

Analisa Struktur Modal dan Modal Kerja Optimal Pada Perusahaan Ritel Farmasi

Pamian Siregar^a, Sri Hartoyo^b, Hendro Sasonko^c

^aSekolah Bisnis-IPB, ^bInstitut Pertanian Bogor, ^cUniversitas Pakuan

□ siregapamian@gmail.com

ABSTRAK. PT Kimia Farma Pharmacy menyatukan rantai farmasi ritel terbesar di Indonesia mendirikan sejumlah tambahan toko obat (apotek) sebagai strategi kompetitif sejak 2013. Sumber pendanaan untuk investasi dalam penambahan apotek toko berasal dari kas internal dan pinjaman bank jangka pendek (hutang), yang menghasilkan ketidakcocokan pendanaan. Pengelolaan struktur modal yang kurang baik menyebabkan terganggunya kegiatan operasional dalam jangka pendek dan komposisi struktur modal yang tidak efisien. Kinerja operasional perusahaan terganggu karena sumber daya yang ditunjukkan oleh penurunan rasio aktivitas keuangan mulai menerapkan strategi pada 2013 dan penurunan arus kas operasional mulai 2016, bahkan negatif pada 2017. Perhitungan kebutuhan modal kerja 2012-2017 menunjukkan bahwa modal kerja tahunan yang tersedia cukup untuk membiayai kebutuhan modal kerja dalam periode tertentu. Modal kerja yang tersedia pada tahun 2017 dapat memenuhi persyaratan modal kerja untuk target penjualan 2018. Likuiditas terganggu karena Penurunan operasi kas yang disebabkan oleh ketidakcocokan pendanaan. Simulasi struktur modal yang optimal adalah komposisi utang 40% dan ekuitas 60% pada tahun 2017, peristiwa dalam komposisi neraca utang 69% dan ekuitas 31%. Likuiditas terganggu karena Penurunan operasi kas yang disebabkan oleh ketidakcocokan pendanaan. Simulasi struktur modal yang optimal adalah komposisi utang 40% dan ekuitas 60% pada tahun 2017, peristiwa dalam komposisi neraca utang 69% dan ekuitas 31%. Likuiditas terganggu karena Penurunan operasi kas yang disebabkan oleh ketidakcocokan pendanaan. Simulasi struktur modal yang optimal adalah komposisi utang 40% dan ekuitas 60% pada tahun 2017, peristiwa dalam komposisi neraca utang 69% dan ekuitas 31%.

Kata kunci: Struktur Modal; Farmasi Ritel; Modal Kerja

ABSTRACT. PT Kimia Farma Pharmacy roomates the biggest retail pharmacy chain in Indonesia established additional number of pharmacies stores (drugstore) as a competitive strategy since 2013. The funding source for investment in the addition of store pharmacies comes from internal cash and short-term bank loans (debt), the resulting in a funding mismatch. Management of the capital structure do not good cause disruption of the operational activities in the short term and the composition of the capital structure inefficient. The company's operational performance was disrupted as indicated resources by the decline in financial activities starting ratios implemented a strategy in 2013 and the decline in operational cash flow starting in 2016, even negative in 2017. The calculation of the working capital requirement 2012-2017 show that the yearly available working capital is sufficient to finance working capital requirements within that particular period. The available working capital in 2017 could fulfill the requirement of working capital for 2018 sales targets. The liquidity was disrupted due to the Decrease in cash operation the caused by funding mismatches. The optimal capital structure simulation is a composition of 40% debt and 60% equity in 2017, the event in balance sheet composition of 69% debt and 31% equity. The liquidity was disrupted due to the Decrease in cash operation the caused by funding mismatches. The optimal capital structure simulation is a composition of 40% debt and 60% equity in 2017, the event in balance sheet composition of 69% debt and 31% equity. The liquidity was disrupted due to the Decrease in cash operation the caused by funding mismatches. The optimal capital structure simulation is a composition of 40% debt and 60% equity in 2017, the event in balance sheet composition of 69% debt and 31% equity.

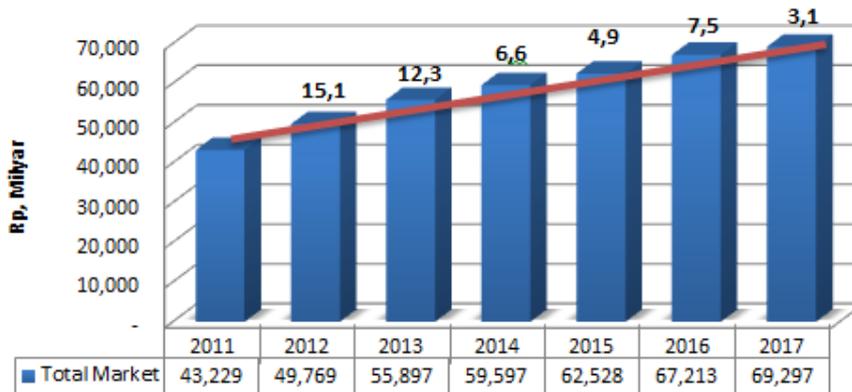
Keyword: Capital Structure; Retail Pharmacy; Working Capital

PENDAHULUAN

Persaingan ritel pada dasarnya dapat dibedakan dari jenis kategori dan jenis produknya. Berdasarkan kategori maka ritel dapat dikelompokan atas toserba, *catalog showroom*, *food & drug retailer*, *super market & convenience store*. Sementara untuk jenis produknya seperti *food*, *non-food*, *personal home care* dan *pharmaceutical* (Effendi 2019). Pada kategori ritel farmasi, obat-obatan merupakan salah satu produk farmasi yang berperan penting dalam upaya kesehatan, mulai dari upaya peningkatan kesehatan, pencegahan, diagnosis, pengobatan dan pemulihan, sehingga harus diusahakan agar selalu tersedia pada saat dibutuhkan. Apotek adalah salah satu sarana penunjang pelayanan kesehatan, yaitu tempat dimana masyarakat dapat memenuhi kebutuhan obat yang diperlukan. Menurut Peraturan Menteri Kesehatan Republik Indonesia Nomor 73 tahun 2016 tentang Standar Pelayanan Kefarmasian di Apotek, Apotek adalah sarana pelayanan kefarmasian tempat

dilakukan praktik kefarmasian oleh Apoteker. Pelayanan kefarmasian merupakan suatu pelayanan langsung dan bertanggung jawab kepada pasien yang berkaitan dengan sediaan farmasi dengan maksud mencapai hasil yang pasti untuk meningkatkan mutu kehidupan pasien maksud mencapai hasil yang pasti untuk meningkatkan mutu kehidupan pasien.

