



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS DAMPAK STRUKTUR MODAL
TERHADAP NILAI
PT HERO SUPERMARKET TBK
DENGAN METODE TEORI STRUKTUR MODAL
MODIGLIANI-MILLER DAN BRIGHAM**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**YOSITA RUSKIM
0906586221**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JUNI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Yosita Ruskim

NPM : 0906586221

Tanda Tangan : 

Tanggal : 16 Juni 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Metna Lukmaniar Hakim
NPM : 0906586303
Program Studi : Magister Manajemen Umum
Judul Tesis : Strategi Efisiensi Pajak Atas Proses Akuisisi Enam
Perusahaan Tambang

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Umum, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Junino Jahja, SE., MBA.

()

Penguji : Dr. Dewi Hanggaraeni

()

Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D.

()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 16 Juni 2011

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada :

- 1) Bapak Prof. Dr. Rhenald Kasali selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- 2) Bapak Junino Jahja SE, MBA selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk membimbing dan mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini.
- 3) Orang tua : Ruskim Tjayaindera dan Luci Irliani serta kakak dan kakak ipar : Ferry Ruskim dan Cynthia Nilam yang telah memberikan bantuan dan dukungan material serta moralnya.
- 4) Suami tercinta, Stefanus Darmagiri, yang telah dengan sabar, penuh pengertian dan kasih sayang mendukung saya untuk menyelesaikan tesis ini.
- 5) Mertua : Himawan Darmagiri dan Yanti Arumawati atas dukungan dan doanya dalam menyelesaikan tesis ini.
- 6) Yunti Tjen, *Associate Director* PT Amalgamated Tricor, serta rekan-rekan di PT Amalgamated Tricor yang telah memberikan dukungan kuliah selama bekerja di PT Amalgamated Tricor.
- 7) Teman-teman kelas G-091 dan kelas KS-091 Magister Manajemen Universitas Indonesia, yang telah memberikan kenangan terindah berupa kekompakkannya dan kebersamaanya selama dua tahun proses belajar di Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- 8) Luky dan Resi atas kebersamaan, bantuan dan perjuangan bersama dalam menyelesaikan tesis ini.

- 9) Michael Tanisan, Indraswari Aria, Agapitus Ossy, Hariadi Mulyono, Rita Sari, Rahman Tirta, Cecilia Purnama, Sari Dewi, Katarina Kristi, Adista Mariana, Rosita, Airien dan Yohanes yang membantu dan mendukung dari awal proses pendaftaran program Magister Manajemen dan sepanjang perkuliahan.
- 10) PT Hero Supermarket Tbk yang telah memberikan data untuk menyelesaikan karya akhir ini.
- 11) Imelda Gunawan yang telah membantu dalam pencarian data PT Hero Supermarket Tbk.
- 12) Seluruh dosen pengajar dan karyawan Program Magister Manajemen Universitas Indonesia atas didikan dan kerjasamanya.
- 13) Serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu per satu, yang telah banyak membantu saya dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 7 Juni 2011

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS
AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Yosita Ruskim
NPM : 0906586221
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Analisis Dampak Struktur Modal Terhadap Nilai
PT Hero Supermarket Tbk Dengan Metode Teori : Struktur Modal
Modigliani-Miller Dan Brigham.**

Berserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/ pencipta dan sebagai Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada Tanggal : 16 Juni 2011

Yang Menyatakan



(Yosita Ruskim)

ABSTRAK

Nama : Yosita Ruskim
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Dampak Struktur Modal Terhadap Nilai PT Hero Supermarket Tbk Dengan Metode Teori Struktur Modal Modigliani-Miller dan Brigham.

Tesis ini membahas dampak keputusan aktivitas pembiayaan yang disarankan oleh Penulis untuk PT Hero Supermarket Tbk untuk mendapatkan nilai perusahaan PT Hero Supermarket Tbk yang optimal. Adapun nilai perusahaan yang optimal tersebut dapat terefleksi pada harga saham PT Hero Supermarket Tbk. Keputusan aktivitas pembiayaan tersebut tercermin dalam komposisi struktur modal berupa perbandingan antara pinjaman dan ekuitas perusahaan. Penelitian tesis ini adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan model analisis struktur modal optimum yang diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller serta pendekatan perhitungan struktur modal optimum yang diajukan oleh Brigham dan Ehrhardt. Selain itu dalam menghitung nilai perusahaan dengan metode *Discounted Cash Flow (DCF)* melalui perhitungan *Free Cash Flow to The Firm (FCFF)* untuk mengetahui nilai PT Hero Supermarket Tbk berdasarkan struktur modalnya.

Kata kunci :
Struktur modal, nilai perusahaan, *discounted cash flow*.

ABSTRACT

Name : Yosita Ruskim
Study Program : Magister Manajemen
Title : Analysis of The Impact of Capital Structure on The Value of
PT Hero Supermarket Tbk With Capital Structure Theory
Proposed By Modigliani-Miller And Brigham.

This thesis discusses the impact of decisions financing activities suggested by the authors to PT Hero Supermarket Tbk to get the optimal enterprise value of PT Hero Supermarket Tbk. The optimal value of the company can be reflected in the share price of PT Hero Supermarket Tbk. Decision financing activities are reflected in the composition of capital structure in the form of the ratio between debt and equity. This thesis research is a quantitative research using a model of optimal capital structure analysis, introduced by Modigliani and Miller and an approach to the calculation of optimum capital structure proposed by Brigham and Ehrhardt. In addition, the value of the company is calculated with Discounted Cash Flow method (DCF) derived from the calculation of Free Cash Flow to the Firm (FCFF) in order to determine the value of PT Hero Supermarket Tbk based on company's optimal capital structure.

Key Words :
Capital Sturcture, *value of the firm*, *discounted cash flow*.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR GRAFIK.....	xii
DAFTAR RUMUS	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Permasalahan	1
1.2. Identifikasi Masalah	3
1.3. Manfaat Penelitian	4
1.4. Tujuan Penelitian	5
1.5. Alur Berpikir	5
1.6. Sistematika Penulisan	7
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	8
2.1. Pendahuluan	8
2.2. Struktur Modal	8
2.3. Analisis Industri	24
2.4. Analisis Kinerja Perusahaan	27
BAB 3 ANALISIS INDUSTRI DAN BISNIS PT HERO SUPERMARKET	36
3.1. Industri ritel di Indonesia	36
3.2. Informasi Perusahaan	45
3.3. Kinerja Keuangan Perusahaan	49
BAB 4 ANALISIS STRUKTUR MODAL	56
4.1. Analisis Ekonomi Makro	56
4.2. Analisis Rasio Perusahaan	59
4.3. Penentuan Asumsi Untuk Analisis Struktur Modal	61
4.4. Analisis Struktur Modal Optimum.....	73
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	81
5.1. Kesimpulan	81
5.2. Saran.....	82
DAFTAR REFERENSI	84

DAFTAR TABEL

Tabel 3. 1.	Pertumbuhan Ekonomi Dunia (%)	37
Tabel 3. 2.	Tingkat Inflasi Dunia (%)	38
Tabel 3. 3.	Populasi Tenaga Kerja Imigran di Beberapa Negara di Asia	42
Tabel 3. 4.	Ringkasan Data Keuangan PT Hero Supermarket Tbk.....	50
Tabel 3. 5.	Susunan Pemegang Saham.....	51
Tabel 3. 6.	Susunan Manajemen	51
Tabel 4. 1.	Laju Pertumbuhan PDB Berdasarkan Lapangan Usaha.....	57
Tabel 4. 2.	Laju Pertumbuhan PDB Berdasarkan Jenis Penggunaan (%).....	58
Tabel 4. 3.	Rasio Keuangan PT Hero Supermarket Tbk.....	60
Tabel 4. 4.	Perhitungan <i>Cost of Debt</i>	62
Tabel 4. 5.	Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	64
Tabel 4. 6.	Pendapatan Menurut Segmen Usaha	65
Tabel 4. 7.	Proyeksi Pendapatan Hero Per Segmen Usaha	66
Tabel 4. 8.	Hasil Per Segmen	66
Tabel 4. 9.	Pendapatan Operasional Berdasarkan Laporan Keuangan	67
Tabel 4. 10.	Persentase Laba Operasional.....	67
Tabel 4. 11.	Proyeksi <i>Operating Margin</i>	68
Tabel 4. 12.	Proyeksi <i>Operating Income</i>	68
Tabel 4. 13.	Perhitungan Persentase Bunga	69
Tabel 4. 14.	Perhitungan Proyeksi Persentase Bunga	69
Tabel 4. 15.	Penjualan, Harga Pokok Penjualan dan Biaya Operasional	70
Tabel 4. 16.	Rasio Perputaran Aset Dalam Harian	70
Tabel 4. 17.	Rasio Perputaran Kewajiban Dalam Harian	71
Tabel 4. 18.	Proyeksi Rasio Perputaran Aset Dalam Harian	71
Tabel 4. 19.	Proyeksi Rasio Perputaran Kewajiban Dalam Harian	72
Tabel 4. 20.	Perhitungan Proyeksi EBIT dan Nilai Perusahaan	73
Tabel 4. 21.	Struktur Modal Dengan Hutang dan Pajak Perusahaan	75
Tabel 4. 22.	Struktur Modal Dengan Hutang dan Pajak Perusahaan dan <i>Financial Distress Cost</i>	76
Tabel 4. 23.	Perhitungan Terminal Value Berdasarkan Besarnya Proporsi Hutang	78
Tabel 4. 24.	Struktur Modal Dengan Hutang dan Pajak Perusahaan Serta <i>Financial Distress Cost</i> (Pendekatan Yang Diajukan Oleh Brigham dan Ehrhardt)	79

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1. Skema Penelitian.....	6
Gambar 3. 1. Five Porter's Forces dalam Industri Ritel di Indonesia.....	55



DAFTAR GRAFIK

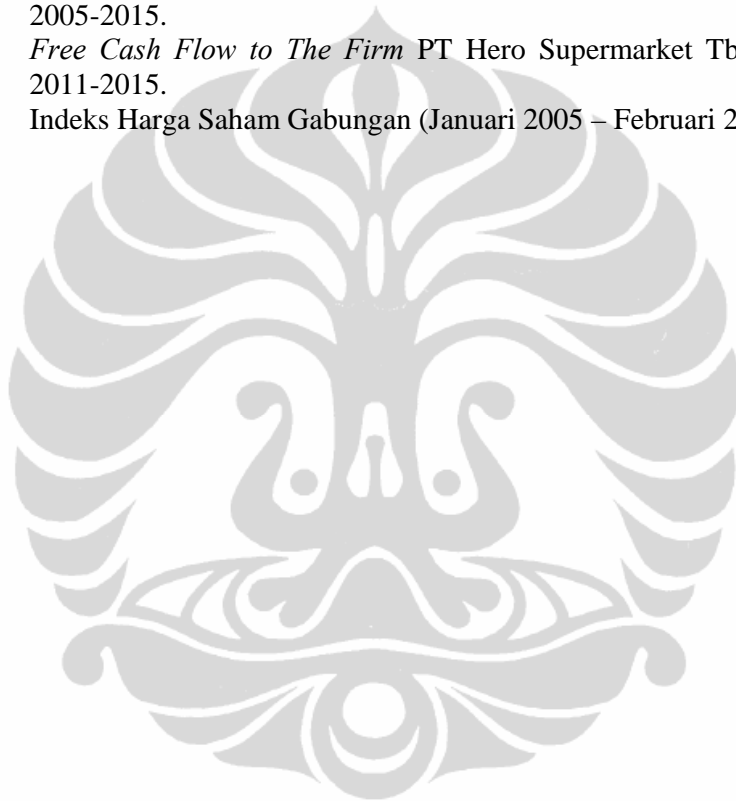
Grafik 2. 1.	Teori MM Keadaan Tanpa Pajak	17
Grafik 2. 2.	Teori MM Dengan Keadaan Pajak.....	17
Grafik 3. 1.	Komposisi Produk Domestik Bruto Indonesia Tahun 2010	39
Grafik 3. 2.	Tingkat Pertumbuhan Masyarakat Perkotaan Dan Daerah.	40
Grafik 3. 3.	Tingkat Pertumbuhan Annual Disposable Income	41
Grafik 3. 4.	Penelitian Alasan Berbelanja di Toko Modern	41
Grafik 3. 5	Tingkat Pertumbuhan Toko Modern di Indonesia	42
Grafik 3. 6.	Pasar Tradisional Dibandingkan Dengan Toko Modern.....	43
Grafik 3. 7.	Penetrasi Toko Modern Terhadap Populasi di Asia.....	44
Grafik 4. 1.	Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan.....	56
Grafik 4. 2.	Laju Peningkatan Inflasi	59
Grafik 4. 3.	WACC Dengan Pajak Perusahaan Tanpa Biaya Kebangkrutan. ..	75
Grafik 4. 4.	Nilai Perusahaan Dengan Pajak Perusahaan & Biaya Kebangkrutan	77
Grafik 4. 5.	WACC Dengan Pajak Perusahaan & Biaya Kebangkrutan	77
Grafik 4. 6.	Struktur Modal berdasarkan teori Brigham.....	80
Grafik 4. 7.	Valuasi terhadap proporsi pinjaman berdasarkan teori Brigham..	80

DAFTAR RUMUS

Rumus.2.1.	<i>Return On Invested Capital</i>	13
Rumus.2.2.	<i>Breakeven Quantity</i>	14
Rumus.2.3.	Rumus nilai perusahaan dengan dan tanpa hutang	15
Rumus.2.4.	Biaya ekuitas	16
Rumus.2.5.	Nilai perusahaan dengan hutang	18
Rumus.2.6.	Nilai perusahaan dengan asumsi arus kas berulang	18
Rumus.2.7.	Biaya ekuitas dengan proposisi II	19
Rumus.2.8.	Beta	19
Rumus.2.9.	Nilai perusahaan dengan asumsi adanya pertumbuhan	20
Rumus.2.10.	Nilai <i>tax shield</i>	20
Rumus.2.11.	Nilai perusahaan dengan <i>tax shield</i>	20
Rumus.2.12.	Modifikasi biaya ekuitas dari teori MM	20
Rumus.2.13.	Modifikasi beta bersumber dari teori MM	20
Rumus.2.14.	<i>Capital Asset Pricing Model</i>	23
Rumus.2.15.	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	23
Rumus.2.16.	<i>Value of the Firm</i>	23

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Rasio Laporan Keuangan.
- Lampiran 2 *Beta* PT Hero Supermarket Tbk.
- Lampiran 3 Neraca PT Hero Supermarket Tbk Tahun 2007-2010.
- Lampiran 4 Proyeksi Neraca PT Hero Supermarket Tbk Tahun 2011-2015.
- Lampiran 5 Laporan Laba Rugi PT Hero Supermarket Tbk Tahun 2007-2015.
- Lampiran 6 Laporan Proyeksi Laba Rugi PT Hero Supermarket Tbk Tahun 2005-2015.
- Lampiran 7 *Free Cash Flow to The Firm* PT Hero Supermarket Tbk Tahun 2011-2015.
- Lampiran 8 Indeks Harga Saham Gabungan (Januari 2005 – Februari 2011).



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Permasalahan

Dua tahun terakhir, Indonesia sedang berada di masa perkonomian yang baik dan menjanjikan. Ini dapat terlihat dari pasar modal di Indonesia begitu menggairahkan dimana angka Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Indonesia terus mengalami peningkatan rata-rata sebesar 67% per tahun dari awal 2009 sampai akhir 2010 (Bursa Efek Indonesia). Selain itu banyak investor asing yang menaruh kepercayaan terhadap pertumbuhan perekonomian Indonesia dengan menempatkan dana mereka di pasar modal Indonesia.

Di samping itu, kita dapat juga melihat daya beli masyarakat Indonesia kian meningkat dengan banyaknya dibangun pusat perbelanjaan di DKI Jakarta dalam waktu yang singkat dimana pusat perbelanjaan ini termasuk juga kategori perusahaan ritel kebutuhan pokok yang dikenal sebagai supermarket (Asosiasi Pengusaha Ritel Indonesia, 2009).

Fenomena yang terjadi saat ini adalah masyarakat di Ibu Kota lebih memilih berbelanja lebih praktis dimana dibutuhkan waktu yang singkat dan nyaman. Maka dari itu, pasar tradisional telah jarang dikunjungi oleh masyarakat yang bertempat tinggal di Ibu Kota. Bagaimanapun, kenaikan inflasi yang dipicu oleh kenaikan bahan bakar dan beberapa kebutuhan pokok, tidak membuat masyarakat berpaling untuk tidak berbelanja di supermarket (AC Nielsen, 2007).

Peluang ini menjadi kesempatan bagi pengusaha supermarket lokal maupun luar negeri untuk memperluas bidang usahanya di Indonesia. Hampir semua pengusaha supermarket menambah jumlah gerainya di pelosok Indonesia. Begitu gencarnya perluasan tersebut dijalankan, sehingga di dalam lokasi kawasan yang berdekatan, masyarakat dapat melihat nama supermarket yang sama. Diperkirakan dalam tahun 2011 jumlah minimarket akan bertambah 500 gerai, *hypermarket* akan bertambah 8 – 10 gerai serta supermarket akan bertambah 10 - 15 gerai dengan total perkiraan untuk total omzet bisnis ritel di Indonesia akan naik 13% - 15% dibandingkan tahun 2010 (Asosiasi Pengusaha Ritel Indonesia, 2009).

Banyak cara yang mereka lakukan untuk melakukan ekspansi usaha mereka, seperti melakukan akuisisi beberapa *minimarket* merek lain, melakukan *joint venture* serta membuka cabang-cabang di kota lainnya (Weston, et al, 2004).

Di antara begitu banyak jumlah supermarket yang hadir di Indonesia, Hero Supermarket merupakan *supermarket* terlama di Indonesia. Dengan begitu banyak kejadian yang telah terjadi di Indonesia dimana banyak gerai Hero Supermarket dihancurkan dan dijarah oleh masa pada tahun 1998, dan banyak pesaing dari luar negeri untuk membuka *supermarket* baru di Indonesia, Hero Supermarket masih dapat mempertahankan keberadaannya serta bangkit kembali (Laporan Tahunan PT Hero Supermarket Tbk, 2010).

Masih teringat jelas, kerusuhan yang terjadi pada tahun 1998, dimana 26 gerai Hero di Jakarta mengalami kerusakan. Ini yang menyebabkan Hero Supermarket terpuruk dan mengalami kerugian serta membuat nama Hero Supermarket kalah bersaing dengan nama *supermarket* dan *hypermarket* yang baru bermunculan.

Melihat keadaan ini, manajemen Hero tidak tinggal diam dan menyusun strategi yang baru. Untuk membangkitkan dan memperkokoh Hero Supermarket di dunia usaha peritelan, manajemen melakukan restrukturisasi perusahaan pada tahun 1998 melalui penggabungan usaha dengan Dairy Farm Hong Kong (bagian dari Jardine Matheson). Dairy Farm International memiliki porsi saham sebesar 69.73% pada PT Hero Supermarket Tbk. Kemudian pada tanggal 25 Maret 2010, PT Hero Pusaka Sejati (salah satu pemegang saham Hero) melepaskan 24.54% sahamnya kepada Mulgrave Corporation B.V. (anak perusahaan Dairy Farm asal Hong Kong). Sehingga Dairy Farm menjadi kepemilikan saham mayoritas sebesar 94.27% (Laporan Tahunan PT Hero Supermarket Tbk, 2010).

Pihak manajemen optimis akan mengembalikan masa kejayaan Hero Supermarket seperti pada era tahun 1980 – 1997. Perlahan namun pasti, pada akhirnya Hero dapat meningkatkan penjualannya rata-rata sebesar 16,3% per tahun pada 10 tahun terakhir. Untuk periode Januari – Juni 2010, Hero dapat meningkatkan pertumbuhan penjualannya sebesar 15,7% dibandingkan dengan periode yang sama di tahun 2009. Selain itu pertumbuhan dapat dirasakan juga dengan bertambahnya jumlah gerai Hero yang baru. Per 30 Juni 2010, Hero telah

memiliki 36 gerai Giant Hypermarket, 48 gerai Hero Supermarket, 66 gerai Giant Supermarket, 199 gerai toko kesehatan dan kecantikan Guardian serta 123 gerai Starmart Minimarket. Ekspansi tersebut tidak hanya meliputi pulau Jawa saja akan tetapi meliputi area Sulawesi, Kalimantan dan Papua (Laporan Tahunan PT Hero Supermarket Tbk, 2010).

Faktor yang tidak kalah pentingnya dari pertumbuhan ini adalah terdapatnya dukungan dan kepercayaan dari para pemegang saham untuk berinvestasi di PT Hero Supermarket Tbk. Telah sebelas tahun lamanya Hero tidak membagikan dividen kepada pemegang sahamnya. Ini merupakan hasil keputusan dari para pemegang saham Hero yang yakin akan kinerja Hero dapat meningkatkan nilai dari pemegang saham di masa yang akan datang. Bukti nyata adalah dibangunnya Giant Hypermarket di kawasan Bumi Serpong Damai Tangerang dengan investasi pada tanah senilai US\$ 10 juta dan pembangunan senilai US\$ 20 juta (Laporan Tahunan PT Hero Supermarket Tbk, 2010).

Dengan nilai investasi yang tidak murah untuk membangun satu gerai, maka diperlukan strategi keuangan perusahaan untuk pendanaan aktivitas ekspansi baik secara organik dan atau non-organik untuk menunjang pertumbuhan perusahaan.

1.2. Perumusan Masalah

Kegiatan pembiayaan suatu perusahaan memiliki keterkaitan dengan struktur modal dari perusahaan tersebut untuk mendapatkan nilai perusahaan yang optimum. Dalam menghadapi keputusan untuk melakukan ekspansi, pihak manajemen harus dapat menentukan dari mana sumber pendanaan tersebut, baik sumber dana internal Perusahaan atau eksternal perusahaan.

Adapun yang dimaksud dengan sumber dana eksternal perusahaan adalah perusahaan menerbitkan saham kepada masyarakat melalui *IPO (Initial Public Offering)*, atau bagi perusahaan yang telah tercatat di bursa dapat dilakukan dengan menambah saham melalui *Secondary Public Offering (SPO)*, salah satunya adalah melalui penerbitan *right issue* atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Pendanaan ini sering disebut dengan *equity financing*. Selain

itu, sumber dana eksternal dapat berupa pinjaman dari bank atau pihak ketiga atau disebut *debt financing* (Atmaja, 2008).

Sedangkan yang dimaksud dengan sumber dana internal adalah akumulasi laba perusahaan yang ditahan (*Retained Earnings*) (Atmaja, 2008).

Adapun penelitian tesis ini akan menggunakan model analisis struktur modal teori Modigliani Miller (MM,1963) dan model yang diajukan oleh Brigham (2003) dengan metode valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF) untuk menghitung dampak struktur permodalan nilai wajar PT Hero Supermarket Tbk. Selanjutnya dengan struktur modal yang optimum tersebut dapat menghasilkan nilai wajar yang optimum. Dalam perhitungan dengan pendekatan Brigham, Peneliti menggunakan Jurnal berjudul *Determining The Optimal Capital Structure: a Practical Contemporary Approach* (Wet, 2006). Data yang dipakai adalah data yang terdapat di pasar berupa *Annual Report* PT Hero Supermarket Tbk dari tahun 2007-2010.

Dua pertanyaan terkait penelitian karya akhir ini, adalah:

- a. Berapakah besarnya struktur modal optimum PT Hero Supermarket Tbk dengan menggunakan model teori MM (1958, 1963) dan model yang diajukan oleh Brigham (2003)?
- b. Apakah nilai saham PT Hero Supermarket Tbk sama dengan nilai saham PT Hero Supermarket Tbk di pasar modal dengan metode valuasi *Discounted Cash Flow*?

1.3. Manfaat Penelitian

Karya akhir ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi PT Hero Supermarket Tbk, pembuat kebijakan, peneliti serta pembaca sebagai berikut:

- a. Bagi PT Hero Supermarket Tbk, karya akhir ini dapat digunakan untuk melakukan perhitungan dan analisis penentuan struktur modal optimum di masa-masa yang akan datang. Dengan demikian dapat ditentukan berapa besarnya pinjaman yang dapat diperoleh agar nilai perusahaan mencapai titik yang optimum.
- b. Bagi pembuat kebijakan penetapan suku bunga pinjaman seperti Bank Indonesia, karya akhir ini secara tidak langsung dapat digunakan sebagai

kebijakan penetapan suku bunga pinjaman yang menjadi menarik untuk menunjang pertumbuhan industri retail di Indonesia.

- c. Peneliti selanjutnya, karya akhir ini sebagai salah satu acuan dalam melakukan perhitungan struktur modal yang optimum untuk meningkatkan nilai perusahaan.

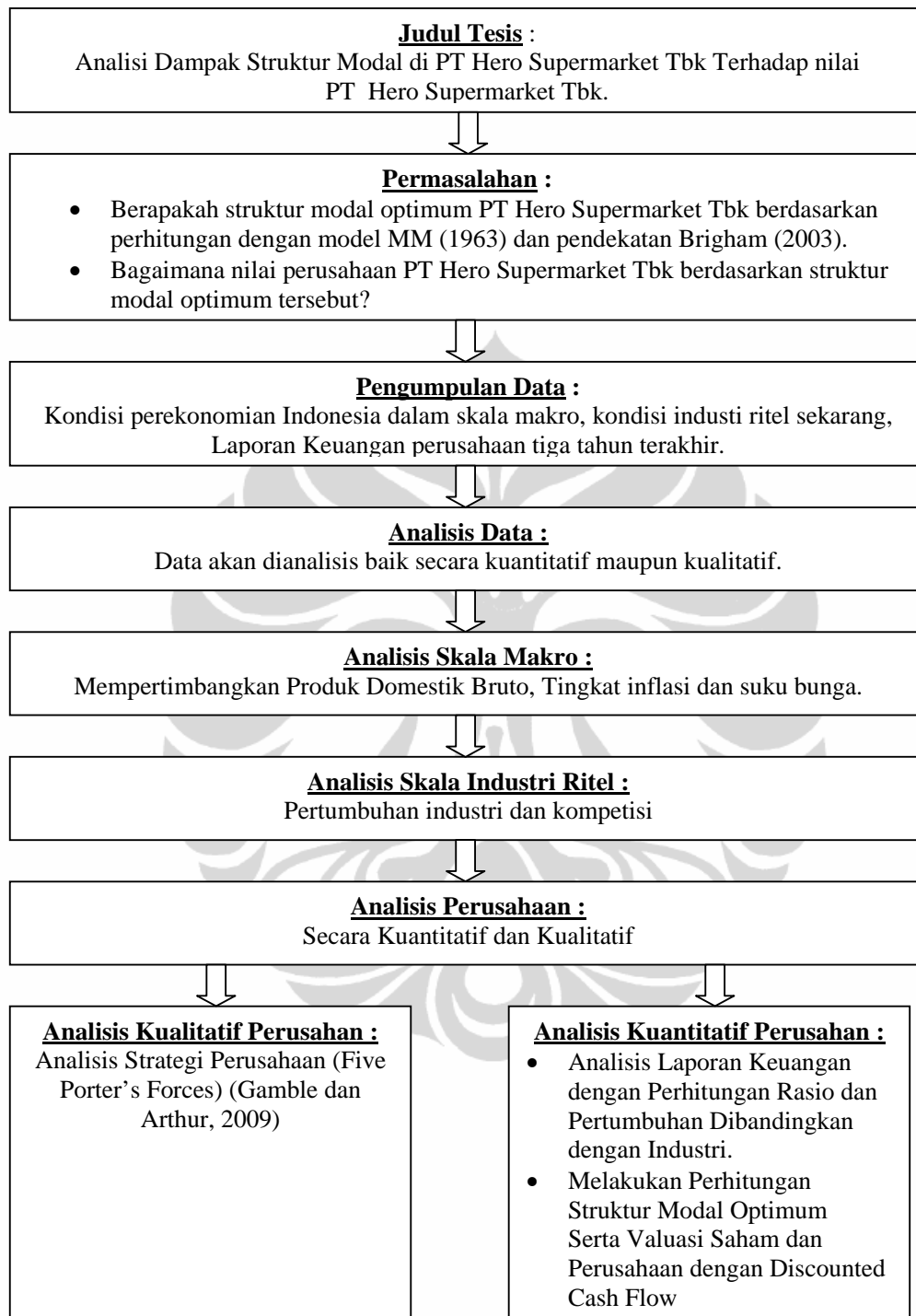
1.4. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian dalam tesis ini adalah :

- a. Menghitung dampak struktur modal PT Hero Supermarket Tbk yang optimum terhadap nilai saham dan perusahaan PT Hero Supermarket Tbk dengan menggunakan model teori struktur modal yang diperkenalkan oleh Modigliani Miller (MM, 1963) dan Brigham (2003).
- b. Melakukan pembuktian dengan analisa fundamental apakah nilai saham tersebut wajar, lebih rendah atau lebih tinggi dari nilai pasar saham PT Hero Supermarket Tbk dengan metode valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF).

