Journal of Innovative and Creativity
Journal Homepage: https://joecy.org/index.php/joecy
e-mail: journaljoecy@gmail.com

Faculty of Education
University of Pahlawan Tuanku Tambusai
ISSN 2775-771X (Online)
ISSN 2962-570X **(Printed)**
6 (1) 2026, Page: 473-482

Analisis Struktur Modal Konservatif terhadap Optimalisasi Return on Equity: Studi Kasus PT Campina Ice Cream Industry, Tbk (2020-2024)

Aryani Sri Ramadhani[1], Euis Novianty Lana[2], Sri Retnaning Sampurnaningsih[3]
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Pamulang, Indonesia

Corresponding Author: Aryani Sri Ramadhani e-mail: Ar.ryanni@gmail.com

Published: Januari, 2026

ABSTRACT

Conservative capital structure is a strategy focused on internal funding stability, which theoretically may limit the scope for optimizing shareholder returns. This study aims to analyze the optimization strategy of Return on Equity (ROE) at PT Campina Ice Cream Industry, Tbk during the 2020–2024 period under a conservative capital structure. The methodology employed is quantitative descriptive using financial ratio analysis and the DuPont Analysis approach. The results indicate that PT Campina maintains a very safe capital structure with a Debt to Equity Ratio (DER) of 0.1–0.2 times and a Debt to Asset Ratio (DAR) between 10.5%–13.7%. Low debt levels result in a low Equity Multiplier (1.11–1.16), shifting the burden of ROE optimization entirely onto net profit efficiency and asset productivity. ROE reached an optimal peak of 13.41% in 2023, driven by the highest Net Profit Margin (NPM) of 11.22%. However, in 2024, ROE declined to 10.43% due to operating expense pressures that pushed the NPM down to 8.38%. These findings confirm that under a conservative capital structure, ROE is highly vulnerable to fluctuations in operating costs. The primary recommended strategy is the careful control of operating expenses to enhance profit margins.

Keywords: Conservative Capital Structure, Return on Equity (ROE), DuPont Analysis, Net Profit Margin, PT Campina Ice Cream Industry, Tbk.

© The Author(s). 2021 Open Access This article is licensed under a Creative Commons Atribution 4.0 International License, which permits use, sharing, adaptation, distribution and reproduction in any medium or format, as long as you give appropriate credit to the original author(s) and the source, provide a link to the Creative Commons licence, and indicate if changes were made. The images or other third party material in this article are included in the article's Creative Commons licence, unless indicated otherwise in a credit line to the material. To view a copy of this licence, visit http://creativecommons.org/licenses/by/4.0

PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan salah satu keputusan keuangan perusahaan yang berkaitan dengan penentuan komposisi sumber pendanaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan investasi sebagaimana dijelaskan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston (2011). Keputusan ini berperan penting karena dapat memengaruhi kinerja keuangan serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan keberlanjutan usahanya.

Literatur keuangan klasik, teori trade-off yang berakar pada pemikiran Modigliani dan Miller (1958; 1963) dan dikembangkan oleh Kraus dan Litzenberger (1973) menjelaskan bahwa penggunaan utang secara optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat tax shield. Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan memilih tingkat leverage yang tinggi sebagaimana diprediksi oleh teori struktur modal konvensional. Shyam-Sunder dan Myers (1999) serta Frank dan Goyal (2009) menemukan bahwa banyak perusahaan tidak secara aktif menyesuaikan struktur modalnya menuju tingkat leverage optimal, melainkan lebih mengandalkan pendanaan internal. Selain itu, Strebulaev dan Yang (2013) mengidentifikasi fenomena zero-leverage firms, yaitu perusahaan yang secara konsisten mempertahankan tingkat utang yang sangat rendah atau bahkan tidak menggunakan utang sama sekali dalam jangka panjang. Temuan-temuan ini menunjukkan bahwa praktik struktur modal perusahaan sering kali menyimpang dari prediksi teori trade-off klasik.

Fenomena tersebut dikenal sebagai kebijakan struktur modal konservatif atau financial conservatism. Bernadette A. Minton dan Karen H. Wruck (2001) dalam penelitian mereka yang berjudul "Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms" menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage rendah cenderung memiliki arus kas internal yang kuat, saldo kas besar, serta kapasitas utang yang sengaja disimpan sebagai fleksibilitas pendanaan di masa depan. Konservatisme finansial merupakan kebijakan strategis untuk menekan risiko financial distress dan menjaga stabilitas operasional. Soku Byoun (2008) dalam artikelnya yang berjudul "How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?" memberikan dasar empiris kuat bahwa kebijakan rendah utang merupakan kebijakan strategis yang didasarkan pada kebutuhan akan fleksibilitas keuangan.

Temuan Byoun menunjukkan bahwa perusahaan secara aktif mempertahankan kapasitas pinjaman sebagai cadangan untuk menghadapi peluang investasi atau ketidakpastian pasar di masa depan. Aivazian, Ge, dan Qiu (2005) dalam penelitian mereka yang berjudul "The Impact of Leverage on Corporate Investment: Government-linked and Private Firms in Malaysia", menyatakan bahwa tingkat leverage yang rendah memberikan ketahanan operasional bagi perusahaan untuk tetap melakukan investasi produktif meskipun dalam kondisi ekonomi yang sulit. Kedua studi ini mengonfirmasi bahwa konservatisme finansial adalah langkah terukur untuk menjaga daya saing dan stabilitas jangka panjang, terutama bagi perusahaan yang beroperasi di lingkungan pasar yang volatil.

