

DOI: <https://doi.org/10.24123/jbt.v9i1.7116>

ANALISIS OPTIMASI STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR FARMASI YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2019-2023

Titania Aisyah Karuniawati

Politeknik Negeri Semarang; Semarang, Indonesia

Email: titaniaaisyahkaruniawati@gmail.com

Masuk 9 Desember 2024, Revisi 14 Mei 2025,

Diterima 2 Juni 2025, Terbit 26 Juni 2025

Abstract

Optimal capital structure is one of the policies of a company, in which case if the company can optimize its capital structure will have a positive impact on the company's financial performance. Companies that can optimize their capital structure will have an impact on the value of the company, so that it will be an attraction for an investor in investing in the company. Therefore, capital structure is considered important for a company. This study aims to measure the optimal capital structure in Pharmaceutical Sub-Sector Companies Listed on the IDX in 2019 - 2023. The population in this study were Pharmaceutical Sub-Sector Companies Listed on the IDX, using purposive sampling method which finally obtained four companies as samples. This study uses data analysis methods in the form of Capital Structure Composition Ratio, Cost of Capital, Weighted Average Cost of Capital, Tobin's Q Ratio. The results in this study found that in 2021 PT Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA) and in 2019 PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) could maximize their capital structure. And in companies with the code KLBK and PEHA during the five years of observation have not been able to optimize their capital structure.

Copyright ©2025 by Authors, Published by Jurnal Bisnis Terapan. This work is licensed under a Creative Commons. Attribution-ShareAlike 4.0 International License.

Keywords: *Optimal Capital Structure, WACC, Firm Value*

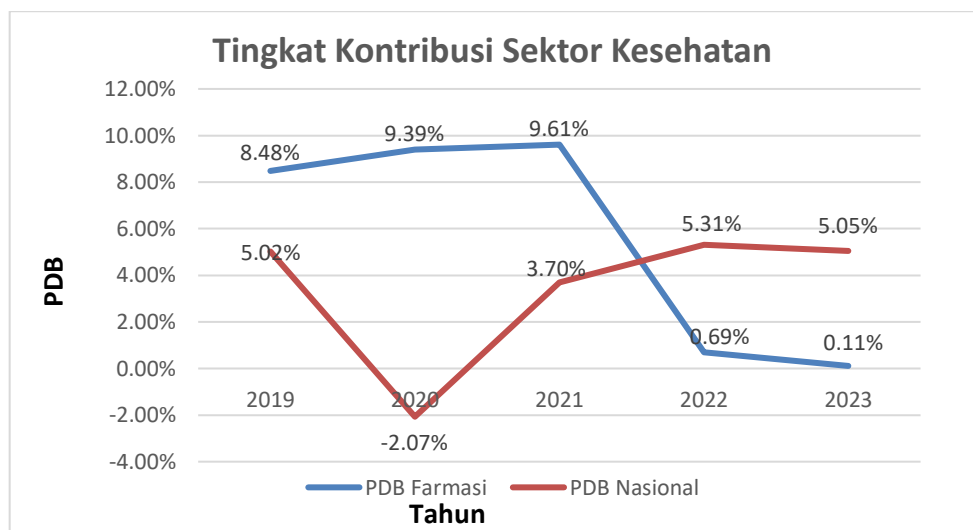
Pendahuluan

Modal Perusahaan adalah komponen dalam bisnis untuk menjalankan berbagai fungsi vital perusahaan meningkatkan kemakmuran pemilik, penyediaan dana modal dapat digunakan untuk membiayai proyek, membeli aset, dan menjalankan bisnis. Hal tersebut dapat dilakukan melalui lingkup investasi, perihal pendanaan dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Struktur modal yang tepat diperlukan untuk memutuskan penyediaan dana yang dibutuhkan untuk kelangsungan operasi bisnis.

Struktur modal optimal menjadi kunci bagi perusahaan di Indonesia untuk meminimalkan biaya modal, meningkatkan profitabilitas, dan mendukung pembangunan ekonomi nasional, salah satunya dalam sub sektor farmasi. Menurut survei global data, pasar farmasi Indonesia adalah salah satu yang paling berkembang di Asia, menurut survei

tersebut, pasar farmasi Indonesia berada pada peringkat pasar terbesar di wilayah ASEAN, dengan nilai pasar diperkirakan mencapai Rp 141,6 miliar (10,11 miliar USD) pada tahun 2021 (Sutrisno, 2021).

Menteri Koordinator Bidang Perekonomian Airlangga Hartarto menjelaskan salah satu sektor yang urgent dikembangkan oleh pemerintah adalah kesehatan terutama industri farmasi sebagai strategi menghadapi pandemi (Kontan, 2022). Produksi sub sektor farmasi sangat berperan penting dalam mendukung pertumbuhan ekonomi nasional dan regional. Hal ini dilihat dari keterlibatan yang diberikan sub sektor farmasi terhadap pendapatan nasional yang ada pada Produk Domestik Bruto (PDB). tahun 2021 tingkat PDB sub sektor farmasi melebihi diatas PDB nasional sejumlah 3,70%, dan naik secara signifikan dari tahun 2019 yaitu sejumlah 9,61%. Berikut ini merupakan tingkat kontribusi sektor kesehatan dalam pembentukan PDB nasional.



