UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

INTISARI

Dalam menjalankan operasi maupun dalam pengembangan bisnisnya, salah satu keputusan penting yang perlu diambil sebuah perusahaan adalah keputusan terkait dengan sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasi dan investasinya. Perusahaan mempunyai beberapa alternatif sumber dana yang dapat digunakan, yaitu sumber dana yang berasal dari internal perusahaan dan sumber dana yang berasal dari eksternal perusahaan.

Keputusan yang tepat mengenai kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan akan menghasilkan rata-rata tertimbang biaya modal yang paling murah dan akan menghasilkan nilai perusahaan yang paling tinggi. Kombinasi utang dan ekuitas yang menghasilkan rata-rata terimbang biaya modal yang paling murah biasa disebut struktur modal optimal.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis struktur modal optimal untuk PT. Pertamina Internasional EP (PIEP) dengan menggunakan pendekatan biaya modal. Dalam menghitung struktur modal yang optimal menggunakan pendekatan biaya modal, yang dilakukan adalah menghitung biaya modal untuk setiap level rasio utang terhadap modal kemudian menentukan rasio utang yang mempunyai biaya modal yang paling optimal (Damodaran 2008).

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2016 PIEP tidak berada pada posisi struktur yang paling optimal. Rasio utang terhadap modal PIEP tahun 2016 sebesar 14,23%, sedangkan berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa struktur modal yang paling optimal untuk PIEP tahun 2016 berada pada level rasio utang terhadap modal sebesar 62,69%.

Kata kunci: Struktur Modal Optimal, Nilai Perusahaan Paling Optimal, Perusahaan Minyak dan Gas

UNIVERSITAS
GADJAH MADA

ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

ABSTRACT

For being able to keep up with day-to-day operations and to develop the business, one of the most important decisions that a company needs to take is a decision related to the source of funds to be used to finance its operation and investment activities. The Company has several alternative sources of funds that can be utilized, either from internal financing or external one or even combination of both.

Appropriate decisions in company's combination of source of funds could minimize the weighted average cost of capital which triggers maximizing the value of the company. The combination of debt and equity that results in a weighted average of the most cost-effective capital costs is called the optimal capital structure.

This study aims to analyze the optimal capital structure for PT. Pertamina International EP (PIEP) using the capital cost approach. In calculating the optimal capital structure, the cost of capital approach will be used in which the cost of capital for each level of debt to equity ratio will be calculated to determine the ratio of debt that has the most optimal capital cost (Damodaran 2008).

Based on the research that has been done, it can be concluded that in 2016 PIEP is not in the position of the most optimal structure. The debt-to-equity ratio of PIEP in 2016 is 14.23%, meanwhile based on the results of the study, PIEP will remain on the position of having most optimal capital structure if reaching the level of debt to equity ratio of 62.69%

Keywords: Optimal Capital Structure, Optimal Firm Value, Oil and Gas Company

UNIVERSITAS
GADJAH MADA

ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

PT Pertamina Internasional Eksplorasi dan Produksi (PIEP) merupakan salah satu anak perusahaan PT Pertamina (Persero) yang didirikan pada 18 November 2013. PIEP diberi tugas untuk mengelola aset-aset luar negeri milik PT Pertamina (Persero) dan sampai dengan tahun 2016 PIEP telah memiliki wilayah kerja di beberapa negara, diantaranya Irak, Malaysia dan Algeria.

Di Irak PIEP memiliki *Participating Interest* pada aset West Qurna 1 yang pengelolaannya bermitra dengan Exxon Mobil Corp. sebagai operator, Shell dan PetroChina Co. Untuk wilayah kerja di negara Malaysia, PIEP memiliki kepemilikan *Participating Interest* di Sabah dan Sarawak yang terdiri dari 6 Blok, yaitu: Blok K, Blok H, Blok P, Blok SK 309, Blok SK 311 dan Blok SK 314A. Pada wilayah kerja di Malaysia, PIEP bermitra dengan Murphy Oil Corp. sebagai operator, Petronas Carigali Sdn Bhd dan Shell Oil Co.