1.5. Alur Berpikir

Kerangka kerja penelitian karya ilmiah ini dengan analisis *top-down analysis* (Bodie, Kane & Marcus, 2009). Analisis tersebut dimulai dari lingkungan perekonomian yang luas, secara makro dan dianalisis implikasinya terhadap lingkungan industri dimana perusahaan beroperasi. Begitu juga analisis posisi perusahaan terhadap dalam industrinya. Berikut skema penelitian sebagai acuan kerangka bekerja penyusunan karya ilmiah ini :



Gambar 1. 1. Skema Penelitian

Sumber : diolah sendiri

1.6. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini adalah sebagai berikut :

- Bab 1 : Pendahuluan.
Dalam bab ini dijelaskan latar belakang permasalahan, identifikasi masalah, tujuan penelitian, metode penelitian, alur berpikir serta sistematika penulisan yang dipergunakan dalam penyusunan tesis ini.
- Bab 2 : Landasan Teori.
Berisikan penjelasan landasan teori yang menjadi dasar alur berpikir bagi peneliti dalam mengerjakan tesis ini berdasarkan studi literatur dan kepustakaan yang relevan dengan topik tesis.
- Bab 3 : Tinjauan Terhadap Perusahaan dan Analisis Lingkungan Bisnis PT Hero Supermarket Tbk.
Bab ini berisikan profil perusahaan dan analisis lingkungan bisnis PT Hero Supermarket Tbk dan kondisi terakhir dari industri ritel di Indonesia.
- Bab 4 : Analisis dan Pembahasan.
Di dalam bab ini akan dijelaskan kondisi perekonomian secara skala makro, kinerja dari PT Hero Supermarket Tbk, perhitungan atas dampak struktur modal PT Hero Supermarket Tbk terhadap nilai dari PT Hero Supermarket Tbk dibandingkan dengan nilai pasar saham PT Hero Supermarket Tbk.
- Bab 5 : Kesimpulan dan Saran.
Bab ini merupakan kesimpulan dan saran dari pembahasan yang disajikan dalam bab satu sampai dengan bab empat.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Pendahuluan

Dalam setiap suatu keuangan perusahaan selalu dihadapkan dengan keputusan pendanaan untuk menjalankan operasional perusahaan. Pada dasarnya sumber pendanaan berasal dari internal perusahaan dan eksternal perusahaan.

Adapun sumber dalam internal perusahaan dapat berasal dari laba perusahaan yang dicadangkan sedangkan sumber dana eksternal perusahaan dapat bersumber dari penerbitan atau penambahan saham perusahaan ke publik, penjualan beberapa saham ke investor strategis dan pinjaman dari pihak ketiga seperti bank, dan institusi keuangan.

Perusahaan memiliki berbagai macam pilihan untuk menentukan keputusan pembiayaan. Keputusan pembiayaan tersebut dapat berupa pinjaman atau ekuitas saja ataupun kombinasi antara pinjaman dan ekuitas. Kombinasi tersebut dikenal sebagai struktur modal (*capital structure*)

Manajemen keuangan di suatu perusahaan akan selalu dihadapkan pada pemilihan stuktur modal optimum yang dapat mempengaruhi nilai dari perusahaan (*value of the firm*).

2.2. Struktur Modal

Dalam membuat keputusan struktur modal, beberapa hal yang harus dipertimbangkan (Brigham dan Ehrhardt, 2005) adalah:

- Tingkat penjualan yang stabil

Perusahaan dengan tingkat penjualan yang stabil dapat mengambil keputusan untuk berhutang melalui pinjaman dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat penjualan tidak stabil. Berdasarkan hasil survey, 48% CFO mengatakan ketidakstabilan pendapatan adalah pertimbangan yang penting dalam memutuskan pendanaan dengan hutang (Graham dan Campbell, 2002).

- **Struktur dari aset**
Perusahaan yang memiliki aset dengan fungsi yang umum dapat dijadikan sebagai jaminan jika melakukan pinjaman sehingga perusahaan tersebut berani untuk berhutang dalam jumlah yang besar. Biger, Nguyen dan Hoang, (2008) menyatakan bahwa rasio hutang dengan kapasitas aset yang dijamin oleh perusahaan memiliki hubungan positif. Akan tetapi, Grossman dan Hart (2008) berpendapat pada awalnya para manajemen memiliki kekuasaan untuk mengatur aset dengan seandainya akan tetapi dengan tingkat hutang yang tinggi dapat membuat para manajemen untuk mengalokasikan aset perusahaan dengan hati-hati karena untuk mengantisipasi kebangkrutan.
- ***Operating Leverage***
Perusahaan yang tidak memiliki hutang, akan memiliki risiko bisnis yang lebih rendah. Kemudian, industri yang tidak memiliki ketidakpastian pendapatan operasional berpotensi mengalami kesulitan keuangan walau tanpa hutang. Perusahaan seperti ini harus memakai modal sendiri untuk sumber pendanaannya (Ross, Westerfield dan Jaffe, 2008).
- **Tingkat Pertumbuhan**
Pertumbuhan perusahaan yang cepat akan lebih cenderung menggunakan dana dari eksternal perusahaan melalui pinjaman. Selain itu Huang dan Ritter (2004) mengatakan bahwa Domestik Bruto (PDB) memiliki hubungan yang positif terhadap penambahan hutang.
- **Keuntungan**
Keuntungan memiliki hubungan yang negatif dengan hutang (Gill, et al, 2009) dimana perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang sangat tinggi lebih memilih menggunakan sumber dana internal yaitu keuntungan perusahaan daripada melakukan pinjaman. Konsep ini mengacu kepada *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984) karena informasi asimetris, perusahaan menggunakan hirarki pendanaan dari dana internal dengan pilihan paling terakhir adalah penerbitan saham baru.

- Pajak
Beban bunga atas pinjaman merupakan biaya yang dapat diperhitungkan dalam perhitungan pajak perusahaan, sehingga semakin tinggi beban bunga pinjaman, semakin sedikit keuntungan yang kena pajak perusahaan. Dengan demikian perusahaan mendapatkan keuntungan pajak (*tax benefit*) dengan melakukan pinjaman. Kemudian, Atmaja (2008), berpendapat perusahaan yang membayar pajak yang tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak yang rendah.
- Pengendalian
Manajemen dapat melakukan pengendalian dalam penentuan struktur modal. Misalkan seandainya keadaan perekonomian sedang tidak sehat atau dalam krisis, maka sebaiknya perusahaan menerbitkan saham baru daripada melakukan pinjaman karena lebih berisiko untuk perusahaan. Selain itu seorang CFO dapat memutuskan apakah akan melakukan hutang jangka panjang maupun pendek dengan mengacu pada usia *asset* yang dimilikinya dengan jangka waktu jatuh tempo hutangnya. Namun, jika terdapat pengawasan hutang yang besar dapat meningkatnya pengawasan yang ketat dari pihak kreditor. Misalkan melalui kontrak perjanjian yang selanjutnya dapat menurunkan tingkat fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan perusahaan (Atmaja, 2008).
- Pola tingkah laku manajemen (*Management Attitudes*)
Pertimbangan dan usia dari pihak manajemen juga menentukan besarnya struktur permodalan. Tipe manajemennya yang konservatif akan memilih melakukan peminjaman relatif rendah. Ini telah dibuktikan juga oleh Graham dan Campbell (2002) dengan CEO yang berusia lebih muda atau baru menentukan bahwa besarnya target pinjaman adalah lebih penting daripada tipe manajemen yang konservatif.
- Tingkah laku atas kreditur dan peringkat agen.
Jika perusahaan mengeluarkan surat obligasi, biasanya terdapat agen yang melakukan peringkat akan obligasi tersebut. Misalkan agen tersebut menyarankan untuk tidak melakukan pinjaman lagi karena akan

berdampak menurunnya peringkat surat obligasi tersebut. Maka perusahaan akan menerbitkan saham baru daripada melakukan penambahan pinjaman lagi. Perusahaan akan mengurangi pemakaian hutang di sekitar waktu peringkat kreditnya akan dinaikkan atau diturunkan (Kisgen, 2006).

- Kondisi pasar.

Perusahaan juga melihat kondisi pasar seperti tingkat suku bunga pinjaman saat perusahaan ingin melakukan hutang kepada kreditur. Jika suku bunga terasa mencekik maka perusahaan sebaiknya menunda untuk melakukan pinjaman tersebut.

Menurut Hackbarth, Miao dan Morellec (2006), kondisi makroekonomi memberikan dampak besar terhadap risiko kredit dan keputusan pembiayaan. Mereka juga mengatakan bahwa sebaiknya perusahaan melakukan penyesuaian terhadap struktur modalnya lebih sering dan dalam jumlah yang kecil pada saat kondisi perekonomian sangat baik daripada pada saat resesi.

- Kondisi internal perusahaan.

Jika perusahaan baru saja menyelesaikan suatu penelitian dan pengembangan produk dan memprediksikan meningkatnya pendapatan dan dimana pada situasi ini belum diketahui oleh banyak investor dan tidak terefleksikan pada harga saham. Maka pada saat itu, perusahaan lebih melakukan pinjaman sampai pendapatan meningkat secara signifikan dan tercermin pada harga saham perusahaan. Selain itu, dalam laporan keuangan kita dapat melihat pos-pos keuangan yang dapat menggambarkan kebutuhan pembiayaan yaitu dari biaya untuk penelitian dan pengembangan produk, aktiva tetap serta biaya iklan (Hatfield, Cheng dan Davidson, 1994).

- Fleksibilitas keuangan.

Perusahaan harus memiliki fleksibilitas dalam pemilihan keputusan pembiayaan. Misalkan jika suatu perusahaan yang telah *mature*, menerbitkan saham baru, dapat memberikan sinyal negatif kepada investor yang menandakan perusahaan sedang mengalami kesulitan likuiditas.

- Nilai pasar.

Pada akhirnya struktur modal yang optimal harus dapat meningkatkan nilai pasar suatu perusahaan.

Selain faktor-faktor yang di atas, Biger, Nguyn dan Hoang (2008), menambahkan bahwa ukuran dari perusahaan juga menentukan besarnya hutang yang akan dipinjam. Misalkan perusahaan besar cenderung akan meminjam hutang lebih besar daripada perusahaan kecil karena faktor likuiditas dan kemampuan membayar dari perusahaan tersebut.

Pemilihan struktur modal membawa dampak secara langsung maupun tidak langsung (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Jika perusahaan memilih untuk melakukan hutang kepada kreditur maka dampaknya adalah:

- Risiko kebangkrutan.
 - a. Jika besarnya hutang bertambah besar maka risiko kebangkrutan atau ketidakmampuan untuk membayar kembali akan bertambah. Dengan demikian kreditur mengehendaki tingkat pengembalian yang lebih besar dengan memberikan tingkat bunga yang tinggi sehingga menaikkan biaya dari pinjaman. (*cost of debt*)
 - b. Pengaruh terhadap rata-rata dari biaya modal (WACC).
Selain itu jika perusahaan risiko kebangkrutannya akan bertambah besar, maka pelanggan akan membeli dari pesaingnya sehingga akan menurunkan pendapatan bersih perusahaan. Dengan demikian arus kas perusahaan akan mengalami penurunan. Pada akhirnya akan menurunkan nilai suatu perusahaan.
 - c. Tingginya tingkat hutang dapat mempengaruhi tindakan manajer untuk lebih berhemat dibandingkan jika keadaan perekonomian baik, manajer cenderung untuk menghabiskan uang. Namun tindakan berhemat ini dapat membuat perusahaan kehilangan investasi yang bagus (*underinvestment problem*). Sedangkan pemegang saham lebih berani untuk mengambil keputusan pada investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi walau perusahaan sudah memiliki tingkat pinjaman yang besar.

- Jika suatu perusahaan menerbitkan saham dimana harga per lembar saham lebih rendah daripada yang diperkirakan maka investor berasumsi adanya sinyal negatif dari suatu perusahaan.

Seperti dijelaskan di atas, perusahaan dapat memilih untuk menggabungkan antara pinjaman dengan ekuitas untuk keputusan pembiayaan perusahaan. Namun perusahaan dapat memilih untuk melakukan pinjaman saja atau ekuitas saja. Kedua keputusan terakhir dapat menimbulkan beberapa risiko, yaitu :

a. Risiko bisnis

Risiko yang dihadapi oleh perusahaan jika hanya menggunakan ekuitas (tidak ada pinjaman). Adapun perusahaan demikian dinamakan perusahaan bebas hutang (*unlevered firm*). Risiko tersebut muncul dari ketidakpastian proyeksi akan arus kas yang berhubungan dengan ketidakpastian laba operasi dan seberapa besar yang harus diinvestasikan untuk mengembangkan produk baru, membangun pabrik baru dan sebagainya. Risiko bisnis ini dapat dihitung dari standard deviasi ROIC (*Return on Invested Capital*). Sedangkan ROIC dapat dihitung dengan rumus (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$ROIC = \frac{EBIT(1-t)}{Capital} \quad (2.1)$$

Dimana,

EBIT = Pendapatan sebelum bunga dan pajak

T = Pajak perusahaan.

Adapun yang mempengaruhi risiko bisnis adalah :

- Tingkat permintaan yang bervariasi.
Semakin stabilnya permintaan akan produk perusahaan maka risiko bisnis semakin rendah.
- Tingkat harga jual produk yang bervariasi dapat meningkatkan risiko bisnis.

- Biaya pembelian bahan baku yang bervariasi dapat meningkatkan risiko bisnis karena tidak dapat diprediksikan.
- Kemampuan untuk melakukan penyesuaian harga jual jika harga beli berubah dapat menurunkan risiko bisnis.
- Kemampuan untuk mengembangkan produk baru (bagi perusahaan yang memproduksi produk yang usianya tidak panjang) dapat menghemat biaya dan menekan risiko bisnis.
- Situasi politik dan dan perekonomian makro dapat pula meningkatkan risiko bisnis. Misalkan perusahaan memiliki banyak pelanggan di luar negeri sehingga perbedaan mata uang sangat mempengaruhi besarnya tingkat variasi pendapatan perusahaan. Selain itu tidak stabilnya kondisi perpolitikan negara dapat mempengaruhi kelancaran jalannya operasional perusahaan.
- Jika perusahaan memiliki biaya tetap yang tinggi, akan meningkatkan risiko bisnis dikarenakan dengan berkurangnya jumlah penjualan tidak dapat menutupi biaya tetap yang tidak berkurang karena berkurangnya pemesanan. Hal ini dapat dibuktikan dengan rumus *breakeven quantity* (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$Q_{BE} = \frac{FixedCost}{Price - VariableCost} \quad (2.2)$$

Namun perusahaan dapat melakukan pengendalian dari beberapa risiko bisnis di atas seperti membuat peraturan untuk stabilitas harga jual dan unit penjualan, melakukan perjanjian dengan pelanggan untuk melakukan pemesanan dengan jumlah tetap dengan harga tetap, dan juga perusahaan dapat melakukan *hedging* untuk tindakan mengantisipasi kondisi perekonomian yang tidak menentu.

b. Risiko Keuangan

Risiko yang dihadapi oleh pemegang saham biasa sebagai akibat keputusan pembiayaan dengan pinjaman sehingga meningkatkan tingkat

pengembalian investasi oleh pemegang saham karena meningkatkan risiko dari pemegang saham.

2.2.1. Sejarah Perkembangan Teori Struktur Modal

Teori struktur modal yang modern dimulai pada tahun 1958 oleh Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller. Yang selanjutnya dikenal dengan teori MM. Teori ini mengatakan secara garis besar bahwa nilai dari suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya dengan menggunakan beberapa asumsi yang tidak realistis, antara lain (Wet, 2006) :

- Tidak adanya biaya broker.
- Tidak ada pajak.
- Tidak ada biaya kebangkrutan.
- Investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga sebesar pinjaman perusahaan.
- Investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen terhadap peluang investasi perusahaan di masa yang akan datang.
- Pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Pertama-tama MM mengeluarkan teori struktur modal dalam keadaan tanpa pajak. Hasil penelitian MM mengeluarkan teori dengan sebutan Proposisi I dan Proposisi II.

Keadaan tanpa pajak dalam proposisi I dijelaskan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung pada *leverage* dimana akan berdampak pada biaya modal rata-rata tertimbang (WACC), yang tidak bergantung pada struktur modalnya, dan WACC besarnya sama dengan biaya ekuitas (jika tidak menggunakan hutang). Sehingga besarnya nilai perusahaan dengan pajak akan sama besar dengan nilai perusahaan tanpa pajak dan nilai perusahaan dihitung dari laba operasi dengan tingkat biaya modal rata-rata yang tetap. Nilai tersebut dapat dihitung dengan rumus (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{rsu} \quad (2.3)$$

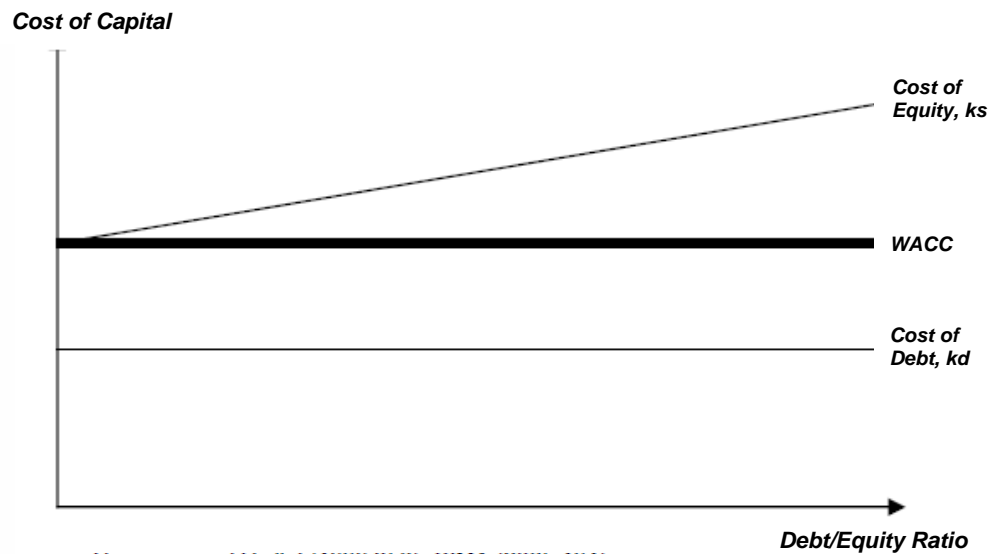
Dimana r_{su} merupakan tingkat diskonto yang diharapkan dengan dunia tanpa pajak.

Sedangkan dalam proposisi II keadaan tanpa pajak dimana diasumsikan perusahaan memiliki pinjaman, dijelaskan bahwa biaya ekuitas dari perusahaan yang memiliki hutang dan tanpa hutang besarnya sama dengan kelas risiko yang sama. Selain itu besarnya biaya ekuitas dengan hutang dipengaruhi juga dengan selisih antara biaya modal tanpa hutang dengan besarnya pinjaman. Pada akhirnya, kenaikan pinjaman diikuti besarnya kenaikan biaya ekuitas. Dapat diilustrasikan seperti rumus di bawah ini (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

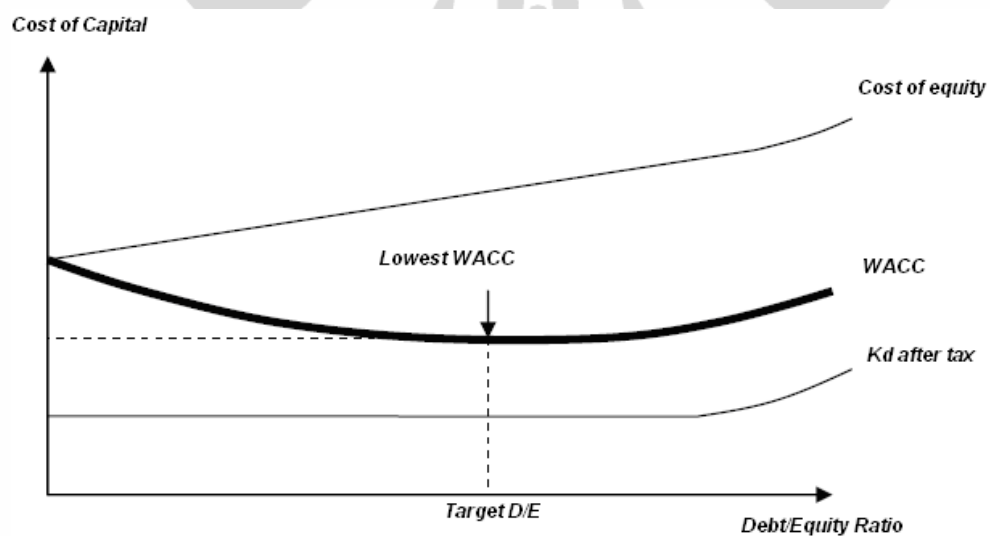
$$Ks_L = Ks_U + \text{risk premium} = r_{su} + (Ks_U - K_d)(D/S) \quad (2.4)$$

Dari proposisi ini dapat disimpulkan bahwa dalam keadaan tanpa pajak, struktur modal tidak dapat mempengaruhi besarnya nilai perusahaan dan biaya modal rata-rata tertimbang.

Berikut grafik yang mengilustrasikan teori MM dalam keadaan tanpa pajak, dimana nilai perusahaan tanpa hutang sama dengan dengan nilai perusahaan yang memiliki hutang :



Grafik 2. 1. Teori MM Keadaan Tanpa Pajak
 Sumber : Hawawini dan Viallet (1999:50) dan CIMA (2005:194)



Grafik 2. 2. Teori MM Dengan Keadaan Pajak

Sumber : Hawawini dan Viallet (1999:362).

Akan tetapi asumsi-asumsi teori MM mendapat kritikan dikarenakan tidak realistis. Salah satu asumsi yang dikritik pertama kali adalah keadaan tanpa pajak.

Maka dari itu pada tahun 1963, MM mengeluarkan teori struktur modal dengan keadaan pajak melalui dua proposisinya.

Proposisi I dengan keadaan dalam pajak, MM menghasilkan teori yaitu nilai perusahaan dengan hutang sama besarnya dengan nilai perusahaan jika tanpa hutang ditambahkan dengan *side effects*. Seperti tertera dalam rumus di bawah ini (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$V_L = V_U + \text{Value of side effects} \quad (2.5)$$

Dimana :

V_L = Nilai dari perusahaan yang menggunakan hutang

V_U = Nilai dari perusahaan yang tidak menggunakan hutang

Adapun pengertian *side effects* merupakan dampak dari penghematan pajak atas tarif pajak perusahaan dikalikan dengan besarnya pinjaman. Dalam perhitungan pajak perusahaan, biaya bunga tersebut dapat dibebankan sebagai biaya untuk pengurang keuntungan perusahaan. Sehingga semakin besar biaya bunga tersebut, semakin kecil keuntungan perusahaan yang didapat sehingga jumlah pajak yang harus dibayarkan semakin kecil. Oleh karena itu, terdapat sejumlah lebih kas perusahaan yang dapat diberikan kepada investor. Dengan demikian besarnya *value of side effects* sebesar *present value of tax shield*. Adapun *tax shield* dapat dihitung dari pajak perusahaan dikalikan besarnya hutang. Pada akhirnya jika jumlah hutang ditambah maka besarnya rata-rata biaya modal akan menjadi semakin kecil serta *leverage* perusahaan meningkat seiring meningkatnya pinjaman. Jika diasumsikan perusahaan tidak memiliki pinjaman maka besarnya nilai perusahaan sebesar nilai ekuitasnya. Kemudian arus kas diasumsikan berulang dan sama, maka rumus perhitungan nilai perusahaan adalah (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$S = V_u = \frac{EBIT(1-T)}{rsu} \quad (2.6)$$

Dimana *rsu* merupakan tingkat diskonto yang diharapkan dengan dunia dengan pajak.

Selanjutnya di dalam proposisi II dengan keadaan pajak perusahaan dan hutang, dijelaskan bahwa biaya ekuitas besarnya sama dengan biaya ekuitas perusahaan tanpa pinjaman dengan risiko yang sama ditambah dengan risiko premium yang berdasarkan selisih antara biaya ekuitas dan hutang terhadap perusahaan tanpa hutang. Maka rumusnya mirip dengan preposisi II (rumus (2.4)) dimana keadaan tanpa pajak namun terdapat perbedaan dimana risiko premium merupakan setelah dikenakan pajak (Brigham dan Ehrhardt, 2005) .

$$r_{sL} = r_{sU} + (r_{sU} - rd)(1-T)(D/S) \quad (2.7)$$

Professor Robert Hamada (1969) melakukan penelitian kelanjutan atas teori MM untuk menentukan hubungan antara beta perusahaan dengan besarnya *leverage* yang dimiliki perusahaan (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$b = b_U (1 + (1-T) (D/S)) \quad (2.8)$$

Kesimpulan dari teori MM dengan keadaan pajak dan hutang menunjukkan struktur modal yang optimum di saat seluruh pembiayaan perusahaan dengan hutang.

