



BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Perusahaan

1. Sejarah dan Perkembangan Perusahaan

Perseroan didirikan dengan nama PT Rimba Niaga Idola berdasarkan Akta No. 247 tanggal 11 April 1987 di Jakarta. Akta pendirian tersebut, telah disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusan No.C2-1219.HT.01.01.Tahun 1989. Berdasarkan Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa yang diadakan pada tanggal 27 Desember 1996, nama Perseroan diubah menjadi PT Transindo Multi Prima Tbk. Berdasarkan Akta Pernyataan Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa No. 56 tertanggal 25 Februari 2000 di Jakarta yang telah disetujui oleh Menteri Hukum dan Perundang-undangan Republik Indonesia dalam Keputusan No. C – 3988. HT.01.04.TH.2000 nama PT Transindo Multi Prima Tbk dirubah menjadi PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Bentoel Group adalah perusahaan induk dari beberapa perusahaan yang menjalankan usaha di bidang industri rokok yang biasa dikenal dengan nama Bentoel. Sejarah Bentoel di mulai pada saat Ong Hok Liong mendirikan industri rokok rumahan yang dinamakannya “Strootjes Fabriek Ong Hok Liong” pada tahun 1930. Industri rumahan tersebut berubah nama menjadi N.V Pertjetakan Hien An pada tahun 1951. Empat tahun kemudian nama perusahaan kembali diubah menjadi PT Perusahaan

Rokok Tjap Bentoel. Pada akhir tahun 1960-an, Bentoel adalah produsen rokok pertama yang memproduksi sigaret kretek mesin (SKM) berfilter di Indonesia.

Bentoel juga merupakan produsen pertama yang menggunakan plastik sebagai pembungkus kemasan. Inovasi tersebut kemudian menjadi acuan di industri rokok kretek nasional. Pada dekade 1970-an dan 1980-an, Bentoel tumbuh dengan pesat, dan menjadi salah satu pemain utama dalam industri rokok dalam negeri. Pengakuan terhadap Bentoel sebagai produsen dan distributor rokok yang dapat diandalkan juga diperoleh dari Philip Morris, melalui kerja sama yang berlangsung selama lebih dari 20 tahun sejak tahun 1984. Selama periode tersebut, Bentoel diberikan hak eksklusif untuk memproduksi rokok Marlboro dan menjadi distribusi tunggal dari semua produk Philip Morris di Indonesia. Pemberian hak eksklusif pada Bentoel untuk memproduksi rokok Marlboro berakhir pada tahun 1998 sedangkan kerja sama distribusi baru berakhir pada tahun 2005.

Pada tahun 1991, kelompok Rajawali diminta oleh pemegang saham Bentoel saat itu untuk mengambil alih manajemen setelah Bentoel mengalami serangkaian masalah keuangan. Manajemen baru Bentoel berhasil merestrukturisasi hutang perusahaan pada tahun 1997 dengan cara mengalihkan seluruh aktiva dan pasiva kepada PT Bentoel Prima yang saat ini hampir seluruh sahamnya dimiliki oleh Perseroan. Dengan selesainya proses restrukturisasi tersebut, Manajemen baru Bentoel mulai melakukan

pembenahan-pembenahan di segala bidang dan menyiapkan rencana strategis di dalam mengembangkan dan meningkatkan kinerja Bentoel. Pada 17 Juni 2009 BAT International yang berpusat di London, melakukan akuisisi terhadap Bentoel. Proses transformasi ini selanjutnya meleburkan BAT Indonesia yang sebelumnya beroperasi di Cirebon dan Bentoel Group menjadi satu *entity* di Indonesia.

2. Visi dan Misi Perusahaan

Visi, Misi, Nilai Perusahaan dan Strategi korporasi pada PT. Bentoel International Investama Tbk merupakan komponen dari *The Winning Formula* (TWF) yang disusun berdasarkan cetak biru perusahaan yaitu *Bentoel Strategic Scenario* (BSS). *Bentoel Strategic Scenario* (BSS) merupakan landasan dalam menyusun rencana jangka panjang, jangka menengah maupun jangka pendek supaya rencana dan pelaksanaannya dapat berjalan terarah dan berkesinambungan. Visi, Misi, Nilai Perusahaan dan Strategi Korporasi dapat diuraikan sebagai berikut:

a Visi

Menjadi perusahaan besar yang terpancang, menguntungkan dan memiliki peran dominan dalam industri rokok domestik.

b Misi

Menyediakan produk-produk inovatif bermutu tinggi yang memenuhi bahkan melebihi harapan konsumen serta memberikan manfaat bagi semua *stakeholders*.

c Nilai Perusahaan

- Karyawan adalah aset perusahaan
- Profesionalisme harus dimiliki oleh setiap karyawan
- Inovasi merupakan kunci untuk meraih sukses masa depan
- Kerjasama tim adalah kekuatan perusahaan
- Keunggulan harus menjadi budaya kerja perusahaan.

d Strategi Korporasi

- Membangun kompetensi SDM
- Mendesain ulang dan mentransformasi bisnis
- Mendorong kualitas ke seluruh organisasi
- Mengembangkan portofolio produk untuk memenuhi kebutuhan pasar
- Meningkatkan perolehan keuntungan.

Dalam rangka mewujudkan visi, misi dan nilai-nilai perusahaan melalui strategi perusahaan yang telah ditetapkan, setiap individu dalam perusahaan dituntut secara keseluruhan melakukan perubahan-perubahan pola pikir telah ditetapkan untuk memberikan acuan yang sama bagi seluruh karyawan. Implementasi dari TWF dan *New Business Paradigm* diwujudkan menjadi *The Business Success Model* (BSM) yang terdiri dari 3 elemen yaitu *Key Performance Targets*, *Strategic Indicators* & *Strategic Target Initiatives*, dimana ketiga elemen inilah yang dipergunakan untuk menyusun Sasaran Operasional Tahunan Perseroan yang selanjutnya

diuraikan di dalam kesepakatan karya (KK) setiap karyawan Perseroan sesuai dengan bidang tugasnya masing-masing.

3. Susunan Pemegang Saham Perusahaan

Struktur permodalan dan susunan pemegang saham Perseroan berdasarkan Laporan Keuangan Tengah Tahunan 2009 adalah:

- Modal saham dengan nilai nominal Rp 50,- per saham
- Modal dasar perusahaan berjumlah 21.546.000.000 saham dengan nilai nominal Rp 1.077.300.000.000,-.

Tabel 1
Susunan Pemegang Saham
PT. Bentoel International Investama Tbk Tahun 2009

Keterangan	Jumlah Total		%
	Saham	Nilai Nominal (Rp)	
Modal Ditempatkan dan Disetor Penuh :			
British American Tobacco (PCA 2009) Ltd Masyarakat	5.731.595.863	286.579.793.150	85,13
	1.001.529.137	50.076.456.850	14,87
Jumlah Modal Ditempatkan dan Disetor Penuh	6.733.125.000	336.656.250.000	100
Tambahan Modal Disetor		350.813.599.007	
Selisih Nilai Transaksi Restrukturisasi Entitas Sepengendali		106.071.687.225	
Saldo Laba		961.824.149.580	
Jumlah Ekuitas		1.755.365.685.812	

Sumber: PT. Bentoel International Investama-Annual Report 2009

Pengurus dan Pengawas:

Susunan Direksi dan Komisaris berdasarkan Hasil Rapat Umum Pemegang

Saham Luar Biasa tanggal 4 Desember 2009 adalah sebagai berikut:

Komisaris:

Presiden Komisaris : Djoko Moeljono

Komisaris : John Youngson

: Nicolaas B. Tirtadinata

Komisaris Independen: Rudy Rene de Ceuninck van Capelle

Direksi:

Presiden Direktur : Jeremy David Pike

Direktur : Andre Willem Joubert

: Heru Kuntjoro

: Chrisdianto Tedjawijaja

Anggota Komite Audit Perusahaan sejak tanggal 7 Oktober 2009 adalah sebagai berikut:

Ketua : Harianto Mangkusasono

Anggota : James Richard Suttie

: Suharta Tirtaatmadja

4. Pemasaran

Aktivitas pemasaran yang dilakukan oleh PT. Bentoel International Investama Tbk meliputi semua kegiatan pembangunan ekuitas merek-merek “*brand equity*” rokok yang diproduksi dengan standar kepuasan konsumen. Untuk mendapatkan portofolio produk yang sehat, perusahaan telah melakukan seleksi produk dana memberikan dukungan promosi yang proporsional terhadap produk-produk yang memiliki potensi. Merek rokok yang diproduksi PT. Bentoel Prima diantaranya Bentoel International (SKM), Bentoel Merah (SKT), Bentoel Mild (SKM Mild), Inter Biru (SKM), dan Country (SPM) sedangkan PT. Lestari Putra Wirasejati adalah Star Mild dan Prinsl p. beberapa aktivitas pemasaran yang dilakukan oleh

perusahaan yaitu pada aspek distribusi yang ekspansif dan peliputan multi jalur yang lebih agresif melalui peremajaan maupun penambahan armada. Selain melakukan strategi di atas, perusahaan juga melakukan konversi wilayah peliputan dari agen menjadi perwakilan/ASO (*Area Sales Office*).