Meskipun demikian, kebijakan struktur modal konservatif memunculkan persoalan terkait optimalisasi Return on Equity (ROE). Dalam kerangka DuPont Analysis, ROE dipengaruhi oleh profit margin, perputaran aset, dan equity multiplier. Struktur modal konservatif secara inheren menghasilkan equity multiplier yang rendah, sehingga membatasi kemampuan perusahaan dalam meningkatkan ROE melalui efek pengungkit keuangan. Sejumlah penelitian menemukan bahwa leverage yang lebih tinggi memang dapat meningkatkan ROE, namun menurut Chadha dan Sharma (2021), penggunaan utang ini juga meningkatkan volatilitas laba dan risiko keuangan karena beban bunga yang tetap. Berbagai studi lain menunjukkan bahwa leverage yang berlebihan justru berdampak negatif terhadap kinerja berbasis akuntansi, termasuk ROE. Studi pada sektor manufaktur dan barang konsumsi menunjukkan bahwa Debt to Equity Ratio (DER) sering kali berpengaruh negatif terhadap ROE, sementara perusahaan yang lebih mengandalkan pendanaan internal cenderung memiliki kinerja yang lebih stabil. Namun, sebagian besar penelitian menempatkan struktur modal sebagai variabel penjelas, tanpa mengkaji secara mendalam mekanisme optimalisasi ROE ketika leverage berada pada level yang sangat rendah. Selain itu, kajian empiris yang secara khusus menelaah sektor makanan dan minuman, khususnya subsektor berbasis dairy dan es krim, masih relatif terbatas.

PT Campina Ice Cream Industry Tbk menghadirkan fenomena empiris yang menarik untuk dikaji dalam konteks diatas. Selama periode 2020–2024, Campina secara konsisten mempertahankan struktur modal konservatif, dengan Debt to Equity Ratio hanya berada pada kisaran 0,1 hingga 0,2 kali dan Debt to Asset Ratio di bawah 15%. Kebijakan ini mencerminkan tingkat ketergantungan utang yang sangat rendah dan dominasi pendanaan internal. Strategi tersebut bertepatan dengan kinerja keuangan yang kuat pada periode 2021–2023, di mana ROE meningkat secara signifikan dan mencapai puncaknya pada tahun 2023. Namun, memasuki tahun 2024, perusahaan mengalami penurunan ROE yang cukup tajam meskipun struktur modal tetap berada pada level konservatif.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menempatkan struktur modal sebagai penentu ROE melalui mekanisme leverage, penelitian ini memfokuskan analisis pada mekanisme pembentukan ROE dalam kondisi struktur modal konservatif. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis optimalisasi Return on Equity PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024. Dengan menguraikan kontribusi profit margin, perputaran aset, dan equity multiplier terhadap ROE, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam memperkaya literatur struktur modal konservatif serta kontribusi praktis bagi manajemen dan investor dalam mengevaluasi kualitas pengembalian ekuitas pada perusahaan sektor makanan dan minuman.

METODE

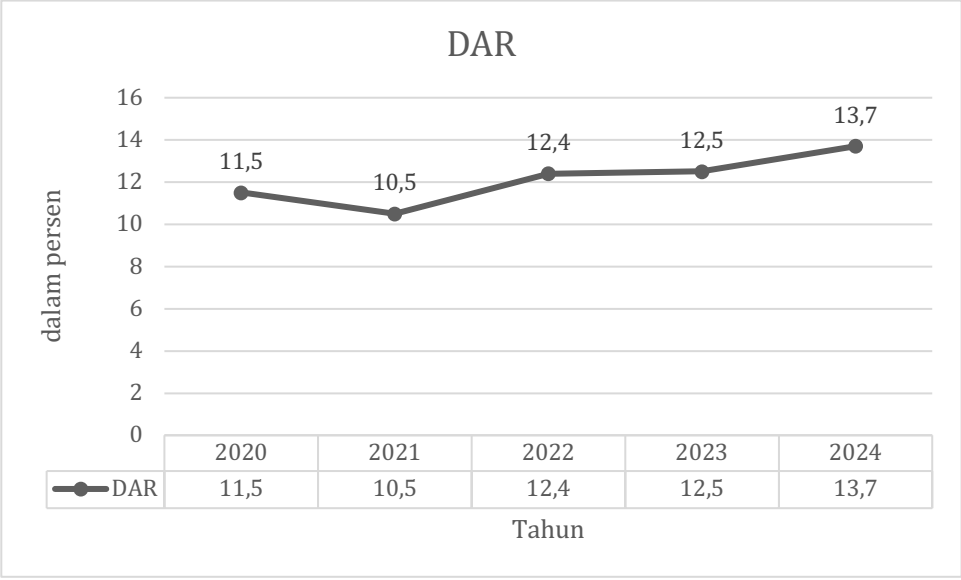
Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif deskriptif dengan pendekatan analisis laporan keuangan untuk mengkaji upaya optimalisasi Return on Equity (ROE) pada PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024. Data yang digunakan berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan Tahunan PT. Campina Ice Cream Industry, Tbk periode 2020 sampai 2024 yang telah diaudit. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis rasio keuangan dan analisis DuPont untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan tanpa melakukan pengujian statistik inferensial. Analisis rasio keuangan digunakan untuk menggambarkan posisi struktur modal konservatif perusahaan serta perkembangan kinerja keuangan secara time series. Hal ini dapat memberikan gambaran objektif mengenai bagaimana perusahaan mempertahankan tingkat pengembalian modal bagi pemegang saham tanpa melibatkan risiko keuangan yang tinggi dari penggunaan utang luar.