Selanjutnya Merton Miller (1977) menjelaskan jika menggunakan hutang maka akan mendapatkan keuntungan dari biaya bunga yang dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak perusahaan sedangkan keuntungan dari pembiayaan secara ekuitas mendapatkan keuntungan dari pajak perorangan atas saham. Miller (1977) mengatakan bukan hanya pembiayaan dengan hutang saja yang akan mendapatkan dari keuntungan atas pajak atas bunga pinjaman tetapi pembiayaan secara ekuitas juga mendapat keuntungan atas pajak perorangan dari *capital gain* atas saham. Namun dalam analisis perhitungan karya akhir ini tidak menggunakan asumsi pajak perorangan.

Asumsi lainnya dari teori MM yang mendapat kritikan adalah asumsi tidak ada pertumbuhan pada perusahaan dimana semua pendapatan dibayarkan sebagai deviden kepada pemegang saham. Dengan demikian nilai perusahaan dapat dihitung dengan cara berikut (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$V_u = \frac{FCF}{rs_u - g} \quad (2.9)$$

Dimana :

FCF : ekspektasi arus kas di masa yang akan datang.

rs_u : merupakan biaya ekuitas tanpa hutang.

g : tingkat pertumbuhan perusahaan yang diasumsikan konstan.

Dengan adanya pertumbuhan perusahaan, maka dapat mempengaruhi besarnya *tax shield*. Maka menghitung nilai dari pertumbuhan *tax shield* tersebut adalah (Brigham dan Ehrhardt, 2005) :

$$V_{Tax\ Shield} = \frac{rd \times T \times D}{rts - g} \quad (2.10)$$

Dimana r_{TS} merupakan tingkat diskonto atas *tax shield*. Sehingga nilai *leverage* perusahaan sebesar (Brigham dan Ehrhardt, 2005):

$$V_L = V_U + \left(\frac{rd}{rts - g} \right) \times T \times D \quad (2.11)$$

Kemudian, Ehrhardt dan Daves (Brigham dan Ehrhardt, 2005) melakukan modifikasi perhitungan biaya ekuitas dan beta bersumber dari teori MM.

$$rs_L = rs_U + (rs_U - rd) \times D/S \quad (2.12)$$

$$b = b_U + (b_U - b_D) \times D/S \quad (2.13)$$

Dimana,

b_U : merupakan beta untuk perusahaan tanpa hutang.

b : merupakan beta untuk perusahaan yang memiliki hutang.

b_D : merupakan beta untuk hutang yang memiliki risiko.

Dari rumus di atas, tidak memperhitungkan pajak dan tingkat pertumbuhan perusahaan karena seberapa besarnya pajak dan hutang tidak mengubah risiko perusahaan dimana arus kas tanpa hutang dan besarnya *tax shield* didiskontokan dengan *rate* yang sama serta berapapun tingkat pertumbuhan perusahaan.

Teori MM mengalami perkembangan dengan ditambahkan asumsi biaya kebangkrutan. Bantahan akan asumsi ini akan di bahas sub bab 2.2.2 mengenai penentuan struktur modal optimum.

Selain teori MM tersebut, terdapat model teori yang dapat menjelaskan juga mengenai struktur modal.

Trade-off model menjelaskan gabungan antara hutang dan ekuitas yang dapat mencapai keseimbangan antara keuntungan pajak atas hutang dan biaya-biaya jika menggunakan hutang yang akan dipilih oleh manajemen perusahaan (Wet,2006).

Model teori yang kedua dikenal dengan nama *pecking order theory*. Teori ini menjelaskan pihak manajemen perusahaan memiliki informasi asimetris dimana manajemen merupakan pihak yang paling mengetahui mengenai peluang investasi untuk perusahaan. Situasi ini menyebabkan manajemen menaikkan pendanaan berdasarkan urutan. Adapun urutan tersebut dimulai dari akumulasi laba yang ditahan, kemudian pinjaman, saham preferen dan yang terakhir adalah menerbitkan saham baru (Wet, 2006). Model ini lebih mementingkan motivasi dari manajer perusahaan dibandingkan dengan dasar valuasi pasar modal. Teori ini memiliki asumsi : (1) Manajer berusaha untuk mempertahankan pembayaran deviden yang konstan, (2) perusahaan lebih memilih pembiayaan dari internal perusahaan terlebih dahulu, (3) jika harus memilih pembiayaan eksternal, maka yang dipilih adalah sekuritas yang paling aman, (4) jika diurutkan sumber pedanaannya maka dapat diurutkan dari tingkatan hutang teraman, hutang yang memiliki risiko, *convertible securities*, saham preferen, dan yang terakhir adalah penerbitan saham biasa (Megginson,1997).

Model teori yang ketiga adalah *signaling theory*. Model teori ini memiliki asumsi yang sama dengan *pecking order theory*. *Signaling theory* mengatakan satu-satunya cara dimana manajemen, dari perusahaan yang memiliki nilai perusahaan lebih rendah dari pasar, mampu menyakinkan para investors akan nilai

wajar dari perusahaan adalah memberikan sinyal yang memakan biaya. Misalkan dengan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan melakukan pinjaman. Para investors seketika akan menawar harga saham perusahaan lebih tinggi dengan asumsi perusahaan memiliki dana untuk melakukan investasi baru untuk pertumbuhan perusahaan. Berbeda halnya jika perusahaan menerbitkan saham baru yang memberikan sinyal negatif kepada investor. Pada umumnya jika perusahaan menerbitkan saham baru untuk memperoleh pendanaan, ini mengindikasikan perusahaan tersebut memiliki kesulitan dalam arus kas perusahaan (Wet, 2006).

Model teori struktur modal yang terakhir dinamakan *managerial opportunism theory* dimana teori ini menjelaskan bahwa perusahaan yang berusaha untuk menerbitkan saham baru pada saat harga saham tinggi dan melakukan pinjaman pada saat harga saham perusahaan rendah (Wet, 2006).

2.2.2. Perencanaan Struktur Modal Yang Optimum

Asumsi teori MM tanpa adanya biaya kebangkrutan sangatlah tidak realistik karena semakin besarnya hutang maka terdapat kemungkinan akan adanya kebangkrutan. Adapun biaya kebangkrutan berisikan biaya hukum dan administrasi. Kemungkinan terdapat peluang investasi yang akan terbuang dengan adanya kebangkrutan. Selain itu karyawan kunci akan meninggalkan perusahaan dan para kreditur enggan untuk memberikan pinjaman lagi.

Pada tahun 2003, Menurut Ehrhardt dan Brigham dalam menganalisis struktur modal yang optimum, tahap-tahap yang perlu dilakukan adalah (1) menentukan besarnya tingkat bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan, (2) menentukan besarnya biaya ekuias (*cost of equity*), (3) menentukan *Weighted Average Cost Of Capital (WACC)*, (4) membuat perencanaan akan arus kas yang di *present value*-kan guna menghitung nilai dari perusahaan, dan (5) untuk menghitung kekayaan pemegang saham harus dikurangkan dengan nilai hutang. Berikut akan dibahas satu per satu dari ke-lima langkah tersebut. (Wet, 2006):

- Memprediksikan biaya hutang (*cost of debt*).

Dapat dianalisis melalui kondisi industri dan prospek ke depannya serta memperhitungkan risiko bisnis berdasarkan laporan keuangan yang lalu

dan kondisi teknologi saat ini serta kondisi pelanggan saat ini. Kemudian memprediksikan tingkat suku bunga.

- Memprediksikan biaya ekuitas (*cost of equity*).

Jika jumlah hutang bertambah maka secara langsung akan meningkatkan risiko yang dihadapi oleh pemegang saham. Dengan rumus CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), dapat dihitung tingkat pengembalian ekuitas dengan rumus :

$$r_s = r_f + (r_m) \times b \quad (2.14)$$

dimana beta merupakan ukuran suatu risiko dari suatu saham dengan pasar. Beta bergantung kepada risiko bisnis dan dipengaruhi oleh keputusan operasional suatu perusahaan dan keputusan struktur modal yang tercermin pada komposisi hutang dan modal. Beta dapat dihitung dengan seperti rumus (2.5) :

$$b = b_u \times (1 + (1-T) \times (D/S))$$

Dimana b_u merupakan beta untuk perusahaan tanpa pinjaman.

- Memprediksikan besarnya biaya rata-rata modal tertimbang (WACC).

WACC merupakan biaya modal rata-rata yang merupakan gabungan antara biaya hutang dan biaya ekuitas (modal sendiri), dengan rumus perhitungan,

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times k_d \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times k_e \quad (2.15)$$

- Memprediksikan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Dapat ditung dengan :

$$V = \frac{FCF}{WACC} \quad (2.16)$$

- Memprediksikan kekayaan para pemegang saham dan harga saham.

Perusahaan harus merubah komposisi struktur modal dengan menerbitkan hutang dan digunakan untuk membeli kembali saham dari investor. Sehingga total kekayaan yang diterima oleh pemegang saham sebesar uang yang diterima dari pembelian kembali sahamnya dan sisa nilai dari ekuitas mereka. Akan tetapi harus diketahui terlebih dahulu besarnya hutang baru yang akan diterbitkan. Sehingga,

$$\text{Total Corporate Value} = \text{Value of operations} + \text{Value of short term investments.}$$

Dimana,

Total Corporate Value = Total Nilai Perusahaan

Value of Operations = Nilai Operasional

Value of Short Term Investments = Nilai Investasi Jangka Pendek

Kemudian harga saham sebelum pembelian kembali dapat ditentukan dengan nilai ekuitas sebelum pembelian kembali saham (tetapi sudah penerbitan hutang) dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar sebelum pembelian kembali.

2.3. Analisis Industri

Terdapat banyak faktor dapat mempengaruhi kinerja sebuah perusahaan seperti peraturan pemerintah, perkembangan teknologi, besarnya populasi masyarakat, nilai sosial dan kehidupan bermasyarakat itu sendiri, tingkat persaingan di antara perusahaan, selera masyarakat, ketersediaan barang yang diperdagangkan, dan sebagainya.

Michael Porter dalam jurnalnya, yang berjudul *The Five Competitive Forces That Shape Strategy* (1979), mengatakan bahwa tingkat keuntungan dari suatu perusahaan sangat bergantung dari strategi perusahaan dimana strategi perusahaan tersebut harus memenuhi peluang dan ancaman di lingkungan luar perusahaan. Selain itu, strategi harus berdasarkan dan pengertian atas struktur industri dan perkembangannya.

Michael Porter menciptakan suatu model yang dapat digunakan untuk menganalisis sebuah struktur organisasi industri pada proses strategis. Model tersebut dikenal sebagai *Five Forces Analysis*. Adapun model tersebut terbagi dalam lima bagian yaitu (1) Ancaman terhadap pendatang baru di suatu industri, (2) Kekuatan tawar menawar dari pemasok, (3) Kekuatan tawar menawar dari pelanggan, (4) Ancaman akan barang pengganti, (5) Kompetisi persaingan dalam industri yang sejenis (Gamble dan Thompson, 2009).

2.3.1 Ancaman terhadap pendatang baru.

Dengan berkembangnya suatu industri dapat mengundang pendatang-pendatang baru ke dalam industri tersebut. Besarnya ancaman terhadap pendatang baru bergantung terhadap halangan untuk memasuki industri tersebut (Gamble dan Thompson, 2009). Di antaranya ialah :

- *Economies of scale.*
 Nilai ekonomis akan muncul di saat perusahaan memproduksi dalam jumlah yang besar dan menikmati biaya yang rendah karena perusahaan dapat membagi dengan rata biaya tetap operasionalnya terhadap setiap unit produk yang dihasilkannya dan dapat melakukan efisiensi. Jika suatu industri membutuhkan investasi yang besar untuk menghasilkan *economies of scale*, maka pendatang baru harus pula memiliki investasi yang besar untuk bersaing. Jika tidak demikian maka pendatang baru tersebut akan kalah bersaing. Biasanya industri yang memiliki *economies of scale* pada investasi yang besar adalah industri farmasi yang memiliki biaya penelitian dan pengembangan, pabrik dan industri telekomunikasi.
- *Distribution channels.*
 Pendatang baru pasti akan menemukan kesulitan terhadap saluran distribusi yang tidak murah harganya dan terbatas. Dibutuhkan biaya yang besar untuk dapat menembus saluran distribusi yang telah dikuasai oleh pemain yang telah ada sebelumnya. Misalkan suatu pendatang baru bermaksud untuk meletakkan barang dagangannya di rak strategis di suatu pasar swalayan akan menemukan kesulitan karena harus bersaing dengan merek yang sebelumnya. Maka dari itu sangat dibutuhkan hubungan yang

baik antara pemasok dengan pasar swalayan. Sehingga terjalin sebuah hubungan saling percaya yang dapat mencegah masuknya pendatang baru.

- *High switching costs for customers.*

Biaya ini dihadapi oleh pembeli saat mereka bermaksud untuk melakukan penggantian pemasok. Semakin tinggi biaya tersebut, semakin sulit bagi pendatang baru untuk dapat memasuki industrinya.

- *Legislation and Government action.*

Kebijakan-kebijakan pemerintah dapat juga menghambat masuknya pendatang baru yang berkaitan dengan persyaratan yang dibutuhkan untuk ijin usaha ataupun dapat juga berkaitan dengan dibatasinya penanaman modal asing dan ijin paten usahanya.

2.3.2 Kekuatan tawar menawar dengan pemasok.

Kekuatan penawaran pemasok dapat dikatakan tinggi pada saat (1) pasar didominasi oleh sedikit pemasok dan sedikit substitusi, (2) biaya yang ditimbulkan jika berpindah kepada pemasok yang lainnya relatif tinggi, (3) Terdapat kemungkinan pemasok melakukan *forward integration* dengan tujuan untuk mendapatkan harga lebih tinggi dan keuntungan (Gamble dan Thompson, 2009).

2.3.3 Kekuatan tawar menawar dengan pelanggan.

Pelanggan memiliki kekuatan penawaran yang relatif tinggi pada saat (1) pelanggan membeli produk dalam jumlah yang besar, (2) produk yang tersedia terdapat produk substitusi sehingga untuk berpindah kepada produk yang lain tidak membutuhkan biaya yang tinggi, (3) pelanggan memiliki keuntungan yang rendah dan sensitivitas terhadap harga (*price sensitivity*). Tingkat sensitivitas ini tergantung pada kepentingan produk dan jumlah uang yang dimiliki oleh pelanggan, (4) pelanggan mengetahui beberapa informasi mengenai produk antara lain bagaimana cara membuat produk tersebut dan mengetahui besarnya biaya untuk membuat produk tersebut (Gamble dan Thompson, 2009).

2.3.4 Ancaman terhadap barang pengganti.

Ancaman ini akan muncul jika terdapat alternatif produk dengan harga lebih rendah dengan kinerja yang lebih baik. Beberapa faktor yang menentukan besarnya pelanggan akan memilih barang substitusi tersebut antara lain (1) berapa besarnya pelanggan setia terhadap merek produk tersebut, (2) kedekatannya hubungan pelanggan dengan produk tersebut, (3) biaya yang murah untuk berpindah satu merek produk ke merek produk yang lainnya, (4) kecenderungan tren yang sedang berlangsung di masyarakat.

Selain itu ancaman terhadap produk pengganti tidak harus sama jenisnya akan tetapi dapat juga memiliki fungsi yang sama (Gamble dan Thompson, 2009).

2.3.5 Kompetisi persaingan dalam industri yang sama.

Tingkat kompetisi di dalam industri yang sama akan tinggi pada saat (1) terdapat banyak pemain dengan ukuran yang sama dan memiliki kesamaan strategi perusahaan (2) hanya terdapat sedikit diferensiasi antara pemain dan produk mereka sehingga terdapat persaingan harga (3) rendahnya tingkat pertumbuhan pasar (4) rintangan untuk keluar dari industri relatif sulit. Misalkan mahalnya dan sangat spesifik dari peralatan yang digunakan. Sehingga sulit untuk beralih ke industri yang lainnya (Gamble dan Thompson, 2009).

2.4. Analisis Kinerja Perusahaan

Kinerja sebuah perusahaan dapat dinilai melalui analisis laporan keuangan yang telah disusun oleh manajemen perusahaan. Adapun laporan keuangan keuangan itu sendiri berisikan sumber pendanaan perusahaan, bagaimana pendanaan itu digunakan dan apakah efektif dalam penggunaan sumber dana tersebut (Wild, Subramanyam dan Halsey, 2008).

Laporan keuangan ini menjadi sumber informasi yang penting dalam membuat keputusan strategik oleh berbagai pihak. Misalkan dapat digunakan untuk menilai prospek perusahaan dalam keputusan investasi dan pinjaman. Selain itu bagi pemasok, laporan keuangan dapat memberikan input untuk penentuan kredit.

Pada akhirnya melalui laporan keuangan dapat ditarik kesimpulan mengenai prospek dan risiko dari suatu perusahaan. Kemudian, analisis tersebut dapat menjadi tolak ukur kinerja suatu perusahaan dengan perusahaan yang lainnya.

Terdapat beberapa metode untuk analisis keuangan yang sering digunakan oleh perusahaan, yaitu (1) Analisis laporan keuangan komparatif, (2) analisis rasio, dan (3) penilaian (*valuation*).

2.4.1 Analisis laporan keuangan komparatif

Hasil dari analisis laporan keuangan komparatif adalah tren (*trend*) dan analisis ini biasanya disebut analisis horizontal. Analisis ini dilakukan dengan penelaahan perubahan setiap saldo tiap-tiap akun dari tahun ke tahun selama beberapa tahun. Biasaya dilakukan dengan (1) analisis perubahan tahun ke tahun untuk jangka pendek (*year-to-year change analysis*) serta (2) analisis tren angka indeks untuk trend jangka panjang (*index-number trend analysis*).

2.4.2 Analisis rasio

Analisis ini merupakan analisis yang paling sering digunakan oleh banyak pihak dalam menganalisis laporan keuangan perusahaan. Analisis rasio menunjukkan hubungan penting dan menjadi dasar perbandingan dalam menemukan tren yang sulit untuk dianalisis jika mempelajari satu per satu komponen yang membentuk rasio tersebut. Misalkan terdapat hubungan yang penting antara besarnya piutang usaha dengan besarnya penjualan pada suatu periode.

Analisis rasio akan bermanfaat jika berorientasi ke masa yang akan datang sehingga dalam perhitungannya harus disesuaikan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi rasio di masa depan. Selain itu, angka yang digunakan dalam perhitungan rasio tersebut harus dapat diandalkan kebenarannya. Jika tidak akan menghasilkan analisis yang salah.

Hasil dari perhitungan rasio tersebut baru dapat mendatangkan kegunaan jika diinterpretasikan dalam perbandingan dengan rasio periode sebelumnya, standar yang ditentukan sebelumnya dan rasio pesaing di industri yang sama.

Analisis rasio biasanya terbagi dalam tiga area dalam analisis laporan keuangan, antara lain (Wild, Subramanyam dan Halsey, 2008) :

a. Analisis kredit (risiko).

- Likuiditas yaitu untuk menganalisis kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Bagian dari rasio ini yang terpenting adalah rasio lancar dimana ketersediaan aktiva lancar (*current ratio*) untuk memenuhi kewajiban lancar. Selain itu *acid-test ratio* dengan menggunakan aktiva lancar yang paling likuid, yakni kas, investasi jangka pendek dan piutang usaha. Kemudian rasio yang menunjang kedua rasio sebelumnya adalah periode penagihan (*collection period*), yakni seberapa cepat piutang usaha dapat tertagih berwujud menjadi kas, dan jumlah hari untuk menjual persediaan sehingga menghasilkan kas (*days to sell inventory*).
- Struktur modal dan solvabilitas adalah untuk menganalisis kemampuan memenuhi kewajiban jangka panjang. Rasio yang biasa digunakan adalah *total debt to equity ratio* dimana rasio ini menunjukkan struktur pendanaan kreditor dalam struktur modal dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya jika dilikuidasi. Selain itu rasio yang digunakan adalah *times interest earned ratio* yang menunjukkan seberapa besar laba yang dihasilkan dapat memenuhi beban bunga.

b. Analisis profitabilitas.

- Pemanfaatan aktiva (*asset utilization*) yaitu untuk menilai efektivitas dan intensitas atau perputaran aktiva dalam menghasilkan penjualan. Rasio yang biasa digunakan adalah *return on asset* dan *return on equity*
- Tingkat pengembalian atas investasi (return on investment-ROI) yaitu untuk menganalisis keuangan kepada investor dan kreditor.
- Kinerja operasi yaitu untuk menganalisis margin laba dari aktivitas operasi.

c. Penilaian.

Untuk menghitung dan mengestimasi nilai instrisik perusahaan (saham). Selanjutnya akan dibahas di sub bab 2.4.3.

Rangkuman rumus analisis rasio terdapat pada Lampiran 1.

2.4.3 Nilai Perusahaan (Valuasi)

Hasil yang ingin dicapai dari pencarian struktur modal yang optimum adalah menghasilkan nilai (*value*) perusahaan yang maksimum. Dari hasil penilaian ini dapat digunakan oleh banyak pengguna laporan keuangan. Misalkan untuk membuat keputusan akan kredit, yang berkaitan dengan pembelian dan penjualan saham perusahaan, untuk menentukan harga saham penawaran kepada publik, besarnya deviden yang akan dibagikan dan sebagainya.

Investor dalam melakukan penilaian saham biasanya menggunakan analisa teknikal dan analisa fundamental tergantung dari lamanya periode investasi. Jika investor lebih memilih investasi jangka pendek maka analisa teknikal akan lebih dipilihnya karena pada dasarnya analisa teknikal hanya melihat tren dari harga saham dari waktu ke waktu. Sedangkan analisa fundamental lebih memerlukan perhitungan yang detail dan akurat untuk menilai harga saham dalam jangka panjang. Dalam hal ini, valuasi adalah analisis fundamental (Manurung, 2011).

Dalam analisis fundamental (Manurung, 2011), nilai wajar suatu perusahaan dapat dihubungkan dengan karakteristik keuangan, antara lain prospek dari pertumbuhan, risiko dan aliran kas. Jika terjadi penyimpangan dari nilai wajar ini maka dapat dikatakan *undervalued* (jika nilai pasar lebih rendah daripada nilai wajar) atau *overvalued* (jika nilai pasar lebih tinggi daripada nilai wajar). Adapun asumsi yang digunakan adalah (1) Hubungan antara nilai dan faktor keuangan dapat diukur, (2) Hubungan ini stabil, (3) Penyimpangan dari hubungan ini benar dalam kurun waktu yang telah diperhitungkan.

Biasanya para analis dan investor menggunakan model valuasi (1) *Asset-based valuation models*, (2) *Discounted cash flow (DCF) models* dan (3) *The abnormal earnings model* (White, Sondhi dan Fried, 2003).

Adapun *Asset-based valuation models* menggunakan nilai pasar aset dalam menghitung nilai dari perusahaan. Kemudian *Discounted cash flow (DCF)* menghitung nilai perusahaan dengan proyeksi arus kas di masa mendatang yang didiskontokan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Sedangkan *The*

abnormal earnings model menghitung nilai perusahaan atas kombinasi atas aset dan atas pendapatan abnormal yang didiskontokan yang diperoleh dari aset tersebut.

Sedangkan menurut Darmodaran (2002) dalam bukunya yang berjudul *Investment Valuation*. Pada umumnya terdapat tiga pendekatan valuasi, yaitu

a. *Discounted cash flow*

Model valuasi ini menghitung arus kas di masa yang akan datang yang diharapkan dari nilai aset yang dimiliki.

b. *Relative valuation*

Mode ini menghitung valuasi dengan melakukan estimasi nilai aset dengan penentuan harga aset yang relatif sebanding terhadap variable umum seperti pendapatan, arus kas nilai buku atau penjualan.

c. *Contingent claim valuation*.

Model ini menggunakan *option pricing model* untuk mengukur nilai dari suatu aset yang memiliki karakteristik option.

Untuk selanjutnya pembahasan dalam karya akhir ini menggunakan model *Discounted cash flow (DCF)* karena model yang melakukan perhitungan secara menyeluruh dan model yang paling umum digunakan oleh para analis dan investor dalam menghitung nilai perusahaan.

2.4.3.1 *Discounted Cash Flow Valuation*

Model *discounted cash flow valuation* merupakan model yang mendasari pendekatan model valuasi yang lainnya. Dasar dari model ini adalah nilai dari semua aset perusahaan merupakan *present value* dari aliran kas yang diharapkan terhadap aset tersebut. Adapun perhitungan *present value* tersebut menggunakan tingkat diskonto yang disesuaikan dengan tingkat risiko aset nya. Misal untuk aset yang lebih berisiko maka tingkat diskontonya akan semakin tinggi. Perhitungan *value*-nya sebagai berikut (Damodaran, 2002):

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.18)$$

Dimana, n = umur ekonomis aset
 CF_t = aliran kas pada period t
 R = tingkat diskonto yang menunjukkan tingkat risiko dari aliran kas yang diestimasi.

Hasil yang ingin dicapai adalah nilai instrinsik dari perusahaan melalui ekspektasi aliran kas dan tingkat diskonto yang sesuai.

Arus kas ini dapat dihitung dari deviden yang dibagikan kepada investor, kemudian berdasarkan pendapatan (*earnings*) yang diperoleh oleh perusahaan serta berdasarkan pendekatan *Free Cash Flow Approach* (White, Sondhi dan Fried, 2003).

Pendekatan deviden dapat digunakan sebagai penilaian karena deviden tersebut dibagikan kepada pemegang saham sehingga dinilai layak digunakan untuk menghitung harga saham yang akan dibeli. Kemudian pendekatan ini menggunakan asumsi bahwa kelangsungan hidup perusahaan akan sepanjang masa. Nilai perusahaan tersebut dihitung dengan (Manurung, 2011) :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i} \quad (2.19)$$

Dimana :

P_0 : harga saham pada periode 0.

D_i : deviden yang dibayarkan oleh perusahaan pada periode i

r : tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan

Namun dalam analisis karya akhir ini, valuasi perusahaan tidak akan dihitung dengan pendekatan deviden karena PT Hero Supermarket Tbk tidak pernah membagikan deviden kepada para pemegang sahamnya.

Pendekatan kedua berdasarkan pendapatan perusahaan atau disebut *earnings* menggunakan asumsi yang sama dengan pendekatan deviden, yakni kelangsungan hidup perusahaan diasumsikan berlangsung selamanya. Adapun pendapatan yang dimaksud adalah arus kas perusahaan yang telah dikurangkan dengan biaya penyusutan dan amortisasi (White, Sondhi dan Fried, 2003). Selain

itu, pendapatan dipakai sebagai dasar perhitungan valuasi dengan asumsi semua perusahaan pasti ingin memperoleh pendapatan setinggi-tingginya. Pendekatan ini merupakan pendekatan yang pertama kali diperkenalkan namun jarang digunakan oleh para analis karena sulitnya memprediksikan pendapatan di masa mendatang (Manurung, 2011). Rumusnya sebagai berikut :

$$P_0 = \sum \frac{E_i(1+g)^{\infty-1}}{(1+r)^{\infty}} \quad (2.20)$$

Dimana :

P_0 : harga saham pada periode 0.