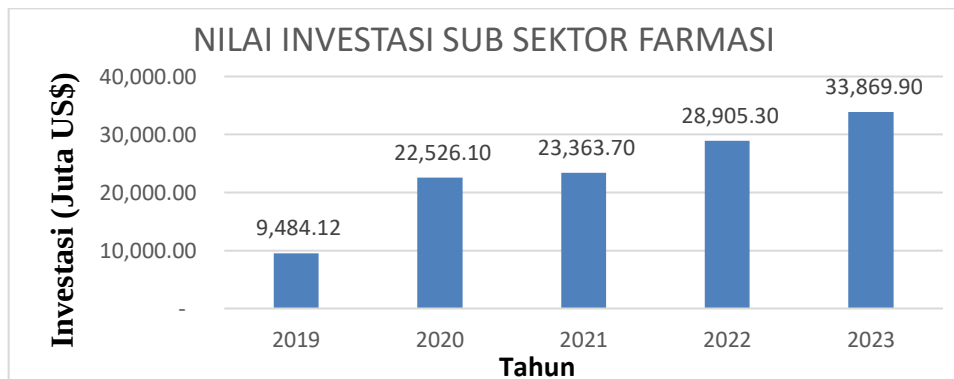
Gambar 1. Tingkat Kontribusi Sektor Kesehatan dalam Pembentukan PDB Nasional Tahun 2019-2023

Sumber: BPS, Data Diolah (2024)

Gambar 1 terlihat bahwa betapa pentingnya sektor kesehatan dalam pembentukan PDB nasional. Selama tahun 2019-2023, sub sektor farmasi memiliki tingkat kontribusi pembentukan PDB nasional yang terbilang tinggi dan meningkat kecuali saat pasca pandemi *Covid-19* tahun 2022 hingga 2023 yang menurun drastis sehingga PDB sub sektor farmasi dibawah PDB nasional. Ketika PDB sub sektor farmasi lebih rendah dibandingkan dengan PDB nasional, hal ini dapat mencerminkan kinerja ekonomi yang kurang optimal di sektor tersebut.

Penurunan kinerja keuangan ini terjadi karena kondisi pandemi *Covid-19* yang lebih baik, yang mana statusnya sudah berubah dari sebelumnya pandemi menjadi endemi (Dwi, 2023b). Selain itu penurunan kinerja ini juga dipengaruhi oleh penurunan permintaan suplemen, jamu, vitamin dan alat-alat kesehatan.

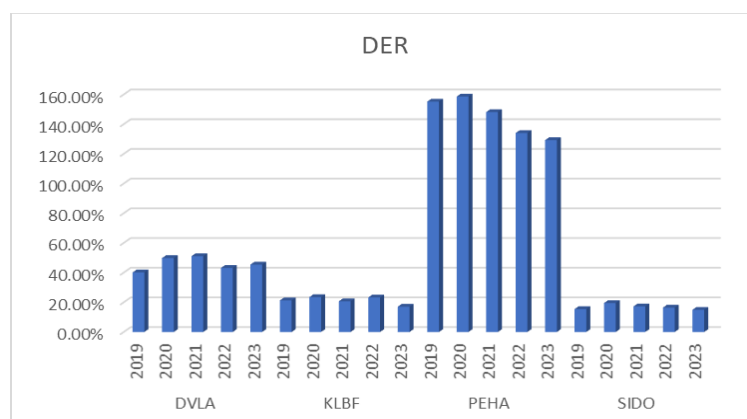
Meskipun tingkat kontribusi sub sektor farmasi turun pasca pandemi *Covid-19* terhadap PDB nasional, akan tetapi nilai investasinya justru mengalami kenaikan yang signifikan selama 4 tahun terakhir. Berikut merupakan grafik nilai investasi perusahaan sub sektor farmasi tahun 2019-2023.



Gambar 2. Nilai Investasi Perusahaan Sub Sektor Farmasi Tahun 2019-2023
Sumber: BPS, Data Diolah (2024)

Berdasarkan Gambar 2, pada tahun 2019-2023 nilai investasi perusahaan sub sektor farmasi meningkat sangat tinggi berdasarkan investor yang berinvestasi pada sub sektor farmasi ini. Hal ini disebabkan oleh naiknya harga saham sub sektor farmasi. Harga saham-saham farmasi tercatat telah mengalami kenaikan sepanjang tahun 2019 hingga 2023 akibat meningkatnya kebutuhan akan obat-obatan dan alat-alat medis secara signifikan selama pandemi. Selain itu meningkatnya kasus *Covid-19* juga meningkatkan optimisme investor terhadap industri farmasi, yang dimana perusahaan farmasi akan terus tumbuh dan menghasilkan keuntungan lebih besar dalam jangka panjang (Dwi, 2023a).

Apabila dilihat dari struktur modal perusahaan pada sub sektor farmasi, terdiri dari utang dan modal sendiri. Terdapat 13 (Tiga Belas) perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2019-2023. Gambar berikut ini menunjukkan 4 perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di BEI dengan DER yang berfluktuatif.



