm performance*. Bukti tersebut menambahkan pada hasil yang bervariasi antar dua variabel tersebut. Studi ini juga akan menggunakan variabel lain dalam mengukur *firm perfomace*, selain ROA, yaitu Tobin's Q. Tobin's Q merepresentasikan *firm performance* dalam jangka panjang, dan dapat didefinisikan sebagai nilai perusahaan di penelitian lain. Sehingga penelitian dapat menambah pada literatur terkait internasionalisasi dan Tobin's Q.

Kontribusi penelitian, selain untuk menambah pada literatur terkait internasionalisasi, juga untuk memperjelas kondisi internasionalisasi perusahaan di Indonesia. Apakah perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan ekspor, turut meningkatkan kinerja perusahaannya? Apakah *capital investment* yang dianggarkan perusahaan dapat meningkatkan internasionalisasi dan kegiatan ekspor? Hasil akan membantu pihak manajerial perusahaan dalam menilai kinerja perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, penelitian ini bertujuan menjawab dua pertanyaan, yaitu: (1) apakah *capital investment* berpengaruh positif terhadap internasionalisasi? (2) apakah internasionalisasi berpengaruh positif terhadap *firm performance*?

1. *Capital Investment* dan Internasionalisasi

Investasi dikalkulasikan secara tepat, apakah investasi tersebut dapat memberikan *return* yang positif pada perusahaan di masa depan. Berdasarkan kalimat tersebut, investasi memerlukan waktu untuk menghasilkan profit. *Capital* yang dialokasikan pada investasi tidak seharusnya membebani perusahaan, sehingga harus dianggarkan pada tingkat yang cukup dan efisien. Maka, perusahaan terus mencari tingkat investasi yang optimal. Argumen oleh Akdoğu & MacKay (2012), menjelaskan bahwa investasi perusahaan dapat berasosiasi dengan permasalahan informasi dan *agency*. *Agency conflicts* dan *information asymmetry* adalah salah satu penyebab dibalik kebijakan investasi yang buruk. Faktor-faktor yang berkontribusi pada pasar tidak sempurna, seperti interaksi produk-pasar, dapat mendorong hubungan antara *capital investment* dan internasionalisasi, di

mana perilaku investasi perusahaan cenderung untuk memperluas pasar dan berusaha untuk memperoleh sumber daya dalam mengatasi permasalahan informasi.

Nejati & Bahmani (2020) menjelaskan bahwa FDI (*foreign direct investment*) memiliki efek langsung meliputi meningkatnya modal, menyediakan akses pada teknologi modern (*knowledge transfer*), meningkatnya lapangan kerja, mempromosikan produksi dan pajak pendapatan, serta meningkatkan *foreign exchange supply* dan ekspor di *host country*. Berdasarkan argumen tersebut, dapat diidentifikasi bahwa *capital investment* adalah tindakan perusahaan untuk menghasilkan profit dan menggandakan *capital* yang diinvestasikan. Namun, di lain pihak, *capital investment* yang bertujuan untuk internasionalisasi, diekspektasikan untuk meningkatkan efisiensi perusahaan.

Internasionalisasi dapat diartikan sebagai strategi ekspansi. Perusahaan multinasional seringkali memilih mode masuk dengan komitmen tinggi dan risiko yang tinggi pula, seperti akuisisi sebagai maksud untuk memperoleh pengetahuan eksperimental dalam rangka mempercepat proses internasionalisasi mereka (Meyer, 2013; Meyer & Thajongrak, 2013 dalam Yilmaz *et al.*, 2015) Tidak hanya itu, perusahaan juga diberikan kesempatan untuk memaksimalkan lingkungan dan sumber daya baru untuk digunakan di pasar luar negeri. Vithessonthi (2016) menyampaikan bahwa perusahaan di negara berkembang akan lebih diuntungkan jika memasuki pasar luar negeri, karena pasar domestik yang kecil. Sehingga investasi yang lebih besar, mengimplikasikan peningkatan pendapatan dan penjualan di pasar internasional. Maka, H1 terbentuk: *capital investment* berdampak positif pada internasionalisasi.