5. Penjualan dan Distribusi

Bentoel Grup adalah perusahaan *modern* yang berbasis IT dalam setiap lini kerjanya. Salah satu proses yang mengedepankan aplikasi teknologi adalah penjualan dan distribusi. Penjualan dan distribusi ini didukung oleh Direktorat ISBP tim kerja *sales and distribution* telah melakukan pengembangan teknologi yang berkelanjutan untuk mendukung operasional penjualan dalam meningkatkan produktifitas, efisiensi waktu operasional, meningkatkan kecepatan dan kelancaran informasi, dan juga koordinasi antar lini dari semua tim dalam pelaksanaan atas strategi yang telah dibuat. Direktorat *Marketing* melakukan pengembangan area penjualan, yang mencakup pengadaan data-data yang akurat, pembuatan rencana pengembangan area yang paling efektif dan efisien sampai pada eksekusi program yang sudah dibuat untuk meningkatkan kinerja penjualan.

Bentoel Group telah menerapkan aplikasi *Be One Mobile Sales Officer* untuk *Sales Officer* dengan dibekali PDA. *Be One Mobile Sales Officer* merupakan perangkat kerja yang membantu *Sales Officer* dalam melakukan proses kerja harian pada wilayah masing-masing, juga

meningkatkan kualitas dari fungsi kontrol yang dilakukan dan pencatatan informasi-informasi yang berhubungan dengan operasional penjualan, khususnya kegiatan-kegiatan para pesaing. *Sales Manager* yang sudah dilengkapi PDA mendapatkan informasi harian secara cepat dan tepat, yang mencakup kinerja penjualan, kunjungan tenaga penjualan, tingkat distribusi, stok rokok untuk penjualan dan juga informasi dari produk-produk pesaing.

Program *War Map* yang dibuat tahun 2007 sudah memberikan arahan yang tepat bagi tim penjualan dan distribusi serta Direktorat *Marketing* dalam melakukan pengembangan area yang didasarkan pada data-data untuk pembuatan rencana kerja yang paling efektif dan efisien. Tahun 2008 Bentoel Group telah mengembangkan aplikasi *War Map* untuk lebih memudahkan tim *sales and distribution* mendapatkan semua informasi dalam tampilan sampai pada peta kecamatan sebagai level terkecil. Informasi yang ditampilkan mencakup informasi penjualan, kinerja kunjungan dan informasi lainnya yang didapat secara langsung dari informasi perseroaan seperti *Be One Enterprise* (SAP R3), *Be One Intelligent* (SAP BW), dan *Be One ASMO System* (BOSnet) dan juga data-data eksternal seperti data demografi dari Badan Pusat Statistik, status *area development* dari hasil *survey* serta informasi-informasi lainnya yang diperlukan oleh tim penjualan dan distribusi.

Sejak 2008 telah digunakan aplikasi dengan fungsi GPS pada unit kendaraan yang disebut dengan *Vehicles Tracking System* ini dapat

mengetahui posisi dari setiap unit kendaraan dan juga informasi-informasi lainnya seperti kecepatan kendaraan, jarak tempuh, dan status dari kendaraan tersebut, seperti kendaraan berhenti, mesin mati maupun kendaraan keluar dari jalur yang seharusnya. Informasi-informasi tersebut dapat diproses lebih lanjut untuk perencanaan pengiriman produk-produk Bentoel Group secara maksimal, pengeluaran biaya yang lebih efisien dan juga peningkatan fungsi kontrol dari kendaraan yang merupakan aset perusahaan.

6. Sumber Daya Manusia

a Tenaga Kerja

Peranan sumber daya manusia merupakan salah satu faktor penentu dalam proses perkembangan bisnis perseroan. Perusahaan harus berupaya meningkatkan kualitas sumber daya yang ada terutama sumber daya manusia sehingga dapat mempertahankan usahanya dalam persaingan industri rokok. Keberadaan para karyawan bagi perusahaan merupakan mitra usaha utama sehingga sumber daya manusia dapat diartikan sebagai ujung tombak dalam bisnis guna menjawab tantangan lingkungan bisnis rokok yang semakin ketat dan kompetitif.

Adapun komposisi total karyawan berdasarkan status dan jenjang pendidikan pada PT. Bentoel International Investama Tbk sampai saat *prospectus* terakhir yaitu tahun 2002 diterbitkan dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 2
Komposisi Total Karyawan
Berdasarkan Jenjang Pendidikan
PT. Bentoel International Investama Tbk

Keterangan	SD	SLTP	SMU	D3	S1	S2	Total
BP dan Anak Perusahaan	4.364	2.029	2.536	154	331	22	9.436
LW	978	455	568	35	79	-	2.115
Perseroan	-	-	4	-	3	2	9
Grup Bentoel	5.342	2.484	3.108	189	413	24	11.560

Sumber: PT. Bentoel International Investama-Prospektus Perusahaan

Tabel 3
Komposisi Total Karyawan Berdasarkan Status
PT. Bentoel International Investama Tbk

Keterangan	Lepas	Borongan	Harian	Staff	Manajer	Direktur	Komisaris	Total
BP dan Anak Perusahaan	287	2.341	3.199	3.394	201	8	6	9.436
LW	-	961	1.058	93	3	-	-	2.115
Perseroan	-	-	-	6	1	1	1	9
Grup Bentoel	287	3.302	4.257	3.493	205	9	7	11.560

Sumber: PT. Bentoel International Investama-Prospektus Perusahaan

b Pengembangan Sumber Daya Manusia

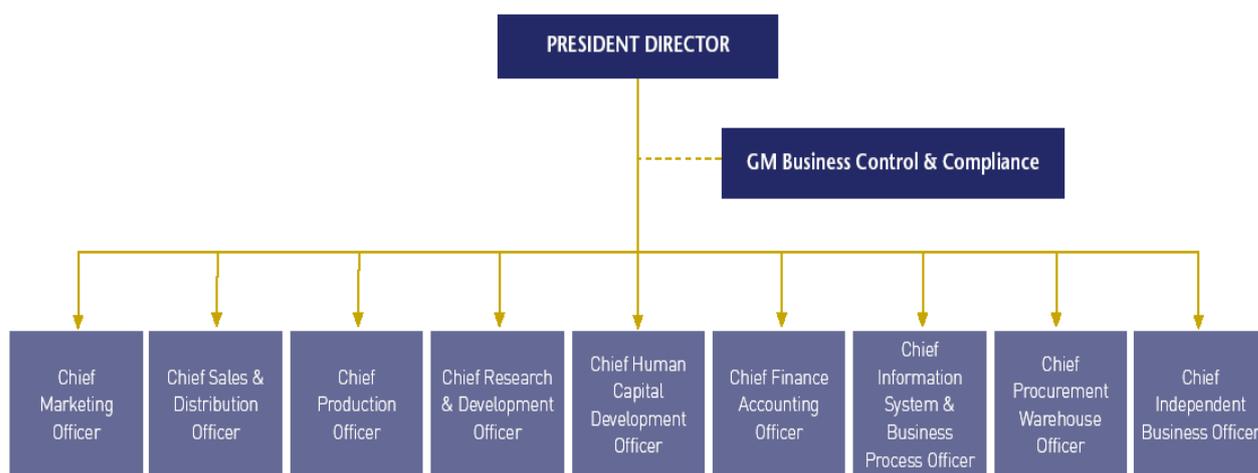
Faktor terpenting dari seluruh strategi perusahaan yang berkaitan dengan konsep manajemen sumber daya manusia dalam perusahaan yaitu merekrut, mengembangkan, mempromosikan dan melatih karyawan

sehingga para karyawan perusahaan menjadi sumber daya manusia yang terbaik, terampil, dan berdedikasi baik bagi perusahaan maupun perkembangan industri rokok. PT. Bentoel International Investama Tbk telah melaksanakan program pelatihan manajerial dan teknis bagi karyawannya, selain itu juga menyediakan berbagai fasilitas untuk meningkatkan kesejahteraan karyawan seperti di Pabrik Bentoel di Malang seluruh karyawan mendapat pengawasan kesehatan langsung dari tim medis yang terdiri dari dokter umum dan dokter gigi. Fasilitas lain yang dapat diperoleh karyawan yaitu mereka dapat menikmati dan membeli barang dan jasa yang bernilai tambah di koperasi karyawan.

Perusahaan selalu berupaya meningkatkan loyalitas karyawan sehingga rasio penggantian karyawan menjadi cukup rendah. Beberapa usaha yang dilakukan perusahaan yaitu memilih pekerja harian sesuai dengan kuota tahunan untuk dipromosikan menjadi karyawan tetap dengan gaji bulanan setelah diteliti melalui ujian teknis dan produktivitasnya. Fasilitas dan keuntungan lain yang diberikan oleh perusahaan yaitu menaikkan biaya kesehatan karyawan, menambah kegiatan rekreasi, menaikkan tunjangan makan dan transportasi serta kontribusi untuk dana pensiun karyawan (JAMSOSTEK), serta terbentuknya serikat pekerja bagi masing-masing anak perusahaan yang telah tergabung dalam tujuh unit kerja.