Indonesia adalah salah satu negara emerging market industri farmasi dunia. Menurut data *Intercontinental Marketing Services Health (IMS Health)* 2016, total pasar farmasi Indonesia pada tahun 2016 adalah sebesar Rp 67,213 triliun atau tumbuh sekitar 7,49% dari tahun 2015 yang sebesar Rp 62,528 triliun. Pertumbuhan pasar farmasi tahun 2016 tersebut lebih tinggi dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya yang tumbuh sebesar 4,92%. Dalam 5 tahun terakhir, pertumbuhan pasar farmasi Indonesia termasuk yang tertinggi di dunia dengan *Compound Annual Growth Rate (CAGR)* sebesar 9,29%.



Sumber : IMS Health 2016

Gambar 1. Trend Pasar Farmasi Indonesia (miliar rupiah)

Beberapa faktor pendorong tumbuhnya industri farmasi Indonesia adalah meningkatnya penduduk kelas menengah atas sehingga meningkatkan daya beli masyarakat, meningkatnya umur harapan hidup dan kesadaran akan hidup sehat (*health life style*) penduduk Indonesia, serta meluasnya jangkauan kepesertaan dari Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) atau BPJS Kesehatan yang mendorong

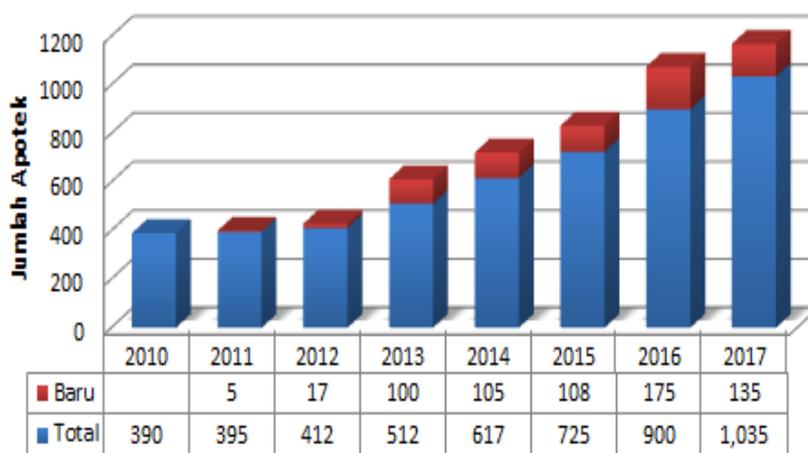
meningkatnya konsumsi obat perkapita penduduk Indonesia. Kepesertaan BPJS Kesehatan hingga Maret 2017 mencapai 175 juta anggota, atau 66% dari keseluruhan populasi penduduk Indonesia. Pemerintah menargetkan seluruh penduduk Indonesia akan *discover* oleh BPJS Kesehatan pada tahun 2019. Dengan semakin meningkatnya umur harapan hidup dan kesadaran akan hidup sehat (*life style*) penduduk Indonesia, tentunya

akan mendorong peningkatan konsumsi yang berkaitan dengan peningkatan kesehatan masyarakat, maka pasar farmasi Indonesia kedepan diprediksi masih akan terus tumbuh dan memiliki prospek yang sangat baik.

PT. Kimia Farma (Persero) Tbk sebagai salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang bergerak dalam bisnis farmasi, menangkap peluang potensi pertumbuhan pasar farmasi tersebut dalam pengembangan usahanya. Dengan melakukan transformasi bisnis dari *pharmaceutical company* menjadi *healthcare company*, PT. Kimia Farma (Persero) Tbk mengembangkan jaringan layanan kesehatan terintegrasi melalui salah satu anak perusahaannya yang bergerak dalam usaha ritel farmasi dan layanan kesehatan yaitu PT. Kimia Farma Apotek (KFA). PT. Kimia Farma Apotek merupakan perusahaan ritel farmasi yang memiliki jumlah apotek

terbanyak serta menjadi market leader pada industri ritel farmasi di Indonesia.

Pada industri ritel, jumlah toko yang dimiliki menjadi salah satu kunci sukses utama suatu perusahaan untuk meningkatkan daya saing dan memenangkan persaingan. Dalam upaya mempertahankan posisi dan meningkatkan keunggulan kompetitif (*competitive advantage*) serta daya saingnya, di tengah meningkatnya persaingan apotek, klinik, dan fasilitas kesehatan lainnya, baik jaringan maupun lokal, manajemen PT. Kimia Farma Apotek menetapkan penambahan jumlah apotek sebagai salah satu strategi pengembangan bisnisnya. Penambahan apotek yang agresif dilakukan mulai tahun 2013 sampai 2016, yang dapat dilihat dari realisasi penambahan jumlah apotek baru setiap tahun yang melebihi 100 apotek.



Sumber: Annual Report PT. Kimia Farma (Persero) Tbk 2016

Gambar 2. Trend Jumlah Apotek KFA

Pada penyusunan Anggaran Perusahaan tahunan KFA, estimasi anggaran biaya investasi yang dibutuhkan untuk penambahan 1 apotek adalah sekitar 1 milyar rupiah. Dengan demikian KFA membutuhkan biaya investasi sekitar 100 milyar rupiah setahun untuk keperluan merealisasikan target pembukaan 100 apotek baru setiap tahunnya (Kimia Farma Annual Report 2014).

Dalam pemenuhan kebutuhan dana suatu perusahaan, aktiva lancar yaitu modal kerja

sebaiknya dibiayai dengan kredit jangka pendek, sedangkan aktiva tetap yaitu kegiatan investasi sebaiknya dibiayai dengan modal sendiri atau kredit jangka panjang (Riyanto, 2013). Pada pengembangan apotek baru yang dilakukan secara agresif dari tahun 2013 - 2016, KFA tidak menggunakan utang jangka panjang sebagai sumber pendanaan investasinya, melainkan menggunakan modal sendiri (*equity*) yaitu laba ditahan dan modal kerja yaitu utang bank jangka pendek. Kondisi ini dapat dilihat dari laporan

keuangan KFA dalam 5 tahun terakhir yaitu dari tahun 2012 – 2016, dimana trend penggunaan utang bank jangka pendek dan

penggunaan laba ditahan terus menaik, sedangkan utang bank jangka panjang tidak ada.