2. Internasionalisasi dan Firm Performance

Seperti yang disampaikan sebelumnya, internasionalisasi diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan (*firm performance*) dan operasional perusahaan berjalan dengan efisien. Namun, keputusan perusahaan untuk melakukan ekspor dan memasuki pasar luar negeri adalah keputusan yang berisiko tinggi, terkait erat dengan *sunk cost*, volatilitas pendapatan (karena pergerakan *exchange rate*), pengetahuan yang terbatas tentang kondisi pasar luar negeri, kompetisi dengan lokal, dan asimilasi budaya (Rocco, 1996; George *et al.*, 2005 dalam Vithessonthi, 2017). Internasionalisasi juga menyebabkan kompleksitas dan ketidakpastian yang lebih tinggi di perusahaan. Selain itu, Vithessonthi berpendapat bahwa dalam jangka pendek, kinerja perusahaan akan negatif dan substansial. Namun dalam waktu jangka panjang, kinerja perusahaan dapat berubah menjadi positif.

Sehingga, hubungan internasionalisasi yang memengaruhi kinerja perusahaan secara positif atau negatif, masih menjadi perdebatan.

Perusahaan yang mengeksploitasi pengetahuannya ke pasar internasional lebih baik dibandingkan kompetitor, akan menghasilkan kinerja perusahaan yang superior (Vithessonthi & Racela, 2016). Hal ini merujuk pada kemampuan adaptasi perusahaan dan bagaimana perusahaan dapat menggunakan setiap *competitive advantage* yang dimiliki

Terdapat 8 definisi dari kinerja perusahaan, yaitu: (1) perolehan *customer* baru, (2) peningkatan pendapatan dari *current customers*, (3) pertumbuhan pada total pendapatan, (4) *absolute range price*, (5) memiliki kekuatan *pricing* di pasar, (6) memiliki bisnis yang berprofit, (7) *return on sales*, dan (8) *return on investment*. Keseluruhan 8 definisi tersebut akan meningkat jika perusahaan melakukan internasionalisasi dalam rangka menarget pasar luar negeri baru dan berusaha memperoleh sumber daya dan pengetahuan berlebih. Internasionalisasi seharusnya menciptakan (Aw & Lee, 2014 dalam Vithessonthi, 2016): (1) peningkatan pendapatan (karena *market-seeking foreign investment*), (2) biaya produksi lebih rendah (karena *efficiency-seeking foreign investment*, dan (3) peningkatan di pendapatan dan biaya produksi lebih rendah. Sehingga terbentuk H2: internasionalisasi memengaruhi *firm performance* secara positif.

METODE PENELITIAN

Hipotesis akan diuji dengan metode regresi data panel, menggunakan *fixed effect model* pada *software Eviews 9.0*. Pemilihan *fixed effect model* dilakukan dengan melakukan uji Chow dan uji Hausman. Kedua uji tersebut menetapkan *fixed effect model* yang paling sesuai. Berikut akan dijelaskan data dari penelitian, variabel dependen, variabel independen, dan model penelitian yang digunakan.

1. Sample

Data yang digunakan berasal dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah teraudit dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dari 2014 hingga 2019. Perusahaan harus secara aktif terlibat dalam kegiatan ekspor untuk memperoleh variabel utama dalam internasionalisasi, yaitu FSTS. Penelitian ini akan berfokus dan menganalisis pada data 72 perusahaan publik yang bergerak pada industri manufaktur, yang menghasilkan total observasi sejumlah 360 poin.

Data yang dikumpulkan merupakan data panel, atau campuran dari data *cross-section* dan data *time-series*. Berdasarkan jenis data tersebut,

metode yang tepat adalah regresi data panel.

2. Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan untuk mengukur internasionalisasi adalah FSTS (*foreign sales to total sales*). FSG (*foreign sales growth rate*) digunakan untuk mengukur perubahan tingkat internasionalisasi. Sedangkan *firm performance* diukur dengan ROA (*return on asset*) dan TBQ (Tobin's Q). Sesuai dengan namanya, formula dari FSTS adalah *foreign sales* (ekspor) dibagi dengan *total sales*. Sedangkan formula dari FSG adalah selisih (*first difference*) dari logaritma natural *foreign sales*.

Firm performance diukur dengan ROA dan TBQ. Formula dari ROA adalah rasio dari EBIT dibagi dengan total aset. Sedangkan formula dari TBQ adalah rasio dari jumlah kapitalisasi pasar perusahaan dengan *total debt* perusahaan, dibagi dengan total aset.

3. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam model *capital investment* dan internasionalisasi adalah CAPEXTA, pengukuran dari *capital investment*. *Capital Expenditure* atau belanja modal dapat ditemukan pada laporan keuangan perusahaan. Sedangkan CAPEXTA merupakan rasio dari *capital expenditure* dibagi dengan total aset.