7. Struktur Organisasi

Gambar 11
Struktur Organisasi
PT. Bentoel International Investama Tbk



Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Annual Report 2009

8. Kegiatan Produksi

Kegiatan produksi dimulai dari tahap awal pemilihan bahan mentah, dilanjutkan dengan proses pekerjaan dan berakhir tidak hanya pada saat produk diserap pasar, semua tahapan dalam proses ini melalui pengawasan, inspeksi spesifikasi dengan ketelitian yang tinggi. Pemeriksaan tembakau, cengkeh dan proses peracikan saus atau rasa pada bahan mentah tidak hanya menggunakan mata telanjang. Kualitas fisik seperti posisi tangkai, warna dan aroma, sebagaimana komposisi kualitas kimiawi yang dikandungnya seperti nikotin, berkurangnya kadar gula dan klorida, ditambah dengan karakter asap. Semuanya menjadi parameter penting dalam menentukan kualitas rokok nantinya.

Bentoel hanya memproses tembakau lokal yang berkualitas tinggi berasal dari Madura, Paiton, Jember, Temanggung dan Weleri. Selain itu juga tembakau impor dari USA, Brazil, Izmir, China, dan Burley. Sebagai penambah rasa digunakan tembakau Menado, Bali, dan Jawa. Tembakau tambahan tersebut sangat membantu untuk mendapatkan hasil akhir yang sempurna dari sebuah cita rasa rokok khas Indonesia. Sementara itu material non tembakau diteliti dan diuji pula dalam spesifikasi dengan ketelitian tinggi seperti porositas kertas, tekanan kemampuan dan filter.

Selama proses *finishing* tembakau, kami akan menguji kembali kualitas fisik (tingkat kandungan air, struktur dan kapasitas isi), dan kandungan kimiawi (nikotin, penurunan gula, klorida). Untuk memastikan kualitas rasa dan aroma, Tim Bentoel *Internal Panelist* (BIP) melakukan uji kualitas dan mencocokkannya dengan *index metode Non-Conformance Consumer Index* (NCCI) dan *standard organoleptik*. Selanjutnya, produk akhir dites secara fisik meliputi berat, ventilasi, nilai tekanan, dan diameter juga dilakukan uji asap serta inspeksi visual yang kembali meliputi NCCI dan evaluasi melalui sensor.

9. Penyajian Data Keuangan

Dalam mengevaluasi data keuangan diperlukan laporan keuangan PT. Bentoel International Investama Tbk selama tiga periode yaitu tahun 2007, 2008, dan 2009 yang terdiri dari neraca dan laporan rugi/laba sebagai berikut:

a. Neraca PT. Bentoel International Investama Tbk dan Anak Perusahaan

TABEL 4
PT. Bentoel International Investama Tbk dan Anak Perusahaan
NERACA KONSOLIDASI

KETERANGAN	TAHUN (Jumlah dalam Rupiah)		
	31 Desember 2007	31 Desember 2008	31 Desember 2009
AKTIVA			
Aktiva Lancar			
Kas dan setara kas	593.803.498.850	76.694.242.894	84.310.801.719
Investasi jangka pendek	1.182.317.283	-	-
Piutang usaha			
Pihak ketiga	138.586.811.361	136.669.487.704	174.309.061.832
Piutang lain-lain			
Pihak hubungan istimewa	11.082.974.444	-	-
Pihak ketiga	22.742.568.620	1.162.360.562	625.226.410
Persediaan	2.106.725.621.762	2.644.168.608.078	2.401.087.075.723
Pajak dibayar di muka	91.567.144.067	171.258.334.485	106.475.757.473
Biaya dibayar di muka	7.238.857.332	14.527.501.723	21.710.911.904
Uang muka pembelian	3.995.169.803	8.584.712.359	2.515.571.455
Jumlah Aktiva Lancar	2.976.924.963.522	3.053.065.247.805	2.791.034.406.507

Aktiva Tidak Lancar			
Deposito berjangka yang dibatasi penggunaannya	43.443.308.532	32.000.000.000	-
Piutang kepada pihak hubungan istimewa	-	-	-
Uang muka pembelian aktiva tetap	161.115.427.138	185.490.748.153	130.296.465.143
Aktiva pajak tangguhan	57.152.838.362	102.828.209.084	104.803.484.914
Investasi saham	715.376.220	715.376.220	715.376.220
Aktiva tetap	615.954.126.321	1.033.092.395.554	1.209.997.621.762
Klaim pengembalian pajak	-	-	34.157.501.233
Jaminan	817.972.826	1.082.211.326	
Goodwill	-	38.944.632.060	29.407.171.151
Aktiva lainnya	3.036.314.101	8.313.143.525	2.247.151.235
Jumlah Aktiva Tidak Lancar	882.235.363.500	1.402.466.715.922	1.511.624.771.658
JUMLAH AKTIVA	3.859.160.327.022	4.455.531.963.727	4.302.659.178.165
KEWAJIBAN DAN EKUITAS			
Kewajiban Lancar			
Hutang Usaha			
Pihak hubungan istimewa	-	-	34.756.447.042
Pihak ketiga	116.090.385.966	220.126.544.469	98.866.640.195
Hutang lain-lain	5.798.765.593	6.661.497.810	8.963.333.662
Hutang Pajak	531.134.289.675	563.496.812.030	484.946.130.008
Biaya yang masih harus dibayar	155.854.609.673	107.890.951.977	164.929.055.039
Pendapatan ditangguhkan	12.166.660	6.999.996	-

Hutang bank	32.116.308.545	331.021.614.239	253.406.246.170
Hutang bank jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun	1.730.434.783	2.714.285.708	3.714.285.736
Jumlah Kewajiban Lancar	842.736.960.895	1.231.918.706.229	1.049.582.137.852
Kewajiban Tidak Lancar			
Pendapatan ditangguhkan	28.000.024	21.000.028	-
Hutang bank jangka panjang	7.591.666.669	10.580.357.157	6.866.071.421
Hutang Obligasi	1.343.186.557.975	1.344.596.235.631	1.346.005.913.287
Kewajiban imbalan pasca kerja	124.097.681.918	138.215.089.792	144.839.369.793
Jumlah Kewajiban Tidak Lancar	1.474.903.906.586	1.493.412.682.608	1.497.711.354.501
EKUITAS			
Modal saham	336.656.250.000	336.656.250.000	336.656.250.000
Tambahan modal disetor	350.813.599.007	350.813.599.007	350.813.599.007
Selisih nilai transaksi restrukturisasi entitas sependali	106.071.687.225	106.071.687.225	106.071.687.225
Saldo laba	747.977.923.309	936.659.038.658	961.824.149.580
Jumlah Ekuitas	1.541.519.459.541	1.730.200.574.890	1.755.365.685.812
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	3.859.160.327.022	4.455.531.963.727	4.302.659.178.165

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

b. Laporan rugi/laba PT. Bentoel International Investama Tbk dan Anak Perusahaan

TABEL 5
PT. Bentoel International Investama Tbk dan Anak Perusahaan
LAPORAN LABA/RUGI KONSOLIDASI

KETERANGAN	TAHUN		
	Untuk Tahun yang Berakhir 31 Desember (Jumlah dalam rupiah)		
	31 Desember 2007	31 Desember 2008	31 Desember 2009
PENJUALAN DAN PENDAPATAN BERSIH	4.586.006.760.621	5.940.801.161.593	6.081.726.161.346
BEBAN POKOK PENJUALAN DAN BEBAN LANGSUNG	(3.581.028.758.931)	(4.824.168.058.193)	(4.959.473.890.044)
LABA KOTOR	1.004.978.001.690	1.116.633.103.400	1.122.252.271.302
BEBAN USAHA			
Penjualan	420.135.097.751	477.809.412.043	564.999.376.189
Umum dan administrasi	241.523.668.502	228.683.756.023	291.784.372.844
Jumlah beban usaha	661.658.766.253	706.493.168.066	856.783.749.033
LABA USAHA	343.319.235.437	410.139.935.334	265.468.522.269
PENGHASILAN (BEBAN) LAIN-LAIN			
Penghasilan bunga deposito dan jasa giro	18.807.249.109	17.651.107.236	1.603.777.620

Keuntungan atas penjualan aset tetap	6.223.790.076	12.295.490.572	12.295.948.867
Keuntungan penjualan barang sisa	5.217.648.801	9.894.635.190	8.032.575.445
Penghasilan sewa	921.077.273	464.059.090	1.550.280.000
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing-bersih	(1.175.166.148)	(3.460.796.581)	4.462.413.069
Denda pajak	-	(12.130.751.236)	-
Kerugian rokok rusak	(6.279.585.250)	(9.996.393.299)	(12.974.093.489)
Beban bunga dan keuangan	(92.041.639.241)	(176.770.182.758)	(182.499.956.358)
Keuntungan investasi jangka pendek	9.104.984.260	-	-
Lain-lain bersih	(3.013.655.849)	(3.909.918.002)	(8.822.651.771)
Beban lain-lain bersih	(62.235.296.969)	(165.962.749.788)	(176.351.706.617)
LABA SEBELUM PAJAK	281.083.938.468	244.177.185.546	89.116.815.652
BEBAN PAJAK	(84.307.681.520)	(73.228.737.930)	(24.952.708.380)
LABA BERSIH	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272

Sumber: PT. Bendoel International Investama Tbk-Data Diolah

B. Analisis Data

1. Menghitung rasio keuangan PT. Bentoel International Investama Tbk selama tiga tahun yaitu 2007, 2008 dan 2009. Perhitungan rasio ini dilakukan selama tiga periode untuk mengetahui perkembangan perusahaan membutuhkan laporan keuangan minimal tiga tahun sehingga memudahkan peneliti untuk membandingkan rasio keuangan perusahaan. Rasio keuangan yang diteliti tersebut meliputi rasio profitabilitas, rasio *leverage* dan DFL.

a. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (*profitabilitas*). Rasio profitabilitas merupakan informasi yang penting baik bagi pihak manajemen perusahaan maupun bagi kreditur, pemilik dan pemegang saham. Pihak manajemen perusahaan membutuhkan informasi yang berkaitan dengan rasio profitabilitas untuk mengetahui pencapaian target laba perusahaan pada suatu tahun tertentu, hal ini dikarenakan berhubungan dengan kelangsungan hidup perusahaan (*going concern*). Perusahaan akan sangat sulit bertahan dalam persaingan bisnis apabila keadaan perusahaannya tidak *profitable*.