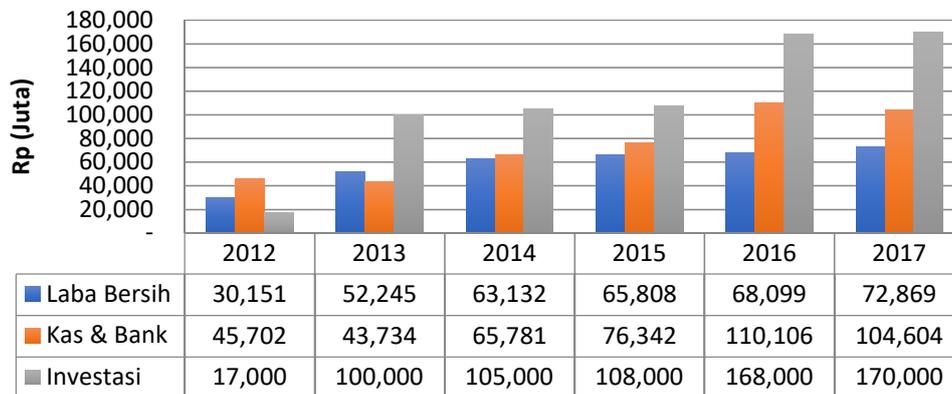
Tabel 1. Trend Penggunaan Sumber Dana KFA (Juta Rupiah)

URAIAN	2012	2013	2014	2015	2016
Utang Bank Jangka Pendek	3,884	10,364	41,563	68,654	164,430
Liabilitas Jangka Panjang					
- Utang Sewa Pembiayaan Jangka Panjang	287	1,090	3,627	2,438	2,013
- Kewajiban Imbalan Kerja	52,542	115,403	101,984	123,336	132,565
Jumlah Liabilitas Jangka Panjang	52,829	116,493	105,611	125,774	134,578
Ekuitas					
Modal Saham	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
Saldo Laba					
- Ditentukan penggunaannya	105,844	132,978	174,773	223,026	291,169
- Belum Ditentukan Penggunaannya	30,151	60,980	71,866	80,903	68,096

Sumber: Annual Report PT. Kimia Farma (Persero) Tbk 2016

Penggunaan modal sendiri yang berasal dari laba ditahan sebagai sumber pendanaan investasi pengembangan apotek baru, terbatas maksimal sebesar laba bersih komprehensif dengan tetap harus memperhatikan ketersediaan kas dan bank. Dengan estimasi anggaran biaya pembukaan 1 apotek adalah Rp 1 milyar sehingga untuk

merealisasikan target pembukaan apotek minimal 100 apotek setiap tahun dibutuhkan dana investasi lebih dari Rp 100 milyar, maka perolehan laba perusahaan tidak dapat memenuhi kebutuhan biaya investasi untuk pengembangan apotek baru (Kimia Farma Annual Report 2014).

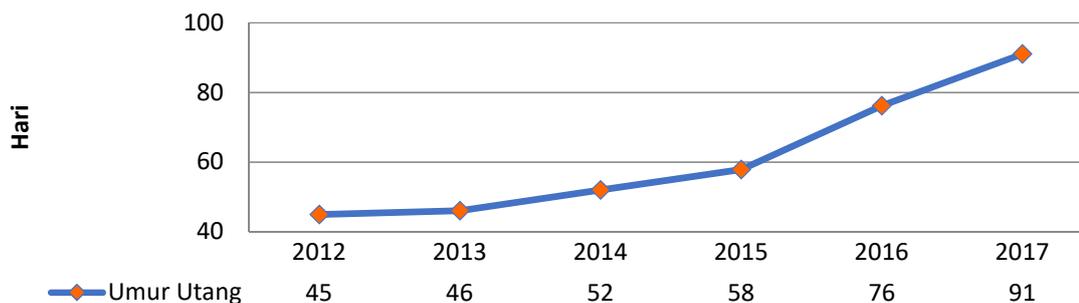


Sumber: Annual Report PT. Kimia Farma Apotek 2012 - 2017

Gambar 3. Perbandingan Laba Bersih terhadap Kebutuhan Investasi

Kekurangan pendanaan untuk kebutuhan investasi yang dilakukan KFA melalui sumber dana yang tidak tepat (*miss match*), yaitu utang bank jangka pendek. Penggunaan sumber dana yang tidak tepat (*miss match*) akan menyebabkan meningkatnya biaya modal pada aspek

keuangan, serta terganggunya aktivitas perusahaan pada aspek operasional seperti masalah persediaan yang diakibatkan oleh terganggunya pembayaran kepada supplier. Kondisi ini dapat dilihat melalui semakin bertambahnya umur utang usaha dari tahun 2012 – 2017.



Sumber: Annual Report PT. Kimia Farma Apotek 2012 - 2016

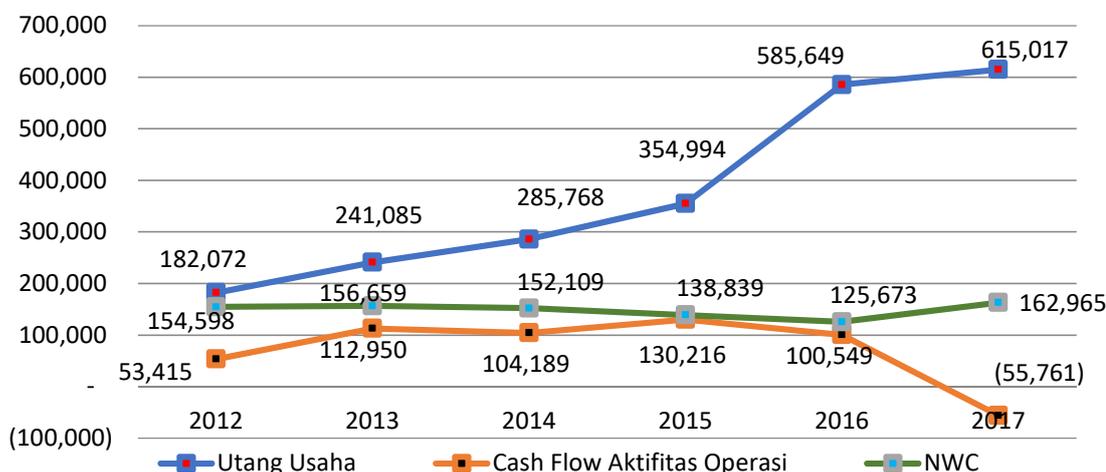
Gambar 4. Trend Umur Utang Usaha KFA

Trend umur utang usaha yang meningkat dari tahun 2012 – 2016 disebabkan oleh terganggunya modal kerja yang ditunjukkan oleh:

1. Utang usaha yang terus meningkat sedangkan posisi cash flow aktifitas operasi jauh dibawah jumlah utang usaha. Kondisi ini menyebabkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang usaha semakin menurun.
2. Modal kerja netto (*net working capital / NWC*) yang semakin menurun menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka

pendek, diantaranya utang usaha semakin menurun.

Pengelolaan struktur modal yang tidak baik yang diakibatkan oleh *miss match* pendanaan investasi menyebabkan permasalahan pada modal kerja. Permasalahan modal kerja menyebabkan gangguan pada persediaan dan akan berimplikasi langsung pada kualitas pelayanan kepada pelanggan. Apabila tidak diselesaikan, kondisi tersebut akan menyebabkan menurunnya kinerja perusahaan, bahkan lebih jauh dapat menyebabkan kerugian perusahaan.



Sumber: Annual Report PT. Kimia Farma Apotek 2012 - 2016

Gambar 5. Trend Utang Usaha, Cash Flow Aktifitas Operasi & Net Working Capital (juta rupiah)

Manajemen keuangan merupakan aktifitas manajemen yang berkaitan dengan penghimpunan dana dan pengalokasiannya dalam bentuk investasi yang dilakuakn secara

efektif dan efisien (Sartono, 2001). Struktur modal merupakan bentuk pendanaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal

pemegang saham (Sawir, 2005). Menurut Sawir (2005) modal kerja adalah keseluruhan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, atau dapat pula dimaksudkan sebagai dana yang harus tersedia untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan sehari-hari. Teori struktur modal dengan modigliani miller memberikan bukti bahwa proposisi modigliani miller tidak relevan menunjukkan bahwa tanpa adanya biaya kebangkrutan perusahaan pajak penghasilan, atau ketidaksempurnaan pasar lainnya, nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur keuangannya di pasar modal yang kompetitif (Acaravci 2015).

Biaya modal pada dasarnya merupakan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) dari biaya modal individual (Hanafi 2004). Hafsa (2015) terkait dengan Analisa Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di BEI menunjukkan bahwa perusahaan yang struktur modalnya lebih banyak menggunakan utang dalam jumlah tinggi cenderung memiliki kinerja keuangan yang tinggi. Rasio maksimal yang masih dapat meningkatkan kinerja keuangan tidak diteliti, sedangkan hal ini penting karena peningkatan porsi utang dapat membahayakan perusahaan dimasa depan. Kondisi ini dapat dilihat pada penelitian Rahma *et al* (2014) dengan judul Penetapan Struktur Modal yang Optimal Guna Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Pada PT Seemount Garden Sejahtera). Analisa terhadap struktur modal yang sudah ditetapkan oleh PT Seemount Garden Sejahtera, komposisinya lebih banyak menggunakan modal sendiri dari pada utang jangka panjang.

Pada penelitian yang dilakukan Sansoethan (2016) mengenai Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman. Dimana dengan menggunakan variabel yang profitabilitas, struktur aset, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan likuiditas, mencoba untuk membuktikan pengaruh terhadap struktur modal dari perusahaan. Dari hasil tersebut diketahui bahwa hanya struktur aset dari perusahaan dan likuiditas. Hal ini diperkuat oleh Angeliend (2012)

dalam penelitian Analisa Struktur Modal Dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya (Studi Pada Sektor Manufaktur di Bursa Efek Indonesia) dimana menyatakan asset perusahaan menjadi hal penting yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Berdasarkan uraian yang sudah disampaikan, maka dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut: 1) bagaimana kondisi dan kinerja operasional perusahaan yang meliputi penambahan apotek dan jumlah apotek, penambahan persediaan dan jumlah persediaan, serta umur utang dagang dan perputaran utang dagang. 2) bagaimana kondisi dan kinerja keuangan perusahaan yang meliputi rasio-rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas dan rentabilitas yang terkait dengan kinerja perusahaan. 3) bagaimana komposisi struktur modal dari tahun 2012-2016 serta komposisi struktur modal yang optimal untuk KFA. 4) bagaimana kondisi modal kerja dari tahun 2012-2016 serta berapa modal kerja optimal yang dibutuhkan untuk menunjang operasional perusahaan.

METODE

Penelitian ini dilakukan sejak Februari – April 2018 dengan lokasi PT Kimia Farma Apotek yang berkantor pusat di jalan Budi Utomo No. 1 Jakarta Pusat yaitu kantor pusat PT. Kimia Farma Apotek dan jalan Veteran No. 9 Jakarta Pusat yaitu kantor pusat PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.

Penelitian ini berjenis studi kasus dimana melihat kondisi finansial dari PT Kimia Farma Apotek, dengan fokus data-data keuangan untuk digunakan sebagai analisa pada aktifitas pendanaan modal kerja perusahaan serta perolehan modal optimal untuk perusahaan pada tahun 2012-2017.