Gambar 3. DER Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di BEI Tahun 2019-2023

Pada Gambar 3 dapat dilihat bahwa perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di BEI memiliki rasio DER yang berfluktuatif. Perusahaan dengan kode saham PEHA pernah memiliki rasio DER lebih dari 100% yang mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan utang daripada ekuitas dalam struktur modalnya. Struktur modal sendiri terdapat komponen utang, komponen tersebut memang dapat memenuhi kebutuhan dana untuk aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat utang tinggi cenderung semakin ingin untuk meningkatkan kinerja

perusahaan melalui, laba serta aktiva agar mengurangi biaya kegagalan teknis (Ganevia et al., 2022). Namun peningkatan utang yang berkelanjutan melebihi titik optimalnya dalam struktur pendanaan jangka panjang akan menghadapi perusahaan pada adanya risiko kebangkrutan karena *bankruptcy cost* yang ditimbulkan juga akan lebih tinggi. Selain itu, ketidakpercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar dividen akan meningkat akibat penggunaan utang yang lebih tinggi dibandingkan modal (Wijayanto & Putri, 2018).

Berdasarkan kondisi diatas, terdapat keunikan bahwa perusahaan sub sektor farmasi terjadi kenaikan investasi akan tetapi terjadi penurunan utang. Adapun salah satu metode yang dapat digunakan dalam penentuan struktur modal perusahaan yaitu metode *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) atau biaya modal rata-rata tertimbang. WACC diterapkan apabila perusahaan menggunakan lebih dari satu sumber modal. Metode ini dapat menghitung biaya permodalan perusahaan secara keseluruhan dan melihat biaya paling minimum dari komposisi sumber pendanaan yang akan memaksimalkan nilai perusahaan. Sehingga tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menganalisis komposisi struktur modal, biaya modal, dan struktur modal optimal perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019-2023.

Dalam Kamus Besar Bahasa Indonesia, Modal memiliki pengertian sebagai uang yang dipakai sebagai pokok (induk) untuk berdagang, melepas uang, dan sebagainya, sehingga dapat menambah kekayaan dan sebagainya. Sedangkan Schawiedland (2010) mengartikan modal dalam artian yang lebih luas, dimana modal bisa berupa uang (*Gled Capital*) maupun dalam bentuk barang (*Sach Capital*), misalnya barang dagangan, mesin, dan sebagainya (Riyanto, 2010). Dapat ditarik kesimpulan bahwa pengertian dari modal adalah kekayaan baik berupa uang ataupun barang yang diperoleh dari pihak internal maupun eksternal dan yang digunakan untuk keberlangsungan operasional perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan.

Menurut Riyanto (2001), Struktur modal adalah komparasi utang jangka panjang dengan modal sendiri yang akan digunakan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional, investasi, dan sebagainya. Struktur modal merupakan komposisi antara modal sendiri dan hutang jangka panjang dalam pembiayaan permanen perusahaan (Dewi et al., 2014). Struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena utang dan ekuitas memiliki biaya yang berbeda, termasuk perbedaan antara suku bunga dan tingkat pengembalian yang disyaratkan ekuitas, serta perbedaan biaya flotasi sekuritas, pajak, dan biaya terkait risiko keuangan. Memaksimalkan nilai perusahaan memerlukan meminimalkan biaya modal secara keseluruhan (Jegers, 2018).

Struktur modal optimal adalah ketika sebuah perusahaan dapat menyeimbangkan kombinasi antara hutang dan ekuitas secara ideal. Struktur modal yang ideal dapat berubah sepanjang waktu dan dapat berdampak pada biaya modal tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*). Selanjutnya, keputusan pendanaan akan dipengaruhi oleh perubahan biaya modal, yang pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham perusahaan (Bayunitri & Malik, 2015).

Hal ini berkaitan dengan *Signaling theory* membahas bagaimana investor bertindak terhadap berbagai sinyal yang diberikan perusahaan kepada mereka. Ini dapat menjadi sinyal positif (*good news*) atau negatif (*bad news*). Menurut teori ini, informasi yang diberikan kepada manajer dan investor perusahaan tidaklah seimbang. Hal ini biasanya terjadi ketika manajer perusahaan tidak berusaha memberikan informasi yang menyeluruh. Padahal informasi tersebut sangat penting, pasar dapat menggunakannya untuk membuat keputusan yang pada akhirnya akan memengaruhi nilai perusahaan (Prajanto & Pratiwi, 2017).

Perusahaan harus mempertimbangkan dengan cermat penentuan struktur modalnya. Dalam situasi apa pun, jumlah hutang perusahaan jangan sampai melebihi jumlah modal sendiri, atau dengan kata lain, jumlah hutang (modal yang dijamin) tidak boleh lebih dari 50% dari modal sendiri (modal jaminan) (Primiwardani, 2011). *Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan ketika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Martilova, 2023).

WACC adalah rata-rata tertimbang dari biaya utang dan modal sendiri atau tingkat pengembalian minimum guna mendapatkan tingkat pengembalian yang diinginkan investor, oleh karena itu dalam perhitungannya akan mencakup perhitungan biaya utang setelah pajak (*debt cost*), biaya modal (*cost of equity*), serta proporsi dari kandungan di dalam struktur modal perusahaan. WACC dihitung berdasarkan perhitungan setelah pajak. Investor memperhatikan aliran kas setelah membayar semua biaya yang relevan. Pajak adalah biaya yang bayarkan kepada pemerintah. Jika perusahaan ingin memaksimalkan nilai perusahaan, biaya modalnya harus dimasukkan ke dalam akun pajak dan semua biaya harus dihitung dengan perhitungan setelah pajak (Margaretha, 2007).