Pihak *ekstern* baik kreditur maupun *supplier* akan mempertimbangkan tingkat profitabilitas suatu perusahaan sebelum mereka memberikan pinjaman. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba merupakan salah satu ukuran bagi kreditur dan *supplier* dalam memberikan pinjaman agar pinjaman yang diberikan tersebut dapat dilunasi oleh perusahaan

(debitur). Selain itu, bagi calon investor yang akan menanamkan modalnya dalam perusahaan juga membutuhkan informasi rasio profitabilitas menyangkut tingkat pengembalian yang akan mereka terima dan prospek perusahaan mempengaruhi minat calon investor untuk tetap bertahan berinvestasi pada masa yang akan datang. Pihak perusahaan berupaya untuk meningkatkan rasio profitabilitasnya. Untuk mengukur rasio profitabilitas perusahaan dapat diukur dengan enam rasio antara lain:

1) *Gross Profit Margin* (GPM)

Merupakan perbandingan antara laba kotor dengan penjualan. Besarnya hasil perhitungan menunjukkan seberapa besar laba kotor yang diperoleh perusahaan untuk tingkat penjualan tertentu. Semakin besar *gross profit margin* semakin baik keadaan operasi perusahaan.

Rumus yang digunakan dalam menghitung GPM yaitu:

$$\text{GPM} = \frac{\text{laba kotor}}{\text{penjualan}} \times 100\%$$

Gross Profit margin PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 6
Gross Profit Margin
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Kotor	1.004.978.001.690	1.116.633.103.400	1.122.252.271.302
Penjualan	4.586.006.760.621	5.940.801.161.593	6.081.726.161.346

Tahun	2007	2008	2009
GPM	21,914%	18,796%	18,453%
Pertumbuhan	-	-14,228%	-1,825%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

2) *Operating Profit Margin (OPM)*

Rasio ini menggambarkan “*pure profit*” yang diterima atas setiap rupiah dari penjualan yang dilakukan. *Operating profit* disebut murni (*pure*) karena jumlah tersebutlah yang benar-benar diperoleh dari hasil operasi perusahaan. Semakin tinggi rasio OPM akan semakin baik pula operasi suatu perusahaan. OPM dapat dihitung dengan rumus:

$$OPM = \frac{\text{laba operasi}}{\text{penjualan}} \times 100\%$$

Operating Profit margin PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 7
Operating Profit Margin
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Operasi	343.319.235.437	410.139.935.334	265.468.522.269
Penjualan	4.586.006.760.621	5.940.801.161.593	6.081.726.161.346
OPM	7,486%	6,904%	4,365%
Pertumbuhan	-	-7,775%	-36,776%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah



3) *Net Profit Margin* (NPM)

Net Profit Margin merupakan rasio antara laba bersih (*net profit*) yaitu penjualan sesudah dikurangi seluruh beban termasuk bunga dan pajak dibandingkan dengan penjualan. Semakin besar nilai rasio *net profit margin* maka semakin *profitable* keadaan *financial* perusahaan tersebut. Rumus yang digunakan untuk menghitung NPM adalah:

$$\text{NPM} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{penjualan}} \times 100\%$$

Net Profit margin PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 8
Net Profit Margin
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Bersih Sesudah Pajak	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272
Penjualan	4.586.006.760.621	5.940.801.161.593	6.081.726.161.346
NPM	4,291%	2,878%	1,055%
Pertumbuhan	-	-32,929%	-63,343%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

4) *Return On Investment* (ROI)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan

keuntungan. Semakin tinggi ROI menunjukkan semakin baik keadaan suatu perusahaan. Rumus menghitung ROI adalah:

$$\text{ROI} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{total aktiva}} \times 100\%$$

Return on Investment PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 9
Return on Investment
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Bersih Sesudah Pajak	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272
Total Aktiva	3.859.160.327.022	4.455.531.963.727	4.302.659.178.165
ROI	5,099%	3,837%	1,491%
Pertumbuhan	-	-24,75%	-61,14%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

5) *Return on Equity (ROE)*

Return on equity digunakan untuk mengukur tingkat penghasilan bersih yang diperoleh pemilik perusahaan atas modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi nilai ROE maka keadaan perusahaan semakin baik. Rumus yang digunakan untuk menghitung ROE adalah:

$$\text{ROE} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{modal sendiri}} \times 100\%$$

Return on equity PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 10
Return on Equity
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Bersih Sesudah Pajak	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272
Modal Sendiri	1.541.519.459.541	1.730.200.574.890	1.755.365.685.812
ROE	12,765%	9,880%	3,655%
Pertumbuhan	-	-22,60%	-63,01%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

6) Pendapatan per Lembar Saham (*Earnings per Share* atau EPS)

EPS merupakan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Rumus menghitung *earnings per share* adalah:

$$\text{EPS} = \frac{\text{laba sesudah pajak}}{\text{jumlah lembar saham yang beredar}} \times 1(\text{Rp})$$

Earnings per share PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 11
Earnings per Share
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Laba Sesudah Pajak	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272
Jumlah Lembar Saham yang Beredar	6.228.140.625	6.733.125.000	6.733.125.000

Tahun	2007	2008	2009
EPS (dalam rupiah)	Rp 31,59	Rp 25,39	Rp 9,53
Pertumbuhan	-	-19,626%	-62,466%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel 6 sampai dari 11, dapat dilihat perkembangan rasio profitabilitas selama tahun 2007 s/d 2009. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 12
Perkembangan Rasio Profitabilitas
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Rasio Profitabilitas	Tahun	Rasio (%)	Perubahan (%)
<i>Gross Profit Margin</i>	2007	21,914	-
	2008	18,796	-14,228
	2009	18,453	-1,825
<i>Operating Profit Margin</i>	2007	7,486	-
	2008	6,904	-7,775
	2009	4,365	-36,776
<i>Net Profit Margin</i>	2007	4,291	-
	2008	2,878	-32,929
	2009	1,055	-63,343
<i>Return on Investment</i>	2007	5,099	-
	2008	3,837	-24,75
	2009	1,491	-61,14
<i>Return on Equity</i>	2007	12,765	-
	2008	9,880	-22,60

Rasio Profitabilitas	Tahun	Rasio (%)	Perubahan (%)
	2009	3,655	-63,01
<i>Earnings per Share</i>	2007	Rp31,59	-
	2008	Rp25,39	-19,626
	2009	Rp 9,53	-62,466

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel 12 tersebut, dapat dilihat bahwa rasio profitabilitas PT. Bentoel International Investama Tbk mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Hal ini berarti, tingkat profitabilitas perusahaan dalam keadaan buruk yang dapat dideskripsikan dengan penjelasan sebagai berikut:

Gross profit margin tahun 2007 sebesar 21,914% berarti bahwa laba kotor perusahaan adalah sebesar 21,914% dari volume penjualan bersih dan tahun 2008 sebesar 18,796% atau turun 14,228% dari tahun sebelumnya. Sedangkan pada tahun 2009 *gross profit margin* sebesar 18,453 atau mengalami penurunan 1,825%. Berdasarkan nilai rasio profitabilitas di atas dapat disimpulkan bahwa selama tahun 2007-2009 mengalami penurunan, tetapi perusahaan masih mampu mengurangi angka penurunan persentase perubahan *gross profit margin* pada tahun 2009. Hal tersebut berarti, perusahaan perlu memperhatikan pengelolaan dan pengaturan tingkat volume penjualan untuk menghasilkan laba kotor agar di masa yang akan datang dapat meningkatkan nilai *gross profit margin*.

Operating profit margin PT. Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2007 sebesar 7,486%, pada tahun 2008 mengalami

penurunan sebesar 6,904 %. Tahun 2009 mengalami penurunan sebesar 4,365%. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba operasi dari penjualan perlu diperhatikan karena mengalami penurunan yang tajam tahun 2009 dan perlu peninjauan ulang untuk tahun-tahun di masa yang akan datang.