E_i : pendapatan perusahaan pada periode i

r : tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan

Pendekatan yang terakhir adalah pendekatan *free cash flow*, yang terbagi atas cara perhitungannya, yaitu (Damodaran, 2002):

- Hanya menghitung ekuitas saja (*Free Cash Flow to Equity Discount Models*).

Nilai dari ekuitas dapat diperoleh dengan mendiskontokan ekspektasi aliran kas ke ekuitas, yaitu aliran kas setelah semua biaya, kebutuhan investasi kembali, kewajiban pajak serta biaya bunga dan pembayaran hutang. Nilai tersebut didiskontokan dengan biaya ekuitas (*cost of equity*) yang merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor ekuitas.

$$\text{Value of equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity}_t}{(1+ke)^t} \quad (2.21)$$

Dimana,

n = umur ekonomis aset

$CF \text{ to equity}_t$ = aliran kas ke ekuitas pada period t

K_e = biaya ekuitas

- Menghitung nilai keseluruhan perusahaan seperti pemegang obligasi, saham preferen dan lain-lain melalui ekspektasi aliran kas yang didiskontokan dengan biaya modal berdasarkan proporsi sumber pembiayaan perusahaan yang digunakan (*WACC : weighted average cost of capital*). Metode ini sering disebut sebagai *free cash flow to the firm*. Aliran kas yang diharapkan adalah kas setelah biaya operasional, kebutuhan untuk investasi kembali dan pajak. Akan tetapi sebelum pembayaran kepada kreditur dan pemegang saham.

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to firm}_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.22)$$

Dimana, n = umur ekonomis aset
 $CF \text{ to firm}_t$ = aliran kas ke perusahaan pada period t
 $WACC$ = biaya rata-rata modal tertimbang

- Menilai perusahaan bagian per bagian, dimulai dari bagian operasional dan menambahkan efeknya terhadap nilai hutang dan bagian bukan ekuitas. Metode yang digunakan biasanya disebut dengan *adjusted present value (APV)* dengan asumsi seluruh pembiayaan perusahaan melalui ekuitas dan manfaat pajak yang di *present value* yang ditimbulkan melalui hutang dan biaya kebangkrutan.

$$\text{Value of firm} = \text{Value of all equity financed firm} + PV \text{ of tax benefits} + \text{Expected bankruptcy costs} \quad (2.23)$$

Walau banyak model untuk menghitung nilai perusahaan, namun yang paling penting adalah asumsi yang digunakan dalam valuasi harus konsisten.

Namun model *discounted cash flow* ini memiliki keterbatasan pada beberapa situasi yaitu :

- Perusahaan yang sedang mengalami tekanan keuangan akan memiliki defisit pendapatan dan kemungkinan akan kehilangan uang di masa yang akan datang. Dengan demikian sulit untuk membuat estimasi aliran kas yang positif.
- Untuk perusahaan yang memiliki pendapatan tidak stabil dan cenderung mengikuti keadaan perekonomian, akan sulit melakukan estimasi aliran kas dalam model valuasi *discounted cash flow*.
- Selain itu, model valuasi ini tidak dapat dipakai untuk menilai perusahaan yang memiliki aset yang tidak berproduksi sehingga tidak dapat menghasilkan aliran kas.
- Perusahaan yang sedang melakukan restrukturisasi perusahaan dan perencanaan pengambilalihan atau penggabungan, seperti menjual atau membeli aset, akan sulit diukur estimasi dari aliran kas nya.
- Tidak dapat diaplikasikan kepada perusahaan yang belum terbuka karena sulit untuk mengukur tingkat risikonya karena saham yang dimiliki tidak ditawarkan kepada umum.

BAB 3

ANALISIS INDUSTRI DAN BISNIS PT HERO SUPERMARKET TBK

3.1. Industri ritel di Indonesia

Salah satu industri yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi adalah industri ritel dan industri konsumsi. Industri ritel, disamping menjajakan kebutuhan sekunder, bisa digunakan untuk menyediakan kebutuhan primer manusia seperti sandang dan pangan, yang harus dipenuhi setiap saat.

Bentuk toko industri ritel yang akan dibahas dalam karya akhir ini adalah “Toko Modern”. Berdasarkan Peraturan Presiden no. 112 tahun 2007, yang dimaksud dengan “Toko Modern” ialah *toko dengan sistem pelayanan mandiri, menjual berbagai jenis barang secara eceran yang berbentuk minimarket, supermarket, departemen store, hypermarket ataupun grosir yang berbentuk perkulakan.*

Dalam Peraturan Presiden (PP) tersebut juga diulas mengenai syarat untuk mendirikan *minimarket, supermarket dan hypermarket*. Prasyarat pendirian harus mengindahkan rencana tata ruang wilayah kabupaten atau kota dan ketentuan peraturan pemerintah daerah setempat. Selain itu juga harus memperhatikan faktor sosial ekonomi masyarakat, dan keberadaan pasar tradisional di wilayah yang akan didirikan toko modern tersebut. Hal lain yang harus diperhatikan adalah jarak antara toko modern dengan pasar tradisional yang telah ada sebelumnya untuk menciptakan iklim persaingan yang sehat dan memberikan kesempatan kepada masyarakat dan pedagang kecil untuk berusaha di pasar tradisional. Kemudian, fasilitas yang disediakan harus bersih, tertib dan aman serta nyaman.

Pesatnya pertumbuhan usaha ritel di Indonesia, seperti *supermarket, hypermarket* dan *minimarket* dalam satu dekade ini, dipicu oleh adanya kebijakan liberalisasi ritel berdasarkan Keputusan Presiden (Kepres) No. 118/2000. Dalam Kepres tersebut dijelaskan mengenai tertutupnya investasi bagi perusahaan yang dalam modalnya terdapat kepemilikan asing untuk bidang jasa perdagangan dan jasa penunjang perdagangan. Namun Kepres tersebut mengecualikan perdagangan ritel skala besar seperti *mal, supermarket, department store*, dan pusat perbelanjaan. Kemudian Kepres tersebut ditunjang oleh Keputusan Menteri Keuangan No. 455/KMK/.01/1997 mengenai dicabutnya pembatasan pembelian

saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dan bursa efek. Dengan demikian, membuka peluang bagi pihak asing untuk memiliki usaha ritel berskala besar di Indonesia.

Bertumbuh pesatnya pusat perbelanjaan modern juga dipicu dengan meningkatnya daya beli masyarakat yang kian meningkat dengan ditunjukkan meningkatnya perekonomian Indonesia yang signifikan di tahun 2010 sebesar 6,1%. Indonesia sedang berada di masa perkonomian yang menjanjikan dimana dapat bangkit dari keterpurukan pada tahun 2008 dan 2009 atas dampak krisis ekonomi global. Peningkatan angka pertumbuhan ekonomi di tahun 2010 mampu melebihi tingkat inflasi pada tahun 2010 sebesar 5,1% (sumber: Biro Pusat Statistik).

Tabel 3. 1.
Pertumbuhan Ekonomi Dunia (%)

Negara	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dunia	4,8	5,4	5,0	3,9	-0,6	5,0
Negara Industri Maju	2,5	2,9	2,6	1,5	-3,4	3,0
Amerika Serikat	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,6	2,8
Kawasan Eropa	1,7	2,9	2,7	0,7	-4,1	1,8
Jerman	0,7	3,2	2,5	1,2	-4,7	3,6
Perancis	1,9	2,4	2,3	0,3	-2,5	1,6
Italia	0,7	2,0	1,6	-1,0	-5,0	1,0
Jepang	1,9	2,0	2,3	-0,7	-6,3	4,3
Inggris	2,2	2,9	2,6	0,7	-4,9	1,7
Kanada	3,0	2,9	2,5	0,4	-2,5	2,9
NIEs	4,7	5,6	5,7	1,5	-0,9	8,2
Negara Berkembang	7,5	8,1	8,0	6,9	2,6	7,1
Afrika	5,7	6,1	6,3	5,2	2,8	5,0
Amerika Latin	4,7	5,7	5,7	4,2	-1,8	5,9
Asia	9,2	9,8	10,0	8,4	7,0	9,3
China	10,4	11,6	13,0	9,0	9,2	10,3
Indonesia	5,7	5,5	6,3	6,1	4,5	6,1
Malaysia	5,3	5,8	6,2	4,6	-1,7	6,7
Thailand	4,6	5,2	4,9	2,6	-2,2	7,5
Filipina	5,0	5,3	7,1	3,8	1,1	7,0
Vietnam	8,4	8,2	8,5	6,2	5,3	6,5
Eropa Tengah dan Timur	6,0	6,6	5,5	3,0	-3,6	4,2
CIS	6,7	8,4	8,6	5,5	-6,5	4,2
Rusia	6,4	7,7	8,1	5,6	-7,9	3,7
Timur Tengah	5,4	5,6	5,9	6,4	1,8	3,9

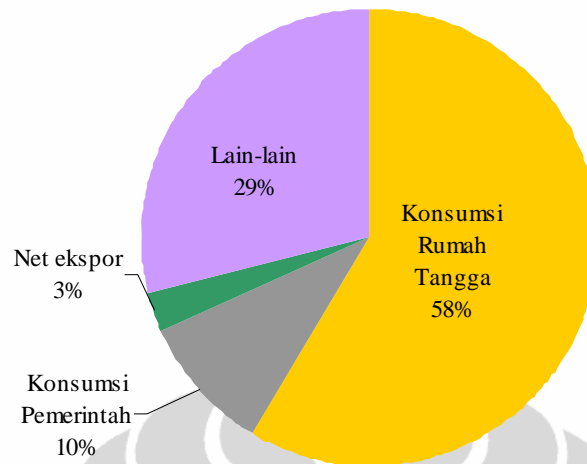
Sumber : IMF, World Economic Outlook Oktober (2010), (diolah kembali oleh Bank Indonesia)

Tabel 3. 2.
Tingkat Inflasi Dunia (%)

Negara	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dunia	3,8	3,7	4,0	6,0	2,5	3,7
Negara Industri Maju	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,4
Amerika Serikat	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,4
Kawasan Eropa	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6
Jerman	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,3
Perancis	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,6
Italia	2,2	2,2	2,1	3,5	0,8	1,6
Jepang	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,4	-1,0
Inggris	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,1
Kanada	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8
NIEs	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,6
Negara Industri Maju Lainnya	2,0	2,1	2,0	4,3	1,5	2,5
Negara Berkembang	5,9	5,6	6,4	9,3	5,2	6,2
Afrika	7,1	6,4	6,0	10,3	10,4	7,5
Amerika Latin	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,1
Asia	3,8	4,2	5,4	7,5	3,1	6,1
China	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,5
Indonesia	10,5	13,1	6,4	9,8	4,8	5,1
Malaysia	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	2,2
Thailand	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,0
Filipina	7,7	6,2	2,8	9,3	3,2	4,5
Vietnam	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	8,4
Eropa Tengah dan Timur	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,2
CIS	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,0
Rusia	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,6
Timur Tengah	7,2	8,3	11,2	15,0	6,7	6,8

Sumber : IMF, World Economic Outlook Oktober (2010), (diolah kembali oleh Bank Indonesia)

Dilihat dari komposisi penunjang Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada tahun 2010, kontribusi terbesar dari PDB bersumber dari pengeluaran konsumsi rumah tangga dengan porsi 58%. Ini membuktikan bahwa industri ritel merupakan tulang punggung dari pertumbuhan perekonomian Indonesia pada umumnya.

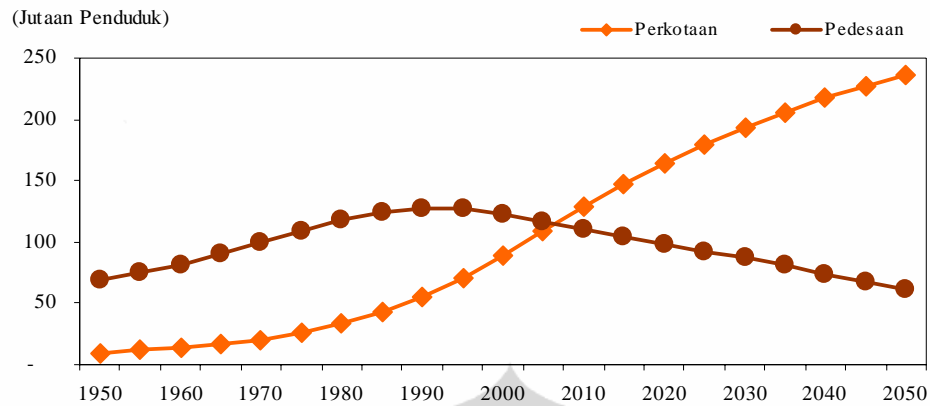


Grafik 3. 1. Komposisi Produk Domestik Bruto Indonesia Tahun 2010

Sumber : Berita Resmi Statistik No.12/02/Th.XIV (2011) "Telah Diolah Kembali"

Besarnya tingkat konsumsi juga dipengaruhi oleh Peraturan Pemerintah seperti penetapan upah minimum regional yang menunjukkan peningkatan setiap tahunnya. Dengan demikian, masyarakat akan memiliki peningkatan taraf pendapatan yang dapat dibelanjakan (*Capital Disposable Income*) untuk kebutuhan hidup sehari – hari dan kebutuhan sekundernya.

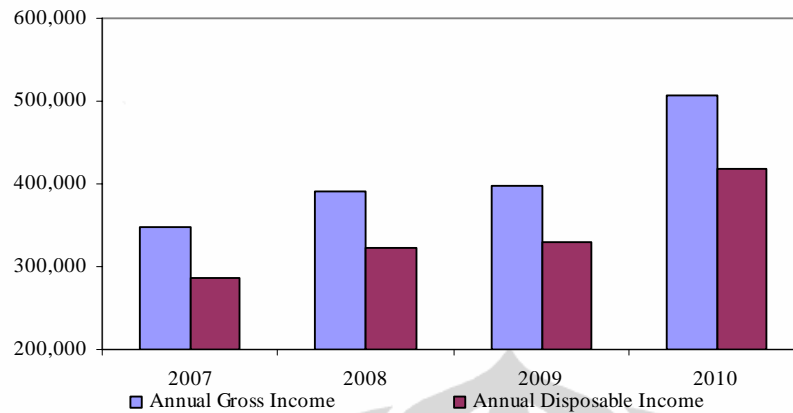
Peningkatan upah berdampak terhadap perubahan gaya hidup masyarakat yang lebih tertarik untuk berbelanja di pasar modern. Dalam kurun waktu 10 tahun, populasi masyarakat yang tinggal di daerah perkotaan meningkat secara pesat dan ini diprediksikan akan meningkat terus untuk tahun-tahun ke depan. Pada umumnya lapisan masyarakat yang bertempat tinggal di daerah perkotaan mendapatkan tingkat pendapatan yang lebih besar dibandingkan dengan penduduk yang bertempat tinggal di daerah. Di samping itu, penduduk perkotaan juga memiliki peningkatan pendapatan yang lebih tinggi dari penduduk yang tinggal di daerah. Hal ini ditunjang oleh iklim investasi di Indonesia yang kian atraktif baik adanya kucuran dana asing (*Foreign Direct Investment*) seperti dibukanya beberapa pabrik bermerek luar negeri di Indonesia dan ekspansi dari pemain lokal melalui *Domestic Direct Investment*. Sehingga dapat meningkatkan taraf penduduk Indonesia menjadi lebih baik.



Grafik 3. 2. Tingkat Pertumbuhan Masyarakat Perkotaan Dibandingkan Dengan Tingkat Pertumbuhan Masyarakat di Daerah.

Sumber : Perserikatan Bangsa-Bangsa (2007)

Dengan kehidupan yang memiliki ritme yang tinggi dan perubahan gaya hidup yang disebabkan oleh peningkatan pendapatan, masyarakat kota lebih memilih untuk berbelanja kebutuhan hidup dengan cara lebih praktis dan nyaman. Dari Grafik 3.3. terlihat pendapatan kotor (*gross income*) meningkat sehingga masyarakat memiliki pendapatan yang berlebih (*disposable income*) untuk dapat dibelanjakan. Berdasarkan grafik 3.3. dapat dihitung bahwa dari 100% pendapatan kotor yang diperoleh maka, masyarakat di Indonesia memiliki uang hasil pendapatan sisa sebesar 82% setelah pemenuhan kebutuhan pokok dan pembayaran pajak. Hal ini menunjukkan bahwa masyarakat perkotaan memiliki sifat konsumtif dan telah mengalami perubahan gaya hidup dimana mereka lebih memilih untuk mengunjungi ke satu toko yang dapat menyediakan semua kebutuhan sehari-hari, memiliki berbagai ragam merek dan kualitas produk untuk dibandingkan. Kemudian, faktor kenyamanan sangatlah penting agar dapat memilih produk-produk dengan lebih santai.



Grafik 3. 3. Tingkat Pertumbuhan Annual Disposable Income Dibandingkan dengan Annual Gross Income (Dalam Jutaan US Dollar)

Sumber : Euromonitor International (2010)



Grafik 3. 4. Penelitian Alasan Berbelanja di Toko Modern

Sumber : AC Nielsen (2007)

Selain dari peningkatan pendapatan penduduk dalam kisaran usia produktif, tingkat konsumsi dapat juga meningkat pada usia yang sudah tidak produktif (pensiunan) karena mendapat kiriman dana dari sanak saudara, khususnya anak yang berada di luar negeri karena bekerja. Misalkan para Tenaga Kerja Indonesia (TKI) mengirimkan dana hasil pekerjaan mereka di luar

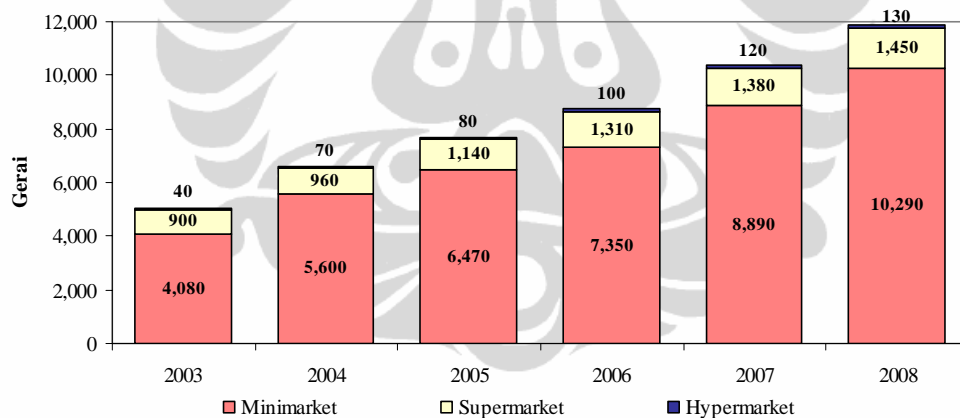
Indonesia kepada orang tua di Indonesia. Tercatat jumlah TKI di luar negeri mengalami peningkatan yang lumayan besar jumlahnya.

Tabel 3. 3.
Populasi Tenaga Kerja Imigran di Beberapa Negara Di Asia

Host Home	Hong Kong, China	Japan	Malaysia	Singapore
Philipina	141,720	185,200	250,000	90,000
Indonesia	107,960	22,800	1,000,000	60,000
Malaysia	> 1,000	9,000	-	165,000
Total	249,680	217,000	1,250,000	315,000

Sumber : Asian Development Bank (2006)

Dari berbagai faktor yang telah disebutkan tersebut, banyak toko modern dengan cepat menjamur di daerah perkotaan dan selanjutnya menyebar ke daerah.



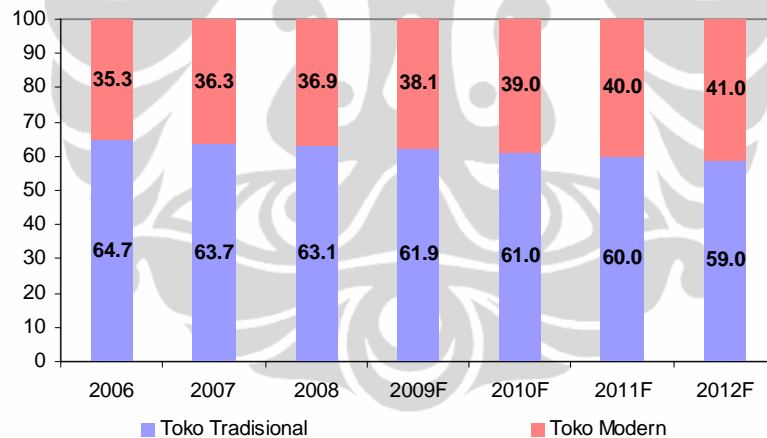
Grafik 3. 5 Tingkat Pertumbuhan Toko Modern di Indonesia

Sumber : USDA, AC Nielsen, Economic Review (2009)

Dengan pertumbuhan toko modern yang pesat, memberikan suatu keadaan yang mengancam bagi keberadaan pasar tradisional. Banyak yang berpendapat bahwa pertumbuhan toko modern membuat terpuruknya pendapatan pasar tradisional. Namun jika diteliti kembali maka alasan masyarakat tidak memilih lagi pasar tradisional disebabkan ketidaknyamanan berbelanja di pasar tradisional. Ketidaknyamanan tersebut disebabkan kurang profesional dalam mengantur

fasilitas pasar tradisional, seperti tingkat kebersihan, keterbatasan tempat parkir kendaraan, sehingga para pembeli menjadi kurang nyaman untuk berlama-lama berbelanja. Selain itu pasar tradisional kalah bersaing dengan toko modern dalam harga dan pemasaran. Toko modern dapat menjual produk dengan harga lebih murah dan memiliki iklan yang menarik seperti parkir gratis, durasi bukanya toko modern lebih lama (dari pagi hingga malam) dan dapat menawarkan produk gabungan yang lebih menguntungkan.

Pada dasarnya pertumbuhan toko modern baru mengalami peningkatan untuk 10 tahun belakangan ini. Ini menunjukkan, sebenarnya pangsa pasar untuk pasar tradisional masih memiliki persentase yang lebih tinggi dibandingkan dengan toko modern. Namun dengan cepatnya pertumbuhan toko modern tersebut, toko modern mampu menguasai pangsa pasar dari pasar tradisional tersebut.



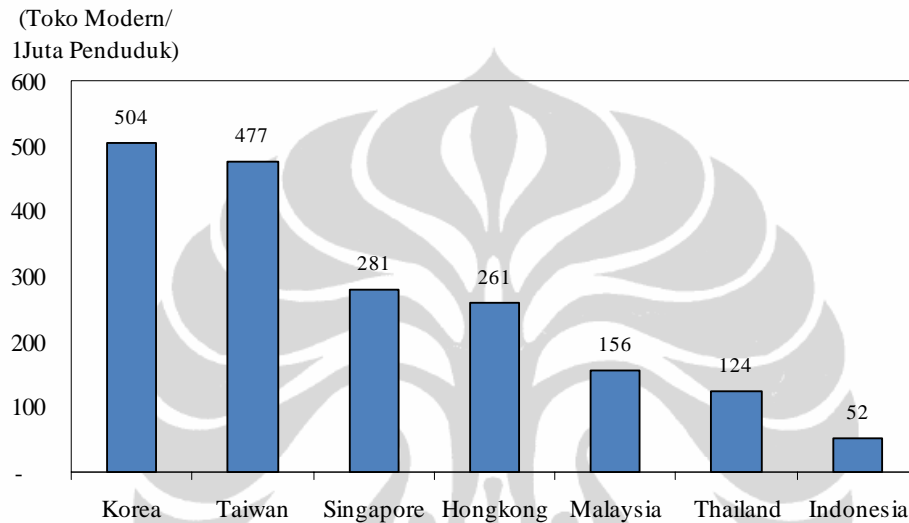
Grafik 3. 6.Pasar Tradisional Dibandingkan Dengan Toko Modern (dalam persentase)

Sumber : Asosiasi Pengusaha Ritel Indonesia (2009)

Pasar tradisional sangat sulit untuk bersaing dengan toko modern karena adanya ketidaksetaraan kemampuan di antara pasar tradisional dan toko modern dimana besarnya modal yang dimiliki pasar tradisional sangat terbatas. Sehingga pasar tradisional mengalami kesulitan dalam melakukan ekspansi dan restrukturisasi.

Meskipun jumlah toko modern di Indonesia telah bertumbuh dengan pesat dalam kurun waktu 10 tahun terakhir (2001-2010), namun keberadaan toko

modern tersebut dirasakan kurang jika dibandingkan dengan jumlah penduduk di Indonesia yang sangat besar. Untuk satu juta penduduk di Indonesia, hanya terdapat 52 toko modern, sedangkan di negara tetangga seperti Singapura atau Malaysia, terdapat 281 dan 156 toko modern yang berurutan untuk setiap sejuta penduduk. Untuk negara di Asia lainnya, Korea dan Taiwan memiliki jumlah toko yang sangat besar untuk setiap 1 juta penduduknya.



Grafik 3. 7. Penetrasi Toko Modern Terhadap Populasi Per Satu Juta Penduduk di Asia

Sumber : Indonesian Retailers Association dan Nielsen Indonesia (2009)

Jika melihat perbandingan yang timpang antara jumlah toko modern dengan jumlah populasi penduduk, maka toko modern memiliki peluang untuk bertumbuh dan berkembang secara pesat di masa yang akan datang. Peluang tersebut ditunjang juga oleh perubahan gaya hidup masyarakat kota dan peluang untuk meningkatnya pendapatan yang akan diterima di masa yang akan datang. Sehingga dapat meningkatkan daya beli atau konsumsi. Terlebih di Indonesia memiliki daya kemampuan membeli yang tertinggi kedua setelah India di Asia Pasifik.

Di bawah ini, penulis membahas salah satu toko modern di Indonesia, yang telah lama berdiri, yaitu PT Hero Supermarket Tbk.

3.2. Informasi Perusahaan

3.2.1. Sejarah Perusahaan

Berawal dengan nama Hero Mini Supermarket, PT Hero Supermarket Tbk (Hero) didirikan pada tanggal 23 Agustus 1971 di Jalan Falatehan I No.23 , Kebayoran Baru, Jakarta Selatan.

Hero pertama kali didirikan oleh Mohamad Saleh Kurnia dengan berawal dari usaha kaki lima “Gerobak Dorong” di Gang Ribal (sekarang lebih dikenal dengan Jalan Pintu Besar Selatan I di bawah naungan CV. Hero. Adapapun barang yang awalnya diperdagangkan adalah makanan dan minuman kemudian merambah dengan import makanan dan minuman dari luar Indonesia. Oleh sebab itu, pada tahun 1971, Hero menjadi supermarket modern yang pertama untuk memenuhi kebutuhan produk untuk orang asing yang tinggal di Jakarta.