Rasio Tobin's Q adalah rasio yang dapat digunakan sebagai pertimbangan potensi perkembangan harga saham perusahaan. Menurut (Sudiyanto, 2010), menyatakan kriteria skor dari Rasio Tobin's Q sebagai alat ukur nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

- a) Jika hasil Rasio Tobin's $Q < 1$, menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*, artinya manajemen telah gagal dalam mengelola aset perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi rendah.
- b) Jika hasil Rasio Tobin's $Q = 1$, menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *average*, artinya manajemen stagnan dalam mengelola aset perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tidak akan berkembang.
- c) Jika hasil Rasio Tobin's $Q > 1$, menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *overvalued*, artinya manajemen berhasil dalam mengelola aset perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tinggi.

Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis komposisi struktur modal, biaya modal, dan struktur modal optimal perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019-2023.

Metode Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di BEI yang berjumlah 13 perusahaan. Pemilihan ini dikarenakan kontribusi sub sektor farmasi dibutuhkan terutama di masa pandemi, yang dimana sesuai pada rentang waktu periode penelitian 2019-2023. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Teknik sampling yang digunakan pada penelitian ini termasuk *nonprobability sampling*, yakni *purposive sampling*. Teknik *Purposive Sampling* dilakukan dengan cara mengambil objek bukan didasarkan atas strata, random, atau daerah tetapi didasarkan atas tujuan tertentu. Dalam penelitian ini sampel ditentukan dengan kriteria sebagai berikut yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Metode *Purposive Sampling*

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan sub sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2024	13
2	Perusahaan sub sektor Farmasi yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan selama periode penelitian tahun 2019-2023	10
3	Perusahaan sub sektor farmasi yang membagikan dividen selama periode 2019-2023	5
4	Perusahaan sub sektor farmasi yang memiliki rasio utang fluktuatif	4

Sumber: Data Sekunder yang diolah, 2024

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif. Proses analisis terdiri dari beberapa tahap. dengan alat analisis berupa rasio komposisi struktur modal, analisis biaya modal, analisis biaya modal rata-rata tertimbang (WACC), dan analisis struktur modal optimal perusahaan. Analisis tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Analisis rasio komposisi struktur modal pada perusahaan sub sektor farmasi periode 2019-2023 yang meliputi persentase utang jangka panjang dan persentase ekuitas perusahaan
2. Menganalisis biaya modal yang terdiri dari biaya ekuitas, biaya utang dan biaya rata-rata tertimbang (WACC). Menurut (Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, 2009) perhitungan masing-masing biaya modal tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Menghitung biaya ekuitas

Biaya ekuitas dapat dihitung dengan beberapa pendekatan, salah satunya adalah model pendekatan diskonto dividen. Penggunaan model diskonto dividen dalam menghitung biaya ekuitas dapat dihitung sebagai berikut:

$$R_E = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$$g = (1 - \text{Tingkat Pembayaran}) (\text{ROE})$$

$$D_1 = D_0 \times (1 + g)$$

Dengan keterangan: R_E = Biaya Ekuitas, D_1 = Ekspektasi dividen tahun berikutnya, P_0 = Harga Jual Saham, g = Pertumbuhan dividen.

- b. Menghitung biaya utang

Biaya utang yang dihitung dapat berasal dari utang obligasi perusahaan ataupun pinjaman bank. Perhitungan biaya utang dapat dilakukan sebagai berikut: Biaya Utang Setelah Pajak = $R_D (1 - T)$

$$R_D = \text{Beban Utang} / \text{Utang}$$

Dengan keterangan: R_D = Biaya utang sebelum pajak, T = Tingkat pajak.

- c. Menghitung WACC

WACC atau biaya modal rata-rata tertimbang merupakan biaya modal yang diberikan investor untuk mendanai proyek-proyek baru. Komponen utang dari perhitungan WACC ini hanya mencakup utang yang diberikan oleh investor.

Perhitungan WACC adalah sebagai berikut:

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1-T)$$

Dengan keterangan: E = Ekuitas, V = Ekuitas + Utang.

3. Menganalisis nilai perusahaan yang dihasilkan dengan bauran struktur modal tiap perusahaan selama periode penelitian 2019-2023. Perhitungan nilai perusahaan metode Tobin's Q sebagai berikut:

$$Q = \frac{(MVE+D)}{TA}$$

Dengan keterangan: Q = Nilai Perusahaan, MVE = nilai pasar ekuitas (*Equity Market Value*) sebagai hasil perkalian antara *closing price* akhir tahun terhadap jumlah saham beredar di akhir tahun, D = nilai buku dari total kewajiban, TA = Total Asset.

4. Menganalisis struktur modal optimal dengan menghubungkan WACC dan nilai perusahaan selama periode penelitian 2019-2023

Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan perhitungan ini diperoleh komposisi penyusunan struktur modal masing-masing perusahaan pada Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2. Komposisi Struktur Modal Perusahaan Sub Sektor Farmasi