Net profit margin PT. Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2007 sebesar 4,291%, pada tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 2,878% atau turun 32,929% dari tahun sebelumnya, sedangkan pada tahun 2009 persentase penurunan *net profit margin* semakin tajam yaitu sebesar 1,055% atau turun 63,343% dari tahun 2008. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu melakukan peninjauan ulang keadaan *financial* perusahaan padahal diketahui bahwa setiap tahun volume penjualan perusahaan mengalami peningkatan tetapi profitabilitas perusahaan semakin menurun selama tiga tahun terakhir.

Return on investment PT. Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2007 sebesar 5,099% yang berarti penghasilan bersih yang diperoleh adalah sebesar 5,099% dari total aktiva yang dimiliki perusahaan dan tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 3,837% atau turun 24,75% , padahal pada tahun tersebut mengalami peningkatan aktiva dari tahun sebelumnya. Penurunan tajam juga terjadi pada tahun 2009 yaitu 1,491% atau turun 61,14% dari tahun 2008. Hal tersebut berarti penghasilan bersih yang diperoleh perusahaan tahun 2009 sebesar 1,491% dari total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi tingkat rasio *return on*

investment dari suatu perusahaan maka semakin baik kondisi perusahaan. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan belum dapat mengoptimalkan penggunaan aktiva untuk meningkatkan penghasilan perusahaan walaupun penurunan aktiva pada tahun 2009 tidak sebesar jumlah aktiva pada tahun 2007.

Return on equity PT. Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2007 sebesar 12,765% dan mengalami penurunan sebesar 22,60% pada tahun 2008. Penurunan juga terjadi pada tahun 2009 sebesar 3,655%. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan modal sendiri (*equity*) dari tahun ke tahun bertolak belakang dengan jumlah laba bersih yang semakin menurun selama tiga periode tersebut. Dengan demikian, kinerja manajemen masih belum maksimal dan diperlukan perhatian khusus karena besarnya peningkatan modal sendiri yang diinvestasikan dari tahun ke tahun belum memberikan penghasilan bersih yang optimal.

Earnings per share PT. Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2007 sebesar Rp 31,59. Sedangkan EPS mengalami penurunan sebesar 19,626% pada tahun 2008. Penurunan drastis *earnings per share* terjadi tahun 2009, yaitu perusahaan hanya memiliki EPS sebesar Rp 9,53 atau turun 62,466% dari tahun sebelumnya. Semakin besar nilai EPS menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat laba per lembar saham yang tinggi dan tingkat profitabilitas perusahaan semakin baik. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa perusahaan sebaiknya melakukan pemantauan ulang terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan

penurunan EPS dari tahun ke tahun membuktikan bahwa perusahaan tersebut tidak *profitable* dan dapat berdampak negatif bagi prospek perusahaan di masa sekarang maupun mendatang. Pihak kreditur mungkin akan mempertimbangkan dan mengurangi jumlah skala pemberian pinjaman kepada perusahaan, bahkan pihak investor akan ragu-ragu menginvestasikan modalnya ke dalam perusahaan yang tidak *profitable*.

b. Rasio *Leverage*

Rasio *leverage* yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang pada saat perusahaan dibubarkan atau dilikuidasi. Rasio *leverage* yang dibahas pada penelitian ini meliputi tiga rasio akan disajikan sebagai berikut:

1) *Debt Ratio* (DR)

Rasio ini digunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang atau modal. Semakin tinggi DR semakin besar jumlah pinjaman yang digunakan dalam menghasilkan keuntungan perusahaan. Rumus yang digunakan dalam menghitung *debt ratio* adalah:

$$\text{debt ratio} = \frac{\text{total utang}}{\text{total aktiva}} \times 100\%$$

Debt Ratio PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 13
Debt Ratio (DR)
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Total Utang	2.317.640.867.481	2.725.331.388.837	2.547.293.492.353
Total Aktiva	3.859.160.327.022	4.455.531.963.727	4.302.659.178.165
DR	60,056%	61,167%	59,203%
Pertumbuhan	-	1,850%	-3,211%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel *debt ratio* di atas diketahui bahwa PT. Bentoel International Investama Tbk memiliki DR sebesar sebesar 60,056% pada tahun 2007, sedangkan pada tahun 2008 jumlahnya mengalami peningkatan 61,167% atau naik 1,850% dari tahun sebelumnya. Penurunan DR perusahaan terjadi pada tahun berikutnya yakni 2009 sebesar 59,203% atau turun 3,211% dari tahun 2008. Sehingga, dapat ditarik kesimpulan bahwa selama tiga periode tersebut perusahaan mempunyai DR tertinggi pada tahun 2008 dan mengalami penurunan kembali pada tahun 2009. Penurunan DR tersebut dapat berarti turunnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang.

2) *The Debt Equity Ratio* (Ratio Utang Jangka Panjang dengan Modal Sendiri)

The Debt Equity Ratio menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang yang diberikan oleh para kreditur dengan

jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan. Adapun perhitungan *The Debt Equity Ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{debt equity ratio} = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{modal sendiri}} \times 100\%$$

The Debt Equity Ratio PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut:

Tabel 14
The Debt Equity Ratio (DER)
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Utang Jangka Panjang	1.474.903.906.586	1.493.412.682.608	1.497.711.354.501
Modal Sendiri	1.541.519.459.541	1.730.200.574.890	1.755.365.685.812
DER	95,679%	86,314%	85,322%
Pertumbuhan	-	-9,788%	-1,149%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa *debt equity ratio* PT. Bentoel International Investama Tbk dari tahun ke tahun selama tiga periode tersebut terus mengalami penurunan. Hal ini ditunjukkan DER pada tahun 2007 sebesar 95,679% sedangkan pada tahun 2008 jumlahnya kembali menurun yakni sebesar 86,314% atau turun 9,788% dari periode sebelumnya. Penurunan DER diikuti pada tahun 2009 yaitu sebesar 85,322% atau turun 1,149% dari tahun 2008, yang berarti

bahwa pada tahun tersebut perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri adalah sebesar 85,322%.

3) *The Debt to Total Capitalization* (Rasio Utang Jangka Panjang dengan Modal Jangka Panjang) atau DTCR

Ratio ini digunakan untuk mengukur besarnya modal jangka panjang perusahaan (*total capitalization*) yang dibiayai oleh kreditur jangka panjang. Rasio DTCR dapat dihitung melalui rumus:

$$\text{debt to total capitalization ratio} = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{total kapitalisasi}} \times 100\%$$

$$\text{DTCR} = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{utang jangka panjang} + \text{ekuitas}} \times 100\%$$

The Debt to Total Capitalization atau DTCR PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007-2009 disajikan pada tabel berikut

Tabel 15
The Debt to Total Capitalization (DTCR)
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
Utang Jangka Panjang	1.474.903.906.586	1.493.412.682.608	1.497.711.354.501
Total Kapitalisasi	3.016.423.366.127	3.223.613.257.498	3.253.077.040.313
DTCR	48,896%	46,327%	46,040%
Pertumbuhan	-	-5,254%	-0,620%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa *debt to total capitalization* PT. Bentoel International Investama Tbk dari tahun 2007 sampai tahun 2009 mengalami penurunan terus yaitu sebesar 48,896% pada tahun 2007, kemudian diikuti dengan penurunan tahun 2008 sebesar 46,327% . Penurunan DTCR pada tahun 2009 yaitu sebesar 46,040% berarti bahwa dari keseluruhan modal jangka panjang yang digunakan pada tahun tersebut, sebanyak 46,040% terdiri dari hutang jangka panjang.

Penurunan DTCR selama tiga periode mengidentifikasi bahwa walaupun perusahaan melakukan kebijakan penambahan jumlah utang jangka panjang dalam penentuan komposisi struktur modalnya dari tahun 2007 s/d 2009, tetapi persentase penambahan modal sendiri perusahaan meningkatnya melebihi utang jangka panjang.

Perkembangan rasio *leverage* pada PT. Bentoel International Investama Tbk selama tahun 2007 s/d 2009, disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 16
Perkembangan Rasio *Leverage*
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Rasio Profitabilitas	Tahun	Rasio (dalam %)	Perubahan (dalam %)
<i>Debt Ratio</i> (DR)	2007	60,056	-
	2008	61,167	1,850

Rasio Profitabilitas	Tahun	Rasio (dalam %)	Perubahan (dalam %)
	2009	59,203	-3,211
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	2007	95,679	-
	2008	86,314	-9,788
	2009	85,322	-1,149
<i>Debt to Total Capitalization</i> (DTCR)	2007	48,896	-
	2008	46,327	-5,254
	2009	46,040	-0,620

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel 13 tersebut diketahui bahwa perkembangan rasio *leverage* PT. Bentoel International Investama Tbk mengalami fluktuasi.

Pada tahun 2007 *debt ratio* sebesar 60,056%, mengalami peningkatan pada tahun 2008 sebesar 61,167% dan tahun 2009 mengalami penurunan sebesar 59,203%. Hal ini menunjukkan bahwa hutang perusahaan dan total aktiva mengalami fluktuasi selama tiga periode yaitu tahun 2007 ke tahun 2008 mengalami peningkatan, sedangkan tahun 2008 ke tahun 2009 mengalami penurunan.

Debt to equity ratio PT. Bentoel International Investama Tbk tahun 2007 sebesar 95,679%, mengalami penurunan pada tahun 2008 sebesar 86,314% dan diikuti penurunan DER pada tahun 2009 sebesar 85,322%. Turunnya rasio ini dikarenakan adanya penambahan utang jangka panjang yang jumlahnya persentasenya lebih kecil apabila dibandingkan dengan penambahan terhadap modal sendiri atau ekuitas perusahaan selama tiga periode tersebut.

