



I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Kebijakan deregulasi yang dilaksanakan pemerintah dan aspek kehidupan politik dan ekonomi yang mulai bangkit di Indonesia telah mampu mendorong peningkatan investasi baik dalam skala besar, menengah maupun usaha kecil. Upaya pemerintah dalam mengembangkan investasi di Indonesia selain menggali sumber pembiayaan dalam negeri juga mengundang sumber pembiayaan luar negeri. Aliran pembiayaan luar negeri membawa manfaat lebih bagi pertumbuhan perusahaan antara lain *transfer of technology, know how, management skill*, resiko usaha relatif kecil dan lebih menguntungkan.

Dalam mendirikan suatu perusahaan, modal merupakan salah satu elemen terpenting disamping sumberdaya manusia, mesin, material dan metode. Keputusan penanaman modal berkaitan dengan proses perencanaan, penetapan tujuan perusahaan dan pengaturan pendanaan. Dalam keputusan penanaman modal ini menempatkan sejumlah besar sumberdaya pada resiko jangka panjang dan secara simultan mempengaruhi perkembangan perusahaan di masa depan. Setiap perusahaan memiliki sumberdaya terbatas yang digunakan untuk mempertahankan atau meningkatkan profitabilitas jangka panjangnya. Pada umumnya, investasi modal yang baik akan menerima kembali modal awal sepanjang umur ekonomisnya dan pada saat yang sama menghasilkan pengembalian yang cukup atas investasi awal.

Dalam keputusan penanaman modal, estimasi arus kas untuk menilai kelangsungan perusahaan di masa depan merupakan langkah penting. Setiap investor yang telah menanamkan modal pada suatu perusahaan pasti menginginkan tingkat pengembalian yang sesuai dengan nilai investasi yang ditanamkan atau melebihi nilai investasi tersebut. Untuk dapat memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan investor maka perusahaan harus dapat menyusun suatu perencanaan struktur modal



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

yang optimal. Struktur modal perusahaan memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang terbaik. Pada saat awal perusahaan berdiri kemungkinan besar kegiatan operasional perusahaan masih dibiayai oleh modal sendiri. Seiring dengan pertumbuhan dan perkembangan perusahaan tanpa adanya batasan waktu, maka untuk meningkatkan kegiatan perusahaan di masa yang akan datang dibutuhkan sumber pembiayaan lain.

Sumber dana atau pembiayaan lain yang dapat diperoleh perusahaan disamping modal sendiri adalah dengan penggunaan hutang atau pinjaman. Penggunaan hutang memiliki efek positif sekaligus negatif, untuk memperoleh efek positif dari hutang maka perusahaan harus menemukan struktur optimal antara hutang dengan nilai perusahaan. Penggunaan hutang sesuai dengan struktur modal optimal akan memberikan dampak positif bagi perusahaan dimana tingkat pengembalian yang diharapkan investor dapat meningkat karena tingkat suku bunga dari hutang berfungsi untuk menambah nilai lindungan pajak perusahaan. Dengan kata lain hutang berfungsi sebagai pengurang pajak perusahaan. Bagi pihak kreditor penggunaan hutang sesuai struktur modal optimal memiliki hubungan positif dengan tingkat pengembalian yang diharapkan apabila tingkat suku bunga yang diambil sesuai dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi bunga dan pokok pinjamannya. Sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang tidak sesuai dengan struktur modal optimal, misalnya berhutang melebihi kemampuan perusahaan maka akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan dan baik investor maupun kreditor tidak memperoleh tingkat pengembalian yang diharapkan.

Dalam perkembangannya setiap perusahaan pasti menghadapi berbagai resiko baik yang berasal dari perusahaan sendiri maupun yang bersifat makroekonomi. Dalam membentuk suatu struktur modal yang optimal, setiap perusahaan harus

Hak cipta milik IPB, tahun 2005

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.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

memperhitungkan resiko-resiko tersebut karena resiko tersebut turut mempengaruhi struktur modal. Resiko-resiko tersebut tidak dapat dihindari tetapi sedapat mungkin perusahaan harus dapat meminimalisasinya. Resiko (*risk*) merupakan akibat khas suatu kegiatan yang dapat diperhitungkan sebelumnya. Dampak dari resiko yang dihadapi setiap perusahaan tidak sama tergantung pada skala kerugian resiko bersifat kecil ataupun besar sehingga dapat mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang.