Analisis DuPont digunakan untuk menguraikan ROE ke dalam komponen Net Profit Margin (NPM), Total Asset Turnover (TATO), dan Equity Multiplier guna mengidentifikasi faktor internal yang menjadi pendorong utama pengembalian ekuitas dalam kondisi leverage yang rendah. Melalui dekomposisi ROE ke dalam komponen Net Profit Margin (NPM), Total Asset Turnover (TATO), dan Equity Multiplier, penelitian ini menelaah sejauh mana efisiensi operasional dan optimalisasi pemanfaatan aset berperan dalam menopang profitabilitas.

Penelitian ini bersifat deskriptif-analitis dan tidak dimaksudkan untuk menguji hubungan kausal, melainkan untuk memberikan pemahaman mendalam mengenai mekanisme optimalisasi ROE melalui efisiensi operasional dan pemanfaatan aset pada perusahaan dengan struktur modal konservatif.

RESEARCH FINDING

Debt to Assets Ratio



Gambar 1. Tren *Debt to Asset Ratio* (DAR) PT Campina Tahun 2020-2024

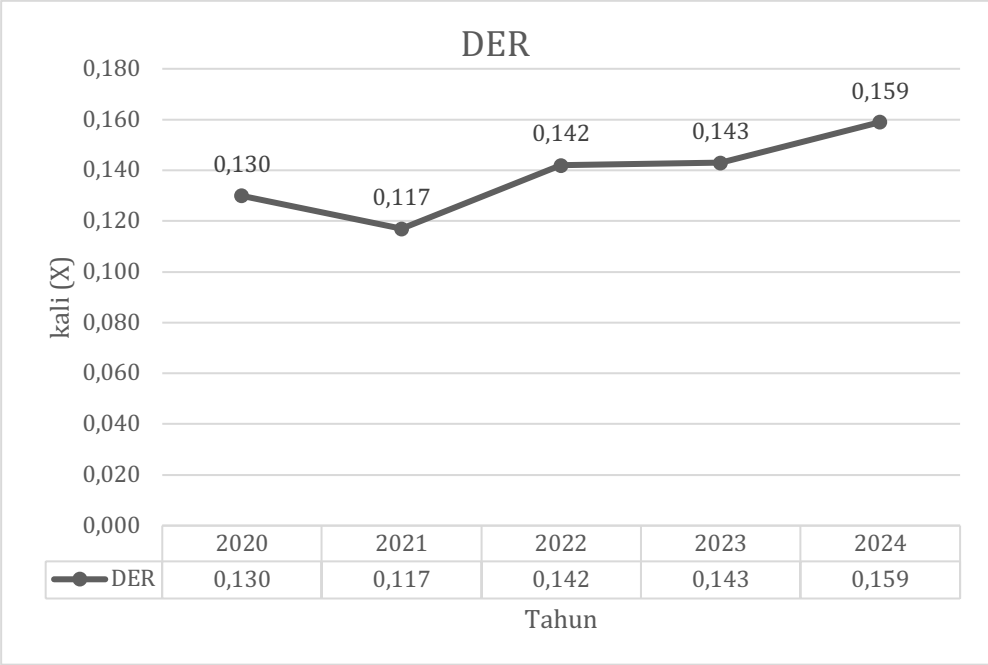
(Sumber: Laporan Keuangan Tahunan, data diolah)

Berdasarkan Gambar 1, Debt to Asset Ratio (DAR) PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024 berada pada kisaran 10,5%–13,7%. Nilai DAR terendah tercatat pada tahun 2021 sebesar 10,5%, sedangkan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2024 sebesar 13,7%. Rendah dan relatif stabilnya DAR tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar aset perusahaan dibiayai oleh

ekuitas, bukan oleh liabilitas. Kondisi ini sejalan dengan struktur aset perusahaan yang didominasi oleh aset lancar, dengan proporsi terhadap total aset masing-masing sebesar 71,4% (2020), 72,7% (2021), 69,5% (2022), 64,8% (2023), dan 63,3% (2024), atau berada pada kisaran 63,3%–72,7% .

Kekuatan struktur permodalan perusahaan semakin diperkuat oleh peningkatan saldo laba yang berlangsung secara konsisten, dari Rp556,5 miliar pada tahun 2020 menjadi Rp734,5 miliar pada tahun 2024, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam membiayai pertumbuhan aset melalui modal internal. Selain itu, berdasarkan komposisi liabilitas dalam laporan posisi keuangan, tidak terdapat indikasi penggunaan utang berbunga jangka panjang yang material selama periode pengamatan, sehingga tekanan beban bunga dan risiko solvabilitas relatif rendah. Dengan demikian, penurunan DAR pada tahun 2021 dapat diinterpretasikan sebagai kondisi ketika pertumbuhan aset—terutama aset lancar yang mencapai proporsi tertinggi 72,7%—lebih cepat dibanding pertumbuhan liabilitas.