Debt to total capitalization ratio PT. Bentoel International Investama Tbk tahun 2007 sebesar 48,896%, pada tahun 2008 juga mengalami penurunan yakni 46,327% yang diikuti oleh penurunan DTCR di tahun 2009 sebesar 46,040%. Penurunan *debt to total capitalization ratio* dapat disebabkan perusahaan lebih mengutamakan penambahan sumber pendanaan yang berasal dari modal sendiri dalam belanja perusahaan daripada penambahan jumlah utang jangka panjang.

Berdasarkan hasil perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* PT. Bentoel International Investama Tbk mengalami penurunan, dikarenakan kebijakan perusahaan yang melakukan pengurangan jumlah utang jangka panjang dalam penentuan komposisi struktur modal perusahaan.

c. *Degree of Financial Leverage* (DFL)

Degree of financial leverage (DFL) adalah rasio persentase perubahan EPS dibandingkan dengan persentase perubahan EBIT. Analisis *leverage* keuangan digunakan untuk menentukan seberapa besar pengaruh perubahan EBIT terhadap laba per lembar saham (EPS). Tingkat *leverage* keuangan (DFL) dapat dihitung menggunakan dengan rumus sebagai berikut:

$$DFL = \frac{\text{Persentase Perubahan dalam EPS}}{\text{Persentase Perubahan dalam EBIT}} = \frac{\frac{EPS_1 - EPS_0}{EPS_0}}{\frac{EBIT_1 - EBIT_0}{EBIT_0}}$$

Tabel 17
Degree of Financial Leverage (DFL)
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	2007	2008	2009
EPS (Rp)	31,59	25,39	9,53
EBIT	343.319.235.437	410.139.935.334	265.468.522.269
DFL (x)	-	-1,009x	1,771x

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel DFL PT. Bentoel International Investama Tbk selama tiga periode di atas, DFL pada tahun 2008 sebesar -1,009x yang berarti bahwa setiap 1% perubahan EBIT atas dasar Rp 343.319.235.437,- akan mengakibatkan perubahan EPS sebesar 1,009% dengan arah yang berlawanan, yakni kenaikan EBIT sebesar 1% akan mengakibatkan penurunan EPS 1,009%. Sedangkan, pada tahun 2009 perusahaan memperoleh rasio DFL 1,771x yang berarti bahwa setiap 1% perubahan EBIT atas dasar Rp 410.139.935.334,- akan mengakibatkan perubahan EPS sebesar 1,771 % dengan arah yang sama, yaitu penurunan EBIT sebesar 1% akan mengakibatkan penurunan EPS 1,771%.

2. Menghitung Struktur Modal PT. Bentoel International Investama Tbk Selama Tahun 2007 s/d 2009.

Biaya modal merupakan komponen utama yang perlu diperhatikan dalam penentuan komposisi struktur modal. Struktur modal yang optimal dapat terjadi apabila biaya moda rata-rata tertimbang (WACC) minimum sehingga

dapat meningkatkan nilai perusahaan. Analisis struktur modal digunakan untuk mengetahui perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri suatu perusahaan. Dengan adanya perimbangan atau perbandingan yang tepat dalam penentuan struktur modal maka akan memperkecil biaya modal dan diharapkan dengan minimumnya penggunaan biaya modal tersebut, dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berikut ini akan disajikan komposisi struktur modal PT. Bentoel International Investama Tbk selama tahun 2007 s/d 2009.

Tabel 18
Komposisi Struktur Modal
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	Struktur Modal	Komposisi	
		Dalam Rp	Dalam %
2007	Utang Jangka Panjang	1.474.903.906.586	48,9
	Modal Sendiri	1.541.519.459.541	51,1
	Total Kapitalisasi	3.016.423.366.127	100
2008	Utang Jangka Panjang	1.493.412.682.608	46,33
	Modal Sendiri	1.730.200.574.890	53,67
	Total Kapitalisasi	3.223.613.257.498	100
2009	Utang Jangka Panjang	1.497.711.354.501	46,04
	Modal Sendiri	1.755.365.685.812	53,96
	Total Kapitalisasi	3.253.077.040.313	100

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

3. Menghitung Biaya Modal PT. Bentoel International Investama Tbk selama periode 2007 s/d 2009.

Biaya modal yang digunakan dalam analisis struktur modal adalah tingkat biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata tertimbang. Komponan WACC terdiri dari biaya hutang jangka panjang dan biaya modal sendiri.

a Biaya Utang

Biaya utang pada PT. Bentoel International Investama Tbk didasarkan atas beban bunga utang jangka panjang yang ditanggung pada periode 2007 sampai dengan 2009 dibandingkan dengan total utang jangka panjang yang digunakan perusahaan pada periode tersebut. Biaya utang jangka panjang ini kemudian dikalikan dengan tingkat pajak penghasilan yang dikenakan pada perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan jumlah beban pajak penghasilan dengan laba sebelum pajak.

Tabel 19
Perhitungan Tarif Pajak
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	Penghasilan Sebelum Pajak	Beban Pajak	Tarif Pajak Rata-rata (%)	Perubahan (%)
2007	281.083.938.468	84.307.681.520	29,99	-
2008	244.177.185.546	73.228.737.930	29,99	-
2009	89.116.815.652	24.952.708.380	28	-6,636

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Perhitungan tarif pajak penghasilan pada PT. Bentoel International Investama Tbk dan Anak Perusahaannya menggunakan tarif pajak berdasarkan Pokok-Pokok Perubahan Undang-Undang Pajak Penghasilan yakni Undang-Undang Pajak penghasilan No. 36 Tahun 2008 pengganti UU Pajak No. 7/1983, mulai 1 Januari 2009 Wajib Pajak badan dalam negeri dan bentuk usaha tetap adalah 28% sedangkan sebelum 1 Januari 2009 Tarif pajak yang diterapkan atas Penghasilan Kena Pajak Wajib Pajak badan dalam negeri dan bentuk usaha tetap sebesar:

- Sampai dengan Rp 50.000.000,- tarif pajak yang dikenakan 10%
- Di atas Rp 50.000.000,- s/d Rp 100.000.000,- tarif pajak yang dikenakan 15%
- Di atas Rp 100.000.000,- tarif pajak yang dikenakan 30%.

Tabel 20
Perhitungan Biaya Utang
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	Beban Bunga (Rp)	Utang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)	T (%)	Ki (%)= Kd (1-t)	Perubahan (%)
2007	92.041.639.241	1.474.903.906.586	6,241	29,99	4,369	-
2008	176.770.182.758	1.493.412.682.608	11,837	29,99	8,287	89,68
2009	182.499.956.358	1.497.711.354.501	12,185	28	8,773	5,86

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa selama tiga tahun mulai 2007 s/d 2009 biaya utang perusahaan mengalami kenaikan yakni pada tahun 2007 biaya utang perusahaan sebesar 4,369% yang kemudian diikuti kenaikannya pada tahun 2008 sebesar 8,287% atau naik 89,68% dari tahun 2007. Sedangkan pada tahun 2009, biaya utang perusahaan juga mengalami peningkatan kembali sebesar 8,773% atau naik 5,86% dari periode sebelumnya. Tahun 2009 beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan cukup besar yaitu senilai Rp 182.499.956.358,-. Kenaikan beban bunga tersebut disebabkan kebijakan manajemen perusahaan meningkatkan jumlah utang jangka panjangnya sebesar Rp 1.497.711.354.501,-.

b Biaya Modal Saham Biasa

Biaya modal sendiri pada PT. Bentoel International Investama Tbk didasarkan pada penggunaan saham sebagai sumber permodalan perusahaan pada periode 2007 s/d 2009. Biaya modal sendiri atau biaya modal saham dihitung dengan membandingkan antara tingkat dividen dengan harga saham ditambah dengan tingkat pertumbuhan dividen yang diperoleh dari perkalian antara *flowback ratio* dengan ROE. Perhitungan biaya modal saham PT. Bentoel International Investama Tbk dilihat dari tabel berikut:

Tabel 21
Tingkat EPS
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Keterangan	2007	2008	2009
Laba Bersih	196.776.256.948	170.948.447.616	64.164.107.272
Jumlah Lembar Saham	6.228.140.625	6.733.125.000	6.733.125.000
DPS (dalam Rp)	7,5	7,5	7,5
EPS (dalam Rp)	31,59	25,39	Rp 9,53

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Laporan Keuangan

Tabel 22
Biaya Modal Saham
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	Harga Saham (Rp)	ROE (%)	DPS	EPS	$b = 1 - \frac{DPS}{EPS}$	$g = \frac{ROE}{b} \times$	$Ke = \frac{Ke}{(Di/P)+g}$	Perubahan
2007	1900	12,765	7,5	31,59	76,26%	9,73%	10,12%	-
2008	1900	9,880	7,5	25,39	70,46%	6,96%	7,35%	-27,37%
2009	1900	3,655	7,5	9,53	21,30%	0,78%	1,17%	-84,08%

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa biaya modal saham pada PT. Bentoel International Investama Tbk selama tiga tahun terakhir mengalami penurunan terus-menerus yakni pada tahun 2007 sebesar 10,12%, pada tahun 2008 sebesar 7,35% atau mengalami penurunan 27,37% dari tahun sebelumnya dan pada tahun 2009 sebesar 1,17% atau turun menjadi 84,08%

dari tahun 2008. Oleh karena itu, dijelaskan bahwa pada tahun 2009 perusahaan telah melakukan kebijakan penetapan sumber modal sendiri secara optimal karena pada tahun tersebut biaya modal sendiri yang ditanggung perusahaan adalah biaya yang terendah yakni sebesar 1,17% .