Dalam perjalanan waktu, grup Hero mengembangkan usaha ke bidang pabrikan yang memproses makanan dan minuman di bawah bendera PT Suba Indah di daerah Jalan Raya Jakarta Bogor pada tahun 1976 dengan memproduksi antara lain :

- Konsentrat dengan merek **Sunquick** yang berlisensi dari Denmark.
- Sirup berbagai rasa dengan merek **Marjan Boudoin** dan **Fruty**.
- Merek saos sambal **Hunt's**.
- Minuman beralkohol dengan merek **Mansion House**, **Drum**, dan lain-lain.
- Minuman kaleng dengan merek **Suntory Sport Drink**.
- Toko kue dan roti dengan merek **Family**.
- Mie instan Jepang.
- Sosis dengan merek **Farm House**.
- Mengemas makanan (*repacked*) dengan nama **Hero House Brand**.

Dua tahun kemudian, didirikan PT Onward Paper Corporation yang merupakan hasil kerja sama dengan Tuan Then Siok Liong, Sun Yuen Hong dan Fen Hin Chon Enterprise Ltd serta Welcome Trading Co., Pte, Ltd. Perusahaan ini mengelola pabrik tissue dengan merek **Scott** (lisensi dari Scott Paper Company Pennsylvania USA) dan merek **Four Roses** (dibuat sendiri oleh Hero). Adapun

kepemilikan Hero sebesar sepertiga dari total investasi di PT Onward Paper Corporation.

Pada tahun 1985, CV Hero berubah menjadi PT Mitra Sarana Purnama dengan bidang usaha yang lebih luas, yaitu ekspor dan import serta distributor makanan dan minuman. Tiga tahun kemudian, didirikan usaha eceran yang berkonsep harga murah yang bernama Mitra Toko Discount (*Discount Store*). Pada tahun 2001, toko ini telah ditutup.

Pengembangan usaha terus berjalan serta mengembangkan jenis usaha yang lebih besar. Tahun 1989, didirikan minimarket dan toko yang memiliki kekhususan di bidang perawatan pribadi dengan nama **Shop In** serta toko untuk menjual mainan anak-anak dengan nama **Toys City**. Namun dalam perjalanan waktu, **Toys City** tidak lagi merupakan bagian dari Hero.

Dengan pesatnya perkembangan usaha Hero, sampailah pada puncaknya dimana menjadi pasar swalayan pertama di Indonesia yang dapat menjual saham kepada masyarakat pada tanggal 30 Juni 1989. Saham pertama yang diperjualkan sebesar 1,795,000 lembar saham (atau setara dengan 37% total saham beredar) dengan harga perdana sebesar Rp 7,200 per lembar saham.

Diferensiasi usaha terus berlanjut dengan didirikannya toko eceran **Mega Super Grosir** (di bawah PT Cahayaceria Laksanamega) pada tahun 1991. Toko eceran tersebut merupakan toko perkulakan pertama di Indonesia dengan target pasarnya adalah toko eceran kecil, koperasi, perhotelan, perkantoran, instansi pemerintah, dan lain-lain. Pada tahun yang sama pula, didirikannya toko swalayan kecil dengan nama **Star Mart** guna memberikan pelayanan kebutuhan rumah tangga secara cepat dan lokasi yang strategis seperti di hotel, apartemen, perumahan, perkantoran dan lain-lain.

Pada bulan Februari 1998, terjadi restrukturisasi kepemilikan perusahaan melalui aliansi strategis dengan Dairy Farm Hongkong (merupakan anggota Jardine Matheson). Adapun penyertaan saham langsung dari Dairy Farm Hongkong sebesar 7.6% melalui penukaran obligasi yang dapat dipertukarkan dengan saham perseroan sebesar 24.55%. Pada akhirnya yang bernaung di bawah PT Hero Supermarket Tbk adalah PT Hero Supermarket (Hero Supermarket), PT Wiramaju Karismajaya (Mitra Toko Discount), PT Catur Abadi Jayasakti (Shop

In), Star Mart dan Guardian (ex Dairy Farm). Sedangkan perusahaan yang lainnya telah dijual.

Namun pertumbuhan perusahaan ini terhambat dengan terjadinya krisis perekonomian dan sosial politik yang terjadi di Indonesia pada tanggal 13-14 Mei 1998. Terdapat 26 gerai di Jakarta mengalami kerusakan, 6 gerai hangus terbakar, 10 gerai dijarah-rusak berat dan 10 gerai dijarah-rusak ringan. Sehingga Hero mengalami kerugian sebesar Rp 70 milyar.

Akan tetapi bencana itu tidak membuat Hero terpuruk Terbukti dalam tiga tahun kemudian. Hero melakukan penawaran umum terbatas II. kepada para pemegang saham dalam rangka penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) sebesar 94.120.000 lembar saham biasa dengan nilai nominal Rp 500,- per lembar saham. Setiap pemegang sepuluh saham yang tercatat dalam daftar pemegang saham pada tanggal 28 Agustus 2001 mempunyai empat HMETD dimana setiap satu pemegang HMETD berhak untuk membeli sebanyak satu saham baru dengan harga Rp 1.100,- per lembar saham yang harus dibayar penuh pada saat pelaksanaan HMETD. Kemudian HMETD akan diperdagangkan di BEJ serta di luar bursa selama lima hari kerja mulai tanggal 10 September 2001 sampai dengan 14 September 2001. Untuk HMETD yang tidak dilaksanakan pada tanggal tersebut tidak berlaku lagi. Saham baru yang ditawarkan dalam penawaran umum terbatas II ini akan dicatatkan di BEJ.

Dalam perjalanan waktu, Hero telah mengalihkan saham kepemilikannya sebanyak 120.000 lembar saham kepada koperasi karyawan perusahaan, koperasi pegawai Pemda tingkat I, Denpasar; KUD Pasir Jambu dan KUD Sinar Jaya dari Jawa Barat. Namun di tahun 2004, KUD Pasir Jambu dan KUD Sinar Jaya telah menjual saham Hero ke Bursa Efek Jakarta.

Melalui dua usaha eceran utama yang dimiliki Hero, yaitu eceran berskala besar, yang terdiri atas usaha supermarket dan hypermarket, dan eceran berskala kecil yang berhubungan dengan usaha eceran khusus, Hero semakin mantap dalam melakukan pengembangan usahanya secara bertahap. Giant Hypermarket pertama kali dibuka pada tanggal 26 Juli 2002 yang berlokasi di Villa Melati Mas, Serpong-Tangerang. Giant Hypermarket berisikan 90% produk local dan etnik berjumlah 35,000 – 50,000 jenis barang dengan slogannya “Banyak pilihan harga

lebih murah”. Selain itu Giant juga memiliki filosofi “Garansi harga murah setiap hari”. Produk-produk yang ditawarkan dengan harga yang murah serta terjangkau. Dengan diterimanya respons yang bagus dari masyarakat akan keberadaan Giant, maka beberapa toko Hero Supermarket berganti nama menjadi Giant Supermarket.

Sehingga per Desember 2010, Hero memiliki gerai Hero Supermarket sebesar 47 gerai, Star Mart Convenience Store 125 gerai, Guardian Toko Kecantikan dan Apotik 206 gerai, Giant Supermarket 73 gerai serta Giant Hypermarket 38 gerai (sumber : data perusahaan PT Hero Supermarket Tbk).

3.2.2 Visi dan Misi Perusahaan

Hero memiliki visi yaitu menjadi peritel terkemuka di Indonesia dalam segi penjualan dan penciptaan nilai jangka panjang bagi pemegang saham.

Selain itu adapun misi dari perusahaan adalah meningkatkan nilai investasi pemegang saham perusahaan melalui keberhasilan komersial dengan menarik pelanggan dan meningkatkan daya saing yang mantap.

3.2.3 Falsafah Perusahaan

Selain visi dan misi, perusahaan juga memiliki falsafah guna meningkatkan kinerja perusahaan, yaitu :

- Perusahaan selalu mengutamakan pelayanan yang terbaik kepada pelanggan.
- Perusahaan selalu menyediakan produk yang bermutu tinggi sesuai dengan keinginan pelanggan.
- Perusahaan bersama-sama dengan manajemen menciptakan kesatuan manajemen yang sempurna.

3.2.4 Fungsi Sosial PT Hero Supermarket Tbk

Hero tidak hanya mementingkan para pemegang saham saja, akan tetapi juga memiliki fungsi sosial yaitu :

- Membuka kesempatan kerja bagi masyarakat dengan terbukanya jumlah karyawan yang berjumlah kisaran 12,825 karyawan yang tersebar di seluruh anak perusahaan Hero dan kantor pusat.
- Kesejahteraan karyawan yang memadai dengan gaji diatas Upah Minimum Provinsi (UMP). Selain itu karyawan mendapatkan tunjangan kesehatan, tunjangan hari tua, kecelakaan, kematian, uang makan dan uang transport.
- Hero merupakan perusahaan terbuka sehingga saham Hero dapat dimiliki oleh masyarakat.
- Selain itu Hero juga mentaati Undang-Undang Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007, pasal 74 mengenai tanggung jawab sosial dan lingkungan (*Corporate Social Responsibility*). Tanggung jawab ini merupakan komitmen Perseroan untuk berperan serta dalam pembangunan ekonomi berkelanjutan guna meningkatkan kualitas kehidupan dan lingkungan yang bermanfaat, bagi Perseroan sendiri, komunitas setempat, maupun masyarakat pada umumnya. Berkaitan dengan hal tersebut, Hero telah menyumbang kepada yayasan untuk kaum fakir miskin dan membantu pengembangan koperasi dan usaha kecil melalui kegiatan kemitraan serta menyelenggarakan perayaan keagamaan, hari kemerdekaan, dan lain-lain.

3.2.5 Fungsi Ekonomi PT Hero Supermarket Tbk

Adapun fungsi ekonomi PT Hero Supermarket Tbk adalah :

- Membantu menyediakan bahan pangan yang baik dan sehat.
- Membantu meningkatkan penghasilan negara melalui kontribusi pajak.
- Meramaikan bursa efek.

3.3. Kinerja Keuangan Perusahaan

Mulai dari tahun 1987 sampai dengan tahun 2010, secara garis besar Hero memiliki kinerja keuangan yang cukup baik. Kurun waktu 24 tahun, Hero hanya mengalami rugi bersih sebanyak tiga kali yakni tahun 1997, 1998 dan 2003. Kerugian bersih terbesar terjadi di tahun 1997 dan 1998 sebesar Rp. 45,779 juta

dan Rp. 68,996 juta secara berurutan. Adapun kerugian tersebut disebabkan oleh kerugian valuta asing dan restrukturisasi perusahaan.

Berikut ringkasan data keuangan PT Hero Supermarket Tbk dari tahun 1987 sampai dengan 2010 (dalam jutaan rupiah):

Tabel 3. 4.
Ringkasan Data Keuangan PT Hero Supermarket Tbk 1987-2010

Tahun	Penjualan Bersih	Beban Usaha	Laba Kotor	Rasio Laba Kotor (%)	Laba Usaha	Laba Bersih
1987	86,936	12,541	13,749	15.82%	1,208	41
1988	122,552	18,059	18,059	17.51%	3,400	337
1989	159,906	24,615	24,615	19.02%	5,806	2,991
1990	216,553	33,758	33,758	18.40%	6,090	8,876
1991	308,049	49,771	49,771	18.76%	8,022	14,146
1992	432,169	71,768	71,768	18.54%	9,126	12,852
1993	560,841	97,859	97,859	19.52%	10,110	16,077
1994	638,295	116,516	116,516	19.66%	8,999	15,000
1995	787,080	144,331	144,331	20.76%	19,104	23,480
1996	904,635	178,298	178,298	21.21%	13,566	25,122
1997	1,017,588	221,060	221,060	21.80%	10,785	(45,779)
1998	1,380,094	249,860	321,901	23.32%	72,748	(68,996)
1999	1,491,914	264,151	343,899	23.05%	79,748	90,872
2000	1,692,338	289,686	372,340	22.00%	82,469	67,688
2001	1,989,911	369,426	451,876	22.71%	82,450	61,886
2002	2,407,907	479,049	527,507	21.90%	48,458	30,605
2003	2,980,267	554,621	563,100	18.90%	8,479	(22,151)
2004	3,790,755	675,562	722,870	19.10%	47,308	34,264
2005	4,260,086	808,465	845,599	19.80%	37,134	55,201
2006	4,808,530	940,847	1,020,851	21.20%	80,004	64,163
2007	5,147,229	1,032,698	1,112,113	21.60%	79,415	70,238
2008	5,863,988	1,185,998	1,366,675	23.30%	180,677	96,705
2009	6,653,396	1,356,882	1,611,838	24.20%	254,956	171,808
2010	7,667,325	1,469,439	1,787,406	23.31%	317,967	221,909

Sumber : Data dari PT Hero Supermarket Tbk

Pada bulan Maret 2010, salah satu pemegang saham Hero yaitu PT Hero Pusaka Sejati mengalihkan saham kepemilikannya sebesar 80.872.610 lembar saham (mewakili 24,55% saham yang telah dikeluarkan di Perseroan melalui Bursa Efek Indonesia) kepada Mulgrave Corporation B.V. Adapun pengalihan ini sehubungan dengan penukaran *Secured Exchangeable Bonds* yang telah dikeluarkan oleh PT Hero Pusaka Sejati dan dimiliki oleh Mulgrave Corporation B.V.

Berikut susunan pemegang saham per 31 Desember 2010 :

Tabel 3. 5.
Susunan Pemegang Saham

Nama	Jumlah Saham	%
PT Hero Pusaka Sejati	8.828.656	2,68
Mulgrave Corporation on BV	310.577.096	94,28
Lain-lain / Others	10.014.248	3,04
Total	329.420.000	100

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk, 2010, Lamp 5

Tabel 3. 6.
Susunan Manajemen

Jabatan	Nama
Presiden Komisaris	Ipung Kurnia
Komisaris Independen	Ali Darwin
	Erry Riyana Hardjapamekas
Komisaris	Dato John Coyle
	Budi Setiadharna
	Jonathan Chang
Presiden Direktur	John Callaghan
Direktur	Mabel Thela Iskandar
	Anton Lukmanto
	Sugiyanto Wibawa
	*) Vincent Jean Jegou
*) Mengundurkan diri pada bulan Juni 2010 dan telah dilaporkan kepada BEI dan Bapepam-LK. Pengunduran dirinya akan dimintakan persetujuan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Tahunan yang akan datang.	

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk, 2010, Lamp 5

3.4. Analisis Strategi Perusahaan

Jika berdasarkan analisis industri yang dipaparkan diatas dipetakan terhadap analisis strategi Hero itu sendiri berdasarkan pendekatan *Five Porter's Forces* maka didapati bahwa:

- *Internal Rivalry*

Berdasarkan grafik 3.7 menunjukkan di Indonesia hanya terdapat 52 toko modern untuk melayani per satu juta penduduk di seluruh Indonesia. Ini menunjukkan terbatasnya jumlah toko modern Indonesia dibandingkan jumlah penduduk Indonesia yang besar. Dengan demikian masih terdapat peluang untuk bertumbuhnya toko-toko modern di Indonesia. Sehingga persaingan antara toko modern menjadi lebih ketat dan Hero harus dapat memperkuat posisinya dengan menyusun strateginya dengan tepat dan cermat.

- *Threat of New Entrants.*

Eceran skala kecil :

Berdasarkan grafik 3.5, pertumbuhan *minimarket* CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*) 5-tahun sebesar 20.3% dari 2003 – 2008 membuat pemain toko modern eceran berskala besar menjadi terancam. Selain itu, lebih mudahnya mendirikan *minimarket* disebabkan modal dan lahan yang dibutuhkan jauh lebih kecil dibandingkan membuka toko eceran berskala besar. Kemudian, telah terjadi perubahan pola berbelanja masyarakat di Indonesia. Saat ini masyarakat lebih memilih berbelanja di *minimarket* sekitar perumahan mereka dengan berjalan kaki dibandingkan dengan berbelanja di *supermarket* atau *hypermarket* yang membutuhkan sarana dan biaya transportasi serta lebih praktis jika berbelanja dalam jumlah kecil.

Eceran skala besar :

Jika dibandingkan dengan eceran skala kecil, maka ancaman terhadap pendatang baru untuk eceran berskala besar lebih rendah dikarenakan dibutuhkannya modal lebih besar dan lahan tanah lebih luas untuk mendirikan toko modern eceran berskala besar.

- *Threat of Substitute Products.*

Banyak pemain ritel dengan berbagai merek dan tersebar di berbagai wilayah, maka terdapat banyak substitusi toko modern dengan fungsi yang sama dengan lokasi yang lebih dekat. Pembeli dapat belanja di beberapa toko modern yang berbeda dan terdekat, seperti Superindo, Carrefour, Alfamart atau Indomaret apabila tidak ditemukan Hero. Selain itu,

contohnya lokasi Giant Hypermarket tidak banyak terdapat banyak jumlahnya di daerah yang strategis. Misalkan untuk di Jakarta, Giant Hypermarket hanya terdapat di Plaza Semanggi sedangkan dibandingkan dengan Carrefour hampir terdapat di setiap pusat perbelanjaan. Lain daripada itu, jika mengacu pada grafik 3.6, jumlah pasar tradisional masih lebih banyak dibandingkan jumlah toko modern di Indonesia. Dengan demikian, pembeli masih dapat berbelanja di pasar tradisional jika produk yang ditawarkan di toko modern lebih mahal harganya atau kurang lengkap jenisnya.

- *Bargaining Power of Buyers.*

Banyaknya toko modern di kota-kota besar menyebabkan pelanggan dapat memilih serta membelanjakan uangnya di toko modern yang dapat menawarkan produk dengan harga yang kompetitif atau yang dapat memberikan rabat yang lebih tinggi dibandingkan toko modern yang lain. Selain itu, pembeli dapat leluasa memilih toko yang sejenis dengan berbagai merek. Misalkan untuk toko eceran berskala kecil seperti Guardian yang dimiliki oleh Hero. Pembeli dapat beralih ke Century yang sama-sama menawarkan obat-obatan dan produk kecantikan. Contoh lainnya, misalkan untuk toko eceran berskala besar seperti Giant Hypermarket, pembeli dapat berpindah ke Carrefour.

- *Bargaining Power of Suppliers.*

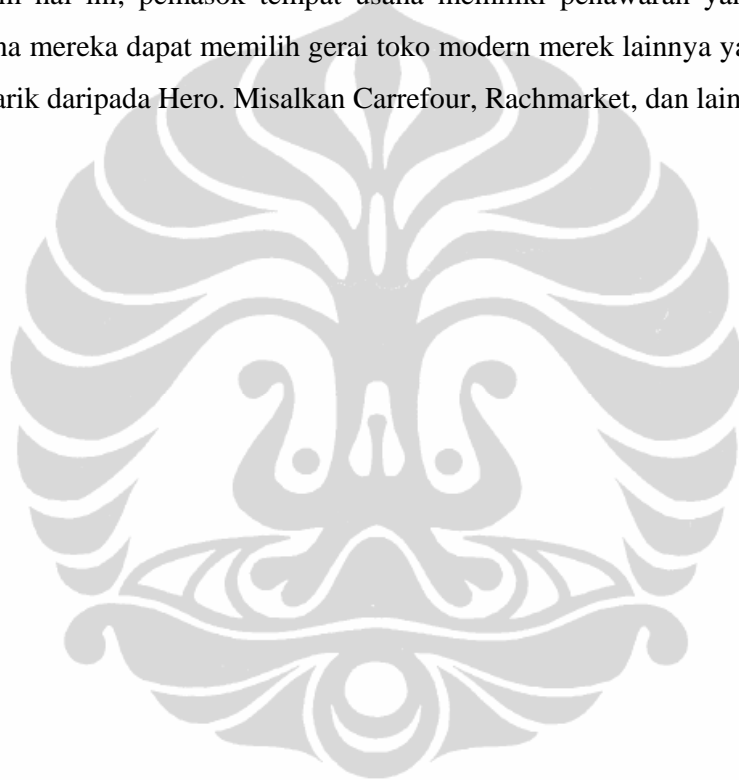
Produk

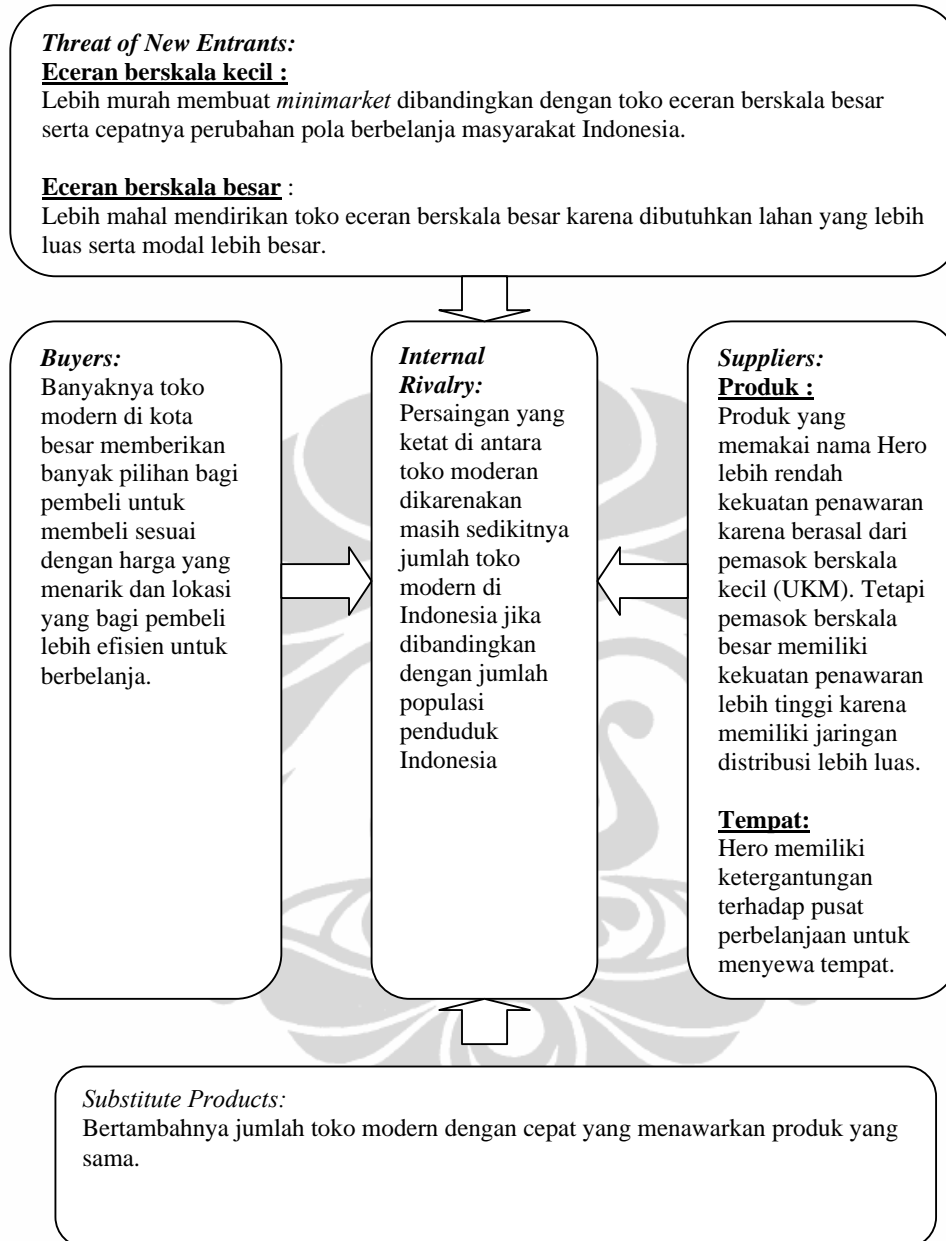
Hero menawarkan beraneka ragam jenis produk. Dari produk yang menggunakan merek Hero sampai dengan produk yang dipasok utuh oleh pemasok berskala besar. Biasanya produk yang menggunakan merek Hero dipasok oleh pemasok berskala kecil atau dari Unit Usaha Kecil Menengah (UKM). Dalam hal ini, pemasok memiliki kekuatan penawaran yang lemah dikarenakan sangat membutuhkan Hero untuk menyalurkan produknya. Namun untuk pemasok berskala besar memiliki kekuatan penawaran yang lebih tinggi karena memiliki jaringan distribusi yang lebih luas dan dapat meyalurkan ke toko selain Hero. Biasanya produk yang disalurkan adalah produk yang telah dikenal oleh masyarakat umum.

Sehingga Hero memiliki ketergantungan terhadap pemasok tersebut untuk melengkapi gerai-gerai Hero.

Tempat Usaha

Dalam pembukaan gerai-gerai baru, Hero dapat membangun prasarana gerai baru dengan membeli tanah kosong dan membangun gedung pertokoan. Namun, Hero dapat juga menyewa tempat di dalam pusat perbelanjaan seperti halnya Hero Supermarket di dalam Plaza Senayan. Dalam hal ini, pemasok tempat usaha memiliki penawaran yang tinggi karena mereka dapat memilih gerai toko modern merek lainnya yang lebih menarik daripada Hero. Misalkan Carrefour, Rachmarket, dan lain-lain.





Gambar 3.1.

Gambar 3. 1. Five Porter's Forces dalam Industri Ritel Supermarket di Indonesia

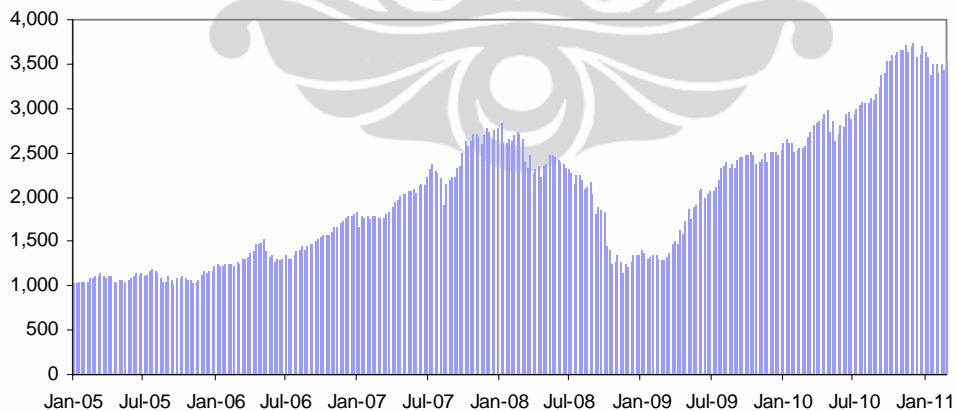
Sumber : diolah sendiri

BAB 4

ANALISIS STRUKTUR MODAL

4.1. Analisis Ekonomi Makro

Perekonomian dunia saat ini sedang merangkak naik dari keterpurukannya pada krisis global pada tahun 2008. Begitu juga dengan perekonomian Indonesia yang sedang dalam keadaan menjanjikan dan cenderung meningkat. Selain itu iklim perpolitikan Indonesia mulai agak dalam kondisi tenang dibandingkan dengan sekitar tahun 1998 – 2000 awal. Kondisi yang tenang ini diambil sebagai peluang oleh investor asing. Para pelaku bisnis dunia melihat, Indonesia bisa dijadikan negara untuk melakukan investasi jangka panjang. Sehingga sekitar tahun 2009 – 2010 begitu banyak dana asing mengalir masuk ke dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam seketika, aliran dana asing yang masuk memeriahkan BEI dan menjadikan salah satu bursa yang menggairahkan dibandingkan bursa yang terdapat di negara maju. Kondisi demikian dapat tercermin dari nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang cenderung naik di tahun 2010 setelah tahun 2008 mengalami keterpurukan dampak krisis global.