Pada penelitian ini akan menggunakan data sekunder. Dimana data tersebut merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung melalui perantara atau diperoleh dan dicatat oleh pihak lain. Data sekunder pada umumnya berupa bukti dari studi literatur yang diperoleh dari jurnal, tesis, dokumentasi perusahaan, buku yang memuat teori-teori yang relevan dengan penelitian. Data

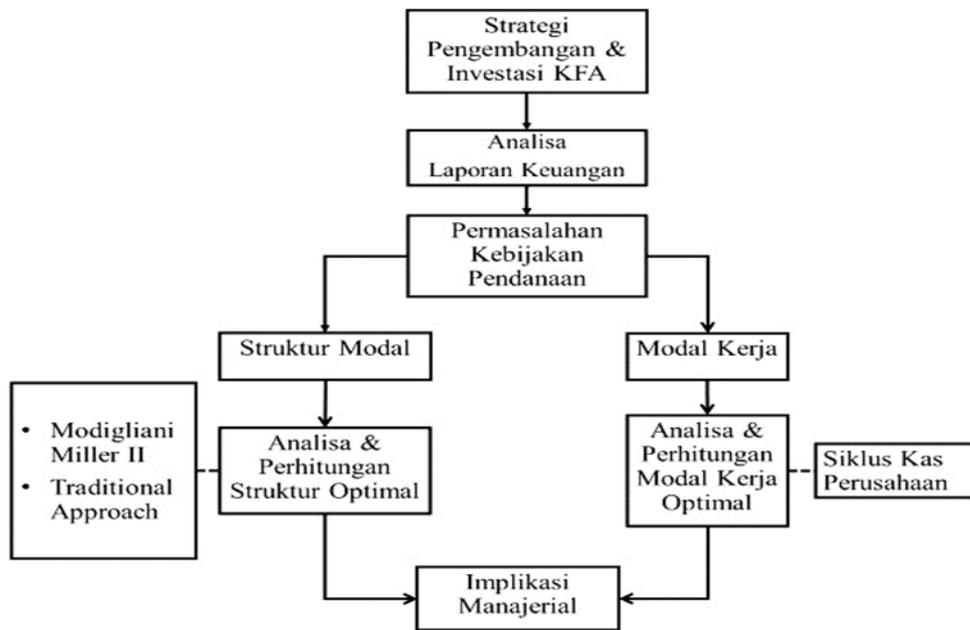
sekunder yang digunakan merupakan data laporan keuangan dari PT Kimia Farma Apotek serta studi pustaka lainnya

Pada penelitian ini akan dilakukan beberapa pendekatan guna mendapatkan hasil serta interpretasi yang sesuai dengan tujuan penelitian, adapun beberapa cara yang digunakan seperti:

1. Analisa laporan keuangan
 Pada analisa ini digunakan untuk mengetahui beberapa pendekatan dari beberapa jenis laporan keuangan, seperti :
2. Analisa kebutuhan modal kerja
 Pada analisa ini digunakan beberapa

pendekatan untuk mengetahui berdasarkan kebutuhan modal kerja terkait dengan perputaran kas, piutang serta persediaan selama lima tahun terakhir.

3. Analisa sumber pendanaan modal kerja
 Melakukan analisis dengan berbagai alternatif sumber pembiayaan, untuk mencapai modal yang optimal sehingga dapat menjadi alternatif dalam kebijakan penelitian.
4. Struktur Modal Optimal
 Analisa dan penentuan struktur modal optimal dengan menggunakan *Traditional Approach* dan Modigliani Miller II



Gambar 6. Kerangka Penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Profil Perusahaan Kimia Farma Apotek

Kimia Farma Apotek merupakan salah satu anak perusahaan dari PT Kimia Farma (Persero) Tbk yaitu Badan Usaha Milik Negara yang bergerak dalam industri layanan kesehatan (*healthcare industry*). Berbekal pengalaman selama ratusan tahun, KFA telah berkembang menjadi perusahaan ritel farmasi dengan pelayanan kesehatan terintegrasi di Indonesia. Transformasi bisnis dilakukan pada tahun 2011 dalam menghadapi

persaingan bisnis yang semakin kompetitif dengan merubah konsep bisnis KFA dari perusahaan ritel farmasi menjadi perusahaan layanan kesehatan terintegrasi. Transformasi menjadi perusahaan kesehatan terintegrasi diwujudkan dengan mengembangkan produk layanan klinik kesehatan, laboratorium klinik dan optik terintegrasi dengan apotek. Melalui konsep bisnis yang baru KFA menyediakan layanan kesehatan yang terintegrasi meliputi layanan farmasi (apotek), klinik kesehatan, laboratorium klinik dan optik, dengan konsep *One Stop Health Care Solution (OSHCs)* dengan

tujuan semakin memudahkan masyarakat mendapatkan layanan kesehatan berkualitas.

Analisa Rasio Keuangan

Analisa rasio-rasio keuangan perusahaan berdasarkan laporan keuangan 6 tahun periode kurun waktu tahun 2012-2017 disajikan pada Tabel 1.

Rasio-rasio keuangan dibagi menjadi 4 kategori utama yaitu: rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktifitas (*fund management ratio*) dan rasio profitabilitas.

1. Rasio likuiditas menunjukkan *trend* menurun, menunjukkan sinyal penurunan kemampuan perusahaan untuk membayar segera (*likuid*) terhadap kewajiban segera perusahaan, sehingga akan mengganggu operasional perusahaan. Sumber pendanaan yang tidak tepat (*mismatch*) pada jangka menengah mulai menyebabkan penurunan *cashflow operation* sehingga mengurangi kemampuan membayar utang usaha.
2. Rasio profitabilitas yang digambarkan oleh rasio *operating profit margin* (laba operasi) dan *net profit margin* (laba bersih) meningkat sampai tahun 2014, menunjukkan bahwa pada awalnya implementasi strategi penambahan agresif

jumlah apotek berhasil meningkatkan profitabilitas perusahaan. Tingkat profitabilitas (OPM dan NPM) menurun mulai dari tahun 2015, terjadi karena peningkatan beban usaha (biaya pegawai dan beban keuangan) jauh lebih tinggi dari pertumbuhan penjualan sehingga pertumbuhan penjualan tidak dapat menghasilkan pertumbuhan laba bersih secara proporsional. Kondisi ini menyebabkan penurunan ROA dan ROE.

3. Rasio aktifitas (ITO, ARTO, APTO, FATO, TATO) menunjukkan *trend* menurun penurunan rasio ARTO disebabkan oleh meningkatnya jumlah dan umur piutang terutama piutang kepada BPJS. Kemampuan membayar utang usaha yang menurun akibat menurunnya *cash flow operations* menyebabkan penurunan rasio APTO. Penambahan inventory sebagai *initial stock* untuk apotek baru menyebabkan penurunan ITO. Penurunan TATO dan FATO disebabkan oleh peningkatan profit yang lebih rendah dari peningkatan aset atas investasi penambahan apotek.
4. Rasio solvabilitas yaitu DER dan DAR meningkat disebabkan meningkatnya rasio utang yang digunakan untuk mendanai investasi pengembangan apotek.