Debt to Equity Ratio



Gambar 2. **Tren *Debt to Equity Ratio* (DER) PT Campina Tahun 2020-2024**
(Sumber: Laporan Keuangan Tahunan, data diolah)

Grafik DER menunjukkan bahwa DER Campina berada pada level yang sangat rendah sepanjang periode 2020–2024. DER tercatat sebesar 0,130 pada tahun 2020, menurun menjadi 0,117 pada tahun 2021, kemudian meningkat menjadi 0,142 pada tahun 2022, relatif stabil pada 2023 sebesar 0,143, dan kembali meningkat menjadi 0,159 pada tahun 2024. Kenaikan DER pada periode 2022–2024 sejalan dengan meningkatnya total liabilitas dari Rp133,32 miliar pada tahun 2022 menjadi Rp148,19 miliar pada tahun 2024. Namun, ekuitas perusahaan tetap mendominasi struktur pendanaan, dengan nilai Rp941,45 miliar pada tahun 2022, Rp952,64 miliar pada tahun 2023, dan Rp934,98 miliar pada tahun 2024. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun liabilitas meningkat, pertumbuhan ekuitas masih lebih besar, sehingga DER tetap berada pada level rendah.

DER yang konsisten di bawah 0,20 mencerminkan keberadaan kapasitas utang yang belum dimanfaatkan (unutilized debt capacity). Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan secara sadar memilih untuk tidak memanfaatkan leverage sebagai instrumen peningkatan pengembalian ekuitas, meskipun secara teoritis masih memiliki ruang untuk menambah utang.

Financial Slack Liquid (Berbasis Kas)

Financial slack Liquid atau analisa slack berbasis kas, menjadi indikator penting lainnya dalam menilai konservatisme struktur keuangan perusahaan.

Tabel 1. Posisi Kas Terhadap Total Aset

Tahun	Kas & Setara Kas	Total Aset	Kas terhadap Total Asset (%)
2020	478,735,929,325	1,086,873,666,641	44.05
2021	610,486,190,679	1,146,235,578,463	53.26
2022	506,458,110,482	1,074,777,460,412	47.12
2023	247,666,678,448	1,088,726,193,209	22.75
2024	150,885,247,394	1,083,173,624,832	13.93

Analisis *cash holdings* menunjukkan bahwa perusahaan mempertahankan tingkat kas yang sangat tinggi pada periode 2000–2002, dengan proporsi kas terhadap total aset berada pada kisaran 44,05% hingga 53,26%. Kondisi ini mencerminkan keberadaan *financial slack* yang besar sebagai cadangan likuiditas. Namun, pada periode 2003–2004, cash holdings mengalami penurunan signifikan menjadi 22,75% dan 13,93% dari total aset, seiring dengan berkurangnya saldo kas dari Rp247,67 miliar menjadi Rp150,89 miliar. Penurunan tersebut mengindikasikan optimalisasi penggunaan kas untuk mendukung kebutuhan operasional dan investasi, meskipun perusahaan tetap mempertahankan tingkat likuiditas yang memadai.

Keberadaan financial slack yang besar memberikan ketahanan likuiditas dan fleksibilitas pendanaan, namun tidak secara otomatis meningkatkan pengembalian ekuitas. Dalam struktur modal konservatif, slack berfungsi sebagai penyangga risiko dan alat stabilisasi operasional, bukan sebagai pengungkit kinerja. Oleh karena itu, efektivitas financial slack dalam menciptakan nilai sangat bergantung pada kemampuan manajemen dalam mengonversi kas menjadi efisiensi operasional atau produktivitas aset. Apabila slack tidak dimanfaatkan secara produktif, tingginya kas justru berpotensi menurunkan efisiensi aset dan menekan ROE.

Tabel 2. Rasio Kas

Tahun	Kas & Setara Kas	Utang Jangka Pendek	Rasio Kas (Kali)
2020	478,735,929,325	56,665,064,940	8.45
2021	610,486,190,679	64,332,022,572	9.49
2022	506,458,110,482	72,411,790,397	6.99
2023	247,666,678,448	78,024,161,155	3.17
2024	150,885,247,394	93,604,844,953	1.61

Analisis *cash ratio* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang sangat tinggi pada periode 2000–2002, dengan nilai rasio kas berada pada kisaran 6,99 hingga 9,49. Kondisi ini mengindikasikan keberadaan *financial slack* yang kuat, di mana kas yang dimiliki jauh melebihi kewajiban jangka pendek. Pada periode 2003–2004, cash ratio menurun menjadi 3,17 dan 1,61 seiring dengan penurunan saldo kas dan peningkatan utang jangka pendek. Meskipun demikian, nilai cash ratio yang tetap berada di atas satu menunjukkan bahwa perusahaan masih memiliki cadangan likuid yang memadai untuk memenuhi kewajiban jangka pendek.