Grafik 4. 1. Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan
Sumber : Bursa Efek Indonesia (2011)

Selain itu, dengan masuknya arus dana asing dari investor asing ke dalam bursa Indonesia membuat mata uang Rupiah menguat dengan mata uang asing US

Dollar. Sehingga pada tanggal 31 Desember 2010, nilai tukar USD 1 setara dengan Rp 8,991 (Sumber : Bank Indonesia).

Peningkatan IHSG sejalan dengan pertumbuhan perekonomian yang kuat, ditunjukkan oleh kenaikan Produk Domestik Bruto (PDB).

Tabel 4. 1.
Laju Pertumbuhan PDB Berdasarkan Lapangan Usaha

LAPANGAN USAHA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pertanian, Peternakan, Kehutanan dan Perikanan	3,3%	3,4%	3,8%	2,7%	2,7%	3,4%	3,5%	4,8%	4,0%	2,9%
Pertambangan dan penggalan	0,3%	1,0%	-1,4%	-4,5%	3,2%	1,7%	1,9%	0,7%	4,4%	3,5%
Industri pengolahan	3,3%	5,3%	5,3%	6,4%	4,6%	4,6%	4,7%	3,7%	2,2%	4,5%
Listrik, gas dan air bersih	7,9%	8,9%	4,9%	5,3%	6,3%	5,8%	10,3%	10,9%	14,3%	5,3%
Konstruksi	4,6%	5,5%	6,1%	7,5%	7,5%	8,3%	8,5%	7,6%	7,1%	7,0%
Perdagangan, hotel & restoran	3,9%	4,3%	5,4%	5,7%	8,3%	6,4%	8,9%	6,9%	1,3%	8,7%
Pengangkutan dan komunikasi	8,1%	8,4%	12,2%	13,4%	12,8%	14,2%	14,0%	16,6%	15,5%	13,5%
Kuangan, real estat dan jasa perusahaan	6,8%	6,7%	6,7%	7,7%	6,7%	5,5%	8,0%	8,2%	5,1%	5,7%
Jasa-jasa	3,2%	3,8%	4,4%	5,4%	5,2%	6,2%	6,4%	6,2%	6,4%	6,0%
Produk Domestik Bruto	3,6%	4,5%	4,8%	5,0%	5,7%	5,5%	6,3%	6,0%	4,6%	6,1%

Sumber : Bank Indonesia (2011), "telah diolah kembali"

Laju pertumbuhan PDB meningkat pesat dari 4,6% pada tahun 2009 ke 6,1% di tahun 2010. Pertumbuhan yang pesat itu ditunjang oleh pertumbuhan PDB di lapangan usaha yang berhubungan dengan konsumsi seperti Perdagangan, Hotel dan Restoran sebesar 7,4%. Namun lapangan usaha yang selalu memiliki PDB tertinggi setiap tahunnya adalah lapangan usaha Pengangkutan dan Komunikasi.

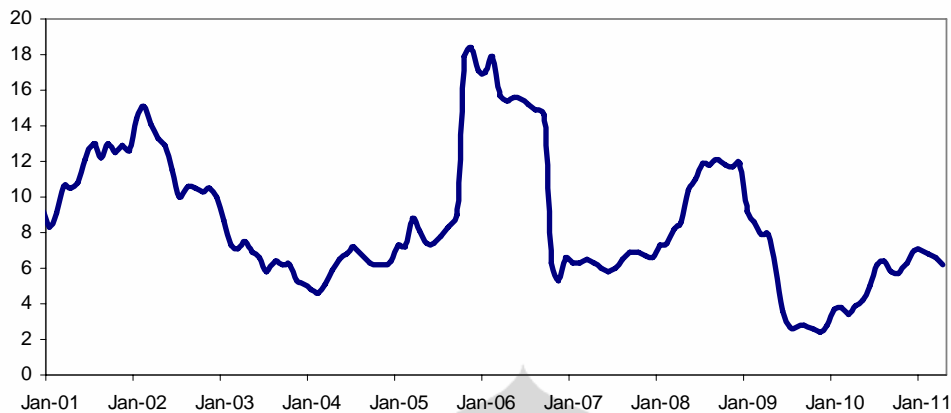
Selain itu pertumbuhan perekonomian juga dapat dilihat berdasarkan pertumbuhan PDB berdasarkan Jenis penggunaan. Berdasarkan tabel di bawah ini terlihat bahwa daya beli masyarakat dan taraf hidupnya telah meningkat dimana pengeluaran untuk keperluan ekspor barang dan jasa meningkat secara signifikan sebesar 14,9%.

Tabel 4. 2.
Laju Pertumbuhan PDB Berdasarkan Jenis Penggunaan (%)

JENIS PENGELUARAN	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pengeluaran konsumsi	3,9%	4,7%	4,6%	4,9%	4,3%	3,9%	4,9%	5,9%	6,2%	4,0%
Rumah tangga	3,5%	3,8%	3,9%	5,0%	4,0%	3,2%	5,0%	5,3%	4,9%	4,6%
Pemerintah	7,6%	13,0%	10,0%	4,0%	6,6%	9,6%	3,9%	10,4%	15,7%	0,3%
Pembentukan modal tetap domestik bruto	6,5%	4,7%	0,6%	14,7%	10,9%	2,6%	9,3%	11,9%	3,3%	8,5%
Perubahan Inventori	25,7%	-68,7%	251,5%	-45,4%	33,5%	-13,4%	-100,8%	-992,9%	-195,2%	-463,1%
Ekspor barang dan jasa	0,6%	-1,2%	5,9%	13,5%	16,6%	9,4%	8,5%	9,5%	-9,7%	14,9%
Impor barang dan jasa	4,2%	-4,2%	1,6%	26,7%	17,8%	8,6%	9,1%	10,0%	-15,0%	17,3%
Produk Domestik Bruto	3,6%	4,5%	4,8%	5,0%	5,7%	5,5%	6,3%	6,0%	4,6%	6,1%

Sumber : Bank Indonesia (2011)

Meskipun kenaikan PDB menunjukkan tingkat pertumbuhan perekonomian di Indonesia, tidak berarti laju inflasi dapat ditekan lebih rendah daripada pertumbuhan PDB. Laju inflasi meningkat secara dramatis dari tahun 2009 sebesar 2,78% menuju kepada 6,96% di tahun 2010. Sektor penyebab kenaikan inflasi adalah sektor bahan makanan sebesar 15,64%. Keterbatasan infrastruktur dan transportasi menyebabkan ketidaklancaran pasokan bahan makanan ke daerah-daerah. Selain itu disebabkan oleh cuaca dengan intensitas hujan yang cukup tinggi di tahun 2010 dan kenaikan harga komoditas. Namun kenaikan inflasi dengan *single digit* ini tidak mengancam stabilitas perekonomian.



Grafik 4. 2. Laju Peningkatan Inflasi

Sumber : Bank Indonesia (2011)

4.2. Analisis Rasio Perusahaan

Berikut analisis kinerja perusahaan Hero berdasarkan tabel berikut ini, yang merupakan data historis perusahaan dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2010 dan telah diolah kembali:

- **Analisis Pertumbuhan (*Growth*).**

Hero mengalami pertumbuhan laba bersih yang cukup tinggi dengan nilai CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*) yang mencapai 47% dari 2007 sampai 2010. Hal ini disebabkan oleh pertumbuhan sales yang didukung oleh ekspansi Hero yang cukup agresif dengan membangun beberapa gerai baru, pengenalan konsep gerai baru untuk Giant supermarket. Di samping itu pertumbuhan laba bersih juga ditunjang oleh peningkatan margin operasi Hero dan margin kotor Hero yang stabil. Hero melakukan beberapa langkah-langkah seperti pengaturan ragam produk yang lebih baik untuk mendapatkan margin yang lebih tinggi

Tabel 4. 3.
Rasio Keuangan PT Hero Supermarket Tbk Periode 2007-2010

Rasio Keuangan	2007	2008	2009	2010
Pertumbuhan (%)				
Turnover	7	14	13	15
Pre-tax Profit	9	53	55	26
Net Profit	9	38	78	29
Profitabilitas (%)				
Gross Margin	22	23	24	23
EBITDA Margin	3	5	6	6
Operating Margin	2	3	4	4
Net Margin	1	2	3	3
ROA	4	5	7	7
ROE	11	14	20	21
Solvabilitas				
Total Debt/Total Assets (%)	-	-	14	12
Total Debt/Equity (%)	-	-	43	33
Net Debt (Cash) /Equity (%)	(23)	(20)	37	17
Interest Coverage (x)	7	138	9	8
Likuiditas				
Current Ratio (%)	94	86	76	79
Quick Ratio (%)	40	32	26	27
Debtor turnover (day)	7	6	7	5
Creditor turnover (day)	53	55	55	52
Inventory turnover (day)	35	39	46	44

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk tahun 2008-2010,"telah diolah kembali".

- **Analisis Profitability.**

Return On Equity (ROE) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan bersih terhadap dana ekuitas dari pemegang saham. Nilai ROE Hero mengalami peningkatan yang cukup signifikan dari hanya 11% di 2007 ke 21% di 2010. Hal ini disebabkan oleh peningkatan kinerja Hero yang tercermin dalam pertumbuhan pendapatan bersih Hero yang terus meningkat sejak 2007. Di samping itu, peningkatan laba bersih juga meningkatkan nilai ROA (*Return On Asset*) dari 2007 – 2010. ROA atau *Return On Asset* menunjukkan kemampuan aset yang dimiliki Hero dapat menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

- **Analisis Solvabilitas dan Struktur Modal.**

Hero melakukan peminjaman utang kembali mulai tahun 2009, setelah tidak memiliki utang pada tahun 2007 dan 2008. Pada analisis rasio solvabilitas, Hero memiliki keuangan yang sehat karena:

- Penurunan *net gearing*, yang merupakan kemampuan kas setelah dikurangi hutang perusahaan terhadap nilai ekuitas suatu perusahaan, dari 37% di 2009 ke 17% di 2010. Hal ini ditopang dengan kenaikan kas dan pembayaran hutang disertai oleh pertumbuhan laba bersih.
- Risiko solvabilitas Hero yang relatif kecil didukung oleh nilai pinjaman Hero hanya sebesar 12% dan 33% terhadap total aset dan total ekuitas secara berurutan.
- Kemampuan untuk membayar pinjaman yang mencapai 8 kali terhadap laba operasional perusahaan pada tahun 2010.

- **Analisis Likuiditas**

Berdasarkan analisis rasio likuiditas, Hero memiliki tingkat likuiditas cukup baik, dimana periode penagihan piutang usaha Hero yang hanya selama 5 hari di tahun 2010 dan penjualan persediaan selama 44 hari, dengan waktu pembayaran hutang kepada kreditur yang lebih lama, yakni 52 hari. Sehingga terdapat rentang waktu yang cukup dikarenakan siklus operasi (kas menjadi kas) selama 49 hari (5 + 44) yang lebih rendah dari siklus pembayaran hutang lancar. Selain itu, Hero cukup memiliki kemampuan keuangan untuk membayar hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang perusahaan. Walaupun besarnya hutang lancar lebih tinggi daripada aset lancar, namun rasio *current asset* masih dapat dikatakan baik yaitu sebesar 79% di tahun 2010.

4.3. Penentuan Asumsi Untuk Analisis Struktur Modal

4.3.1. Analisis Biaya Hutang (*Cost of Debt*).

Besarnya tingkat bunga pinjaman perusahaan diperoleh dari Laporan Keuangan Hero dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2010. Dari data tersebut diperoleh tingkat suku bunga rata-rata per tahun hutang bank, yang dapat

digunakan untuk mendapatkan *cost of debt* (k_d) tahun 2011. Rata-rata suku bunga tiap tahunnya dibandingkan dengan *BI rate* rata-rata per tahunnya dari tahun 2007-2010. Perbandingan *BI rate* rata-rata dengan tingkat suku bunga rata-rata per tahun akan diperoleh premium terhadap *BI rate*.

Tabel 4. 4.
Perhitungan *Cost of Debt*

<i>COST OF DEBT</i>	2007	2008	2009	2010
Rata-rata per tahun	12,02%	11,86%	11,84%	9,33%
<i>Cost of Debt before tax</i>				11,96%
Pajak				25%
<i>Cost of Debt after tax</i>				8,97%
Rata-rata <i>BI Rate</i>	8,63%	8,65%	7,16%	6,50%
<i>Premium to BI Rate</i>	3,39%	3,20%	4,68%	2,83%

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk tahun 2008-2010, "telah diolah kembali".

Dari tabel di atas, untuk melakukan estimasi k_d pada tahun 2011, penulis menggunakan *BI rate* (sumber: Bank Indonesia) pada tanggal 31 Maret 2011 sebesar 6,75%. Sedangkan besarnya k_d sebelum pajak merupakan total atas *BI rate* dengan premium atas *BI rate*. Besarnya premium diasumsikan sebesar 3,25% yang nilainya ditentukan dengan menggunakan data historis antara *BI rate* dengan rata-rata *cost of debt* Hero. Oleh karena itu, dengan asumsi *BI rate* sebesar 6,75%, didapatkan k_d sebelum pajak sebesar 10%.

Penulis hanya melakukan estimasi k_d untuk satu tahun ke depan karena penentuan komposisi modal optimum akan lebih akurat jika dilakukan estimasi satu tahun saja. Lebih dari satu tahun akan lebih sukar diprediksikan dan tidak dapat diandalkan informasinya karena tidak ada yang dapat meramalkan keadaan perekonomian selanjutnya. Begitu juga kondisi ini berlaku dalam menghitung *Cost of Equity* (k_e).

4.3.2. Analisis Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*).

Untuk mencari k_e dapat dihitung dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan rumus (2.14) $k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$. Dengan demikian, *Beta* dari perusahaan harus ditentukan terlebih dahulu. *Beta* merupakan hubungan antara *return* saham dengan *return* pasar. Secara teknis dapat dilakukan perhitungan *slope* antara *return* saham bulanan dengan *return* makret bulanan dari tahun 2007–2011. Namun perhitungan sendiri dianggap kurang akurat sehingga diperoleh *beta* dari sumber data *bloomberg* (Lampiran II).

Beta, atau yang disebut *adjusted beta*, yang terdapat di Lampiran II sebesar 0.477 dan dibulatkan menjadi 0,5 serta *risk free* (tingkat bunga obligasi pemerintah- R_f) sebesar 8,74% (data terakhir di akhir Februari 2011). Sedangkan *return market* (R_m) rata-rata setahun diambil dari data bulanan IHSI dari Januari 2005 - Februari 2011, yaitu 23,45%. Perincian perhitungan dapat dilihat di Lampiran VIII.

Menurut Hamada, *beta* untuk setiap perusahaan pertama kalinya tanpa hutang dan kemudian dengan hutang untuk komposisi modal yang optimum. Rumus *Beta* tanpa hutang sesuai dengan rumus yang telah dipaparkan di (2.5) :

$$b_u = b / (1 + (1 - T)(D/S))$$

Dengan demikian didapatkan *unlevered beta* sebesar 0,4 dengan menggunakan asumsi pajak perusahaan sebesar 25% dan proporsi hutang 25% terhadap total hutang dan ekuitas. *Cost of equity* yang diperoleh dengan menggunakan *unlevered beta* adalah sebesar 14,65%.

Tabel 4. 5.
Perhitungan *Cost of Equity* (k_e)

<i>COST OF EQUITY</i>		
<i>Beta</i> (dari <i>bloomberg</i>)	:	0,50
<i>Risk Free</i> (<i>Government Bond</i>)	:	8,74%
<i>Return Market</i> (rata-rata IHSB)	:	23,45%
<i>Unlevered Beta</i> $b_u = b/[1+(1-T)(D/S)]$:	0,40
<i>Cost of equity</i>	:	14,65%

Sumber : Bloomberg, "telah diolah kembali".

4.3.3. Analisis *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

WACC merupakan biaya modal rata-rata yang merupakan gabungan antara biaya hutang dan biaya ekuitas (modal sendiri), dengan rumus perhitungan (2.15),

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times k_d \times (1 - T) + \frac{E}{E+D} \times k_e$$

Dengan informasi di tabel 4.5. dan jumlah hutang serta modal sendiri per 31 Desember 2010 (Lampiran 3) serta didapatkan *cost of debt* sebesar 8,97% pada akhir tahun 2010, maka diperoleh WACC sebesar 13,25%.

4.3.4. Proyeksi Keuangan.

Proyeksi keuangan untuk masa yang akan datang, diperlukan beberapa asumsi untuk mempertimbangkan angka yang mendekati keadaan di masa yang akan datang dan harapan dari masa sekarang.

4.3.4.1. Proyeksi Penjualan.

Berdasarkan laporan keuangan Hero, aktivitas operasional Hero dibagi menjadi dua, yaitu eceran skala besar dan eceran kecil. Yang dimaksud dalam eceran skala besar adalah *perdagangan eceran modern yang menjual makanan dan barang lainnya dalam gerai berskala besar*. Sedangkan yang dimaksud dalam eceran skala kecil adalah *perdagangan eceran modern yang menjual makanan dan barang lainnya dalam gerai berskala kecil*.

Atas pengertian pembedaan yang dipaparkan paragraf di atas, maka besarnya pendapatan Hero dapat terbagi seperti di bawah ini:

Tabel 4. 6.
Pendapatan Menurut Segmen Usaha (dalam jutaan Rupiah)

<i>SALES</i>	2007	2008	2009	2010
<i>Large Retailing</i>	4.763.813	5.404.475	6.142.978	7.141.657
<i>Growth Annually</i>		13%	14%	16%
<i>Small Retailing</i>	383.416	459.513	510.418	525.668
<i>Growth Annually</i>		20%	11%	3%
Total	5.147.229,00	5.863.988,00	6.653.396,00	7.667.325,00

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk 2007-2010 “telah diolah kembali”

Dari pendapatan tiap segmen per tahunnya, dapat diperoleh besarnya tingkat pertumbuhan penjualan per segmen usaha. Hero memiliki tingkat pertumbuhan per tahunnya berkisar 13% sampai dengan 16% untuk eceran skala besar. Pertumbuhan pendapatan di atas 10% per tahunnya dapat dianggap agresif, sehingga dalam membuat asumsi pertumbuhan pendapatan tahun 2011 sampai dengan 2015, Penulis mengambil 10% dengan alasan kondisi normal dan tidak agresif. Serta dibandingkan dengan PDB tahun 2010 sebesar 6,1%, asumsi pertumbuhan sebesar 10% cukup masuk akal. Asumsi ini dianggap konstan untuk menghitung proyeksi arus kas sampai dengan tahun 2015.

Sedangkan untuk eceran skala kecil, Penulis memilih 5% walau keadaan tahun 2010 hanya 3%. Penulis berpendapat tidak pesimis karena Hero memiliki rencana untuk menambah jumlah gerai-gerainya. Sehingga dapat meningkatkan pendapatan Hero di tahun 2011 ke depannya. Asumsi ini dianggap konstan untuk menghitung proyeksi arus kas sampai dengan tahun 2015.

Kemudian dihasilkan proyeksi pendapatan per segmen usaha di bawah ini,

Tabel 4. 7.
Proyeksi Pendapatan Hero Per Segmen Usaha (dalam jutaan Rupiah)

SALES	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Large Retailing</i>	7.855.823	8.641.405	9.505.545	10.456.100	11.501.710
<i>Growth Annually</i>	10%	10%	10%	10%	10%
<i>Small Retailing</i>	551.951	579.549	608.526	638.953	670.900
<i>Growth Annually</i>	5%	5%	5%	5%	5%
Total	8.407.774	9.220.954	10.114.072	11.095.053	12.172.610

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk 2007-2010 “telah diolah kembali”

4.3.4.2. Proyeksi Pendapatan Operasional (*Operating Income*)

Proyeksi pendapatan operasional pada dasarnya adalah sama dengan proyeksi pendapatan bersih. Hero juga membagi pendapatan operasional menjadi eceran skala besar dan eceran skala kecil.

Tabel 4. 8.
Hasil Per Segmen (dalam jutaan Rupiah)

SEGMENT RESULT	2007	2008	2009	2010
<i>Large Retailing</i>	225.254	334.037	416.188	439.061
<i>Small Retailing</i>	33.034	52.807	63.741	62.324

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk (2007-2010)

Dalam pelaporan hasil segmen, terdapat beberapa jenis biaya operasional perseroan yang tidak dapat dialokasikan untuk mendapatkan pendapatan operasional. Dengan demikian, harus membuat proporsi pembagian berdasarkan tabel 4.8 memuat hasil per segmen. Berikut hasil pembagiannya:

Tabel 4. 9.
Pendapatan Operasional Berdasarkan Laporan Keuangan (dalam jutaan Rupiah)

<i>OP.INCOME</i>	2007	2008	2009	2010
Dari Laporan Keuangan	79.415	180.677	254.956	317.967
<i>Portion :</i>				
<i>Large Retailing</i>	87%	86%	87%	88%
<i>Small Retailing</i>	13%	14%	13%	12%
<i>Large Retailing</i>	69.258	156.013	221.094	278.443
<i>Small Retailing</i>	10.157	24.664	33.862	39.524
Total	79.415	180.677	254.956	317.967

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Untuk mendapatkan proyeksi pendapatan operasional, perlu diketahui data historis untuk besarnya persentasi laba operasional terhadap penjualan atau yang biasa disebut dengan *operating margin*. Besarnya *operating margin* per segmen dapat dihitung dari *operating income* per segmen dibandingkan dengan besarnya pendapatan bersih. Rangkumannya adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 10
Persentase Laba Operasional

<i>OPERATING MARGIN</i>	2007	2008	2009	2010
<i>Large Retailing</i>	1,45%	2,89%	3,60%	3,90%
<i>Gross Margin Improvement</i>		1,43%	0,71%	0,30%
<i>Small Retailing</i>	2,65%	5,37%	6,63%	7,52%
<i>Gross Margin Improvement</i>		2,72%	1,27%	0,88%

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Jika diteliti maka, selisih *gross margin* dari tahun ke tahun untuk eceran skala besar mengalami penurunan kurang lebih sebesar 50% tiap tahunnya. Untuk itu dalam membuat proyeksi *operating margin*, Peneliti menurunkan selisih tiap tahun *gross margin improvement* mulai dari tahun 2010 sebesar 50%. Perhitungannya ini juga dapat diaplikasikan untuk divisi eceran berskala kecil. Berikut ini adalah hasil perhitungannya:

Tabel 4. 11
Proyeksi *Operating Margin*

OPERATING MARGIN	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Large Retailing</i>	4,05%	4,12%	4,16%	4,18%	4,19%
<i>Gross Margin Improvement</i>	0,15%	0,075%	0,038%	0,019%	0,009%
<i>Small Retailing</i>	7,92%	8,12%	8,22%	8,27%	8,29%
<i>Gross Margin Improvement</i>	0,40%	0,20%	0,10%	0,05%	0,025%

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Berdasarkan proyeksi pendapatan per segmen usaha (tabel 4.7.) dan proyeksi *Operating Margin* (tabel 4.11.), dapat dihitung proyeksi *operating income* untuk tahun 2011 sampai dengan 2015 seperti tabel di bawah ini :

Tabel 4. 12
Proyeksi *Operating Income*

OP.INCOME	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Large Retailing</i>	318.071	356.359	395.559	437.075	481.861
<i>Small Retailing</i>	43.708	47.053	50.014	52.834	55.644
Total	361.779	403.412	445.573	489.910	537.505

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Dalam memperhitungkan pendapatan atas bunga, besarnya persentase bunga proyeksi berdasarkan besarnya persentase bunga di tahun 2010 yaitu 2.28% (tabel 4.13.) dibulatkan menjadi 2.5% dan diasumsikan konstan untuk di tahun 2011. Hal ini diterapkan juga dalam menentukan besarnya tingkat buat pinjaman di tahun 2011 diasumsikan 10% dan konstan untuk tahun 2012-2013. Kemudian, pajak badan perusahaan di Indonesia diasumsikan 25%.