Pada model internasionalisasi dengan *firm performance*, variabel independennya adalah internasionalisasi. Internasionalisasi pun diukur oleh FSTS, seperti yang dijelaskan sebelumnya.

4. Variabel Kontrol

Variabel makroekonomi yang digunakan sebagai variabel kontrol pada model-model penelitian adalah pertumbuhan GDP (GDPGROWTH). Penelitian oleh Eroot dan Stein (1991) menjelaskan bahwa pertumbuhan gdp merupakan faktor makroekonomi yang penting dalam menentukan *foreign direct investment*. Selain variabel makroekonomi tersebut, penelitian ini juga menggunakan beberapa variabel kontrol yang spesifik terkait dengan level perusahaan. Variabel tersebut adalah, (1) *Firm size* (FSIZE), pengukuran dengan logaritma natural dari total aset, (2) *Leverage* (LEV) diukur sebagai rasio *total debt* terhadap total aset, (3) *Tangible asset ratio* (PPETA), didefinisikan sebagai rasio *property, plant, and equipment* terhadap total aset, (4) *market-to-book value* (MBV) yang diukur dengan rasio dari kapitalisasi pasar terhadap nilai buku total ekuitas, (5) *gross profit margin* (GPM) dikalkulasikan dengan membagi *gross profit* dengan total aset, dan variabel kontrol terakhir adalah (6) *sales growth* (SALES GROWTH), yang diukur dengan selisih (*first difference*) dari logaritma natural *total sales*.

5. Model

Pertama, penelitian dilakukan dengan menganalisis pengaruh dari *capital investment* terhadap internasionalisasi menjadi 2 model, model pertama untuk mendeteksi pengaruh secara linear, model kedua untuk mendeteksi apakah terdapat pengaruh non-linear (kuadratik). Bagian pertama akan menggunakan FSTS sebagai proksi internasionalisasi. Informasi lain terkait model yaitu, ε sebagai *error*, dan i, t melambangkan perusahaan dan periode. Variabel independen dan variabel kontrol berada dalam periode $t - 1$ (*one-period lagged*), peneliti mengasumsikan bahwa *capital investment* membutuhkan satu tahun untuk menghasilkan *foreign sales*.

$$FSTS_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEXTA_{i,t-1} + \beta_2 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 PPETA_{i,t-1} + \beta_6 MBV_{i,t-1} + \beta_7 GPM_{i,t-1} + \beta_8 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

$$FSTS_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEXTA_{i,t-1} + \beta_2 CAPEXTA_{i,t-1}^2 + \beta_3 GDPGROWTH + \beta_4 FSIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 PPETA_{i,t-1} + \beta_7 MBV_{i,t-1} + \beta_8 GPM_{i,t-1} + \beta_9 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$$

Bagian kedua akan menggunakan FSG sebagai proksi internasionalisasi. Ide dasar dalam menggunakan FSG adalah untuk menangkap perubahan yang mungkin tidak terdeteksi oleh FSTS, di mana perubahan tersebut adalah hasil dari efek *capital investment*. Model ini juga mengidentifikasi apakah FSG merupakan fungsi dari *capital investment*. Variabel-variabel dan simbol lain yang tertera sesuai dengan penjelasan sebelumnya.

$$FSG_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEXTA_{i,t-1} + \beta_2 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 PPETA_{i,t-1} + \beta_6 MBV_{i,t-1} + \beta_7 GPM_{i,t-1} + \beta_8 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

$$FSG_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEXTA_{i,t-1} + \beta_2 CAPEXTA_{i,t-1}^2 + \beta_3 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_4 FSIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 PPETA_{i,t-1} + \beta_7 MBV_{i,t-1} + \beta_8 GPM_{i,t-1} + \beta_9 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* akan dianalisa secara linear dan kuadratik juga. Pada bagian ini, *firm performance* akan diukur dengan ROA. Model non-linear (kuadratik) akan melibatkan bentuk kuadrat dari variabel independen (pada bagian ini, yaitu FSTS).