Kebijakan Keuangan Konservatif

Berdasarkan hasil analisis struktur permodalan dan likuiditas, PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024 menunjukkan tingkat konservatisme keuangan yang kuat. Nilai Debt to Asset Ratio (DAR) yang rendah dan relatif stabil pada kisaran 10,5%–13,7% serta Debt to Equity Ratio (DER) yang berada pada level sangat rendah mengindikasikan bahwa pembiayaan aset perusahaan didominasi oleh ekuitas dibandingkan liabilitas. Meskipun pada periode 2022–2024 terjadi peningkatan total liabilitas, pertumbuhan ekuitas dan saldo laba tetap lebih dominan, sehingga tingkat leverage perusahaan secara keseluruhan masih terkendali. Selain itu, perusahaan mempertahankan *financial slack* yang memadai melalui kepemilikan kas dan setara kas yang relatif tinggi, yang tercermin dari rasio kas dan *cash holdings* sepanjang periode pengamatan. Kondisi ini menunjukkan adanya kapasitas utang yang belum dimanfaatkan (*unused debt capacity*) serta fleksibilitas keuangan yang tinggi, sejalan dengan temuan Graham (2000) serta Minton dan Wruck (2001), dan menegaskan bahwa kebijakan struktur keuangan PT Campina bersifat konservatif.

Analisis Dupont

Analisis DuPont digunakan untuk mengidentifikasi mekanisme pembentukan Return on Equity (ROE) PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024.

Tabel 3. Variabel Pembentuk DuPont

Tahun	NPM (%)	TATO (X)	EM (X)	ROE (NPM X TATO X EM) %
2020	4.60	0.89	1.13	4.60
2021	9.70	0.91	1.12	9.89
2022	10.70	1.02	1.14	12.44
2023	11.20	1.05	1.14	13.41
2024	8.40	1.07	1.16	10.43

Tabel hasil analisis DuPont menunjukkan bahwa Return on Equity (ROE) PT Campina Ice Cream Industry Tbk selama periode 2020–2024 mengalami peningkatan signifikan hingga mencapai puncaknya pada tahun 2023, sebelum kembali menurun pada tahun 2024. Sepanjang periode pengamatan, nilai Equity Multiplier berada pada kisaran yang rendah dan relatif konsisten, yaitu sekitar **1,13–1,16**, dengan perubahan yang sangat terbatas antarperiode. **Kondisi ini menunjukkan bahwa variasi ROE perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan tingkat leverage.**

Net Profit Margin PT Campina Ice Cream Industry Tbk menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan sejak tahun 2020 hingga mencapai nilai tertinggi pada tahun 2023. NPM meningkat dari **4,60% pada tahun 2020** menjadi **11,20% pada tahun 2023**, yang mencerminkan perbaikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan. Namun, pada tahun 2024 NPM mengalami penurunan menjadi **8,40%**, mengindikasikan adanya tekanan terhadap margin laba, yang berpotensi berasal dari peningkatan biaya operasional atau melemahnya daya serap pasar. Perubahan NPM ini sejalan dengan dinamika ROE.

Sementara itu, Total Asset Turnover menunjukkan tren peningkatan yang relatif stabil selama periode pengamatan. TATO meningkat secara bertahap dari **0,89 kali pada tahun 2020** menjadi **1,07 kali pada tahun 2024**, yang mencerminkan perbaikan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan. Perubahan TATO bersifat lebih gradual dan tidak menunjukkan fluktuasi yang tajam antarperiode. Pola pergerakan ini memberikan gambaran mengenai dinamika efisiensi aset perusahaan yang berlangsung secara bertahap sepanjang periode penelitian.

Pola pergerakan Net Profit Margin dan Total Asset Turnover menunjukkan dinamika kinerja operasional dan efisiensi aset yang berbeda sepanjang periode pengamatan. Mengingat Equity

Multiplier PT Campina Ice Cream Industry Tbk berada pada tingkat yang relatif stabil, perubahan Return on Equity pada periode penelitian terutama merefleksikan perubahan Return on Assets.

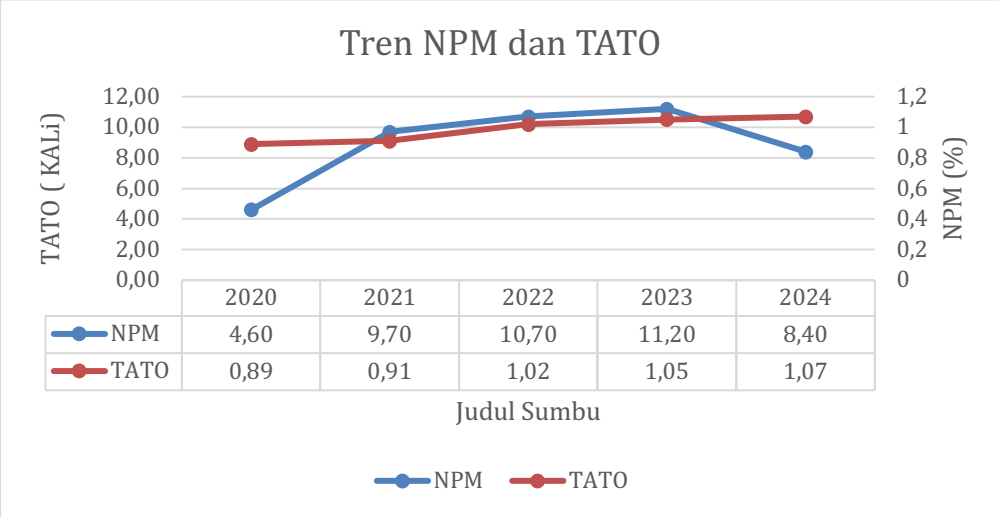
Return on Asset

Return on Assets dalam kerangka DuPont dipahami sebagai hasil perkalian antara Net Profit Margin dan Total Asset Turnover, yang secara matematis dapat dinyatakan sebagai:

$$ROA = NPM \times TATO$$

$$= \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}} \times \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Pola pergerakan Net Profit Margin dan Total Asset Turnover sebagaimana telah dibahas sebelumnya menunjukkan perbedaan karakteristik antarperiode. Secara kuantitatif, Net Profit Margin bergerak dalam rentang yang relatif lebar, dari **4,60% hingga 11,20%**, dengan perubahan antarperiode yang cukup tajam, termasuk penurunan sebesar **2,80 poin persentase** pada tahun 2024. Sebaliknya, Total Asset Turnover berada pada rentang yang lebih sempit, yaitu antara **0,89 hingga 1,07 kali**, dengan perubahan tahunan yang relatif kecil dan cenderung bergerak secara bertahap. Pola ini juga dapat diamati secara visual pada grafik perkembangan Net Profit Margin dan Total Asset Turnover yang disajikan pada Gambar dibawah ini.



Gambar 3. Tren NPM dan TATO PT. Campina selama periode penelitian

Grafik diatas menunjukkan pergerakan Net Profit Margin mengalami fluktuasi yang relatif lebih besar, sementara Total Asset Turnover cenderung bergerak lebih stabil dan meningkat secara bertahap.

Tabel 3. NPM dan TATO Dalam Angka

Tahun	Penjualan (dalam Rupiah)	Laba bersih (dalam rupiah)	Total Aset (dalam Rupiah)	NPM(%)	TATO (X)
2020	956,634,474,111	44,045,828,313	1,086,873,666,641	4.60	0.88
2021	1,019,133,657,275	99,278,807,290	1,146,235,578,463	9.74	0.89
2022	1,129,360,552,136	121,257,336,904	1,074,777,460,412	10.74	1.05
2023	1,135,790,489,555	127,426,464,539	1,088,726,193,209	11.22	1.04
2024	1,158,489,850,210	97,110,136,525	1,083,173,624,832	8.38	1.07

Tabel ini menyajikan perkembangan penjualan, laba bersih, dan total aset perusahaan sebagai komponen pembentuk Net Profit Margin dan Total Asset Turnover selama periode 2020–2024. Pada tahun 2020, Net Profit Margin tercatat sebesar 4,60%, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang masih terbatas dibandingkan dengan tingkat penjualan yang dicapai pada periode tersebut. Tahun 2021, Net Profit Margin mengalami peningkatan yang signifikan menjadi 9,74%. Kenaikan ini didorong oleh pertumbuhan laba bersih yang meningkat lebih cepat dibandingkan pertumbuhan penjualan. Laba bersih meningkat lebih dari dua kali lipat, sementara penjualan hanya mengalami peningkatan yang relatif moderat. Pola ini menunjukkan adanya perbaikan efisiensi operasional atau pengendalian biaya yang lebih baik, sehingga perusahaan mampu meningkatkan profitabilitas tanpa harus mengandalkan pertumbuhan penjualan yang tinggi.

Tren peningkatan Net Profit Margin berlanjut pada tahun 2022 dan 2023, masing-masing mencapai 10,74% dan 11,22%. Pada periode ini, pertumbuhan laba bersih masih relatif sejalan dengan peningkatan penjualan, meskipun laju kenaikan margin mulai melambat. Hal tersebut mengindikasikan bahwa ruang peningkatan efisiensi biaya mulai terbatas. Pada tahun 2024 terjadi penurunan Net Profit Margin menjadi 8,38%, meskipun penjualan tetap mengalami peningkatan dibandingkan tahun sebelumnya. Penurunan ini menunjukkan bahwa pertumbuhan laba bersih tidak mampu mengimbangi peningkatan penjualan, yang mengindikasikan adanya tekanan dari sisi biaya atau penurunan efisiensi operasional.

Total Asset Turnover menunjukkan pergerakan yang relatif stabil sepanjang periode 2020–2024. Nilai TATO meningkat secara bertahap dari 0,88 kali pada tahun 2020 menjadi 1,07 kali pada tahun 2024. Peningkatan ini mencerminkan bahwa pertumbuhan penjualan secara umum sejalan dengan perkembangan total aset perusahaan, sehingga efektivitas pemanfaatan aset dalam menghasilkan penjualan tetap terjaga. Meskipun total aset mengalami fluktuasi antarperiode, perubahan tersebut tidak menimbulkan variasi yang tajam pada nilai TATO. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan investasi aset dan pemanfaatannya bersifat relatif konsisten dan tidak mengalami perubahan struktural yang signifikan dalam jangka pendek.