Tabel 2. Rasio Keuangan PT Kimia Farma Apotek 2012-2017 (dalam persen)

Rasio Keuangan	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rasio Likuiditas						
Current Ratio	1.70	1.49	1.38	1.28	1.16	1.15
Quick Ratio	0.88	0.78	0.76	0.72	0.63	0.68
Cash Ratio	0.21	0.14	0.16	0.16	0.14	0.10
Rasio Solvabilitas						
DER	1.0	1.2	1.5	1.6	2.2	2.4
DAR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Rasio Aktifitas						
ITO	8.23	8.17	7.77	7.77	6.54	5.25
ARTO	16.26	15.28	13.52	13.68	12.36	9.57
APTO	8.13	7.93	7.03	6.31	4.79	4.01
FATO	0.32	0.32	0.34	0.37	0.32	0.27
TATO	3.51	3.23	2.96	2.80	2.31	2.02
Rasio Profitabilitas						
GPM	24.9	25.7	25.9	27.0	27.4	28.8
OPM	1.6	2.4	2.7	2.5	2.2	1.7
NPM	1.6	2.3	2.5	2.4	2.2	2.2
ROA1 (EBIT/TA)	5.6	7.7	8.0	6.9	5.2	3.5
ROA2 (EAT/TA)	5.9	7.5	7.5	6.6	5.1	4.4
ROE (EAT/E)	10.9	16.1	18.9	17.5	16.4	14.7

Analisa Struktur Modal

Perhitungan dan analisa struktur modal optimal KFA dibagi dalam dua bagian utama. Bagian pertama menganalisa kinerja struktur modal dalam enam tahun terakhir dimana biaya modal dan nilai perusahaan dihitung dan dianalisa. Hasil dari perhitungan ini memperlihatkan perbedaan struktur modal dengan biaya modal dan nilai perusahaan yang berbeda untuk masing-masing tahun. Bagian yang kedua menghitung struktur modal optimal menggunakan asumsi *perpetual cash flow*. Hasil analisa bagian ini menunjukkan struktur modal yang optimal

yaitu proporsi hutang terhadap modal yang meminimalkan biaya modal (WACC) dan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*). Perhitungan rata-rata tertimbang biaya modal (WACC) dan *firm value* dari tahun 2012-2017 dengan menggunakan pendekatan Tradisional dan Modigliani Miller II disajikan pada Tabel 2 dan Tabel 3. Berdasarkan analisa struktur modal tahun 2012-2017 diperoleh bahwa perbandingan komposisi utang dan ekuitas yang optimal adalah komposisi tahun 2017. Simulasi perhitungan struktur modal yang optimal untuk setiap tahun dari tahun 2012-2017 ditunjukkan pada Tabel 4.

Tabel 3. Perhitungan Biaya Rata-Rata Tertimbang dengan pendekatan Tradisional

Tahun	Total Liabilitas	Pinjaman Eksternal	Ekuitas	Asset	DER	DAR	EBIT	Firm Value	WACC
2012	273,387	3,884	275,998	549,385	1.41%	49.76%	43,325	482,199	8.98%
2013	374,469	10,365	325,226	699,695	3.19%	53.52%	72,537	807,692	8.98%
2014	510,123	41,563	334,422	844,545	12.43%	60.40%	90,463	1,010,341	8.95%
2015	614,146	68,654	376,030	990,176	18.26%	62.02%	100,341	1,126,342	8.91%
2016	924,497	164,430	415,104	1,339,601	39.61%	69.01%	106,135	1,206,685	8.80%
2017	1,175,838	342,000	495,007	1,670,845	69.09%	70.37%	117,995	1,405,106	8.40%

Tabel 4. Perhitungan Biaya Rata-Rata Tertimbang dengan pendekatan Modigliani Miller II

Tahun	Total Liabilitas	Pinjaman Eksternal	Ekuitas	Asset	DER	DAR	Firm Value	WACC
2012	273,387	3,884	275,998	549,385	1.40%	49.80%	362,013	9.05%
2013	374,469	10,365	325,226	699,695	3.20%	53.50%	607,065	9.08%
2014	510,123	41,563	334,422	844,545	12.40%	60.40%	764,250	9.24%
2015	614,146	68,654	376,030	990,176	18.30%	62.00%	853,338	9.36%
2016	924,497	164,430	415,104	1,339,601	39.60%	69.00%	925,567	9.80%
2017	1,175,838	342,000	495,007	1,670,845	69.10%	70.40%	1,068,792	10.44%

Tabel 5. Perbandingan Komposisi Utang dan Ekuitas Simulasi dan Neraca

Tahun	Simulasi				Neraca			
	Utang (%)	Ekuitas (%)	DAR (%)	DER (%)	Utang (%)	Ekuitas (%)	DAR (%)	DER (%)
2012	60	40	60	150	1	99	1	1
2013	65	35	65	186	3	97	3	3
2014	70	30	70	233	12	88	12	14
2015	60	40	60	150	18	82	18	22
2016	55	45	55	122	39	61	39	64
2017	40	60	40	67	69	31	69	223

Komposisi struktur modal yang optimal tahun 2017 adalah pada proporsi utang 40 persen dan ekuitas 60 persen, sedangkan rasio utang dan ekuitas berdasarkan neraca adalah sebesar 69% dan 31%. Berdasarkan

simulasi tersebut, struktur modal perusahaan perlu diperbaiki dalam hal ini melalui penambahan ekuitas untuk mencapai level yang optimal. Analisa yang sama dilakukan untuk periode sebelumnya 2012 sampai 2016

dimana dihasilkan nilai perusahaan maksimal dan WACC minimum.