Untuk dapat memenuhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor maupun kreditor maka setiap perusahaan harus dapat menganalisa setiap resiko yang dihadapi meliputi resiko bisnis, operasional dan resiko keuangan. Resiko bisnis yang dihadapi perusahaan diantaranya adalah resiko makroekonomi, seperti : inflasi, suku bunga, nilai tukar, pertumbuhan produk domestik bruto (GDP), dan sebagainya. Resiko operasional merupakan struktur biaya operasi perusahaan yang terdiri dari biaya tetap dan biaya variabel. Semakin tinggi biaya tetap maka cenderung akan meningkatkan resiko operasional perusahaan. Sebaliknya semakin tinggi biaya variabel maka resiko operasional perusahaan cenderung turun. Resiko keuangan timbul dari penggunaan hutang oleh perusahaan, semakin tinggi hutang maka resiko kebangkrutan semakin tinggi. Resiko bisnis merupakan resiko yang terjadi di luar kendali perusahaan, sedangkan resiko operasional dan keuangan dapat dikendalikan perusahaan melalui efisiensi biaya dan tingkat penggunaan hutang.

Setelah perusahaan memperhitungkan semua faktor resiko yang dihadapi maka struktur modal optimal perusahaan perlu dibentuk sebagai kekuatan perusahaan dalam menghadapi resiko yang ada serta untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur modal optimal merupakan kombinasi dari beberapa sumber pembiayaan perusahaan meliputi : hutang dan modal sendiri. Sejumlah hutang yang digunakan perusahaan

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.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

untuk membiayai kegiatan perusahaan disebut sebagai *leverage*. Suatu perusahaan disebut *high leverage* jika memiliki jumlah hutang yang tinggi dalam struktur modalnya. Di sisi lain suatu perusahaan disebut *unleverage firm* jika seluruh kegiatan perusahaan dibiayai oleh modal sendiri, tidak menggunakan hutang. Struktur modal suatu perusahaan mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang meliputi hutang jangka panjang dan modal yang dimiliki tetapi tidak termasuk hutang jangka pendek. Komposisi pembiayaan menggunakan modal yang dimiliki dan hutang yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan merupakan struktur modal yang optimal. Dalam hal ini perusahaan harus dapat secara cermat menentukan struktur modal optimal sesuai dengan kekuatan perusahaan dan resiko yang dihadapi.

Dalam membentuk struktur modal optimal, faktor premi resiko dan bebas resiko tingkat penggunaan dana perusahaan, dan tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan investor dan kreditor harus dianalisa secara cermat. Tabel 1 di bawah ini menggambarkan struktur modal perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam sektor industri makanan dan minuman.

Tabel 1. Struktur Modal Perusahaan-perusahaan Dalam Industri Makanan dan Minuman

No	Nama Emiten	Kode Emiten	Struktur Modal	
			2003	2004
1	Indofood	(INDF)	0,4042693	0,39867708
2	Delta Djakarta Tbk	(DLTA)	0,0143289	0,00129246
3	SMART Tbk	(SMAR)	0,2403982	0,54980451
4	Sari Husada Tbk	(SHDA)	0,0038986	0,0042285
5	Aqua Golden Missisipi Tbk	(AQUA)	0,0338309	0,00796804
6	Unilever Indonesia Tbk	(UNVR)	0,0063598	0,01144592
7	Ultra Jaya Milk Tbk	(ULTJ)	0,2881533	0,28806978
8	Fast Food Indonesia Tbk	(FAST)	0,0116734	0,01648564
9	Suba Indah Tbk	(SUBA)	0,2690645	0,20529209
10	Davomas Abadi Tbk	(DAVO)	0,1986089	0,25157642
	Multi Bintang Indonesia Tbk	(MLBI)	0	0

Diolah dari laporan keuangan perusahaan, data triwulanan 2003-2004

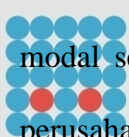
Sumber : www.e-bursa.com, 26 November 2004

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

© Hak cipta milik IPB, tahun 2005



MIB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

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.

Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) memiliki struktur modal yang bernilai 0 mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut sepenuhnya dibiayai oleh modal sendiri atau tidak memiliki hutang (*unleveraged firm*). Struktur modal PT. Smart Tbk mengalami peningkatan sebesar 128.71 persen dari tahun 2003 ke tahun 2004 dikarenakan jumlah hutang yang semakin meningkat di atas total aktiva. Demikian pula halnya dengan PT. Unilever Indonesia yang mengalami peningkatan struktur modal sebesar 79.97 persen dari tahun 2003 ke tahun 2004.

PT. Delta Djakarta Tbk mengalami penurunan struktur modal sebesar 90.98 persen dari tahun 2003 ke tahun 2004 dikarenakan perusahaan mulai untuk mengurangi penggunaan hutangnya. Demikian pula halnya dengan PT. Suba Indah Tbk yang mengalami penurunan struktur modal dari tahun 2003 ke tahun 2004 sebesar 23.7 persen. Komposisi struktur modal perusahaan-perusahaan tersebut belum tentu mencerminkan komposisi yang optimal karena untuk mencapai kondisi optimal harus dianalisa tingkat hutang dan modal sebenarnya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

PT. Flavour Indonesia (bukan nama perusahaan sebenarnya) merupakan perusahaan baru dalam industri makanan dan minuman dan belum memiliki struktur modal. Oleh karena itu struktur modal dari perusahaan-perusahaan sejenis yang telah lebih dahulu berkembang menjadi acuan bagi PT. Flavour Indonesia. Dari Tabel 1 dapat dilihat bahwa struktur modal bergerak pada kisaran 0 sampai 1 dan struktur modal setiap perusahaan berbeda tergantung pada tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan. Struktur modal tersebut diperoleh dengan membandingkan antara hutang dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu PT. Flavour Indonesia sebagai perusahaan baru harus dapat membentuk struktur modal optimal sehingga penggunaan hutang tidak meningkatkan resiko kebangkrutan tetapi memaksimalkan nilai perusahaan.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

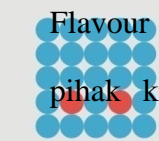
1.2. Perumusan Masalah

Suatu perusahaan pasti dihadapkan pada situasi bisnis yang penuh dengan resiko dan ketidakpastian. Resiko yang dihadapi oleh perusahaan dapat berasal dari kondisi perekonomian (makroekonomi) dan juga resiko bisnis yang unik melekat pada perusahaan-perusahaan dalam industri sejenis. PT. Flavour Indonesia merupakan perusahaan yang tergolong baru dalam industri makanan dan minuman. Dalam memulai usahanya di Indonesia PT. Flavour Indonesia perlu menganalisa faktor resiko yang dihadapi oleh perusahaan-perusahaan sejenis dalam industri makanan dan minuman. Hal ini dilakukan oleh PT. Flavour Indonesia sebagai acuan dalam mengantisipasi berbagai resiko yang akan dihadapi.

Dengan berbagai macam resiko yang dihadapi, investor PT. Flavour Indonesia mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang sesuai atau bahkan lebih dari investasi awal yang ditanamkan. Sampai saat ini kegiatan perusahaan sebagian besar dibiayai oleh modal sendiri belum menggunakan sumber pembiayaan lain. Dalam menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor, PT. Flavour Indonesia menggunakan acuan tingkat pengembalian yang diperoleh oleh perusahaan-perusahaan dalam industri sejenis dengan memperhitungkan faktor-faktor resiko.