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 FSTS_{i,t-1} + \beta_2 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 PPETA_{i,t-1} + \beta_6 MBV_{i,t-1} + \beta_7 GPM_{i,t-1} + \beta_8 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(5)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 FSTS + \beta_2 FSTS^2_{i,t-1} + \beta_3 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_4 FSIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 PPETA_{i,t-1} + \beta_7 MBV_{i,t-1} + \beta_8 GPM_{i,t-1} + \beta_9 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(6)$$

Pada bagian terakhir, peneliti menganalisa pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* yang diukur dengan Tobin's Q (TBQ). Seperti model sebelumnya, pengujian hipotesis akan menggunakan model linear dan non-linear (kuadratik).

$$TBQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 FSTS_{i,t-1} + \beta_2 GDPGROWTH + \beta_3 FSIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 PPETA_{i,t-1} + \beta_6 MBV_{i,t-1} + \beta_7 GPM_{i,t-1} + \beta_8 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(7)$$

$$TBQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 FSTS + \beta_2 FSTS^2_{i,t-1} + \beta_3 GDPGROWTH_{i,t-1} + \beta_4 FSIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 PPETA_{i,t-1} + \beta_7 MBV_{i,t-1} + \beta_8 GPM_{i,t-1} + \beta_9 SALES GROWTH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(8)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data yang terkumpul akan diproses secara statistic. Tabel 1 menunjukkan *summary statistics* dari variabel-variabel yang digunakan. FSTS memiliki rata-rata sebesar 0.26, sedangkan FSG memiliki rata-rata sebesar 0.035. Data tersebut menunjukkan bahwa *foreign sales* sedikit bertumbuh, sedangkan sebagian besar *sales* dihasilkan oleh *home country*. Tingkat *leverage* sampel adalah 0.52, menjelaskan bahwa rasio *debt* yang digunakan dalam operasional adalah setengah dari total aset yang dimiliki. Selain itu, nilai MBV memiliki *range* yang besar, karena MBV menggunakan nilai kapitalisasi pasar dan beberapa perusahaan memiliki kapitalisasi pasar yang tinggi, sehingga nilai juga menjadi tinggi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

| | Mean | Median | S.D. | N |
|--------------|---------|---------|--------|-----|
| FSTS | 0.2626 | 0.1561 | 0.2810 | 432 |
| CAPEXTA | 0.0526 | 0.0410 | 0.0464 | 432 |
| FSIZE | 28.5766 | 28.4301 | 1.6086 | 432 |
| LEV | 0.5284 | 0.4775 | 0.5667 | 432 |
| PPETA | 0.4263 | 0.4344 | 0.1795 | 432 |
| MBV | 3.0810 | 0.9344 | 8.5589 | 432 |
| GPM | 0.2041 | 0.1744 | 0.1538 | 432 |
| SALES GROWTH | 0.0312 | 0.0498 | 0.1707 | 432 |
| ROA | 0.0689 | 0.0483 | 0.1206 | 432 |

| | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|-----|
| GDPGROWTH | 0.0881 | 0.0912 | 0.0131 | 432 |
| FSG | 0.0335 | 0.0442 | 0.5357 | 432 |
| TBQ | 1.8894 | 0.9788 | 2.8662 | 432 |

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

1. Pengaruh *capital investment* terhadap internasionalisasi (FSTS)

Tabel 2. Hasil Uji Capital Investment Terhadap FSTS

| Variable | Model 1 | Model 2 |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| CAPEXTA _{t-1} | -0.09375*** (-15.54972) | -0.31236*** (-6.5958) |
| CAPEXTA _{t-1} ² | | 1.170875*** (3.797366) |
| GDPGROWTH _{t-1} | 0.280625*** (4.48339) | 0.283616*** (6.087136) |
| FSIZE _{t-1} | 0.007989*** (1.715403) | 0.008885** (2.019882) |
| LEV _{t-1} | -0.094476*** (-15.71707) | -0.09623*** (-11.4375) |
| PPETA _{t-1} | -0.015877 (-0.780277) | -0.01962 (-1.6835) |
| MBV _{t-1} | 0.000261*** (3.375388) | 0.000285*** (4.487345) |
| GPM _{t-1} | -0.053480** (-2.158843) | -0.02776* (-1.52511) |
| SALES GROWTH _{t-1} | -0.005979 (-1.213188) | -0.00418 (-0.60024) |
| ROA _{t-1} | -0.015560 (-1.122105) | -0.030619** (-2.347618) |
| F-statistics | 1626.644*** | 1296.507*** |
| Adj R-Squared | 0.997247 | 0.996548 |

