



RINGKASAN EKSEKUTIF

MIA KANIA HANDAYANI, 2005. Optimalisasi Struktur Modal PT. Flavour Indonesia (Pendekatan Model CAPM). Di bawah Bimbingan HARIANTO dan IDQAN FAHMI.

Sumber dana yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat ditempuh dengan dua alternatif yaitu modal sendiri atau modal pinjaman (hutang). Modal sendiri dan pinjaman merupakan input yang bisa dipilih perusahaan untuk mendanai aktivitas operasi, investasi untuk memaksimalkan nilai modal pemegang saham. Masing-masing input tersebut akan dihadapkan pada biaya modal (*cost of capital*) yang berbeda dan resiko yang berbeda. Dengan demikian perumusan masalah yang diangkat dalam penelitian ini antara lain : 1) Faktor-faktor resiko apa yang mempengaruhi tingkat pengembalian investor dan kreditor ? 2) Bagaimana komposisi modal optimal PT. Flavour Indonesia ? dan 3) Bagaimana pengaruh pertumbuhan penjualan dan arus kas terhadap komposisi struktur modal optimal ? Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisa faktor-faktor resiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dan kreditor, merumuskan komposisi struktur modal optimal PT. Flavour Indonesia untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan menganalisa pertumbuhan penjualan dan arus kas PT. Flavour Indonesia di masa mendatang terhadap struktur modal optimal perusahaan.

Terdapat tiga teori yang mendasari manfaat penggunaan hutang dalam perusahaan antara lain : pertama, teori sinyal (*Signaling Theory* atau *Packing Order Theory*) yang menyatakan bahwa saat manajemen melakukan hutang merupakan sinyal kepada investor bahwa perusahaan sedang melakukan investasi yang beresiko rendah. Kedua, teori keagenan (*Agency Theory*) menyatakan bahwa penggunaan hutang merupakan alat kontrol untuk mendisiplinkan manajemen, dalam membayar jumlah dan waktu hutang harus dibayar dari pokok dan bunganya. Kedua teori tersebut hanya menjelaskan manfaat hutang terhadap perusahaan, tetapi tidak menjelaskan seberapa besar hutang yang harus dilakukan agar nilai perusahaan mencapai optimal.

Teori yang ketiga disebut teori *trade-off* yang memberi penjelasan seberapa besar hutang yang harus dilakukan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dampak positif penggunaan hutang meliputi: 1) adanya hutang dalam struktur kepemilikan perusahaan akan mendisiplinkan manajemen dalam mengelola arus kas perusahaan dan mengurangi adanya biaya keagenan. 2) hutang dapat di gunakan sebagai alat sinyal kepada investor tentang nilai perusahaan di masa yang akan datang. 3) Pembayaran bunga kepada kreditor merupakan alat untuk mengendalikan manajemen terhadap penggunaan *free cash flows* yang tidak perlu. Dampak negatif penggunaan hutang meliputi: 1) Hutang meningkatkan adanya kemungkinan bankrut dan kenaikan adanya resiko keuangan. 2) Peningkatan *financial distress* dan biaya likuidasi. 3) Hutang yang tinggi memungkinkan perusahaan dilakukan *Leverage Buy Out*. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal optimal ditentukan oleh *trade-off* antara manfaat dan kerugian menggunakan sumber pendanaan dari hutang. Keuntungan dari penggunaan hutang utamanya adalah adanya efek perlindungan pajak (*tax shield*) dan penurunan biaya keagenan. Saat kedua *trade-off* bertemu pada satu titik maka nilai perusahaan menjadi maksimum, dan merupakan batasan dimana perusahaan harus menggunakan hutang agar tidak terkena dampak negatif dari hutang.