PIEP juga memiliki aset Blok 405A yang terletak di cekungan Berkine, Algeria selatan dengan lapangan produksi minyaknya adalah lapangan MLN, lapangan EMK dan lapangan Ourhoud. Pada wilayah kerja di negara Algeria, PIEP bermitra dengan Repsol Oil Co. dan Anadarko Petroleum Corp.

Seluruh hasil produksi minyak PIEP dijual ke Pertamina (Persero) yang akan diolah di kilang-kilang minyak Pertamina untuk memenuhi kebutuhan bahan bakar minyak di Indonesia. PIEP terus berupaya melakukan peningkatan produksinya

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

sebagai salah satu upaya untuk meningkatkan ketahanan energi nasional baik dengan melakukan pengembangan pada aset-aset yang telah dimilikinya dan juga dengan melakukan akuisisi aset-aset baru.

Dalam menjalankan operasi maupun dalam pengembangan bisnisnya, salah satu keputusan penting yang perlu diambil PIEP adalah keputusan terkait dengan sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasi dan investasinya. Perusahaan mempunyai beberapa alternatif sumber dana yang dapat digunakan, yaitu sumber dana yang berasal dari internal perusahaan dan sumber dana yang berasal dari eksternal perusahaan.

Sumber dana perusahaan dapat berupa kombinasi antara utang dan ekuitas, yang biasa disebut struktur modal. Dikarenakan utang maupun ekuitas masing-masing mempunyai biaya yang mempunyai karakteristik yang berbeda-beda, keputusan struktur modal yang akan digunakan perusahaan merupakan salah satu keputusan penting yang akan mempengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan mempunyai dampak positif yang signifikan terhadap profitabilitasnya (Ali, Zia & Razi, 2012).

Keputusan yang tepat mengenai kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan akan menghasilkan rata-rata tertimbang biaya modal yang paling murah dan akan menghasilkan nilai perusahaan yang paling tinggi (Gitman, 2012). Kombinasi utang dan ekuitas yang menghasilkan rata-rata terimbang biaya modal yang paling murah biasa disebut struktur modal optimal.

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

Untuk mendapatkan struktur modal yang optimal, perusahaan perlu memperhitungkan biaya atas masing-masing sumber dana yang berasal dari utang maupun modal. Struktur modal yang optimal akan memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham yang merupakan salah satu tujuan utama didirikannya perusahaan.

Lumban Gaol dan Anggono (2012) melakukan penelitian mengenai struktur modal yang optimal untuk perusahaan-perusahaan tambang batubara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2008 sampai dengan 2011. Dalam penelitian tersebut, metode yang digunakan untuk mendapatkan struktur modal yang optimal adalah dengan melakukan pengukuran biaya modal (*cost of capital*). Struktur modal yang optimal adalah komposisi utang dan modal yang menghasilkan nilai perusahaan yang paling tinggi. Dari penelitian tersebut, ditemukan bahwa rata-rata rasio utang terhadap modal yang optimal untuk perusahaan-perusahaan sektor industri tambang batubara yang terdaftar di BEI adalah sebesar 13,44%.

Qamarani (2014) juga melakukan penelitian mengenai struktur modal yang optimal pada perusahaan-perusahaan energi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan pendekatan biaya modal dan menemukan bahwa rata-rata struktur modal yang optimal adalah sebesar 22,71%.