Dalam perkembangannya, PT. Flavour Indonesia membutuhkan sumber pembiayaan lain disamping modal sendiri. Salah satu sumber pembiayaan lain yang dapat diperoleh PT. Flavour Indonesia adalah melalui pinjaman (hutang). Apabila PT. Flavour Indonesia menggunakan hutang untuk memperluas kegiatan usahanya maka pihak kreditor juga mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih baik dari perusahaan. Dalam menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan kreditor ini PT. Flavour Indonesia juga menganalisa resiko yang berhubungan dengan pihak kreditor. Oleh karena itu faktor-faktor resiko apakah yang mempengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor maupun kreditor jika PT. Flavour Indonesia menggunakan hutang ?

© Hak cipta milik IPB, tahun 2005



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

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.



Sumber dana yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat ditempuh dengan dua alternatif yaitu modal sendiri atau hutang. Pengembalian kepada pemilik modal (*deviden*) tidak dapat dibiayakan dalam laporan rugi laba sehingga hal tersebut dapat meningkatkan pajak perusahaan. Di sisi lain pengembalian kepada kreditor dalam bentuk suku bunga dapat dibiayakan dalam laporan rugi laba sehingga dapat memperkecil tingkat pajak atau disebut *tax shield*. Dengan kata lain hutang yang positif dapat meningkatkan manfaat perlindungan pajak atau pengaruh *tax-shield* yang dikapitalisasi secara perpetuitas dengan nilai pengembalian pasar. Semakin tinggi hutang maka perusahaan menghadapi resiko (*default risk*) yang semakin tinggi jika perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk melunasi hutang tersebut. Di sisi lain tingginya hutang mengakibatkan biaya modal perusahaan semakin rendah. Sisi positif dan sisi negatif dari penggunaan hutang pada tingkat tertentu akan menghasilkan nilai perusahaan yang optimal. Oleh karena itu bagaimana komposisi yang optimal antara modal perusahaan dengan penggunaan hutang sehingga dapat memaksimumkan nilai PT. Flavour Indonesia ?

Pertumbuhan PT. Flavour Indonesia yang diukur dengan penjualan dan tingkat pengembalian yang diharapkan investor harus senantiasa berimbang karena PT. Flavour Indonesia dalam jangka panjang terus tumbuh dan tidak berhenti pada satu titik tertentu. PT. Flavour Indonesia memiliki arus kas yang sedang berjalan ataupun estimasi di masa yang akan datang. Pertumbuhan arus kas terhadap nilai perusahaan dapat digunakan sebagai pengukur kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan investor maupun kreditor. Dengan demikian sejauh mana pertumbuhan penjualan dan arus kas dapat mempengaruhi komposisi struktur modal optimal PT. Flavour Indonesia ?



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

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisa faktor-faktor resiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dan kreditor (jika perusahaan memiliki hutang).
2. Merumuskan komposisi struktur modal optimal PT. Flavour Indonesia untuk memaksimalkan nilai perusahaan.
3. Menganalisa pengaruh pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan arus kas terhadap struktur modal optimal perusahaan.

1.4. Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan bagi PT. Flavour Indonesia dan perusahaan – perusahaan dalam industri sejenis, penulis maupun pembaca. Bagi PT. Flavour Indonesia diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan struktur modal optimal dengan mempertimbangkan faktor resiko untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur modal optimal dalam hal ini memberikan jumlah modal dan hutang yang sebaiknya digunakan oleh PT. Flavour Indonesia. Dengan menggunakan tehnik CAPM, PT. Flavour Indonesia dapat mengestimasi faktor-faktor resiko yang dihadapi sehingga PT. Flavour Indonesia dapat meminimalisasi faktor-faktor resiko tersebut. Bagi perusahaan-perusahaan dalam industri sejenis, penelitian ini juga dapat memberikan gambaran faktor-faktor resiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian yang diharapkan.

Bagi penulis sendiri, hasil penelitian ini dapat berguna dalam memberikan suatu pengetahuan dan pengalaman yang baru sekaligus sebagai aplikasi dalam penerapan disiplin ilmu di bangku kuliah. Bagi para pembaca hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu sumber informasi mengenai penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan dengan pertimbangan faktor resiko dan ketidakpastian didalamnya serta iklim berinvestasi di Indonesia.