Teknik yang dipergunakan untuk menganalisa tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor maupun kreditor yang dihadapkan pada faktor resiko yaitu teknik *Capital Asset Pricing Models* (CAPM). Salah satu kelebihan teknik CAPM adalah dapat digunakan untuk menghubungkan tingkat pengembalian yang diharapkan investor ataupun kreditor dengan tingkat resiko yang dihadapi. Dalam hal ini resiko yang dihadapi perusahaan meliputi: resiko bisnis (*business risk*), resiko operasional (*operational leverage*) dan resiko keuangan (*financial leverage*). Laba perusahaan belum tentu dibagikan menjadi deviden yang utuh diterima oleh investor, demikian juga kreditor yang menerima arus kas riil berupa bunga yang berjumlah tetap dan harus dibayar oleh perusahaan dalam periode tertentu. Hal inilah yang menjadikan teknik CAPM cocok digunakan dalam analisis hubungan tingkat pengembalian investor dan kreditor dengan faktor resiko yang dihadapi perusahaan.

Untuk mengetahui perubahan marginal beta dan tingkat pengembalian yang diharapkan kreditor dan investor dengan perubahan penggunaan tingkat hutang maka digunakan metode *Hamada Equation*. Untuk mengukur biaya modal perusahaan digunakan nilai WACC, dan untuk nilai perusahaan digunakan metode *Present Value* sesuai dengan WACC berdasarkan tingkat hutang yang digunakan. Batasan menggunakan hutang untuk mencapai struktur modal optimal adalah perubahan marginal WACC dan nilai perusahaan mencapai nol, dan batasan penerimaan hutang agar perusahaan layak adalah NPV minimal nol.

Hasil pengujian data terhadap penggunaan dan pemenuhan asumsi OLS adalah sebagai berikut, pengujian *Variance Inflation Factor* dilakukan untuk menguji multikolinieritas antar variabel bebas dalam data yang digunakan. Hasil regresi untuk CAPM tingkat pengembalian kreditor, tingkah laku biaya tetap dan variabel terjadi korelasi positif, untuk menghilangkan dampak korelasi digunakan metode *Cohrane-Orcutt* sehingga otokorelasi order pertama dapat dihilangkan dengan pengujian Durbin-Watson. Untuk pengujian heterokedastisitas digunakan metode Glejser setelah data yang bersifat outlier dihilangkan. Dengan demikian hasil regresi seluruh model memenuhi asumsi linear dan asumsi BLUE (*Best Linear Unbiased Estimate*) dapat digunakan.

Hasil regresi CAPM multifaktor atas resiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan investor adalah: Resiko pasar meliputi IHSG dengan beta 0.624, beta nilai tukar rupiah terhadap US dollar periode lag (t-1) adalah -0.408, dan beta inflasi sebesar -0.006, masing-masing dengan tingkat keyakinan 5 persen dan inflasi 10 persen. Di sisi lain untuk GDP tidak berpengaruh nyata terhadap tingkat pengembalian investor. Resiko spesifik yang mempengaruhi tingkat pengembalian investor antara lain struktur modal dengan koefisien 0.24 dan Return on Investment (ROI) sebesar 0.627 dengan tingkat keyakinan 5 persen. Untuk likuiditas berpengaruh nyata pada beta 0.065 dengan tingkat keyakinan 10 persen, sedangkan *turnover* dan pertumbuhan aktiva tidak berpengaruh nyata terhadap tingkat pengembalian investor. Dengan demikian beta yang dihadapi oleh investor adalah sebesar 1.142