Berdasarkan laporan keuangan tahun 2016 audited yang dipublikasikan oleh beberapa perusahaan minyak dan gas yang tercatat di BEI, penulis menemukan struktur modal setiap perusahaan berbeda-beda dengan data sebagai berikut:

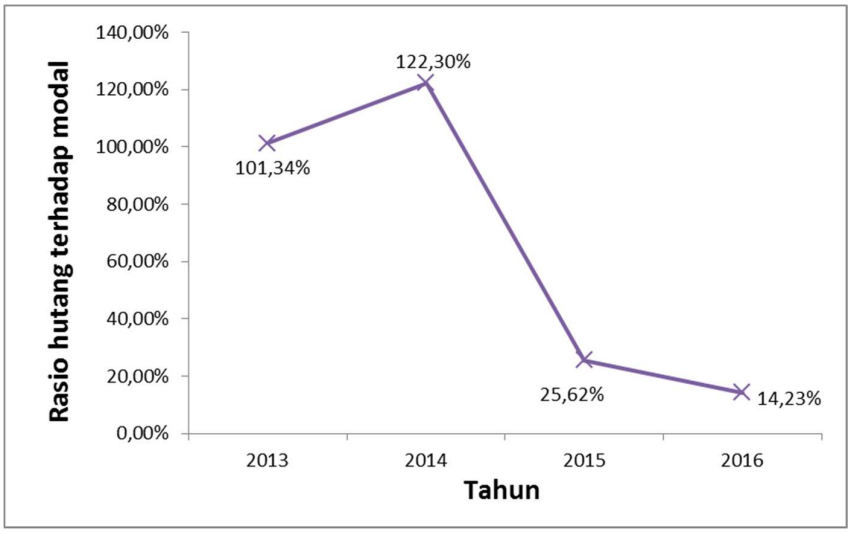
UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

Tabel 1.1 Rasio Utang Terhadap Modal Perusahaan Minyak dan Gas di Indonesia

Perusahaan	**Rasio utang terhadap modal**[1]
PT. Ratu Prabu Energi, Tbk	27,03%
PT. Surya Esa Perkasa, Tbk	65,78%
PT. Benakat Integra, Tbk	73,39%
PT. Medco Energi Internasional, Tbk	68,28%
PT. Radiant Utama Interinsco, Tbk	52,17%
Rata-rata	**57,33%**

Sumber: Hasil perhitungan penulis berdasarkan Laporan Keuangan Audited 2016

Sedangkan struktur modal PIEP, dari awal didirikan tahun 2013 sampai dengan tahun 2016 telah mengalami perubahan struktur modal yang cukup signifikan dimana PIEP melakukan restruturisasi struktur modalnya dengan mengkonversi sebagian utangnya menjadi ekuitas.



Gambar 1.1 Rasio Utang Terhadap Modal PIEP

Sumber: Hasil perhitungan penulis berdasarkan Laporan Keuangan Audited PIEP

[1] Rasio utang terhadap modal adalah total utang yang dikenakan bunga dibagi total modal yang merupakan total utang yang dikenakan bunga ditambah total ekuitas

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan pada latar belakang penilitian, Penulis akan melakukan analisis struktur modal yang paling optimal untuk PIEP yang dapat menghasilkan biaya modal yang paling rendah dan nilai perusahaan yang paling tinggi.

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah, Penulis akan melakukan penelitian yang bertujuan untuk menganalisis struktur modal paling optimal PIEP yang dapat menghasilkan biaya modal yang paling rendah dan nilai perusahaan paling tinggi.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan analisis strutur modal yang akan dilakukan, diharapkan dapat memberikan tambahan informasi bagi manajemen PIEP sehingga manajemen dapat menentukan komposisi utang dan modal yang optimal yang akan digunakan dalam menjalankan operasi maupun dalam pengembangan bisnisnya.

Penelitian juga diharapkan dapat digunakan untuk tambahan referensi bagi penelitian-penelitian terkait dengan struktur modal optimal perusahaan.

1.5. Sistematika Penulisan

Secara garis besar, sistematika penulisan yang akan disusun adalah sebagai berikut:

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

1. Pendahuluan

   Pada bab I peneliti menjelaskan rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

2. Landasan Teori

   Pada bab II peneliti menjelaskan seluruh landasan teori yang digunakan dalam penelitian.