No	Kode Saham	Tahun	Utang Jangka Panjang	Ekuitas	Komposisi Utang Jangka Panjang	Komposisi Ekuitas
1	DVLA	2019	84,437,689,000	1,306,078,988,000	6.07%	93.93%
		2020	104,581,208,000	1,326,287,143,000	7.31%	92.69%
		2021	110,005,020,000	1,380,798,261,000	7.38%	92.62%
		2022	123,175,161,000	1,403,620,581,000	8.07%	91.93%
		2023	133,410,321,000	1,404,432,093,000	8.68%	91.32%
2	KLBF	2019	982,035,580,702	16,705,582,476,031	5.55%	94.45%
		2020	1,111,491,961,620	18,276,082,144,080	5.73%	94.27%
		2021	866,101,273,717	21,265,877,793,123	3.91%	96.09%
		2022	712,946,363,651	22,097,328,202,389	3.13%	96.87%
		2023	694,377,627,183	23,120,022,010,215	2.92%	97.08%
3	PEHA	2019	91,359,931,000	821,609,349,000	10.01%	89.99%
		2020	131,021,238,000	740,909,054,000	15.03%	84.97%
		2021	365,537,447,000	740,977,263,000	33.04%	66.96%
		2022	324,221,760,000	771,816,074,000	29.58%	70.42%
		2023	267,029,978,000	770,327,233,000	25.74%	74.26%
4	SIDO	2019	55,980,000,000	3,064,707,000,000	1.79%	98.21%
		2020	67,733,000,000	3,221,740,000,000	2.06%	97.94%
		2021	54,415,000,000	3,471,185,000,000	1.54%	98.46%
		2022	34,919,000,000	3,505,475,000,000	0.99%	99.01%
		2023	42,786,000,000	3,385,941,000,000	1.25%	98.75%

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Struktur modal yaitu utang jangka panjang DVLA yang terus naik dari 2019 hingga 2023, sedangkan KLBF yang terus turun dari 2019 hingga 2023. Untuk emiten PEHA utang jangka panjang cenderung berfluktuatif hingga tahun 2021 mengalami kenaikan kemudian mengalami penurunan hingga tahun 2023, begitu juga dengan SIDO yang cenderung mengalami kenaikan hingga penurunan yang fluktuatif selama periode 2019 hingga 2023.

Untuk modal sendiri DVLA mengalami penurunan dari 2019 hingga 2023, sedangkan KLBF yang mengalami kenaikan dari 2019 hingga 2023. Untuk emiten PEHA ekuitas cenderung berfluktuatif hingga tahun 2021 mengalami penurunan kemudian mengalami kenaikan hingga tahun 2023, begitu juga dengan SIDO yang cenderung mengalami penurunan hingga kenaikan yang fluktuatif selama periode 2019 hingga 2023. Jadi komposisi struktur modal emiten DVLA, KLBF, PEHA, SIDO sebagian besar didominasi oleh modal sendiri. Biaya modal ekuitas dapat diperhitungkan berdasarkan hasil kalkulasi pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3. Biaya Ekuitas Perusahaan Sub Sektor Farmasi

No	Kode Saham	Tahun	D ₁	P ₀	g	RE
1	DVLA	2019	77.68	2,497.01	10.98%	14.09%
		2020	74.42	2,572.67	6.31%	9.20%
		2021	76.43	2,879.39	4.70%	7.36%
		2022	78.49	2,480.39	4.66%	7.82%
		2023	81.28	1,734.92	4.20%	8.88%
2	KLBF	2019	28.03	1,746.44	7.80%	9.41%
		2020	22.04	1,630.75	10.19%	11.54%
		2021	30.50	1,759.26	8.93%	10.67%
		2022	37.81	2,258.03	8.04%	9.71%
		2023	39.63	1,678.92	4.28%	6.64%
3	PEHA	2019	111.52	1,087.32	1.15%	11.40%
		2020	82.40	1,642.53	-3.10%	1.92%
		2021	23.08	1,104.51	-0.04%	2.04%
		2022	8.13	704.02	2.78%	3.93%
		2023	13.28	635.62	-0.68%	1.40%
4	SIDO	2019	24.38	1,479.97	16.08%	17.72%
		2020	31.43	937.18	16.42%	19.77%
		2021	24.22	1,108.56	28.16%	30.34%
		2022	27.65	919.59	21.80%	24.81%
		2023	27.11	618.91	17.89%	22.27%

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Adapun perhitungan untuk biaya modal utang setelah pajak memberikan hasil sesuai Tabel 4 berikut ini:

Tabel 4. Biaya Utang Perusahaan Sub Sektor Farmasi

No	Kode Saham	Tahun	Pajak	Beban Bunga	Rd	Biaya Utang Setelah Pajak
1	DVLA	2019	26.38%	17,037,092,000	3.25%	2.39%
		2020	24.29%	78,594,000	0.01%	0.01%
		2021	30.72%	123,474,000	0.02%	0.01%
		2022	25.71%	171,149,000	0.03%	0.02%
		2023	23.64%	68,283,000	0.01%	0.01%
2	KLBF	2019	25.42%	40,420,271,275	1.14%	0.85%
		2020	22.83%	89,580,314,845	2.09%	1.61%
		2021	21.99%	57,384,355,149	1.30%	1.02%
		2022	22.62%	55,059,325,414	1.07%	0.83%
		2023	22.96%	95,103,843,846	2.42%	1.86%
3	PEHA	2019	21.09%	62,602,029,000	4.91%	3.87%
		2020	24.06%	94,446,295,000	8.04%	6.10%
		2021	12.37%	79,759,331,000	7.27%	6.37%
		2022	33.99%	60,194,977,000	5.82%	3.84%
		2023	21.54%	64,288,201,000	6.46%	5.07%
4	SIDO	2019	24.78%	154,000,000	0.03%	0.02%
		2020	22.14%	522,000,000	0.08%	0.06%
		2021	21.84%	862,000,000	0.14%	0.11%
		2022	22.20%	780,000,000	0.14%	0.11%
		2023	22.05%	681,000,000	0.13%	0.11%