*** significance at 1%, ** significance at 5%, and * significance at 10%

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Tabel 2 menunjukkan adanya bukti hubungan *capital investment* terhadap internasionalisasi, namun berbeda dari hipotesis yang diajukan. Hasil penelitian mengindikasikan hubungan tersebut negatif signifikan dengan koefisien sebesar -0.09375. Sehingga, setiap peningkatan *capital investment*, akan mengurangi tingkat internasionalisasi. Namun, hasil uji juga menunjukkan adanya hubungan non-linear (kuadratik) antara *capital investment* dengan internasionalisasi, yang bersifat positif. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Salim *et al.* (2017). Hubungan berbentuk U tersebut

mengkonfirmasi bahwa sebagian besar perusahaan public manufaktur di Indonesia masih menargetkan pada pasar domestik, didorong dengan *competitive advantage* yang telah dimiliki di *home country*. Selain itu, penjelasan dari hubungan *capital investment* dan internasionalisasi yang bersifat negatif signifikan diduga sebagai hasil dari *one period time lagged* yang diterapkan pada variabel independen dan variabel kontrol. Vithessonthi (2016) berasumsi bahwa *capital investment* yang digunakan, tidak dapat menghasilkan *positive return* pada tahun itu juga. Penelitian Vithessonthi yang lain juga menjelaskan hubungan yang negatif ataupun *non-existent* dapat disebabkan oleh profil risiko perusahaan *risk-averse* (Vithessonthi, 2017). Jika kebijakan perusahaan didorong oleh sikap *risk-averse* dalam proses internasionalisasi, maka perusahaan cenderung enggan dan tidak dapat berekspansi ke pasar internasional. Terutama terkait dengan rasa takut jika perusahaan tidak dapat bersaing dengan baik karena perusahaan tidak dapat beradaptasi, atau mengatasi biaya dan risiko yang terlibat.

Hubungan berbentuk U antara *capital investment* dengan internasionalisasi dijelaskan bersifat kondisional terhadap ukuran dari *capital investment*. Semakin besar *capital investment*, akan mengurangi efek negatif internasionalisasi. Vithessonthi (2017) berargumen perbedaan strategi antar perusahaan turut menjadi penyebab. Perusahaan dengan *capital investment* yang kecil, justru tidak begitu memperhatikan *foreign markets*. Sehingga, semakin besar *lag* antara *capital investment* dengan *foreign sales* yang dihasilkan, dan membentuk hubungan negatif. Namun, perusahaan dengan *capital investment* yang sedang hingga besar, akan mempertimbangkan *foreign markets* sebagai strategi ekspansi perusahaan. Sehingga menyebabkan *lag* antara *capital investment* dan *foreign sales* semakin kecil, dan menghasilkan hubungan yang positif. Jika digabungkan, penjelasan tersebut mendukung bukti empiris dari *u-shaped relationship* antara *capital investment* dan internasionalisasi.

Variabel kontrol seperti *leverage* memengaruhi internasionalisasi secara negatif signifikan, yang menandakan internasionalisasi akan meningkat jika perusahaan menurunkan tingkat *leveragenya*. *Market-to-book value* (MBV) berdampak positif terhadap internasionalisasi pada model (1) dan model (2), yang menandakan jika perusahaan lebih terekspos pada internasionalisasi, penilaian investor pada perusahaan akan menjadi positif (prospek perusahaan semakin bagus). Sedangkan *gdp growth rate* (GDPGROWTH), *firm size* (FSIZE) dan MBV saling mendukung internasionalisasi pada kedua model. Maka, perusahaan yang lebih besar, cenderung menurunkan *capital investment* untuk memperoleh

tingkat internasionalisasi lebih tinggi. Karena sebagian besar *capital investment* yang dianggarkan ditujukan untuk memperoleh keunggulan domestik. *Gdp growth rate* menunjukkan hasil uji yang sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu, yaitu memengaruhi positif terhadap internasionalisasi. Pertumbuhan ekonomi negara (*GDP growth rate*) berefek pada keputusan perusahaan untuk melakukan internasionalisasi.