4. Menghitung Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC) PT. Bentoel International Investama Tbk Tahun 2007 s/d 2009.

Dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang yang menjadi beban perusahaan, terlebih dahulu ditetapkan proporsi atau komposisi tiap komponen struktur modal. Komponen dalam perhitungan struktur modal meliputi utang jangka panjang dan modal sendiri. Setelah itu, WACC dapat dihitung dengan mengalikan bobot dari komponen struktur modal tersebut. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) pada PT. Bentoel International Investama Tbk dapat disajikan pada tabel di bawah ini.

Tabel 23
Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	Komponen Struktur Modal	Komposisi (%)	Biaya Modal	WACC (%)	Perubahan (%)
2007	Utang Jangka Panjang	48,9	4,369	2,136	-
	Modal Sendiri	51,1	10,12	5,171	
	Total	100		7,307	
2008	Utang Jangka Panjang	46,33	8,287	3,839	6,53
	Modal Sendiri	53,67	7,35	3,945	
	Total	100		7,784	

Tahun	Komponen Struktur Modal	Komposisi (%)	Biaya Modal	WACC (%)	Perubahan (%)
2009	Utang Jangka Panjang	46,04	8,773	4,039	-40,01
	Modal Sendiri	53,96	1,17	0,631	
	Total	100		4,670	

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan WACC di atas dapat diketahui bahwa biaya modal rata-rata tertimbang PT. Bentoel International Investama Tbk, pada tahun 2007 sebesar 7,307%, pada tahun 2008 sebesar 7,784% atau mengalami kenaikan sebesar 6,53% dari tahun sebelumnya. Pada tahun 2009 WACC sebesar 4,670% atau mengalami penurunan 40,01% dari tahun 2008. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) perusahaan paling besar selama tiga periode tersebut terletak di tahun 2008 yaitu 7,784%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa WACC perusahaan yang minimum terjadi tahun 2009. Hal ini mengindikasikan struktur modal pada tahun 2009 merupakan struktur modal yang optimal karena dapat meminimumkan biaya modal.

5. Menghitung Nilai Perusahaan PT. Bentoel International Investama Tbk Selama Tahun 2007 s/d 2009.

Nilai perusahaan maksimum apabila penentuan struktur modal perusahaan optimal, yaitu biaya modal rata-rata tertimbang minimum. Nilai perusahaan yang menggunakan *leverage* berbeda perhitungannya dengan perusahaan yang tidak menggunakan *leverage*. Nilai perusahaan yang tidak menggunakan *leverage* dapat dihitung berdasarkan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) setelah dikoreksi dengan pajak dibagi keuntungan yang disyaratkan pada saham *unlevered firm*. Sedangkan, bagi

perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*) yaitu nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang (*unlevered firm*) ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Untuk mempermudah melakukan perhitungan, maka pada penelitian ini nilai perusahaan dapat diperoleh melalui laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) setelah dikoreksi dengan tingkat pajak dibagi biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Berikut ini akan disajikan tabel 24 mengenai perhitungan nilai perusahaan PT. Bentoel International Investama Tbk.

Tabel 24
Nilai Perusahaan
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2007-2009

Tahun	EBIT (Rp)	T (%)	Laba Setelah Dikoreksi EBIT (1-T)	WACC (%)	Nilai Perusahaan
2007	343.319.235.437	29,99	240.357.796.700	7,307	32.894.183.210
2008	410.139.935.334	29,99	287.138.968.700	7,784	36.888.356.720
2009	265.468.522.269	28	191.137.336.000	4,670	40.928.765.740

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Berdasarkan tabel 24 di atas, dapat diketahui bahwa pada tahun 2007 EBIT perusahaan sebesar Rp 343.319.235.437,- setelah dikoreksi dengan pajak 29,99% akan menghasilkan Rp 240.357.796.700,-. Sehingga nilai perusahaan pada tahun 2007 dapat diperoleh dari laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) setelah dikoreksi dengan tingkat pajak dibagi dengan biaya

modal rata-rata tertimbang (WACC) 7,307% akan diperoleh nilai perusahaan sebesar Rp32.894.183.210,-. Sedangkan pada tahun 2008, dengan adanya WACC sebesar 7,784% dan tingkat pajak 29,99% mengakibatkan perolehan nilai perusahaan sebesar Rp36.888.356.720,-. WACC paling minimum terjadi pada tahun 2009 yakni 4,670% di mana terdapat peningkatan penggunaan biaya utang dan penurunan penggunaan biaya modal sendiri dengan pengenaan tingkat pajak sebesar 28% sehingga menghasilkan nilai perusahaan Rp 40.928.765.740,-.

Penentuan kebijakan struktur modal pada PT. Bentoel International Investama Tbk selama tahun 2007 s/d 2009 sesuai dengan teori struktur modal pendekatan *modern* yaitu teori Modigliani-Miller (MM) dengan pajak. Model MM menyatakan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan adanya nilai penghematan pajak pada *levered firm* serta perbedaan antara nilai perusahaan antara perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*) dan perusahaan yang tidak menggunakan utang (*unlevered firm*).

Salah satu contoh perhitungannya pada tahun 2009 PT. Bentoel International Investama Tbk memiliki kebijakan struktur modal yang paling optimal apabila dibandingkan dengan tahun 2007 dan 2008. Untuk mengetahui penghematan pajak atau biaya pengurangan pajak yang diperoleh perusahaan selama tahun 2009 atas biaya bunga utang akan dijabarkan sebagai berikut:

Tabel 25
Penghematan Pajak Berdasarkan Teori MM dengan Pajak
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2009

Keterangan	Vu	VI
EBIT	265.468.522.269	265.468.522.269
Penghasilan (Beban) lain-lain		
Penghasilan bunga deposito dan jasa giro	1.603.777.620	1.603.777.620
Keuntungan atas penjualan aset tetap	12.295.948.867	12.295.948.867
Keuntungan penjualan barang sisa	8.032.575.445	8.032.575.445
Penghasilan sewa	1.550.280.000	1.550.280.000
Keuntungan (kerugian) kurs mata uang asing-bersih	4.462.413.068	4.462.413.068
Denda pajak	-	-
Kerugian rokok rusak	(12.974.093.489)	(12.974.093.489)
Beban bunga dan keuangan	-	(182.499.956.358)
Keuntungan Investasi jangka pendek	-	-
Lain-lain bersih	(8.822.651.771)	(8.822.651.771)
beban lain-lain bersih	6.148.249.742	(176.351.706.617)
EBT	271.616.772.010	89.116.815.652
Beban Pajak 28%	76.052.696.160	24.952.708.380
EAT	195.564.075.850	64.164.107.272
Total Pendapatan Pemegang Saham dan Kreditur	0 <u>195.564.075.850</u>	182.499.956.358 <u>64.164.107.272</u>
	195.564.075.850	246.664.063.630

Sumber: PT. Bentoel International Investama Tbk-Data Diolah

Penghematan pajak atas biaya bunga utang adalah Rp 51.099.987.780,-

1. Apabila PT. Bentoel International Investama Tbk tidak menggunakan utang pada tahun 2009 maka nilai perusahaannya adalah:
 - a Melakukan perhitungan terhadap *return on equity* tahun 2009 untuk mengetahui tingkat penghasilan bersih yang diperoleh pemilik perusahaan atas modal yang diinvestasikan.

$$\text{ROE} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}}{\text{modal sendiri}} \times 100\%$$

$$\text{ROE} = \frac{195.564.075.850}{1.755.365.685.812} \times 100\%$$

$$\text{ROE} = 11,14\%$$

b Melakukan perhitungan terhadap *earning per share* pada tahun 2009

$$\text{EPS} = \frac{\text{laba sesudah pajak}}{\text{jumlah lembar saham yang beredar}} \times 1(\text{Rp})$$

$$\text{EPS} = \frac{195.564.075.850}{6.733.125.000} \times 1(\text{Rp})$$

$$\text{EPS} = \text{Rp } 29,05$$

c Perhitungan biaya modal sendiri pada tahun 2009 apabila perusahaan tidak menggunakan utang jangka panjang yaitu:

Tahun	Harga Saham (Rp)	ROE (%)	DPS	EPS	b = 1 - (DPS/EPS)	g = ROE x b	Ke = (Di/P)+g
2009	1900	11,14	7,5	29,05	74,18 %	8,26%	8,65 %

d Apabila diketahui biaya modal sendiri perusahaan (*unlevered firm*) sebesar 8,65% maka $K_o = K_{su}$ yakni tingkat keuntungan yang diisyaratkan untuk perusahaan yang 100% modalnya terdiri atas modal sendiri. Sehingga nilai perusahaan seandainya PT. Bentoel International Investama Tbk tidak menggunakan utang adalah:

$$V_u = \frac{\text{EBIT} (1 - T)}{K_{su}}$$

$$V_u = \frac{265.468.522.269 (1 - 0,28)}{8,65}$$

$$V_u = \text{Rp } 22.096.801.850,-$$

2. Apabila PT. Bentoel International Investama Tbk menggunakan utang jangka panjang pada tahun 2009 maka nilai perusahaannya adalah