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

Setelah didapat proporsi dan biaya per komponen modalnya, lalu biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) diperhitungkan seperti dalam Tabel 5 berikut ini:

Tabel 5. WACC Perusahaan Sub Sektor Farmasi

No	Kode Saham	Tahun	Proporsi Ekuitas	Proporsi Utang Jangka Panjang	RE	RD setelah pajak	WACC
1	DVLA	2019	93.93%	6.07%	14.09%	2.39%	10.74%
		2020	92.69%	7.31%	9.20%	0.01%	6.15%
		2021	92.62%	7.38%	7.36%	0.01%	4.88%
		2022	91.93%	8.07%	7.82%	0.02%	5.47%
		2023	91.32%	8.68%	8.88%	0.01%	6.11%
2	KLBF	2019	94.45%	5.55%	9.41%	0.85%	7.91%
		2020	94.27%	5.73%	11.54%	1.61%	9.67%
		2021	96.09%	3.91%	10.67%	1.02%	9.01%
		2022	96.87%	3.13%	9.71%	0.83%	8.04%
		2023	97.08%	2.92%	6.64%	1.86%	5.95%
3	PEHA	2019	89.99%	10.01%	11.40%	3.87%	6.82%
		2020	84.97%	15.03%	1.92%	6.10%	4.49%
		2021	66.96%	33.04%	2.04%	6.37%	4.63%
		2022	70.42%	29.58%	3.93%	3.84%	3.88%
		2023	74.26%	25.74%	1.40%	5.07%	3.47%
4	SIDO	2019	98.21%	1.79%	17.72%	0.02%	15.36%
		2020	97.94%	2.06%	19.77%	0.06%	16.56%
		2021	98.46%	1.54%	30.34%	0.11%	25.90%
		2022	99.01%	0.99%	24.81%	0.11%	21.32%
		2023	98.75%	1.25%	22.27%	0.11%	19.39%

Sumber: Data sekunder diolah, 2024

DVLA di periode 2019 hingga 2021 mengalami penurunan hingga menjadi 4,88% hal ini mengakibatkan turunnya biaya ekuitas dan naiknya biaya utang perusahaan yang berdampak pada penurunan WACC perusahaan. Kemudian hingga tahun 2023 WACC DVLA mengalami kenaikan hingga 6,11%.

KLBF di periode 2019 hingga 2020 mengalami kenaikan hingga 9,67% hal ini mengakibatkan naiknya biaya ekuitas dan naiknya biaya utang perusahaan yang berdampak pada kenaikan WACC perusahaan. Kemudian hingga tahun 2023 WACC KLBF mengalami penurunan hingga 5,95%.

PEHA di periode 2019 hingga 2020 mengalami penurunan hingga 4,49%, tahun 2023 mengalami kenaikan sebesar 4,63%, tahun 2022 hingga 2023 mengalami penurunan hingga 3,47%. Tahun 2020 mengalami penurunan diakibatkan turunnya biaya ekuitas dan naiknya biaya utang perusahaan. Tahun 2021 mengalami kenaikan diakibatkan naiknya biaya ekuitas dan naiknya biaya utang perusahaan.

SIDO di periode 2019 hingga 2021 mengalami kenaikan hingga 25,90% hal ini mengakibatkan naiknya biaya ekuitas dan naiknya biaya utang perusahaan yang berdampak pada kenaikan WACC perusahaan. Kemudian hingga tahun 2023 WACC SIDO mengalami penurunan hingga 19,39%.

Hasil perhitungan nilai Tobin's Q Ratio di Sub Sektor Farmasi tahun 2019-2023 adalah pada Tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6. Hasil Perhitungan Market Value Share

No	Nama Emiten	Tahun	Closing Price	Jumlah Saham Beredar	MVS
1	DVLA	2019	2,250	1,120,000,000	2,520,000,000,000
		2020	2,420	1,120,000,000	2,710,400,000,000
		2021	2,750	1,120,000,000	3,080,000,000,000
		2022	2,370	1,120,000,000	2,654,400,000,000
		2023	1,665	1,120,000,000	1,864,800,000,000
2	KLBF	2019	1,620	46,875,122,110	75,937,697,818,200
		2020	1,480	46,875,122,110	69,375,180,722,800
		2021	1,615	46,875,122,110	75,703,322,207,650
		2022	2,090	46,875,122,110	97,969,005,209,900
		2023	1,610	46,875,122,110	75,468,946,597,100
3	PEHA	2019	1,075	840,000,000	903,000,000,000
		2020	1,695	840,000,000	1,423,800,000,000
		2021	1,105	840,000,000	928,200,000,000
		2022	685	840,000,000	575,400,000,000
		2023	640	840,000,000	537,600,000,000
4	SIDO	2019	1,275	15,000,000,000	19,125,000,000,000
		2020	805	15,000,000,000	12,075,000,000,000
		2021	865	15,000,000,000	12,975,000,000,000
		2022	755	15,000,000,000	11,325,000,000,000
		2023	525	15,000,000,000	7,875,000,000,000