2. Pengaruh *capital investment* terhadap FSG

Tabel 3. Hasil Uji *Capital Investment* Terhadap FSG

| Variable | Model 3 | Model 4 |
|-------------------------------------|-------------|-----------------|
| CAPEXTA _{t-1} | -0.602379** | -0.81397* |
| | (-2.289287) | (-1.85118) |
| CAPEXTA _{t-1} ² | | 0.880753 |
| | | (0.442244) |
| INDRET _{t-1} | 3.438548*** | 3.436437** * |
| | (5.879085) | (4.28913) |
| FSIZE _{t-1} | -0.033621** | -0.02069* |
| | (-2.126673) | (-0.88579) |
| LEV _{t-1} | 0.419001*** | 0.43157*** |
| | (5.771202) | (5.511637) |
| PPETA _{t-1} | -0.193416 | -0.16885 |
| | (-0.806625) | (-0.67066) |
| MBV _{t-1} | 0.000578 | 1.73E-05 |
| | (0.253738) | (0.008715) |
| GPM _{t-1} | 0.399254** | 0.390162* |
| | (2.28495) | (2.094992) |
| SALESGROWTH _{t-1} | -0.13039*** | -0.13367*** |
| | (-4.131927) | (-3.89245) |
| ROA _{t-1} | | -0.146555 |
| | (2.556714) | (-0.767441) |
| F-statistics | 3.643602*** | 3.805264** * |
| Adj R-Squared | 0.405322 | 0.438005 |

*** significance at 1%, ** significance at 5%, and * significance at 10%

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Hasil uji menunjukkan hal yang sama, yaitu pengaruh *capital investment* terhadap FSG adalah negatif signifikan dan adanya bukti hubungan kuadrat positif (berbentuk U). Vithessonthi (2016) menyampaikan bahwa koefisien CAPEXTA seharusnya positif jika perusahaan dengan *capital investment* lebih besar berfokus pada bisnis internasional (dengan ekspor). Hal tersebut sejalan dengan argumen bahwa perusahaan publik manufaktur Indonesia masih terfokus dengan pasar domestiknya. 74% dari total penjualan jatuh pada *home country*. Hasil uji regresi data panel tersebut

menyimpulkan bahwa FSG bukanlah fungsi dari *capital investment*. Sesuai dengan hasil uji Vithessonthi (2016), bahwa adanya bukti hubungan negatif signifikan antara CAPEXTA dengan FSG, disertai variabel moderasi yaitu *firm size*.

Leverage dan *gross profit margin* (GPM) memiliki hubungan positif dengan FSG, menandakan variabel kontrol tersebut turut berkontribusi pada perubahan level internasionalisasi. *Sales growth* berdampak negatif pada internasionalisasi di model (4). Kesimpulannya adalah perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang rendah, cenderung memiliki tingkat internasionalisasi yang tinggi (disertai perubahan level internasional). *Firm performance* sebagai variabel kontrol juga menampilkan hasil negatif signifikan pada FSG. Perusahaan dengan *firm performance* lebih tinggi, cenderung memiliki level internasionalisasi yang lebih rendah.

3. Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* (ROA)

Tabel 4. Hasil Uji FSTS terhadap *Firm Performance*

| Variable | Model 5 | Model 6 |
|----------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| FSTS _{t-1} | 0.206171 (1.130698) | -2.08381*** (-2.96905) |
| FSTS _{t-1} ² | | 2.539862** (2.758482) |
| INDRET _{t-1} | -1.13952 (-0.42044) | -1.17113 (-0.43288) |
| FSIZE _{t-1} | 0.322355** (2.587077) | 0.308689** (2.785052) |
| LEV _{t-1} | -0.67588*** (-9.30169) | -0.7398*** (-11.4222) |
| PPETA _{t-1} | -0.39008* (-2.10656) | -0.37062 (-2.0667) |
| MBV _{t-1} | 0.004245 (0.631434) | 4.46E-03 (0.67653) |
| GPM _{t-1} | -0.4607 (-1.39856) | -0.3794 (-1.07457) |
| SALESGROWTH _{t-1} | 0.038622 (0.805199) | 0.038183 (0.903477) |
| CAPEXTA _{t-1} | -0.36168 (-0.66438) | -0.46007 (-0.9861) |
| F-statistics | 56.42009*** | 60.11762*** |
| Adj R-Squared | 0.928944 | 0.929448 |