Tabel 4. 13
Perhitungan Persentase Bunga

<i>ACCOUNT</i>	2007	2008	2009	2010	2011F
<i>Cash</i>	148.823	148.636	52.743	179.090	239.166
<i>Interest Income</i>	9.422	4.479	2.779	4.088	5.979
<i>Interest Rate (%)</i>	6,33	3,01	5,27	2,28	2,50
<i>Loan</i>	-	-	397.052	375.000	350.000
<i>Interest Expenses</i>	(11.296)	(1.311)	(28.191)	(38.368)	(35.000)
<i>Interest Rate(%)</i>			7,10	10,23	10,00

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Tabel 4. 14
Perhitungan Proyeksi Persentase Bunga

<i>ACCOUNT</i>	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Cash</i>	239.166	315.244	469.931	392.450	750.834
<i>Interest Income</i>	5.979	7.881	11.748	9.811	18.771
<i>Interest Rate (%)</i>	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
<i>Loan</i>	350.000	350.000	350.000	-	-
<i>Interest Expenses</i>	(35.000)	(35.000)	(35.000)	-	-
<i>Interest Rate(%)</i>	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

4.3.4.3 Proyeksi Neraca (*Balance Sheet*)

Selanjutnya neraca juga wajib diproyeksikan guna mengestimasi keadaan di masa yang akan datang. Neraca dapat diestimasi melalui rasio yang dapat dihitung pada tahun 2007 – 2010. Dari sisi aset, maka seluruh aset dapat diperhitungkan rasio perputarannya dengan membandingkan penjualan dengan aset. Misalkan untuk rasio perputaran piutang dagang dapat dihitung dengan :

$$\frac{365 \text{ hari}}{\text{penjualan} / \text{piutang dagang}}$$

Kecuali untuk persediaan barang dagang, harus dihitung dari harga pokok penjualan. Dalam hal ini aset tidak berwujud dan aset tetap tidak dapat dihitung rasio perputarannya karena hasilnya tidak dapat diandalkan untuk digunakan sebagai analisis. Begitu juga dengan akun kewajiban di dalam neraca, yang dapat

dihitung dengan membandingkan harga pokok penjualan dengan kewajiban. Berikut tabel hasil perhitungannya :

Tabel 4. 15
Penjualan, Harga Pokok Penjualan dan Biaya Operasional

<i>Account in profit and loss</i>	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Total Sales</i>	8.407.774	9.220.954	10.114.072	11.095.053	12.172.610
<i>COGS and Operating Expense</i>	(8.045.995)	(8.817.542)	(9.668.499)	(10.605.143)	(11.635.105)

Sumber: diolah sendiri

Tabel 4. 16
Rasio Perputaran Aset Dalam Harian

ASSETS	2007	2008	2009	2010
<i>Accounts Receivable</i>				
<i>Third Parties</i>	6,32	5,17	5,70	4,23
<i>Other Receivables - Third Parties</i>	0,91	1,06	1,03	1,05
<i>Inventories</i>	35,65	40,22	47,72	45,64
<i>Prepaid Taxes</i>	0,21	0,56	1,42	0,84
<i>Prepaid Expenses</i>	7,10	7,21	12,23	8,19
<u>NON CURRENT ASSETS</u>				
<i>Other Receivables - Related Parties</i>			0,90	0,68
<i>Deferred Tax Assets - Net</i>	4,06	5,13	4,14	2,61
<i>Prepaid Expenses and Advances</i>	14,12	13,68	7,40	5,58
<i>Other Assets</i>	2,37	2,36	2,06	3,59

Sumber: Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk (2007-2010) "telah diolah kembali"

Tabel 4. 17
Rasio Perputaran Kewajiban Dalam Harian

<i>Liabilities</i>	2007	2008	2009	2010
<i>Trade payables</i>				
<i>Third Parties</i>	42,26	43,51	44,09	44,41
<i>Related Parties</i>	1,36	0,43	0,62	0,42
<i>Other Payables - Third Parties</i>	9,83	12,84	12,59	9,38
<i>Other Payables - Related Parties</i>	0,03	0,13	0,02	0,11
<i>Deferred Revenue</i>	0,35	1,41	0,99	1,14
<i>Accrued Expenses</i>	8,79	11,40	11,99	12,50
<i>Taxes Payable</i>	2,17	4,04	0,49	0,80
<i>Provisions</i>	0,87	0,62	0,62	0,34
<i>Deferred Revenue</i>	0,07	0,19	0,20	0,34
<i>Provisions</i>		0,36	0,36	0,31
<i>Employee Benefits Obligation</i>	12,71	13,25	13,96	9,80

Sumber: Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk (2007-2010) “telah diolah kembali”

Dari rasio-rasio di atas, untuk mendapatkan rasio yang dapat di proyeksikan neraca 2011 sampai dengan 2015, dapat dihitung rata-ratanya yang hasilnya mendekati rasio perputaran di tahun 2010. Berikut hasil dari proyeksi rasio perputaran tersebut :

Tabel 4. 18
Proyeksi Rasio Perputaran Aset Dalam Harian

<i>ASSETS</i>	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Accounts Receivable</i>					
<i>Third Parties</i>	4,73	4,83	4,85	4,77	4,78
<i>Other Receivables - Third Parties</i>	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04
<i>Inventories</i>	44,16	44,28	44,80	44,77	44,65
<i>Prepaid Taxes</i>	0,80	0,85	0,90	0,88	0,87
<i>Prepaid Expenses</i>	8,41	8,68	8,99	8,80	8,76
<i>NON CURRENT ASSETS</i>					
<i>Other Receivables - Related Parties</i>	0,71	0,73	0,74	0,73	0,73
<i>Deferred Tax Assets - Net</i>	3,22	3,47	3,42	3,31	3,33
<i>Prepaid Expenses and Advances</i>	7,64	8,05	7,66	7,47	7,57
<i>Other Assets</i>	3,15	2,99	2,97	3,06	3,05

Sumber: diolah sendiri

Tabel 4. 19
Proyeksi Rasio Perputaran Kewajiban Dalam Harian

<i>Liabilities</i>	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>Trade payables</i>					
<i>Third Parties</i>	44,03	44,02	44,07	44,10	44,08
<i>Related Parties</i>	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
<i>Other Payables - Third Parties</i>	10,17	10,65	10,67	10,47	10,48
<i>Other Payables - Related Parties</i>	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09
<i>Deferred Revenue</i>	1,07	1,11	1,09	1,10	1,10
<i>Accrued Expenses</i>	11,91	11,93	12,00	12,04	12,01
<i>Taxes Payable</i>	0,65	0,73	0,69	0,71	0,70
<i>Provisions</i>	0,48	0,41	0,44	0,43	0,43
<i>Deferred Revenue</i>	0,28	0,27	0,27	0,28	0,27
<i>Provisions</i>	0,32	0,33	0,33	0,32	0,33
<i>Employee Benefits Obligation</i>	10,97	11,43	11,48	11,23	11,25

Sumber: diolah sendiri

Dengan demikian dapat dihitung proyeksi neraca dengan menggunakan tabel 4.15, dan dibandingkan dengan rasio dari tabel 4.18. untuk menghitung neraca aset dan dari tabel 4.19 untuk menghitung neraca kewajiban. Proyeksi neraca tahun 2011 sampai dengan 2015, dapat dilihat di lampiran IV.

4.3.5 Proyeksi Arus Kas (*Free Cash Flow*)

Pada analisis Karya Akhir ini digunakan metode *Free Cash Flow to the Firm* (Lampiran VII).

Bagian dari arus kas tersebut yang penting harus diperhitungkan juga adalah *Terminal Value (TV)*. TV sangat penting agar perhitungan penilaian perusahaan menjadi layak dan wajar. Jika proyeksi arus kas Hero hanya diperhitungkan sampai dengan tahun 2015, maka TV berfungsi untuk menghitung proyeksi arus kas tahun 2015 dan selanjutnya. Perhitungannya dapat dilihat di sub bab 4.4. yaitu analisis struktur modal.

4.4. Analisis Struktur Modal Optimum

4.4.1. Pendekatan Teori Modigliani dan Miller (Teori MM)

Modigliani dan Miller merupakan perintis akan teori struktur modal moderen (*Modern Capital Structure Theory*) pada tahun 1958. Salah satu asumsi yang terkenal dari Teori MM ini adalah dunia tanpa pajak dan pasar modal yang sempurna. Jika asumsi tersebut dianggap benar, maka struktur modal menjadi tidak relevan karena bagaimanapun besar struktur modal tersebut, tidak akan mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.

Teori MM ini menghasilkan tiga Proposisi dimana Proposisi I, yaitu nilai perusahaan yang tidak memiliki hutang sama besarnya dengan nilai perusahaan yang memiliki hutang. Dalam analisis ini akan dihitung struktur modal yang optimum untuk tahun 2011. Perhitungan hanya dilakukan untuk satu tahun saja karena dianggap lebih akurat dalam memprediksikan kondisi perekonomian untuk satu tahun kedepan saja. Adapun menghitung nilai perusahaan tanpa hutang dengan menggunakan rumus (2.6) sebagai berikut :

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)}{(ksu - g)}$$

Dimana, EBIT merupakan laba perusahaan sebelum dikenakan bunga dan pajak. Sedangkan KSu merupakan *cost of equity*, dari perhitungan tabel 4.5. senilai 14,65% dengan tingkat pajak diasumsikan 25% serta tingkat pertumbuhan sebesar 3% per tahun dan dianggap tetap dari tahun 2011 dan seterusnya. Berikut hasil perhitungan nilai perusahaan tanpa hutang (V_u) :

Tabel 4. 20
Perhitungan Proyeksi EBIT dan Nilai Perusahaan (Dalam Jutaan Rupiah)

Tahun	EBIT	Pajak	ksu	Vu
2011F	361.779,02	25%	14,65%	2.329.872
2012F	403.411,64	25%	14,65%	2.597.988
2013F	445.573,26	25%	14,65%	2.869.511
2014F	489.909,88	25%	14,65%	3.155.040
2015F	537.505,15	25%	14,65%	3.461.556

Sumber : EBIT diambil dari lampiran VI

Teori ini menjelaskan bahwa struktur modal tanpa hutang tidak mempengaruhi nilai perusahaan sehingga *WACC* sama besarnya dengan biaya modal dan biaya ekuitas.

Teori MM juga mengkondisikan proposisi I dengan kondisi dengan hutang dan pajak dimana nilai perusahaan akan meningkat sebesar pajak yang ditabung (*Tax Shield*). Rumus yang digunakan adalah :

$$V_L = V_u + T x D$$

Dengan demikian biaya ekuitas perusahaan akan mengalami kenaikan dengan bertambahnya hutang. Sehingga biaya ekuitas perusahaan dengan hutang (2.4) adalah :

$$K_{sL} = K_{sU} + (K_{sU} - K_d)(D/S)$$

Dimana K_{sU} diasumsikan tetap seperti perhitungan di tabel 4.5. senilai 14,65% dan pajak perusahaan diasumsikan sebesar 25%. Selain itu K_d yang digunakan untuk *debt to equity ratio* 0% adalah 10% (sub bab 4.3.1.). Nilai perusahaan tanpa hutang diambil dari perhitungan Tabel 4.20.

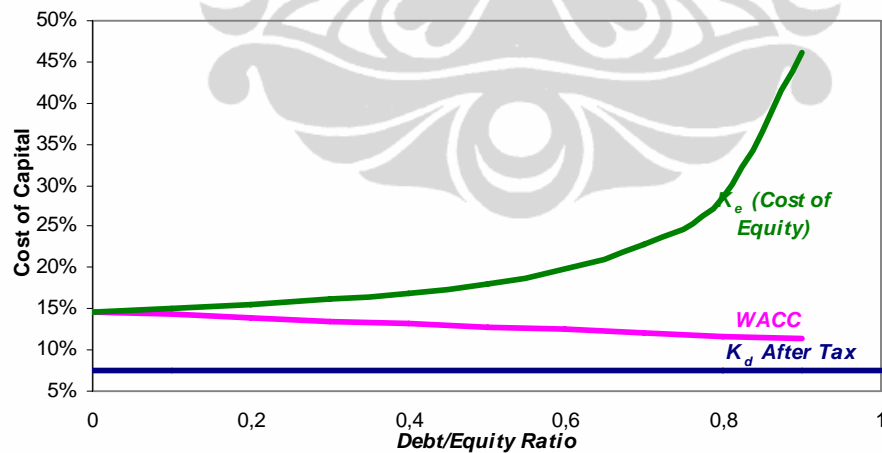
Kemudian dalam Proposisi yang kedua, MM memperhitungkan pajak perusahaan dalam mencari struktur modal yang optimum. Perhitungan terdapat dalam tabel 4.21.

Tabel 4. 21
Struktur Modal dengan Hutang dan Pajak Perusahaan
(dalam jutaan Rupiah)

% Finance with debt (D/V)	Hutang	Vu (Tabel 4.20.)	Pajak	$V_L = Vu + T.D$	Equity(S)	S/V	k_{sL}	k_a	WACC
0	-	2.329.872	25%	2.329.872	2.329.872	100%	14,65%	10,00%	14,65%
10%	238.961	2.329.872	25%	2.389.613	2.150.651	90%	15,03%	10,00%	14,28%
20%	490.499	2.329.872	25%	2.452.497	1.961.998	80%	15,52%	10,00%	13,91%
30%	755.634	2.329.872	25%	2.518.781	1.763.147	70%	16,14%	10,00%	13,55%
40%	1.035.499	2.329.872	25%	2.588.747	1.553.248	60%	16,97%	10,00%	13,18%
50%	1.331.356	2.329.872	25%	2.662.711	1.331.356	50%	18,13%	10,00%	12,82%
60%	1.644.616	2.329.872	25%	2.741.026	1.096.410	40%	19,87%	10,00%	12,45%
70%	1.976.861	2.329.872	25%	2.824.088	847.226	30%	22,78%	10,00%	12,08%
80%	2.329.872	2.329.872	25%	2.912.340	582.468	20%	28,58%	10,00%	11,72%
90%	2.705.658	2.329.872	25%	3.006.287	300.629	10%	46,01%	10,00%	11,35%
100%	3.106.496	2.329.872	25%	3.106.496	-	0%		10,00%	7,50%

Sumber: diolah sendiri

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa dengan bertambahnya hutang membuat WACC semakin menurun sehingga nilai perusahaan semakin meningkat dan struktur modal optimal pada saat perusahaan dibiayakan dengan 100% hutang. Perhitungan di atas dapat diilustrasikan seperti grafik di bawah ini :



Grafik 4. 3.WACC Dengan Pajak Perusahaan Tanpa Biaya Kebangkrutan.

Sumber : diolah sendiri

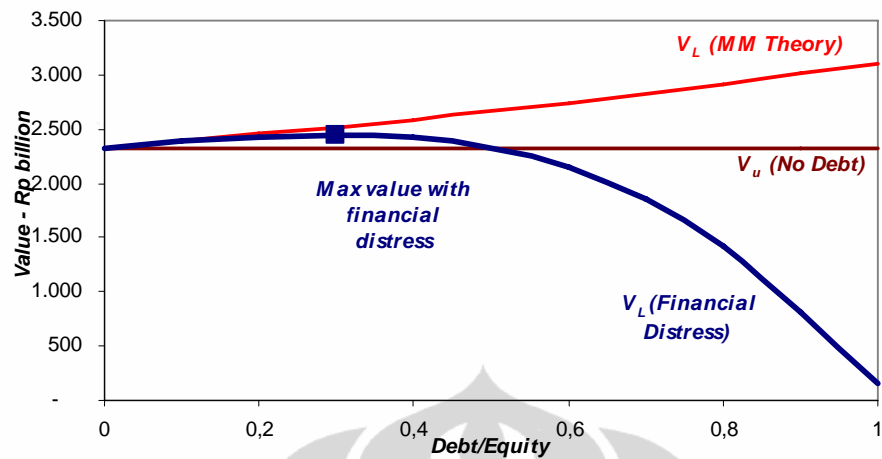
Kemudian, Teori MM mendapatkan kritikan mengenai tidak adanya biaya kebangkrutan yang disebabkan oleh peningkatannya tingkat hutang dalam teori sebelumnya. Dengan Perusahaan berpotensi untuk bangkrut, maka perusahaan harus membayar tingkat bunga yang lebih tinggi atas hutang yang meningkat. Peningkatan hutang tersebut menimbulkan keuntungan pajak yang dapat dinikmati oleh Perusahaan. Selanjutnya dalam perhitungan kemungkinan terjadinya biaya kebangkrutan, dalam analisis ini menggunakan kuadrat dari *debt to equity ratio*. Berikut hasil dari perhitungannya dan ilustrasi dari perhitungan tersebut :

Tabel 4. 22
Struktur Modal Dengan Hutang dan Pajak Perusahaan serta *Financial Distress Cost*.

<i>% Finance with debt</i>	Prob	Hutang	<i>Expected costs of financial distress & agency costs</i>	V_L	$V=V_L-PV$ <i>expected financial distress & agency costs</i>	E	ks	WACC
0	0	-	0	2.329.872	2.329.872	2.329.872	11,65%	11,65%
10%	0,01	238.961	2.390	2.389.613	2.387.223	2.148.262	11,80%	11,37%
20%	0,04	490.499	19.620	2.452.497	2.432.877	1.942.378	12,08%	11,16%
30%	0,09	755.634	68.007	2.518.781	2.450.774	1.695.139	12,66%	11,11%
40%	0,16	1.035.499	165.680	2.588.747	2.423.067	1.387.568	13,96%	11,37%
50%	0,25	1.331.356	332.839	2.662.711	2.329.872	998.517	17,17%	12,34%
60%	0,36	1.644.616	592.062	2.741.026	2.148.965	504.349	29,34%	16,24%
70%	0,49	1.976.861	968.662	2.824.088	1.855.426	-	-	-
80%	0,64	2.329.872	1.491.118	2.912.340	1.421.222	-	-	-
90%	0,81	2.705.658	2.191.583	3.006.287	814.704	-	-	-
100%	0,95	3.106.496	2.951.172	3.106.496	155.325	-	-	-

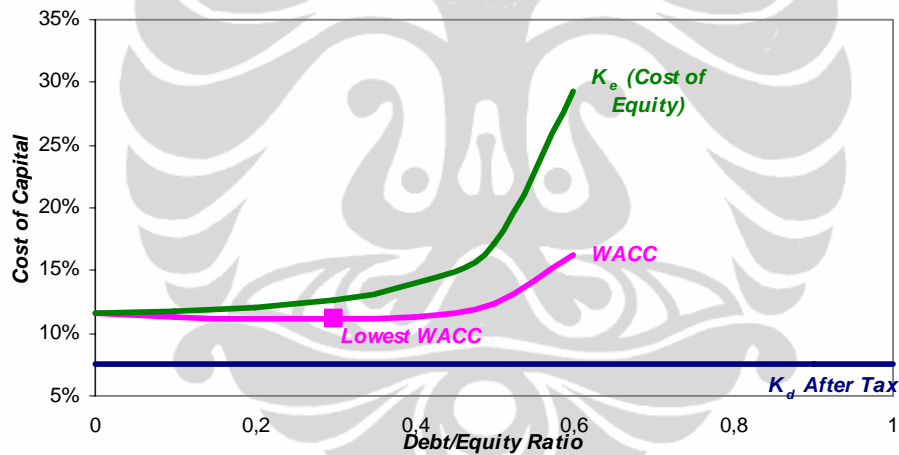
Sumber : diolah sendiri

Untuk menghitung probabilitas atas kebangkrutan berasal dari kuadrat atas persentase pembiayaan dengan hutang dan diasumsikan maksimum pembiayaan dengan hutang adalah 95% dimana diasumsikan tidak terdapat pembiayaan dengan 100% hutang. Untuk hasil perhitungan di atas dapat digambarkan melalui grafik di bawah ini.



Grafik 4.4. Nilai Perusahaan Dengan Pajak Perusahaan dan Biaya Kebangkrutan

Sumber : diolah sendiri



Grafik 4.5. WACC Perusahaan Dengan Pajak Perusahaan dan Biaya Kebangkrutan

Sumber : diolah sendiri

Dari perhitungan tabel 4.21 di atas dan grafik diatas dapat disimpulkan, dengan meningkatnya kemungkinan probabilitas *financial distress cost*, Hero membayar bunga lebih tinggi dengan terbukti biaya hutang (k_d) yang terus meningkat. Hasil perhitungan yang didapat adalah dengan hutang sebesar 30% merupakan titik dimana nilai perusahaan mencapai tertinggi dengan WACC yang terendah dan nilai perusahaan tertinggi. Dengan demikian terbukti bahwa meningkatnya

proposisi hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai pada satu titik maksimum namun, nilai perusahaan akan mengalami penurunan karena adanya peningkatan hutang yang dapat berujung kepada kebangkrutan.

4.4.2. Teori Pendekatan Yang Diajukan Oleh Brigham dan Ehrhardt

Brigham dan Ehrhardt pada tahun 2003, mengajukan perhitungan struktur modal yang optimal dengan memperhitungkan biaya kebangkrutan dimana ditunjukkan dengan peningkatan *Cost of Debt* yang meningkat seiring dengan penambahan pinjaman.

Maka dari tingkat WACC yang berbeda-beda akan menghasilkan perhitungan *terminal value* dan *value of the firm* yang berbeda-beda juga. Berikut hasil perhitungannya

Tabel 4. 23
Perhitungan *Terminal Value* Berdasarkan Besarnya Proporsi Hutang

<i>% Finance with debt</i>	D/S	WACC	TV ₂₀₁₅	Value (DCF) All use NPV
0	0,0%	14,65%	3.142.924	2.265.717
10%	11.1%	14.37%	3.217.901	2.328.192
20%	25.0%	14.10%	3.296.542	2.393.809
30%	42.9%	13.83%	3.379.123	2.462.806
40%	66.7%	13.74%	3.407.863	2.486.840
50%	100.0%	13.74%	3.408.290	2.487.197
60%	150.0%	13.83%	3.380.385	2.463.861
70%	233.3%	14.01%	3.325.516	2.418.006
80%	400.0%	14.28%	3.246.278	2.351.859
90%	900.0%	14.63%	3.146.200	2.268.444

Sumber : diolah sendiri

Tabel 4. 24
Struktur Modal Dengan Hutang dan Pajak Perusahaan serta *Financial Distress Cost* (Pendekatan Yang Diajukan Oleh Brigham dan Ehrhardt)

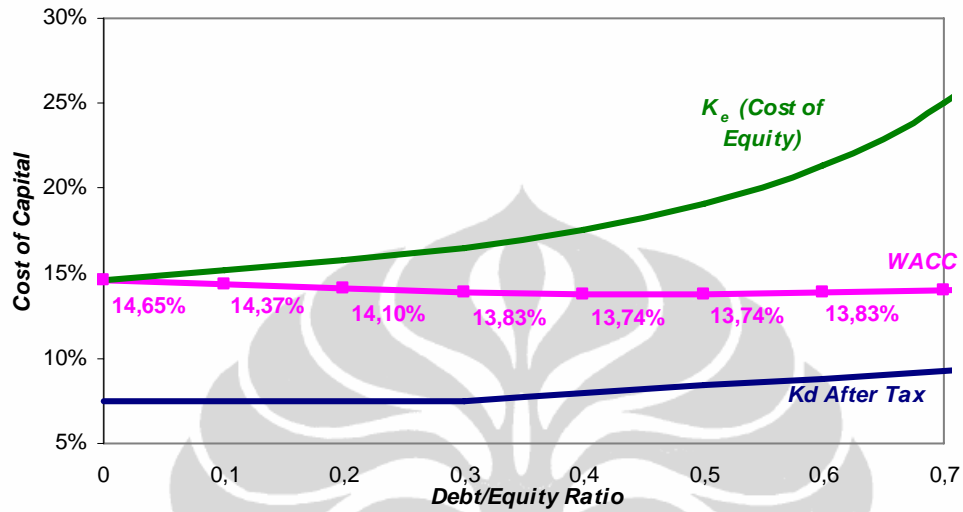
% Finance with debt	D/S	Before tax cost of debt k_d	Tax	After tax cost of debt k_d	Beta	k_{sL}	WACC	Value of Firm (DCF)	No. of Shares (m)	Fair Price (Rp)
0	0,0%	10,00%	25%	7,50%	0,40	14,65%	14,65%	2.265.717	329,42	6.878
10%	11,1%	10,00%	25%	7,50%	0,44	15,14%	14,37%	2.328.192	329,42	7.068
20%	25,0%	10,00%	25%	7,50%	0,48	15,75%	14,10%	2.393.809	329,42	7.267
30%	42,9%	10,00%	25%	7,50%	0,53	16,55%	13,83%	2.462.806	329,42	7.476
40%	66,7%	10,60%	25%	7,95%	0,60	17,60%	13,74%	2.486.840	329,42	7.549
50%	100,0%	11,20%	25%	8,40%	0,70	19,08%	13,74%	2.487.197	329,42	7.550
60%	150,0%	11,80%	25%	8,85%	0,85	21,29%	13,83%	2.463.861	329,42	7.479
70%	233,3%	12,40%	25%	9,30%	1,10	24,99%	14,01%	2.418.006	329,42	7.340
80%	400,0%	13,00%	25%	9,75%	1,61	32,38%	14,28%	2.351.859	329,42	7.139
90%	900,0%	13,60%	25%	10,20%	3,11	54,54%	14,63%	2.268.444	329,42	6.886

Sumber : diolah sendiri

Berdasarkan perhitungan di atas. Hero akan memiliki nilai perusahaan tertinggi sebesar Rp 2.487.197.- juta pada saat melakukan pembiayaan 50% dengan hutang dan 50% dengan ekuitas. Pada saat besarnya biaya hutang 10% konstan sampai dengan pembiayaan sebesar 30% dengan hutang dengan asumsi perhitungannya adalah data historis akan *debt to equity* di tahun 2010 adalah 32,65% (Besarnya pinjaman Rp 375.000 juta dibagi dengan jumlah ekuitas sebesar Rp 1.148.600.- dibulatkan menjadi 30%) Setelah itu biaya hutang akan naik seiring bertambahnya jumlah hutang. Selain itu data historis Hero mendapat batas maksimum tingkat bunga pinjaman sebesar 14,33% (dibulatkan mejadi 14,2%) di tahun 2009. Angka tersebut dibagi proporsi rata untuk sisa pembiayaan sebesar 70%. Sehingga besarnya *cost of debt* akan naik sebesar 0,6% sampai dengan 100% pembiayaan secara hutang. Dari hasil perhitungan Kenaikkan Sampai pada titik dimana pembiayaan dengan hutang akan mencapai nilai perusahaan tertinggi kemudian beranjak menurun kembali. Nilai perusahaan menjadi turun dikarenakan proporsi hutang bertambah besar sehingga biaya kebangkrutan yang ditanggung bertambah besar juga.

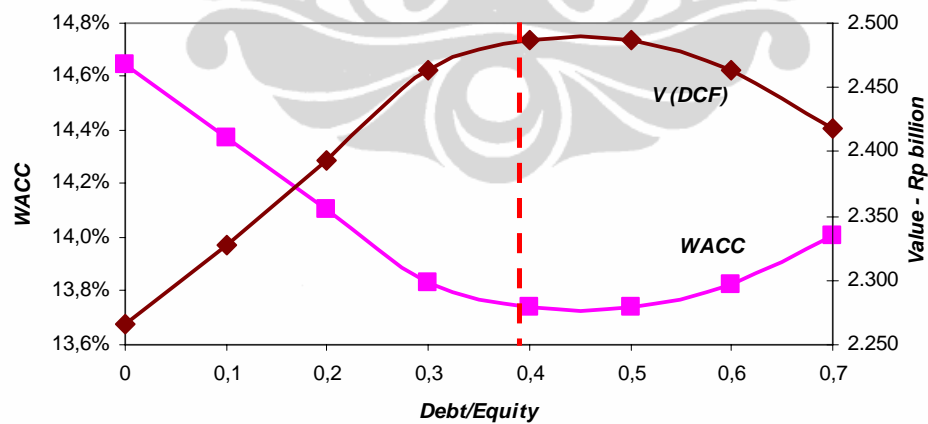
Dari tabel 4.23. didapat perhitungan harga saham Hero per 31 Desember 2010 seharusnya di posisi Rp 7.550.-. Sedangkan harga saham Hero per 31 Desember 2010 sebenarnya adalah Rp. 4.000.- (sumber : Bursa Efek Indonesia). Ini menunjukkan nilai perusahaan Hero adalah *undervalued* dimana harga pasar

lebih rendah daripada nilai intrinsiknya. Dengan demikian memberikan keuntungan kepada Hero.



Grafik 4. 6. Struktur Modal berdasarkan teori Brigham

Sumber : diolah sendiri



Grafik 4. 7. Valuasi terhadap proporsi pinjaman dan ekuitas berdasarkan teori Brigham

Sumber : diolah sendiri

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

PT Hero Supermarket Tbk dapat dikatakan sebagai sebuah toko modern yang mampu bertahan dan bertumbuh di usaha peritelan. Namun dengan berubahnya pola kehidupan masyarakat Indonesia, banyak bertumbuhnya toko modern merek lain terutama skala minimarket. Selain itu, penetrasi pasar untuk toko modern masih sangat rendah dibandingkan dengan populasi penduduk di Indonesia. Sehingga masih banyak peluang usaha ritel untuk bertumbuh lagi. Untuk itu Hero harus memiliki strategi bersaing yang tepat untuk mengantisipasi keadaan tersebut.

Dalam melakukan ekspansi Hero memerlukan pembiayaan baik secara internal (laba ditahan) maupun eksternal (penerbitan saham baru dan pinjaman). Komposisi antara pinjaman dan ekuitas dapat mempengaruhi nilai perusahaan Hero.