Berdasarkan analisis komponen pembentuk rasio, Net Profit Margin menunjukkan fluktuasi yang lebih besar dibandingkan Total Asset Turnover yang bergerak relatif stabil. Kondisi ini mengindikasikan bahwa perubahan kinerja keuangan perusahaan dalam kerangka analisis DuPont lebih sensitif terhadap dinamika margin laba dibandingkan efektivitas pemanfaatan aset. Dengan demikian, Net Profit Margin menjadi komponen yang lebih responsif terhadap perubahan kondisi internal perusahaan, khususnya yang berkaitan dengan efisiensi biaya dan kinerja operasional, dibandingkan komponen lainnya dalam pembentukan Return on Equity.

Temuan ini sejalan dengan bukti empiris yang menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan struktur aset yang relatif matang, variasi ROE lebih sering dipengaruhi oleh perubahan profitabilitas dibandingkan oleh perubahan efisiensi aset. Penelitian oleh **Palepu, Healy, dan Peek (2020)** menunjukkan bahwa komponen laba memiliki daya jelaskan yang lebih kuat terhadap volatilitas pengembalian ekuitas dibandingkan komponen perputaran aset, terutama pada perusahaan dengan pola investasi yang stabil.

Efesiensi Biaya dan Kinerja Operasional (HPP dan Beban Operasional)

Penurunan Net Profit Margin pada tahun 2024 tidak terlepas dari meningkatnya beban operasional relatif terhadap penjualan. Meskipun pendapatan masih tumbuh, laju kenaikan beban—baik pada beban pokok maupun beban operasional yang lebih cepat dibandingkan pertumbuhan penjualan, sehingga menekan margin laba bersih. Dalam struktur modal konservatif, tekanan biaya tersebut tidak dapat dikompensasi oleh leverage, sehingga langsung berdampak pada penurunan ROE.

Tabel 4. Rasio Biaya

Tahun	Penjualan	Harga Pokok Penjualan	Beban Operasional	Rasio HPP (%)	Rasio Beban Operasional (%)
2020	956,634,474,111	439,655,714,828	468,218,974,536	45.96	48.94
2021	1,019,133,657,275	464,038,494,499	437,655,937,877	45.53	42.94
2022	1,129,360,552,136	500,329,164,288	481,825,142,459	44.30	42.66
2023	1,135,790,489,555	466,026,945,540	519,832,436,805	41.03	45.77
2024	1,158,489,850,210	486,382,261,523	557,206,083,739	41.98	48.10

Berdasarkan rasio terhadap penjualan selama periode 2020–2024, **rasio HPP PT Campina** cenderung menurun dari 45,96% menjadi 41,98%, meskipun ada sedikit kenaikan pada tahun terakhir, menunjukkan efisiensi HPP meningkat sehingga memberikan kontribusi positif pada margin kotor dan NPM. Sementara itu, **rasio beban operasional** bergerak lebih fluktuatif, menurun di awal dari 48,94% menjadi 42,66%, lalu kembali naik menjadi 48,10%, menunjukkan bahwa beban operasional lebih tidak stabil dibanding HPP. **Artinya, dalam beberapa tahun, beban operasional memang memiliki porsi lebih besar dibanding HPP, namun pergerakan HPP yang lebih stabil membuatnya menjadi pengungkit NPM yang konsisten.** Mengingat NPM dipengaruhi oleh total biaya (HPP + beban operasional), penurunan HPP yang konsisten dibanding fluktuasi beban operasional membuat HPP berperan dominan dalam menjaga margin laba bersih perusahaan.

Temuan ini didukung oleh penelitian empiris, seperti yang diungkapkan oleh Wahyuni (2023) yang menunjukkan bahwa **Cost of Goods Sold (HPP) dan biaya operasional secara simultan berpengaruh signifikan terhadap laba bersih dan profitabilitas perusahaan**, serta Situmorang & Sudjiman (2024) yang menemukan bahwa **COGS dan biaya administrasi/operasional memiliki dampak signifikan terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur**, yang menegaskan pentingnya pengendalian biaya untuk menjaga NPM dan secara tidak langsung memengaruhi ROE. Dengan demikian, analisis rasio HPP dan beban operasional terhadap penjualan pada PT Campina selaras dengan bukti empiris yang menunjukkan bahwa efisiensi HPP menjadi determinan utama dalam pembentukan NPM perusahaan. Dimana **dalam kasus PT Campina, HPP berperan lebih dominan dibanding beban operasional**, karena pergerakan HPP yang lebih stabil dan konsisten menjadi faktor utama yang mendorong NPM perusahaan, sehingga secara langsung memengaruhi pembentukan Return on Equity dalam kerangka analisis DuPont.

DISKUSI

Hasil analisis menunjukkan bahwa PT Campina Ice Cream Industry, Tbk secara konsisten menerapkan kebijakan struktur modal yang sangat konservatif selama periode 2020–2024. Hal ini dibuktikan dengan nilai Debt to Equity Ratio (DER) yang bertahan pada kisaran 0,1 hingga 0,2 kali, yang berarti sebagian besar aset perusahaan didanai oleh ekuitas internal dibandingkan utang luar. Dalam kerangka analisis DuPont, struktur modal konservatif ini menghasilkan nilai Equity Multiplier yang rendah (berkisar antara 1,11 hingga 1,16). Kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan secara sadar memilih untuk meminimalkan risiko finansial dan biaya bunga, meskipun konsekuensinya adalah hilangnya potensi "efek pengungkit" (leverage effect) yang biasanya digunakan perusahaan untuk mendongkrak pengembalian bagi pemegang saham melalui utang.