Analisa Kebutuhan Modal Kerja

Analisa kebutuhan modal kerja KFA ini menggunakan asumsi-asumsi sebagai berikut:

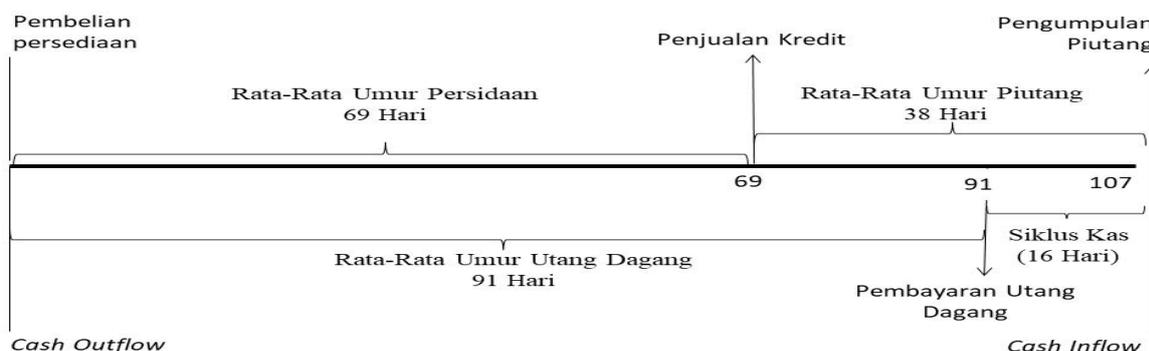
1. Perhitungan kebutuhan modal kerja menggunakan data-data realisasi laba rugi dan neraca KFA tahun terakhir yaitu tahun 2017 dan RKAP tahun 2018.
2. Perhitungan kebutuhan modal kerja tidak menghitung pembayaran kepada pihak ketiga yaitu utang kepada bank dengan fasilitas kredit yang telah berjalan.
3. Perhitungan kebutuhan modal kerja tidak menghitung modal kerja yang

dibutuhkan untuk penambahan jumlah apotek.

Kalkulasi Perhitungan Modal Kerja

1. Lamanya perputaran masing-masing modal kerja

$$\begin{aligned}
 \text{a. Kas/Bank} &= \frac{107.355}{3.376.544} \times 365 \text{ hari} \\
 &= 11.6 \text{ hari} \\
 \text{b. Piutang} &= \frac{352.972}{3.376.544} \times 365 \text{ hari} \\
 &= 38.1 \text{ hari} \\
 \text{c. Persediaan} &= \frac{458.201}{2.405.540} \times 365 \text{ hari} \\
 &= 69.5 \text{ hari} \\
 \text{d. Utang} &= \frac{600.333}{2.405.540} \times 365 \text{ hari} \\
 &= 91.1 \text{ hari}
 \end{aligned}$$



Gambar 7. Siklus Kas KFA Tahun 2017

2. Perputaran modal kerja keseluruhan = $365 : 28.1 = 13$ kali
Kebutuhan Modal Kerja

- a. Berdasarkan Penjualan 2017 = $3,376,543 : 13 = 259,734$
- b. Berdasarkan target penjualan 2018 = $4,111,384 : 13 = 316,260$
- c. Modal Kerja yang ada 1,215,553

Berdasarkan modal kerja yang tersedia maka kebutuhan modal kerja sesuai realisasi penjualan tahun 2017 dan target penjualan tahun 2018 dapat dipenuhi pada kondisi rasio aktifitas *existing*. Kondisi ini tidak baik karena umur utang sangat tinggi yaitu 91 hari. Umur utang yang jauh lebih lama dari *term* umum transaksi diperoleh bukan dari hasil negosiasi bisnis tetapi karena adanya gangguan likuiditas

perusahaan dalam melakukan pembayaran utang kepada *supplier*. Pada jangka panjang hal ini dapat mengurangi kepercayaan *supplier* sehingga menghambat operasional dan kepercayaan konsumen. Rasionalisasi umur utang perlu dilakukan sesuai dengan *term* umum pembelian yaitu 45 hari.

3. Perputaran modal kerja apabila umur utang dirasionalisasi menjadi 45 hari = $365 : (119.2-45) = 4.9$ kali

Kebutuhan Modal Kerja

- a. Berdasarkan Penjualan 2017 = $3,376,543 : 4.9 = 689,090$
- b. Berdasarkan target penjualan 2018 = $4,111,384 : 4.9 = 839,057$
- c. Modal Kerja yang ada 1,215.553

Berdasarkan kalkulasi tanpa memperhitungkan kebutuhan modal kerja yang digunakan untuk penambahan apotek baru, maka KFA tidak membutuhkan tambahan modal kerja yang baru. Modal kerja yang tersedia tahun 2017 sebesar Rp 1,215,553 juta sedangkan kebutuhan modal kerja untuk target penjualan tahun 2018 dengan

menggunakan rasio keuangan *existing* sebesar Rp 316,260 juta dan berdasarkan kebutuhan untuk rasionalisasi umur utang sebesar Rp 839,057 juta. Efisiensi modal kerja dapat diukur dengan menggunakan perhitungan *Return on Working Capital* (Husnan 1997). Pengelolaan modal kerja paling efisien diperoleh pada tahun 2014 dengan RWC sebesar 16.25 persen.

Tabel 6. Return on Working Capital KFA Tahun 2012-2017

Tahun	Laba Usaha	Asset Lancar	RWC (%)
2012	43,325	375,156	11.55
2013	72,537	478,690	15.15
2014	90,463	556,620	16.25
2015	100,341	627,210	16.00
2016	106,135	915,591	11.59
2017	117,995	1,215,552	9.71

Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil analisa di atas, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan oleh manajemen dalam usaha meningkatkan kinerja keuangan yang terkait dengan implementasi strategi penambahan agresif jumlah apotek, yaitu:

- a. Aktifitas operasional menunjukkan *trend* menurun, yang dalam jangka menengah panjang dapat menurunkan citra perusahaan dan kepercayaan konsumen. Perbaikan pengelolaan piutang perlu dilakukan dengan mempercepat pencairan piutang, diantaranya melalui alternatif penggunaan instrument keuangan seperti anjak piutang (*factoring*). Rasionalisasi umur utang juga perlu dilakukan untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan pada *supplier*.
- b. *Profitability* perusahaan menunjukkan *trend* menurun, untuk itu perlu dilakukan *review* terhadap kelayakan apotek-apotek baru yang sudah dibuka, dan melakukan penutupan ataupun relokasi apabila perkembangannya tidak sesuai *study* kelayakan. Kajian lebih mendalam terhadap efektifitas dan keberlangsungan implementasi strategi agresif pembukaan apotek baru dalam upaya peningkatan kinerja perusahaan. Perkembangan teknologi informasi saat ini telah

mendorong perubahan perilaku konsumen sehingga berpindah dari transaksi *off line* ke *on line*.