Dengan menggunakan analisis struktur modal model teori yang dipaparkan oleh Modigliani Miller (1958 dan 1963) dan pendekatan Brigham (2003) dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- Berdasarkan perhitungan model MM (1963), didapatkan nilai perusahaan tertinggi pada saat pembiayaan perusahaan seluruhnya dengan 100% hutang sebesar Rp. 3,106,496. Namun model ini tidak memperhitungkan biaya kebangkrutan, dimana dengan adanya kenaikan proporsi hutang dapat menyebabkan perusahaan memiliki risiko yang lebih tinggi dalam hal kemampuan untuk membayar bunga dan hutang pokoknya. Dengan ditambahkannya asumsi biaya kebangkrutan, maka pada saat pembiayaan dengan proposi hutang sebesar 30%, nilai perusahaan mencapai posisi tertinggi di Rp 2.450.774. Jika pembiayaan dengan lebih 30% hutang, maka nilai perusahaan beranjak turun karena terdapat kemungkinan kebangkrutan.
- Model kedua menggunakan perhitungan yang dipaparkan oleh Brigham (2003) dimana memperhitungkan asumsi biaya kebangkrutan di saat

hutang semakin bertambah besar. Dari hasil perhitungan tersebut, dihasilkan komposisi hutang 50% dengan ekuitas 50% dan Hero akan memiliki nilai perusahaan tertinggi senilai Rp 2.487.197. Jika hutang lebih besar dari 50% maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan dan kecenderungan akan mengalami kebangkutan. Selain itu, nilai intrinsik per lembar saham Hero diperoleh harga sebesar Rp 7.550 per lembar saham dimana harga saham Hero di Pasar Modal sebesar Rp 4,000 (Bursa Efek Indonesia, 31 Desember 2010). Ini menunjukkan Hero memiliki nilai yang lebih rendah dari nilai pasar.

5.2. Saran

- Bagi pemegang saham.
Berdasarkan data historis Hero, tingkat *debt to equity ratio* Hero sebesar kisaran 30%. Akan tetapi Hero masih dapat menaikkan *debt to equity ratio* maksimum 50% untuk mendapatkan nilai perusahaan yang tertinggi. Maka dari itu, pemegang saham dapat melakukan penambahan pinjaman untuk melakukan ekspansi.
- Bagi perusahaan.
Perlu dilakukan valuasi perusahaan dengan berhati-hati untuk menentukan nilai perusahaan yang wajar serta penentuan struktur modal yang paling optimum. Dengan demikian perusahaan dapat mengukur kinerja perusahaan dengan lebih tepat dan dapat menentukan langkah selanjutnya untuk pertumbuhan perusahaan dalam hal ekspansi.
- Bagi peneliti selanjutnya.
Karya akhir ini jauh dari sempurna disebabkan oleh keterbatasan waktu dan informasi dari pihak internal perusahaan. Diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan perhitungan dengan asumsi-asumsi yang mendekati keadaan perekonomian saat ini, sehingga dapat menghasilkan perhitungan yang lebih mendekati keadaan sesungguhnya. Daripada itu, peneliti selanjutnya dapat menambahkan analisis perhitungan lebih dari satu perusahaan ritel di Indonesia untuk mendapatkan struktur modal optimum perusahaan ritel di Indonesia pada umumnya.

- Bagi pembuat kebijakan terkait, yaitu Bank Indonesia, karya akhir ini secara tidak langsung dapat dijadikan sebagai referensi dalam penetapan *BI Rate* yang dijadikan acuan oleh bank dalam penetapan suku bunga pinjaman. Dengan *BI Rate* yang tidak terlalu tinggi dapat merangsang pertumbuhan industri ritel di Indonesia pada masa datang.



DAFTAR REFERENSI

Annual Report PT Hero Supermarket Tbk. 2007

Annual Report PT Hero Supermarket Tbk. 2008

Annual Report PT Hero Supermarket Tbk. 2009

Annual Report PT Hero Supermarket Tbk. 2010

Atmaja, Lukas Setia, Ph.D. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : ANDI.

Brigham.Eugene.F.& Ehrhardt. Michael.C.(2005). *Financial Management: Theory and Practice*. South Western: Thomson Corporation.

Damodaran. Aswath. (2001). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*. New York : John Wiley & Sons Inc.

Department of Financial Management. (2006). “Determining the Optimal Capital Structure : a Practical Contemporary Approach”. *Meditari Accountancy Research Vo.14 No.2. 1-16*. University of Pretoria : de Wet. JHvH.

Fernandez. Pablo. (2002). “Optimal Capital Structure: Problems With The Harvard and Damodaran Approaches”. *Research Paper No 454*. Barcelona: University of Navarra.

Gamblem John. E.. Thompson. Arthur. A. Jr. (2009). *Essentials of Strategic Management*. New York : McGraw-Hill Companies. Inc.

Gill. Amarjit.. et.al.(2009). “The Determinants of Capital Structure in the Service Industry : Evidence from United States”. *The Open Business Journal.2.48-53*.

- Graham. John & Harvey. Campbell. (2002). "How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions". *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Hackbarth. Dirk.. Miao. Jianjun.. & Morellec. Erwan. (2006). 'Capital structure, credit risk, and macroeconomics conditions". *Journal of Financial Economics*. 82. 519-550
- Hatfield. Gay.B. Cheng. Louis.T.W.. & Davidson. Wallace.N.(1994). "The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Form and Industry Debt Ratios on Market Value". *Journal of Financial and Strategic Decisions*. Vol.7. 3.
- J. Fred Weston, Mark L. Litchell, dan J. Harold Mulherin, "Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance", 4th edition, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2004.
- Kisgen, Darren J. (2006). "Credit Ratings and Capital Structure". *Journal of Finance*. Vol LXI. No3.
- Manurung. Adler Haymans. (2011). *Valuasi Wajar Perusahaan*. Jakarta : PT Adler Manurung Press.
- Megginson. William. L. (1997). *Corporate Finance Theory*. United States : Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H (1958). "The Cost of Capital, Corporation and The Theory of Investment". *The American Economic Review*. Vol.48,No.3. pp.261-297
- Ross.Stephen.A..Randolph.Westerfield..Jeffrey.Jaffe.(2008). *Corporate Finance*. Boston: Irwin/McGraw-Hill.
- White. Gerald.I.. Sondhi. Ashwinpaul. C.. & Fried. Dov.(2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. Denvers: John Wiley & Sons Inc.

Wild. John.J.. Subramanyam. K.R.. & Halsey. Robert.F.(2005). *Analisis Laporan Keuangan* (Yanivi S. Bachtiar & S. Nurwahyu Harahap. Penerjemah). Jakarta : Salemba Empat.



Lampiran 1
Rasio Laporan Keuangan

I. Likuiditas (*Liquidity*) :

$$\text{Rasio lancar (Current Ratio): } \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Kewajiban lancar}}$$

Rasio cepat (*Acid Test Ratio*):

$$\frac{\text{Kas + Setara kas + Surat berharga + Piutang usaha}}{\text{Kewajiban lancar}}$$

$$\text{Periode penagihan (Collection Period): } \frac{\text{Piutang lancar}}{\text{Penjualan} / 360}$$

Jumlah hari untuk menjual persediaan (*Days to Sell Inventory*):

$$\frac{\text{Persediaan rata - rata}}{\text{Harga pokok} / 360}$$

II. Struktur Modal dan Solvabilitas (*Capital Structure and Solvency*).

Total utang terhadap ekuitas (*Total Debt to Equity*):

$$\frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Ekuitas pemegang saham}}$$

Utang jangka panjang terhadap ekuitas (*Long Term Debt to Equity*):

$$\frac{\text{Kewajiban jangka panjang}}{\text{Ekuitas pemegang saham}}$$

Kelipatan bunga dihasilkan (*Times Interest Earned*):

$$\frac{\text{Laba sebelum pajak dan beban bunga}}{\text{Beban bunga}}$$

III. Tingkat Pengembalian dan Investasi (*Return On Investment-ROI*).

Tingkat pengembalian atas aktiva (*Return On Assets-ROA*).

$$\frac{\text{Laba bersih + Beban bunga (1 - Tarif pajak)}}{\text{Rata - rata total aktiva}}$$

Tingkat pengembalian atas ekuitas biasa (*Return On Common Equity*):

$$\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Rata - rata ekuitas pemegang saham}}$$

IV. Kinerja Operasi (*Operating Performance*).

Margin laba kotor (*Gross Profit Margin*):

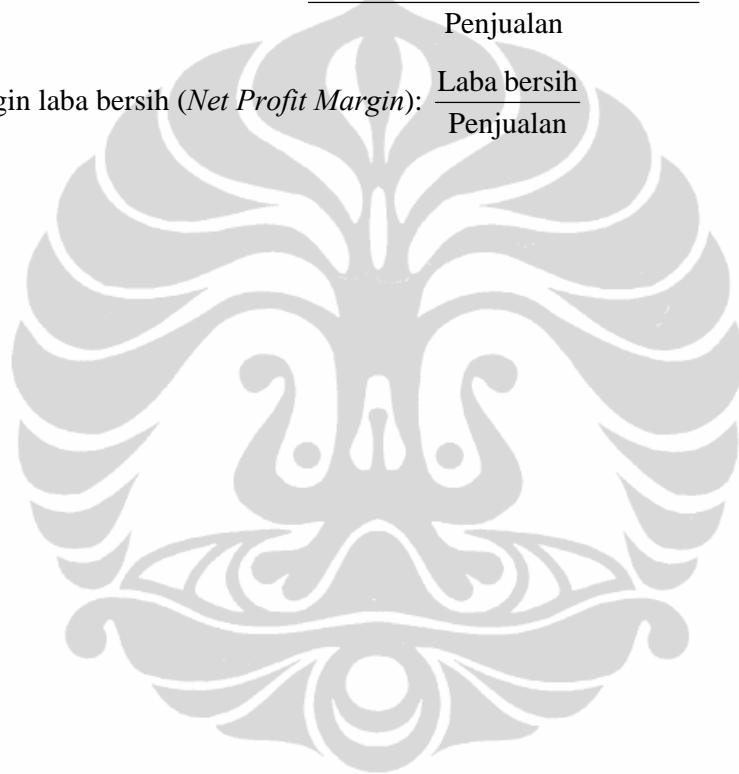
$$\frac{\text{Penjualan} - \text{Harga pokok penjualan}}{\text{Penjualan}}$$

Margin laba bersih (*Operating Profit Margin*): $\frac{\text{Laba operasi}}{\text{Penjualan}}$

Margin laba sebelum pajak (*Pretax Profit Margin*):

$$\frac{\text{Laba sebelum pajak penghasilan}}{\text{Penjualan}}$$

Margin laba bersih (*Net Profit Margin*): $\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}}$



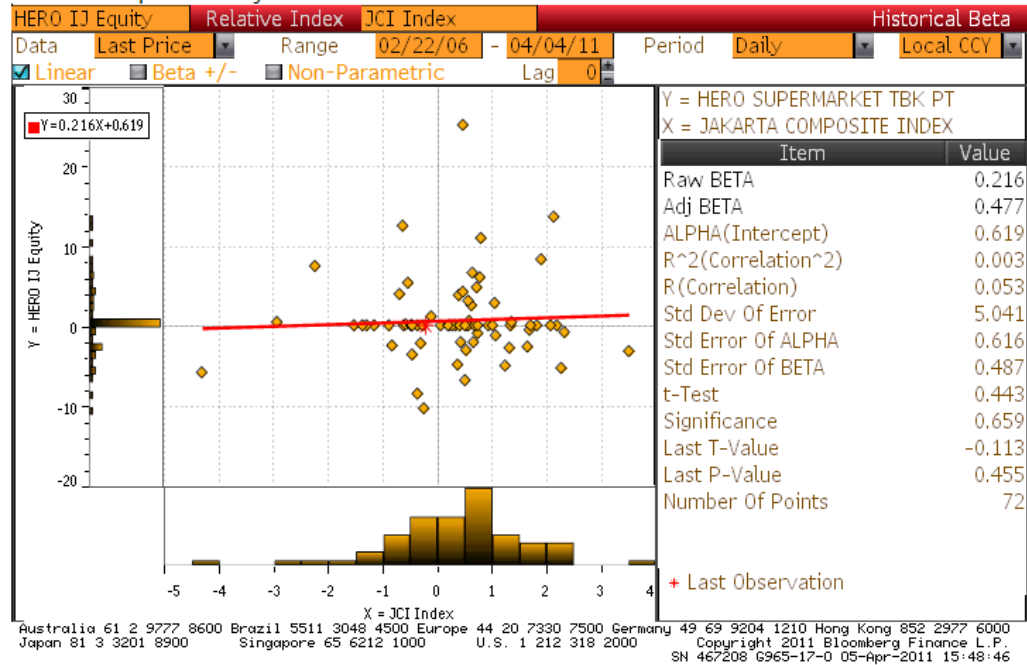
Lampiran 2

Beta PT Hero Supermarket Tbk

<HELP> for explanation.

EquityBETA

Number of points may be insufficient for an accurate beta.



Sumber : Bloomberg

Lampiran 3

PT Hero Supermarket Tbk

Neraca

	2007	2008	2009	2010
CURRENT ASSETS				
Cash and Cash Equivalents	148,823	148,636	52,743	179,090
Accounts Receivable				
Thrid Parties	89,089	83,059	103,942	88,938
Related Parties	18	16	25	23
Other Receivables	12,789	17,091	18,773	22,013
- Third Parties				
- Related Parties	49	156		
Inventories	494,919	626,283	836,502	919,063
Loan Receivables	6,900			
Prepaid Taxes	2,919	8,985	25,851	17,606
Prepaid Expenses	100,153	115,837	222,882	172,023
TOTAL CURRENT ASSETS	855,659	1,000,063	1,260,718	1,398,756
NON CURRENT ASSETS				
Other Receivables-Related Parties			16,461	14,207
Loans Receivables	19,144	17,262		
Deferred Tax Assets - Net	57,318	82,462	75,384	54,836
Intangible Asset	21,674	17,739	13,804	9,869
Property and Equipment	561,000	752,371	1,291,480	1,454,899
Prepaid Expenses and Advances	199,153	219,846	134,902	117,315
Other Assets	33,450	37,949	37,539	75,486
TOTAL ASSETS	1,747,398	2,127,692	2,830,288	3,125,368
CURRENT LIABILITIES				
Trade Payables				
Third Parties	586,779	677,429	772,852	894,111
Related Parties	18,918	6,745	10,935	8,532
Other Payables - Third Parties	136,446	199,885	220,778	188,825
Other Payables - Related Parties	369	2,083	371	2,149
Deferred Revenue	4,921	21,964	17,436	23,041
Accrued Expenses	122,093	177,465	210,209	251,720
Taxes Payables	30,140	62,843	8,644	16,186
Provisions	12,059	9,642	10,837	6,793
Short-term loans			397,052	375,000
TOTAL CURRENT LIABILITIES	911,725	1,158,056	1,649,114	1,766,357
Deferred Revenue	965	2,910	3,584	6,801
Provisions		5,531	6,232	6,232
Employee Benefits Obligation	176,530	206,312	244,667	197,378
TOTAL LIABILITIES	1,089,220	1,372,809	1,903,597	1,976,768
EQUITY				
STOCKHOLDERS' EQUITY				
Capital Stock	164,710	164,710	164,710	164,710
Additional Paid in Capital - Net	71,225	71,225	71,225	71,225
Retained Earnings				
Appropriated	20,000	25,000	30,000	35,000
Unappropriated	402,243	493,948	660,756	877,665
TOTAL EQUITY	658,178	754,883	926,691	1,148,600
TOTAL LIABILITIES+MI+EQUITY	1,747,398	2,127,692	2,830,288	3,125,368

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk

Lampiran 4
PT Hero Supermarket Tbk
Proyeksi Neraca

BALANCE SHEETS	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
CURRENT ASSETS					
Cash and Cash Equivalents	239,165.55	315,244.44	469,931.26	392,450.26	750,834.01
Accounts Receivable					
Third Parties	109,013.77	122,107.20	134,451.98	144,937.31	159,435.73
Related Parties	26.14	28.83	32.17	34.91	38.27
Other Receivables - Third Parties - Related Parties	23,772.38	26,199.52	28,732.76	31,540.72	34,578.66
Inventories	973,487.16	1,069,790.59	1,186,787.40	1,300,728.00	1,423,319.15
Loan Receivables					
Prepaid Taxes	18,461.74	21,401.44	25,063.98	26,728.92	29,010.56
Prepaid Expenses	193,683.11	219,157.44	249,002.84	267,459.87	292,224.25
NON CURRENT ASSETS					
Other Receivables - Related Parties	16,325.07	18,415.38	20,510.67	22,139.95	24,263.52
Loans receivables					
Deferred Tax Assets - Net	74,212.38	87,603.50	94,748.16	100,702.09	111,112.82
Intangible Asset	4,934.50	2,467.25	1,233.63	616.81	308.41
Property and Equipment	1,618,234.43	1,834,099.37	2,001,400.00	2,122,266.42	2,195,596.41
Prepaid Expenses and Advances	175,873.53	203,450.07	212,257.93	227,079.83	252,607.14
Other Assets	72,571.41	75,558.10	82,355.22	93,107.98	101,870.35
TOTAL ASSETS	3,519,761.16	3,995,523.12	4,506,507.99	4,729,793.08	5,375,199.28
Liabilities					
Current Liabilities					
Trade payables					
Third Parties	970,632.61	1,063,449.60	1,167,437.03	1,281,311.94	1,405,142.29
Related Parties	8,817.53	9,663.06	10,595.61	11,622.07	12,750.80
Other Payables - Third Parties	224,175.59	257,216.31	282,626.66	304,150.39	333,981.23
Other Payables - Related Parties	2,013.06	2,173.10	2,233.74	2,563.20	2,815.49
Deferred Revenue	23,575.96	26,752.12	28,999.14	31,927.69	34,940.18
Accrued Expenses	262,544.67	288,149.72	317,781.11	349,694.34	382,693.49
Taxes Payable	14,295.01	17,542.64	18,206.64	20,534.76	22,219.51
Provisions	10,532.18	9,846.09	11,726.17	12,352.18	13,831.56
Short-term loans	350,000.00	350,000.00	350,000.00		
Deferred Revenue	6,092.52	6,408.21	7,093.75	8,026.37	8,737.57
Provisions	7,075.43	7,907.76	8,682.58	9,441.32	10,362.70
Employee Benefits Obligation	241,837.98	276,026.34	303,996.22	326,248.62	358,597.26
Total Liabilities	2,121,592.54	2,315,134.94	2,509,378.65	2,357,872.89	2,586,072.08
Equity					
STOCKHOLDERS' EQUITY					
Capital Stock	164,710.00	164,710.00	164,710.00	164,710.00	164,710.00
Additional Paid in Capital - Net	71,225.00	71,225.00	71,225.00	71,225.00	71,225.00
Retained Earnings					
Appropriated	1,162,233.62	1,444,453.18	1,761,194.34	2,135,985.19	2,553,192.20
Unappropriated					
Total Equity	1,398,168.62	1,680,388.18	1,997,129.34	2,371,920.19	2,789,127.20
TOTAL LIABILITIE AND EQUITY	3,519,761.16	3,995,523.12	4,506,507.99	4,729,793.08	5,375,199.28

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Lampiran 5
PT Hero Supermarket Tbk
Laporan Laba Rugi

PROFIT & LOSS	2007	2008	2009	2010
NET SALES	5,147,229.00	5,863,988.00	6,653,396.00	7,667,325.00
GROSS PROFIT	1,112,113.00	1,366,675.00	1,611,838.00	1,787,406.00
Operating Income	79,415.00	180,677.00	254,956.00	317,967.00
OTHER INCOME (EXPENSES)				
Interest Income	9,422.00	4,479.00	2,779.00	4,088.00
Interest Expenses	(11,296.00)	(1,311.00)	(28,191.00)	(38,368.00)
Total Other Expenses - Net	19,427.00	(29,750.00)	(21,503.00)	(24,859.00)
PRE-TAX PROFIT	98,842.00	150,927.00	233,453.00	293,108.00
INCOME TAX BENEFIT (EXPENSE)				
Current	(28,604.00)	(54,222.00)	(61,645.00)	(71,199.00)
Total Income Tax Expenses	(28,604.00)	(54,222.00)	(61,645.00)	(71,199.00)
NET INCOME	70,238.00	96,705.00	171,808.00	221,909.00

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk

Lampiran 6
PT Hero Supermarket Tbk
Laporan Proyeksi Laba Rugi

PROFIT & LOSS	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
NET SALES	8,407,774	9,220,954	10,114,072	11,095,053	12,172,610
GROSS PROFIT	8,407,774	9,220,954	10,114,072	11,095,053	12,172,610
Operating Income	361,779	403,412	445,573	489,910	537,505
OTHER INCOME (EXPENSES)					
Interest Income	5,979	7,881	11,748	9,811	18,771
Interest Expenses	(35,000)	(35,000)	(35,000)	-	-
Total Other Expenses - Net	(29,021)	(27,119)	(23,252)	9,811	18,771
PRE-TAX PROFIT	332,758	376,293	422,322	499,721	556,276
INCOME TAX BENEFIT (EXPENSE)					
Current	(83,190)	(94,073)	(105,580)	(124,930)	(139,069)
Total Income Tax Expenses	(83,190)	(94,073)	(105,580)	(124,930)	(139,069)
NET INCOME	249,569	282,220	316,741	374,791	417,207

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Lampiran 7

PT Hero Supermarket Tbk
Free Cash Flow To The Firm

Discounted Cash Flow	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<i>EBIT</i>	361,779	403,412	445,573	489,910	537,505
<i>Income tax (from P/L Statements)</i>	(83,190)	(94,073)	(105,580)	(124,930)	(139,069)
<i>Taxes Payable</i>	(1,891)	3,248	664	2,328	1,685
<i>Tax paid</i>	(85,081)	(90,826)	(104,916)	(122,602)	(137,384)
<i>Tax on interest expense</i>	(8,750)	(8,750)	(8,750)	-	-
<i>Tax on interest income</i>	1,495	1,970	2,937	2,453	4,693
<i>Adjusted tax (Tax on EBIT)</i>	(92,336)	(97,605)	(110,729)	(120,149)	(132,692)
<i>NOPAT</i>	269,443	305,806	334,844	369,761	404,814
<i>Depreciation and Amortization</i>	236,665	284,135	332,699	379,134	426,670
<i>Trade receivables</i>	(20,079)	(13,096)	(12,348)	(10,488)	(14,502)
<i>Other receivables</i>	(1,759)	(2,427)	(2,533)	(2,808)	(3,038)
<i>Inventories</i>	(54,424)	(96,303)	(116,997)	(113,941)	(122,591)
<i>Advances and other current assets</i>	(22,516)	(28,414)	(33,508)	(20,122)	(27,046)
<i>Trade payables</i>	76,807	93,663	104,920	114,901	124,959
<i>Other payables</i>	35,215	33,201	25,471	21,853	30,083
<i>Deferred Revenue</i>	535	3,176	2,247	2,929	3,012
<i>Accrued expenses</i>	10,825	25,605	29,631	31,913	32,999
<i>Purchase of property, plant and equipment less proceeds from disposals</i>	(400,000)	(450,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
Free cash flow	130,711	155,345	164,427	273,132	355,361

Sumber : Laporan Keuangan PT Hero Supermarket Tbk “telah diolah kembali”

Lampiran 8

PT Hero Supermarket Tbk

Tingkat Pengembalian Pasar (Indeks Harga Saham Gabungan)

Tanggal	IHSG		Tanggal	IHSG	
	Nilai	Return %		Value	Return %
Jan-05	1.045,44		Jan-08	2.627,25	(4,32)
Feb-05	1.073,83	2,72	Feb-08	2.721,94	3,60
Mar-05	1.080,17	0,59	Mar-08	2.447,30	(10,09)
Apr-05	1.029,61	(4,68)	Apr-08	2.304,52	(5,83)
May-05	1.088,17	5,69	May-08	2.444,35	6,07
Jun-05	1.122,38	3,14	Jun-08	2.349,11	(3,90)
Jul-05	1.182,30	5,34	Jul-08	2.304,51	(1,90)
Aug-05	1.050,09	(11,18)	Aug-08	2.165,94	(6,01)
Sep-05	1.079,28	2,78	Sep-08	1.832,51	(15,39)
Oct-05	1.066,22	(1,21)	Oct-08	1.256,70	(31,42)
Nov-05	1.096,64	2,85	Nov-08	1.241,54	(1,21)
Dec-05	1.162,64	6,02	Dec-08	1.355,41	9,17
Jan-06	1.232,32	5,99	Jan-09	1.332,67	(1,68)
Feb-06	1.230,66	(0,13)	Feb-09	1.285,48	(3,54)
Mar-06	1.322,97	7,50	Mar-09	1.434,07	11,56
Apr-06	1.464,41	10,69	Apr-09	1.722,77	20,13
May-06	1.330,00	(9,18)	May-09	1.916,83	11,26
Jun-06	1.310,26	(1,48)	Jun-09	2.026,78	5,74
Jul-06	1.351,65	3,16	Jul-09	2.323,24	14,63
Aug-06	1.431,26	5,89	Aug-09	2.341,54	0,79
Sep-06	1.534,62	7,22	Sep-09	2.467,59	5,38
Oct-06	1.582,63	3,13	Oct-09	2.367,70	(4,05)
Nov-06	1.718,96	8,61	Nov-09	2.415,84	2,03
Dec-06	1.805,52	5,04	Dec-09	2.534,36	4,91
Jan-07	1.757,26	(2,67)	Jan-10	2.610,80	3,02
Feb-07	1.740,97	(0,93)	Feb-10	2.549,03	(2,37)
Mar-07	1.830,92	5,17	Mar-10	2.777,30	8,96
Apr-07	1.999,17	9,19	Apr-10	2.971,25	6,98
May-07	2.084,32	4,26	May-10	2.796,96	(5,87)
Jun-07	2.139,28	2,64	Jun-10	2.913,68	4,17
Jul-07	2.348,67	9,79	Jul-10	3.069,28	5,34
Aug-07	2.194,34	(6,57)	Aug-10	3.081,88	0,41
Sep-07	2.359,21	7,51	Sep-10	3.501,30	13,61
Oct-07	2.643,49	12,05	Oct-10	3.635,32	3,83
Nov-07	2.688,33	1,70	Nov-10	3.531,21	(2,86)
Dec-07	2.745,83	2,14	Dec-10	3.703,51	4,88
			Jan-11	3.409,17	(7,95)
			Feb-11	3.470,35	1,79

Sumber : Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Harga Saham di Pasar PT Hero Supermarket Tbk "telah diolah kembali"

Berdasarkan data IHSG Januari 2005 – Februari 2011, diperoleh rata-rata tingkat pengembalian berdasarkan IHSG bulanan sebesar 1,95%. Kemudian rata-rata bulanan tersebut dikalikan 12 bulan, maka didapat tingkat pengembalian pasar IHSG tahunan sebesar 23,45%.