Mengingat rendahnya kontribusi pengungkit finansial, optimalisasi Return on Equity (ROE) pada PT Campina sepenuhnya bergantung pada efisiensi operasional dan produktivitas aset. Data menunjukkan bahwa ROE mencapai puncaknya pada tahun 2023 sebesar 13,41%, yang dipicu oleh pencapaian Net Profit Margin (NPM) tertinggi sebesar 11,22%. Keberhasilan ini mencerminkan

kemampuan manajemen dalam mengendalikan harga pokok penjualan (HPP) dan beban operasional secara efektif di tengah pertumbuhan pendapatan. Analisis ini mempertegas bahwa pada perusahaan dengan tingkat utang rendah, variabel laba bersih menjadi penentu utama kualitas imbal hasil ekuitas. Selama efisiensi biaya dapat dipertahankan, perusahaan mampu memberikan imbal hasil yang kompetitif bagi investor tanpa harus terekspos pada risiko gagal bayar yang tinggi.

Namun, penurunan ROE menjadi 10,43% pada tahun 2024 memberikan gambaran mengenai kerentanan model bisnis konservatif terhadap fluktuasi beban usaha. Penurunan tersebut disebabkan oleh tekanan biaya operasional yang menyebabkan NPM merosot ke angka 8,38%, meskipun volume penjualan tetap menunjukkan tren positif. Tanpa adanya dukungan dari leverage keuangan untuk menstabilkan pengembalian, setiap kenaikan biaya operasional langsung berdampak signifikan pada penurunan ROE. Temuan ini menegaskan bahwa strategi optimalisasi ROE pada struktur modal konservatif memerlukan pengendalian biaya yang sangat ketat dan konsisten. Perusahaan dituntut untuk terus meningkatkan Total Asset Turnover (TATO) melalui inovasi produk dan ekspansi pasar agar produktivitas aset tetap mampu menopang profitabilitas di tengah ketidakpastian biaya produksi global.

KESIMPULAN

PT Campina Ice Cream Industry, Tbk menunjukkan bahwa penerapan kebijakan struktur modal konservatif merupakan instrumen yang efektif dalam menjaga stabilitas keuangan dan keberlanjutan usaha jangka panjang. Dengan mempertahankan Debt to Equity Ratio (DER) pada kisaran 0,1–0,2 kali, perusahaan berhasil meminimalkan risiko finansial dan ketergantungan terhadap pendanaan eksternal. Pencapaian Return on Equity (ROE) tertinggi sebesar 13,41% pada tahun 2023 mengindikasikan bahwa efisiensi operasional dan profitabilitas murni mampu memberikan imbal hasil yang kompetitif bagi pemegang saham tanpa memanfaatkan leverage keuangan secara signifikan.

Namun demikian, hasil analisis pada tahun 2024 serta indikasi awal tahun 2025 menunjukkan bahwa model bisnis dengan struktur modal tanpa utang relatif lebih sensitif terhadap inefisiensi internal dan tekanan biaya eksternal. Penurunan ROE menjadi 10,43% pada tahun 2024 menegaskan bahwa dalam ketiadaan pengungkit finansial, peningkatan biaya operasional secara langsung berdampak pada penurunan tingkat pengembalian ekuitas. Temuan ini menguatkan pandangan bahwa peran manajemen perlu bergeser dari sekadar menjaga likuiditas menuju peningkatan efisiensi operasional secara berkelanjutan (Chang, Kyi, Yang, & Wu, 2025).

Ke depan, strategi perusahaan perlu difokuskan pada pengendalian beban operasional secara cermat serta optimalisasi pemanfaatan kapasitas aset baru hasil investasi belanja modal (capital expenditure). Selain itu, kapasitas utang yang belum dimanfaatkan (unused debt capacity) dapat dipertimbangkan sebagai opsi strategis yang bersifat selektif, khususnya untuk mendukung peluang investasi atau inovasi berskala besar. Bagi investor, PT Campina tetap mencerminkan karakteristik perusahaan berisiko rendah dengan imbal hasil yang relatif stabil, meskipun pertumbuhan nilai di masa mendatang akan lebih ditentukan oleh efektivitas pelaksanaan operasional dan ekspansi pasar dibandingkan dengan perubahan struktur modal.

REFERENSI

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). Fundamentals of financial management (13th ed.). South-Western Cengage Learning.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance, 64(5), 1985–2021. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x

Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? The Journal of Finance, 63(6), 3069–3096. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01421.x

Chadha, S., & Sharma, A. K. (2021). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from India. Vision, 25(1), 1–12. https://doi.org/10.1177/0972262920953331

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? Financial Management, 38(1), 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? The Journal of Finance, 55(5), 1901–1941. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277

Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? Financial Management, 6(3), 7–16. https://doi.org/10.2307/3665251

Kasmir. (2018). Analisis laporan keuangan. RajaGrafindo Persada.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. Research in International Business and Finance, 42, 710–726. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012

Minton, B. A., & Wruck, K. H. (2001). Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms. Review of Financial Studies, 14(4), 947–991. https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.947

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review, 48(3), 261–297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review, 53(3), 433–443.