Resiko-resiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian kreditor meliputi *coverage ratio* dengan beta 0.0246, beta *Profit Operating Ratio* (POR) sebesar 0.11 struktur modal dengan beta 0.3746 dan beta likuiditas bertanda negatif sebesar -0.013 masing-masing mempunyai tingkat signifikansi pada tingkat kepercayaan 5 persen. Di sisi lain faktor *Price Book Value Ratio* (PBV), *Return on Investment* (ROI), *Inventory Turnover* dan pertumbuhan aktiva tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen, sehingga total beta dari kreditor yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5 persen adalah sebesar 0.4956.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Untuk menghitung struktur modal optimal PT. Flavour Indonesia berdasarkan beta investor dan kreditor pada industri makanan dan minuman digunakan premi bebas resiko dari rata-rata tingkat suku bunga Bank Indonesia periode 2002-2004 sebesar 10.80 persen. Premi resiko didasarkan pada rata-rata *risk country* dari PERC *Asian Intelligence Reports* periode 2001-2003 sebesar 9.61 persen. Struktur Modal Optimal PT. Flavour Indonesia akan mencapai optimal pada komposisi hutang sebesar 22.5 persen atau sebesar Rp. 3,375,000,000.00 dengan tingkat pengembalian yang diharapkan investor sebesar 17.34 persen dan tingkat pengembalian yang diharapkan kreditor sebesar 16.53 persen dan mencapai WACC minimal sebesar 16.042 persen. Pada kondisi tersebut nilai perusahaan mencapai optimal senilai Rp. 11,641,000,000.00 dengan NPV Rp. 1,817,000,000.00 dan nilai marginal WACC, nilai perusahaan dan NPV mencapai nol. Untuk mempertahankan agar perusahaan tetap layak atau NPV minimal nol maka hutang maksimal yang bisa digunakan sebesar 60 persen atau sebesar Rp. 9,000,000,000.00

Tingkah laku biaya jangka pendek menunjukkan bahwa Rp. 0.6732 dari Rp. 1 penjualan bersifat variabel dari penjualan dan Rp. 196,335,708.00 per tahun bersifat tetap dan tidak dipengaruhi tingkat penjualan, sedangkan dalam jangka panjang terjadi kecenderungan kenaikan biaya tetap menjadi Rp. 406,654,380.00 dan biaya variabel menjadi sebesar Rp. 0.7495 dari Rp. 1 penjualan atau terjadi penurunan margin penjualan sebesar Rp. 0.0763 dari Rp. 1 penjualan. Kondisi ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang cenderung terjadi kenaikan resiko operasi perusahaan, yang berarti untuk mencapai tingkat titik impas dan untuk memenuhi tingkat pengembalian yang diharapkan investor maka jumlah penjualan juga harus ditingkatkan.

Struktur modal optimal perusahaan dapat dicapai jika penjualan perusahaan dalam kisaran Rp. 8,476,191,225.00 sampai dengan Rp. 11,900,074,524.00. Dalam kondisi ini perusahaan dapat menutup biaya operasi dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dan kreditor. Untuk mencapai titik impas pada kondisi struktur modal optimal maka penjualan harus dilakukan dalam kisaran Rp. 2,308,392,010.00 sampai dengan Rp. 3,851,917,495.00 yang artinya investor tidak menerima tingkat pengembalian yang diharapkan. Oleh karena itu dalam pelaksanaan penggunaan hutang perusahaan harus menyesuaikan pada tingkat penjualan yang sudah dicapai agar hutang tidak berdampak negatif terhadap laba dan arus kas perusahaan. Penggunaan hutang untuk mencapai struktur modal optimal dapat dilakukan secara bertahap sesuai dengan pencapaian penjualan perusahaan.

Seandainya dalam pelaksanaan penggunaan hutang tingkat pengembalian yang diharapkan kreditor sesudah dihitung dengan metode CAPM berbeda dengan tingkat suku bunga riil yang diinginkan kreditor, maka perusahaan dapat menyesuaikan kondisi tersebut dengan cara meningkatkan atau menurunkan penggunaan hutang. Apabila suku bunga riil yang diinginkan kreditor di bawah struktur modal optimal 16.53 persen, maka tingkat penggunaan hutang harus ditingkatkan dan apabila di atas 16.53 persen maka penggunaan hutang dapat diturunkan agar struktur modal optimal perusahaan dapat tetap dipertahankan.

Kata Kunci: Modal Sendiri, Hutang, Struktur Modal Optimal, Resiko, CAPM, Biaya Modal, Resiko Kebangkrutan, Penjualan, Biaya Tetap, Biaya Variabel *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).