*** significance at 1%, ** significance at 5%, and * significance at 10%

Sumber: Hasil Perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Selanjutnya adalah hasil uji pada model (5)

dan model (6). Tabel 4 menunjukkan tidak ada hubungan linier antara internasionalisasi dengan *firm performance* di model (5). Sedangkan, pada model (6) ditemukan adanya hubungan non-linear yang bersifat positif (berbentuk huruf U). Hubungan non-linear dan berbentuk U tersebut menjelaskan keterkaitan dengan *early internationalization*. Pada tahap awal internasionalisasi, perusahaan umumnya memiliki kinerja yang buruk karena masih beradaptasi, mengenali pasar internasional lebih lanjut sembari perusahaan memperoleh sumber daya dan pengetahuan baru untuk diimplementasikan. Perusahaan menghadapi ketidakpastian di pasar baru tersebut. Namun, ketika perusahaan menjadi familiar dengan pasar internasional, *firm performance* akan berubah positif (Contractor *et al.*, 2007; Capar & Kotabe, 2003; Ruigrok & Wagner, 2003 dalam Altaf & Shah, 2015). Berdasarkan penelitian terdahulu, *benefit* dari internasionalisasi akan dirasakan begitu perusahaan sukses menyesuaikan dengan pasar luar negeri. Coombs *et al.* (2009) dalam Altaf & Shah (2016) menyampaikan bahwa salah satu *benefit* tersebut adalah diversifikasi risiko. Seperti yang dijelaskan sebelumnya, salah satu faktor pendorong kegiatan internasionalisasi adalah untuk memitigasi risiko. *Benefit* lainnya adalah mengeksploitasi ketidaksempurnaan pasar (Caves, 1996 dalam Altaf & Shah, 2015), dan kemampuan untuk menekan biaya produksi lebih banyak (Kogut, 1985 dalam Altaf & Shah, 2015). Berdasarkan data, terlihat adanya hubungan linear negatif pada model (6), bersama dengan hubungan berbentuk-U (positif). Hasil uji menekankan bukti pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* adalah kondisional, terkait dengan tahap-tahap internasionalisasi. Selain itu, pengaruh negatif linear juga dapat disebabkan oleh variabel-variabel independen dan kontrol yang bersifat t-1 (*one-period time lagged*). Waktu yang dibutuhkan agar internasionalisasi dapat menguntungkan perusahaan dapat mencapai lebih dari satu tahun.

Firm size dan *sales growth rate* memengaruhi *firm performance* secara positif, lain halnya dengan *leverage* yang memengaruhi *firm performance* secara negatif. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian Vithessonthi (2016). *Firm size* dan *sales growth rate* memang diekspektasikan memengaruhi ROA secara positif.

4. Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* (TBQ)

Tabel 5. Hasil Uji FSTS Terhadap TBQ

| Variable | Model 7 | Model 8 |
|----------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| FSTS _{t-1} | 0.095806 (1.288536) | 0.036497 (0.11653) |
| FSTS _{t-1} ² | | 0.069075 (0.246185) |
| INDRET _{t-1} | 0.673316* (1.633144) | 0.676958* (1.587347) |
| FSIZE _{t-1} | -0.05302*** (-2.76847) | -0.05202** (-2.59824) |
| LEV _{t-1} | 0.38292*** (4.035119) | 0.377183*** (3.851817) |
| PPETA _{t-1} | -0.36423*** (-3.70425) | -0.36183*** (-3.61706) |
| MBV _{t-1} | 0.053961* (1.683292) | 5.31E-02* (1.676936) |
| GPM _{t-1} | 0.467083*** (6.029829) | 0.467206*** (5.809789) |
| SALESGROWTH _{t-1} | 0.178978*** (4.376343) | 0.178936*** (4.50222) |
| CAPEXTA _{t-1} | -0.10096 (-1.21103) | -0.1081 (-1.23354) |
| F-statistics | 92.86292*** | 91.46073*** |
| Adj R-Squared | 0.9547 | 0.954681 |

*** significance at 1%, ** significance at 5%, and * significance at 10%

Sumber: Hasil Perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Tabel 5 megindikasikan adanya hubungan positif linear antara internasionalisasi dengan tobin's q sebagai *firm performance*. Namun tidak muncul adanya bukti hubungan *non-linear*. Hasil uji sesuai dengan Sun *et al.* (2018), Riahi-Belkaoui (1999), dan Olsen & Elango (2016), yang menyatakan hal yang sama. Olsen dan Elango (2016) menyampaikan bahwa efek geografis tempat perusahaan beroperasi, adalah penting. Indonesia merupakan negara dengan pasar domestik relatif lebih kecil dibandingkan pasar Amerika Serikat dan pasar internasional, sehingga mendorong perusahaan-perusahaan Indonesia melakukan internasionalisasi. Sehingga, akan meningkatkan nilai tobin's sebagai *firm performance* (atau *firm value*). Investor mempertimbangkan tingkat internasionalisasi sebagai faktor penting, sehingga investor berani menginvestasikan uangnya di perusahaan tersebut, dan kapitalisasi pasar akan bertumbuh.