- c. Sumber pendanaan yang tidak tepat (*mismatch*) pada jangka menengah mulai menyebabkan terganggunya aktifitas operasional perusahaan. KFA perlu melakukan restrukturisasi struktur modal melalui *refinancing* utang bank, yaitu melakukan pinjaman utang jangka menengah atau panjang untuk menutupi kembali utang bank jangka pendek yang sempat digunakan untuk mendanai investasi pembukaan apotek.
- d. Struktur modal optimal berdasarkan analisa adalah komposisi *debt* sebesar 40 persen sedangkan posisi neraca pada tahun 2017 adalah sebesar 69 persen. Penambahan ekuitas diperlukan untuk memperbaiki struktur modal dan keberlangsungan implementasi strategi agresif penambahan jumlah apotek.

Modal kerja tahun 2017 dapat memenuhi kebutuhan modal kerja untuk penjualan tahun 2017 maupun target penjualan tahun 2018. Pembayaran utang usaha terganggu akibat *mismatch* penggunaan modal kerja untuk investasi pembukaan apotek.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan yang dari penelitian ini adalah:

1. Strategi penambahan agresif jumlah apotek dapat meningkatkan kinerja keuangan KFA sampai tahun 2014 yang ditunjukkan oleh perbaikan rasio-rasio keuangan sampai tahun tersebut. Kinerja keuangan mulai tahun 2015 mulai menurun yang ditunjukkan oleh menurunnya rasio-rasio keuangan. Kondisi ini menunjukkan bahwa sumber pendanaan investasi untuk penambahan jumlah apotek yang tidak tepat, pada jangka panjang menyebabkan terganggunya operasional dan kinerja keuangan perusahaan.
2. Perhitungan struktur modal terhadap posisi tahun 2012 sampai dengan tahun 2017 menggunakan pendekatan *Traditional Approach* dan *Modigliani Miller II* menunjukkan bahwa proporsi struktur modal tahun 2017 memberikan nilai perusahaan paling tinggi dan biaya modal paling rendah sehingga merupakan proporsi terbaik. Simulasi struktur modal optimal berada komposisi *debt* 40% dan ekuitas 60%.
3. Analisa rasio aktifitas yang meliputi *Working Capital Total Turnover, Inventory Turnover, Account Receivable Turnover, Account Payable Turnover, Fix Asset Turnover* dan *Total Asset Turnover* menunjukkan terjadinya penurunan kinerja keuangan dari tahun 2012 sampai 2014. Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun strategi penambahan jumlah apotek dalam jumlah besar berhasil meningkatkan penjualan tetapi sumber pendanaan yang tidak tepat (*miss match*) untuk investasi penambahan apotek tersebut menyebabkan terganggunya operasional perusahaan. Kinerja operasional terganggu ditunjukkan oleh semakin menurunnya *cashflow* operasional mulai tahun 2016 bahkan negatif pada tahun 2017.

Saran yang dapat diberikan meliputi:

1. Perusahaan melakukan *refinancing* untuk restrukturisasi utang bank sesuai dengan tujuan pendanaannya yaitu utang jangka panjang (kredit investasi) untuk

mendanai investasi pengembangan jumlah apotek dan utang jangka pendek untuk mendanai kebutuhan modal kerja.

2. Penambahan ekuitas diperlukan untuk memperbaiki struktur modal dan keberlangsungan implementasi strategi penambahan agresif jumlah apotek.
3. Melakukan *review* terhadap strategi penambahan agresif jumlah apotek terutama dengan berubahnya pola belanja konsumen oleh adanya perkembangan teknologi informasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Acaravci SK. 2015. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International journal of economics and financial issues*. 5(1) : 158-171.
- Angeliend, Raja Patresia. 2014. Analisa Struktur Modal dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi (Studi pada Sektor Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Vol 4 No 6*
- Annual Report PT Kimia Farma (persero) Tbk. 2012-2017. Jakarta.
- Annual Report PT Kimia Farma (persero) Tbk. 2014. Jakarta.
- Arpiani. 2007. Pengaruh Investasi Dalam Aktiva Tetap Dan Modal Kerja Terhadap Profitabilitas Pt. Telekomunikasi. Tesis Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Parahyangan, Bandung.
- Hanafi, Mahmud. 2004. Manajemen Keuangan. Edisi 2004/2005. YBPEF: Yogyakarta.
- Harahap. 2007. Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan, edisi Pertama cetakan ketiga. Penerbit: Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- IMS Institute for Healthcare Informatics. 2016. Indoensia Healthcare Outlook. Indonesia
- Peraturan Menteri Kesehatan Republik Indonesia Nomor 73 tahun 2016 tentang Standar Pelayanan Kefarmasian di Apotek. Jakarta: Kementrian Kesehatan

- Rahma SA, Darminto, Topowijono. 2014. Analisis penetapan struktur modal yang optimal guna meningkatkan nilai perusahaan (studi pada pt. Seemount garden sejahtera, jiwa, kabupaten madiun periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*. 13(1) : 1-10.
- Rahma SA, Darminto, Topowijono. 2014. Analisis penetapan struktur modal yang optimal guna meningkatkan nilai perusahaan (studi pada pt. Seemount garden sejahtera, jiwa, kabupaten madiun periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*. 13(1) : 1-10
- Riyanto B. 2013. Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan.. Yogyakarta : BPF
- Sansoethan, DK. Suryono, Bambang. 2016. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* 12 (4) : 22-32
- Sartono, Agus. 2001. Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi. Yogyakarta: BPEF-Yogyakarta.
- Sawir, Agnes. 2005. Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan. PT Gramedia Pustaka, Jakarta.
- Sugiarti. 2001. Analisa Keuangan Dilakukan Dengan Perhitungan EBIT Serta Rasio Leverage (*Degree Of Operating Leverage, Degree Of Financial Leverage, Dan Degree Of Total Leverage*). *Jurnal Keuangan*. 3(12) : 1-10
- Sutrisno. 2012. Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi (8th ed.). Yogyakarta: Ekonisia.