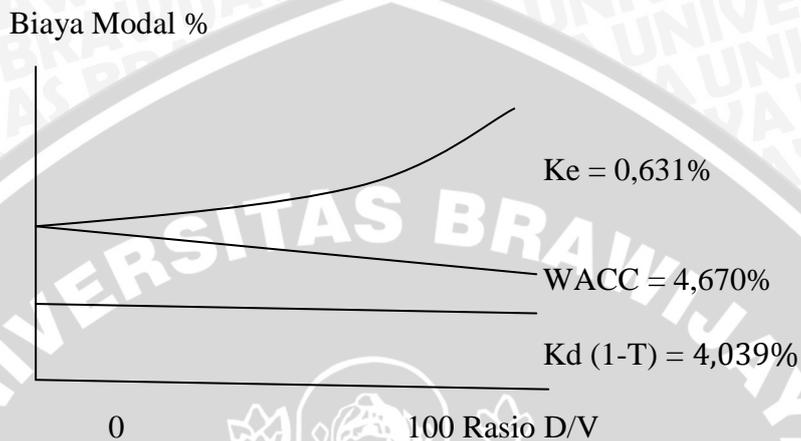
$$Vl = \frac{EBIT (1 - T)}{WACC}$$

$$Vl = \frac{265.468.522.269 (1 - 0,28)}{4,670}$$

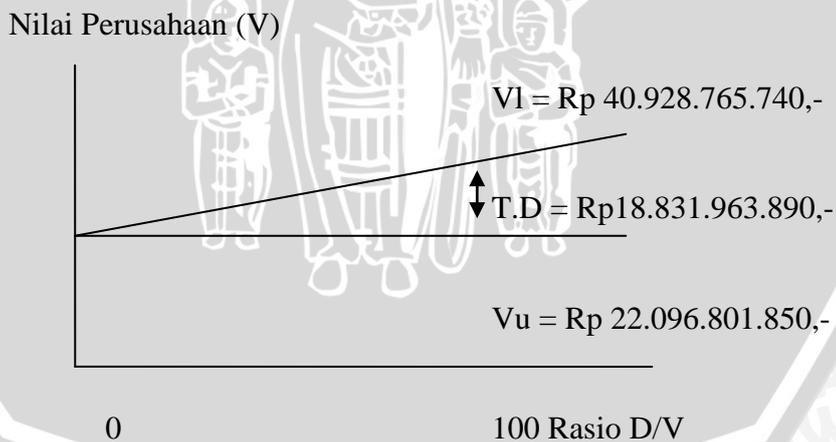
$$Vl = \text{Rp } 40.928.765.740,-$$

Berdasarkan perhitungan penghematan pajak pada *levered firm* dan perbedaan nilai perusahaan antara *levered firm* dan *unlevered firm* yang didasarkan pada pendekatan *modern* melalui teori Modigliani-Miller dengan pajak tahun 2009, apabila PT. Bentoel International Investama Tbk tidak menggunakan utang jangka panjang (*unlevered firm*) pada tahun tersebut, maka nilai perusahaan pada tahun tersebut sebesar Rp 22.096.801.850,-. Seandainya perusahaan menggunakan utang jangka panjang (*levered firm*) sebesar Rp 182.499.956.358,- maka PT. Bentoel International Investama Tbk mampu melakukan penghematan pajak sejumlah Rp 51.099.987.780,- atas biaya bunga utang sehingga nilai perusahaan tahun 2009 juga meningkat menjadi Rp 40.928.765.740,-. Kebijakan struktur modal PT. Bentoel International Investama Tbk dan nilai perusahaannya pada tahun 2009 dapat digambarkan melalui grafik di bawah ini:

Gambar 12
Struktur Modal Berdasarkan Pendekatan MM dengan Pajak
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2009



Gambar 13
Nilai Perusahaan Berdasarkan Pendekatan MM dengan Pajak
PT. Bentoel International Investama Tbk
Tahun 2009



6. Interpretasi Hasil

Penentuan kebijakan struktur modal PT. Bentoel International Investama Tbk selama tiga periode yang dimulai dari tahun 2007 s/d 2009 cenderung menggunakan komposisi penambahan modal sendiri dengan persentase yang lebih besar apabila dibandingkan dengan jumlah penambahan persentase pada utang jangka panjang walaupun perusahaan setiap tahun melakukan kebijakan penambahan utang jangka panjang. Namun penggunaan biaya utang jangka panjang perusahaan dari tahun ke tahun semakin meningkat, sedangkan penggunaan biaya modal sendiri semakin lama semakin menurun persentasenya. Dengan demikian, semakin meningkatnya penggunaan dana yang berasal dari utang jangka panjang dapat menguntungkan perusahaan. Hal ini disebabkan, adanya peningkatan biaya penggunaan utang jangka panjang dapat memberikan penghematan pajak bagi perusahaan.

Penggunaan biaya modal rata-rata tertimbang dan perolehan nilai perusahaan selama tiga periode mulai tahun 2007 s/d 2009 bersifat fluktuatif. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yang paling optimal terjadi pada tahun 2009 sebesar 4,670% dengan komposisi struktur modal menggunakan utang jangka panjang 46,04% dan modal sendiri 53,96%. Optimalnya struktur modal tersebut ditandai dengan minimumnya biaya modal rata-rata tertimbang sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan pada tahun tersebut yakni Rp 40.928.765.740,-. Sedangkan pada tahun

2007 penggunaan biaya modal rata-rata sebesar 7,307% mengakibatkan nilai perusahaan menjadi Rp 32.894.183.210,-.

WACC atau biaya modal rata-rata tertimbang yang paling besar penggunaannya terjadi pada tahun 2008 yakni 7,784% dengan kombinasi struktur modal penggunaan utang jangka panjang 46,33% dan modal sendiri 53,67%. Tingginya tingkat biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC pada tahun tersebut mengakibatkan perusahaan memperoleh nilai perusahaan sebesar Rp 36.888.356.720,-. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa semakin rendah atau minimumnya penggunaan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) maka nilai perusahaan semakin besar atau meningkat dan begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan hasil perhitungan analisis dan interpretasi data yang telah dilakukan, maka penentuan kebijakan struktur modal pada PT. Bentoel International Investama Tbk selama tahun 2007 s/d 2009 sesuai dengan teori struktur modal pendekatan *modern* yaitu teori Modigliani-Miller (MM) dengan pajak. Model Modigliani-Miller (MM) yang menyatakan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Hal tersebut dapat dideskripsikan dengan adanya peningkatan penggunaan biaya modal utang dan penurunan penggunaan biaya modal sendiri pada tahun 2009 dapat menghasilkan WACC yang paling minimum sebesar 4,670% dengan penghematan pajak sebesar Rp 51.099.987.780,- sehingga

diperoleh nilai perusahaan tertinggi selama tiga tahun terakhir yaitu sejumlah Rp 40.928.765.740,-.

Analisis rasio keuangan yang dibahas dalam penelitian ini meliputi rasio profitabilitas, rasio *leverage* dan *degree of financial leverage* (DFL). Pengukuran rasio profitabilitas terdiri dari enam aspek yang meliputi *gross profit margin* (GPM), *operating profit margin* (OPM), *net profit margin* (NPM), *return on investment* (ROI), *return on equity* (ROE) dan *earnings per share* (EPS). Rasio profitabilitas perusahaan selama tahun 2007 s/d 2009 terus mengalami penurunan yang *significant* sehingga perusahaan seharusnya melakukan peninjauan ulang.

Penurunan nilai GPM, OPM, dan NPM pada suatu perusahaan mengindikasikan bahwa keadaan *financial* perusahaan dalam keadaan kurang baik padahal penjualan mengalami peningkatan terus selama tiga tahun. Hal tersebut juga terjadi pada penurunan rasio ROI dan ROE yang mengindikasikan bahwa perusahaan kurang maksimal memanfaatkan aset dan modal sendiri dalam perolehan laba bersih perusahaan. Semakin tinggi tingkat *earnings per share* (EPS) suatu perusahaan maka semakin baik pula kinerja perusahaan tersebut. EPS perusahaan selama tiga tahun terus mengalami penurunan sehingga apabila perusahaan tidak segera melakukan peninjauan ulang dikawatirkan investor akan ragu-ragu untuk menanamkan modalnya ke dalam perusahaan.

Analisis rasio *leverage* perusahaan yang meliputi *debt ratio* (DR), *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to total capitalization* (DTCR) selama

tiga tahun terus mengalami penurunan padahal perusahaan meningkatkan penggunaan hutang jangka panjang setiap tahun. Penurunan rasio *leverage* tersebut dapat disebabkan adanya kebijakan pendanaan yang berasal dari modal sendiri komposisinya lebih besar apabila dibandingkan utang jangka panjang tersebut.