Sumber: Data sekunder diolah, 2024

Tabel 7. Perhitungan Nilai Perusahaan

No	Nama Emiten	Tahun	MVS	Total Utang	Total Asset	Tobin's Q
1	DVLA	2019	2,520,000,000,000	523,881,726,000	1,829,960,714,000	1.663359
		2020	2,710,400,000,000	660,424,729,000	1,986,711,872,000	1.696685
		2021	3,080,000,000,000	705,106,719,000	2,085,904,980,000	1.814611
		2022	2,654,400,000,000	605,518,904,000	2,009,139,485,000	1.622545
		2023	1,864,800,000,000	637,739,728,000	2,042,171,821,000	1.225431
2	KLBF	2019	75,937,697,818,200	3,559,144,386,553	20,264,726,862,584	3.922917
		2020	69,375,180,722,800	4,288,218,173,294	22,564,300,317,374	3.264599
		2021	75,703,322,207,650	4,400,757,363,148	25,666,635,156,271	3.120942
		2022	97,969,005,209,900	5,143,984,823,285	27,241,313,025,674	3.78517
		2023	75,468,946,597,100	3,937,546,172,108	27,057,568,182,323	2.934724
3	PEHA	2019	903,000,000,000	1,275,109,831,000	2,096,719,180,000	1.038818
		2020	1,423,800,000,000	1,175,080,321,000	1,915,989,375,000	1.356417
		2021	928,200,000,000	1,097,562,036,000	1,838,539,299,000	1.101832
		2022	575,400,000,000	1,034,464,891,000	1,806,280,965,000	0.891259
		2023	537,600,000,000	995,560,359,000	1,765,887,592,000	0.868209
4	SIDO	2019	19,125,000,000,000	472,191,000,000	3,064,707,000,000	6.394475
		2020	12,075,000,000,000	627,776,000,000	3,221,740,000,000	3.942831
		2021	12,975,000,000,000	597,785,000,000	3,471,185,000,000	3.91013
		2022	11,325,000,000,000	575,967,000,000	3,505,475,000,000	3.394966
		2023	7,875,000,000,000	504,765,000,000	3,385,941,000,000	2.47487

Sumber: Data sekunder diolah, 2024

Tahun 2019-2021 WACC DVLA turun, sedangkan Tobin's Q rasionya naik. WACC turun disebabkan jumlah hutang jangka panjangnya mengalami penurunan. Jumlah hutang jangka panjang turun mengakibatkan biaya modal utang setelah pajaknya pun menurun. Jumlah hutang jangka panjang serta biaya modal hutang setelah pemotongan pajak turun sehingga biaya modal sendiri meningkat. Biaya modal sendiri meningkat dan hutang jangka panjang menurun, serta penambahan jumlah saham yang beredar disertai kenaikan harga saham di Bursa Efek mengakibatkan WACC turun yang selanjutnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan di tahun 2022-2023 mengalami penurunan disebabkan oleh peningkatan proporsi komposisi utang jangka panjang. Begitupun dengan emiten KLBF, PEHA, SIDO yang mengalami penurunan WACC, sedangkan Tobin's Q rasionya naik dan juga sebaliknya secara fluktuatif selama periode 2019 hingga 2023.

Tabel 8. Rekapitulasi Nilai Rasio Tobin's Q dan *Weighted Average Cost of Capital* Pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2023

No	Kode Perusahaan	Tahun	Tobin's Q	WACC	Hasil
1	DVLA	2019	1.663359	10.74%	BELUM OPTIMAL
		2020	1.696685	6.15%	BELUM OPTIMAL
		2021	1.814611	4.88%	OPTIMAL
		2022	1.622545	5.47%	BELUM OPTIMAL
		2023	1.225431	6.11%	BELUM OPTIMAL
2	KLBF	2019	3.922917	7.91%	BELUM OPTIMAL
		2020	3.264599	9.67%	BELUM OPTIMAL
		2021	3.120942	9.01%	BELUM OPTIMAL
		2022	3.78517	8.04%	BELUM OPTIMAL
		2023	2.934724	5.95%	BELUM OPTIMAL
3	PEHA	2019	1.038818	6.82%	BELUM OPTIMAL
		2020	1.356417	4.49%	BELUM OPTIMAL
		2021	1.101832	4.63%	BELUM OPTIMAL
		2022	0.891259	3.88%	BELUM OPTIMAL
		2023	0.868209	3.47%	BELUM OPTIMAL
4	SIDO	2019	6.394475	15.36%	OPTIMAL
		2020	3.942831	16.56%	BELUM OPTIMAL
		2021	3.91013	25.90%	BELUM OPTIMAL
		2022	3.394966	21.32%	BELUM OPTIMAL
		2023	2.47487	19.39%	BELUM OPTIMAL

Struktur modal dikatakan optimal ketika nilai WACC minimum dan nilai perusahaan maksimum, dari hasil penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 8 bahwa terdapat dua emiten dengan struktur modal optimal yaitu PT Darya Varia Laboratoria Tbk pada tahun 2021 dan PT Sido Muncul Tbk pada tahun 2019.

Simpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis di atas, penulis menyimpulkan dua hal. Pertama, komposisi struktur modal perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019-2023 berfluktuatif dan secara keseluruhan didominasi oleh penggunaan ekuitas. Sebagian besar perusahaan memiliki proporsi ekuitas yang sangat tinggi seperti DVLA, KLBF, SIDO yang hampir setiap tahun memiliki komposisi ekuitas diatas 90%. Di sisi lain, PEHA memiliki komposisi ekuitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan lainnya yang berarti perusahaan ini cukup memanfaatkan utang jangka panjang sebagai sumber permodalannya.