Gdp growth, *firm size*, dan *tangible asset ratio* ditemukan berdampak negatif terhadap tobin's q. MBV dan *sales growth* berdampak positif pada tobin's q. Ater *et al.* (2017) juga memiliki hasil yang

sama terkait *gdp growth* yang berdampak negatif pada *firm performance*. Ater *et al.* (2017) menyampaikan bahwa ketika *GDP growth* meningkat, perusahaan umumnya memilih *long-term debts* untuk ditanamkan di *short-term asset*. Peningkatan pada *long-term debts* akan berdampak buruk pada investor dan kapitalisasi pasar. Sehingga nilai tobin's q menjadi semakin turun.

KESIMPULAN

Penelitian ini menawarkan pemahaman lebih lanjut tentang internasionalisasi di 72 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Kesimpulan yang dapat diambil adalah *capital investment* memengaruhi internasionalisasi secara negatif, sedangkan adanya bukti hubungan kuadrat positif (berbentuk U). Penelitian ini juga mengkonfirmasi internasionalisasi memengaruhi *firm performance* (ROA) pada model non-linier. Namun terdapat juga hubungan positif antara internasionalisasi dengan tobin's q sebagai *firm performance*. Sehingga H1 ditolak, sedangkan H2 diterima.

Harapan untuk penelitian ke depannya adalah dengan menambah pengukuran lain terkait internasionalisasi untuk memberi keakuratan, seperti FATA (*foreign asset to total asset*). Berdasarkan hasil penelitian, internasionalisasi terbukti memberi pengaruh positif signifikan kepada *firm performance*, sehingga perusahaan domestik dapat mempertimbangkan untuk meningkatkan internasionalisasi (sebagai strategi) untuk pertumbuhan perusahaan dan peningkatan kinerja.

REFERENSI

- Akdoğan, E., & MacKay, P. (2012). Product markets and corporate investment: Theory and evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 439–453. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.08.001>
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2015). Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter? *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 1(2), 76–84. <https://doi.org/10.1016/j.psr.2016.05.002>
- Ater, D. K., Kisaka, D. S. E., Iraya, D. C., & Mwangi, D. M. (2017). The Mediating Effect of Firm Growth on the Relationship between Capital Structures and Value of Nonfinancial Firms listed at the Nairobi Securities Exchange (NSE). *IOSR Journal of Economics and Finance*, 08(04), 41–46. <https://doi.org/10.9790/5933-0804014146>
- Likitwongkajon, N., & Vithessonthi, C. (2020). Do foreign investments increase firm value and

- firm performance? Evidence from Japan. *Research in International Business and Finance*, 51(August 2018), 101099. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101099>
- Nejati, M., & Bahmani, M. (2020). The economic impacts of foreign direct investment in oil and gas sector: A CGE analysis for Iranian economy. *Energy Strategy Reviews*, 32(July), 100579. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2020.100579>
- Riahi-Belkaoui, A. (1999). The degree of internationalization and the value of the firm: Theory and evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 8(1), 189–196. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(99\)00009-9](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(99)00009-9)
- Salim, E., Marciano, D., & Herlambang, A. (2017). Capital Investment, Internationalisation, and Firm Performance: An Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in The Indonesian Stock Exchange 2011-2015. *Proceeding The International Conference: The Roles of Social Science and Humanities in Socio-Economic Development and International Integration*.
- Sun, W., Price, J., & Ding, Y. (2019). The longitudinal effects of internationalization on firm performance: The moderating role of marketing capability. *Journal of Business Research*, 95(August 2018), 326–337. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.014>
- Vithessonthi, C. (2016). Capital investment, internationalization, and firm performance: Evidence from Southeast Asian countries. *Research in International Business and Finance*, 38, 393–403. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.019>
- Vithessonthi, C. (2017). Capital investment and internationalization. *Journal of Economics and Business*, 90, 31–48. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.12.003>
- Vithessonthi, C., & Racela, O. C. (2016). Short- and long-run effects of internationalization and R&D intensity on firm performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 34, 28–45. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.12.001>
- Yilmaz, G., Bengtson, A., & Hadjikhani, A. (2015). Internationalization of Firms from New Emerging Markets in other New Emerging Markets: Opportunity Development of a Turkish Firm in Romania. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 982–992. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.480>