Kedua, Berdasarkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) yang digunakan dalam pengukuran biaya modal perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019 – 2023 cenderung berfluktuatif setiap tahunnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019 – 2023 belum sepenuhnya mengoptimalkan struktur modal perusahaan. PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) mencapai nilai WACC terendah pada tahun 2023. PT Phapros Tbk (PEHA) mencapai nilai WACC terendah pada tahun 2023. Sedangkan berdasarkan Rasio Tobin's Q yang digunakan dalam pengukuran nilai perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019 – 2023 cenderung berfluktuatif setiap

tahunnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2019 – 2023 belum sepenuhnya mengoptimalkan struktur modal perusahaan. PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) mencapai nilai perusahaan tertinggi pada tahun 2019. PT Phapros Tbk (PEHA) mencapai nilai perusahaan tertinggi pada tahun 2020.

Ketiga, pada konsep struktur modal optimal, Dari keempat perusahaan sampel hanya 2 (dua) perusahaan yang memiliki struktur modal optimal yaitu PT Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA) pada tahun 2021 dan PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) pada tahun 2019 karena perusahaan tersebut dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan disertai meminimalan biaya modal perusahaan (WACC).

Sebagai saran, pihak manajemen masing-masing perusahaan sebaiknya mengevaluasi kebijakan terkait penggunaan modal yaitu WACC perusahaan harus minimal yang berarti perusahaan harus menghitung biaya modal utang dan biaya modal ekuitasnya agar menghasilkan WACC yang minimal. Dengan begitu WACC perusahaan bisa lebih rendah selaras dengan *trade-off theory* dimana penambahan utang hingga titik tertentu dapat memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga investor juga bisa mempertimbangkan nilai perusahaan. Dengan nilai perusahaan yang tinggi memberikan sinyal bahwa perusahaan dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih baik bagi investor selaras dengan *signaling theory*.

Selain itu, bagi penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan sub sektor lainnya pada Bursa Efek Indonesia agar saling melengkapi dan membantu calon investor mengambil keputusan investasinya. Dan juga bisa meneliti pada satu perusahaan saja agar analisisnya lebih rinci dan mendalam, selain itu dapat menghubungkan analisis struktur modal optimal dengan teori lain, seperti *agency theory* dan *asymmetric information* agar lebih luas gambaran struktur modal.

Daftar Pustaka

- Bayunitri, B. I., & Malik, T. A. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Bunga Indah Bayuni tri. *STAR: Study & Accounting Research*, XII(1), 49–58.
- Dewi, I. R. et al. (2014). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Corporate Governance. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 17(1), 1–9.
- Dwi, C. (2023a). 9 Saham Farmasi Beterbangan, Efek Covid-19 Naik Lagi? CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20231219233036-17-498725/9-saham-farmasi-beterbangan-efek-covid-19-naik-lagi>
- Dwi, C. (2023b). Pandemi Covid-19 Usai, Begini Kinerja Saham Kesehatan di 2023. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20231221000956-17-499060/pandemi-covid-19-usai-begini-kinerja-saham-kesehatan-di-2023>
- Ganevia, N. R. et al. (2022). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Konservatisme Akuntansi. *Jurnal Bisnis Terapan*, 6(2), 117–129. <https://doi.org/10.24123/jbt.v6i2.5096>
- Jegers, M. (2018). Capital structure. *Handbook of Research on Nonprofit Economics and Management: Second Edition*, 15(2), 87–96. <https://doi.org/10.4324/9781003073796-9>

- Kontan. (2022). *Airlangga: Industri Kesehatan Menjadi Fokus Pemerintah Saat Ini*. Kontan. <https://nasional.kontan.co.id/news/airlangga-industri-kesehatan-menjadi-fokus-pemerintah-saat-ini>
- Margaretha, F. (2007). *Manajemen Keuangan Bagi Industri Jasa*. Grasindo. https://books.google.co.id/books?id=YNNha_x4sUQC&newbks=1&newbks
- Martilova, N. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Bisnis Dan Kewirausahaan*, 3(1), 153–175. <https://doi.org/10.55606/jurimbik.v3i1.465>
- Prajanto, A., & Pratiwi, R. D. (2017). Analisis Nilai Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Dari Perspektif Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi Indonesia*, 6(1), 13. <https://doi.org/10.30659/jai.6.1.13-28>
- Primiwardani, R. (2011). *Penetapan Struktur Modal Yang Optimal Dalam Rangka Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Pada PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk dan Anak Perusahaan,. 9(2), 1–8*. <http://repository.ub.ac.id/id/eprint/115181>
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelian Perusahan (4th ed.)*. BPFE YOGYAKARTA. https://library.inais.ac.id/opac/detail-opac?id=762#tab_12
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Salemba Empat.
- Sudiyanto, B. & P. (2010). *Tobin's Q dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan*. 2(1), 9–21.
- Sutrisno, E. (2021). *Potensi Besar Industri Kesehatan Dalam Negeri*. Indonesia.Go.Id. <https://indonesia.go.id/kategori/editorial/2811/potensi-besar-industri-kesehatan-dalam-negeri>
- Wijayanto, E., & Putri, A. N. (2018). Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Rasio Profitabilitas Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Aktual Akuntansi Keuangan Bisnis Terapan (AKUNBISNIS)*, 1(2), 105–118. <https://doi.org/10.32497/akunbisnis.v1i2.1223>