3. Metode Penelitian

   Pada bab III peneliti membahas metode penelitian yang diambil serta model analisis yang akan digunakan dalam pengukuran struktur modal yang optimal.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

   Pada bab IV peneliti menyajikan hasil penelitian dan analisis terkait dengan struktur modal yang optimal untuk PIEP

5. Kesimpulan dan Saran

   Pada bab V peneliti membahas kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan saran untuk pihak-pihak yang berkepentingan serta penelitian selanjutnya.

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Modal, Utang dan Ekuitas

Sebuah perusahaan dapat terus berkembang dengan melakukan kegiatan operasi dan melakukan investasi untuk meningkatkan pendapatan dan labanya. Dalam menjalankan operasi dan mengembangkan usahanya, perusahaan membutuhkan dana yang biasa disebut dengan modal. Perusahaan dapat memperoleh modalnya dari dua sumber utama, yaitu ekuitas dan pinjaman. Kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasinya biasa disebut dengan stuktur modal (Ross, 2002).

Menurut Damodaran (2008), utang merupakan semua sumber pendanaan perusahaan yang diikat oleh kontrak, pembayaran pengembaliannya (*return*) dapat menjadi pengurang pajak, mempunyai jangka waktu yang tetap, dan mempunyai hak prioritas untuk dibayarkan baik saat kondisi operasi normal maupun saat perusahaan mengalami kebangkrutan.

Sedangkan ekuitas menurut Damodaran (2008) merupakan semua sumber pendanaan perusahaan yang mempunyai hak residual atas aset perusahaan setelah seluruh kewajiban perusahaan diselesaikan, pembayaran pengembaliannya (*return*) tidak dapat menjadi pengurang pajak, tidak mempunyai jangka waktu, tidak mempunyai hak prioritas untuk dibayarkan ketika terjadi kebangkrutan dan memberikan hak untuk melakukan pengelolaan perusahaan kepada pemiliknya.

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

Menurut Gitman (2012), terdapat beberapa perbedaan mendasar antara utang dan ekuitas. Utang diperoleh dari kreditur, sedangkan ekuitas diperoleh dari investor yang kemudian menjadi bagian dari pemilik perusahaan. Kreditur mempunyai hak untuk mendapatkan pembayaran, sedangkan investor hanya mempunyai harapan untuk mendapatkan pembayaran. Utang meliputi seluruh pinjaman perusahaan, termasuk obligasi yang mempunyai jadwal pembayaran yang tetap. Ekuitas terdiri dari dana yang diperoleh dari pemilik perusahaan dan pembayaran pengembaliannya kepada pemilik tergantung dari kinerja keuangan perusahaan.

Selain perbedaan tersebut, Gitman (2012) menjelaskan perbedaan mendasar antara utang dan ekuitas meliputi hak suara dalam manajemen perusahaan, hak atas pendapatan dan aset perusahaan, jatuh tempo dan perlakukan pajak.

2.1.1. Hak Suara Dalam Manajemen Perusahaan

Investor mempunyai hak suara untuk memilih direksi perusahaan dan pengambilan keputusan-keputusan penting perusahaan yang dibahas dalam rapat pemegang saham, sedangkan kreditur tidak mempunyai hak suara dalam rapat pemegang saham dan dalam pengaturan perusahaan mereka hanya bergantung pada perjanjian yang sudah tertuang dalam kontrak perjanjian utang piutang sebagai suara mereka.

2.1.2. Hak Atas Pendapatan dan Aset Perusahaan

Dalam hal hak atas pendapatan dan aset perusahaan, kreditur mempunyai hak untuk lebih diprioritas untuk mendapatkan pembayaran. Setelah seluruh bunga

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

dan pokok pinjaman harus dibayarkan terlebih sebelum manajemen perusahaan dapat menetapkan apakah perusahaan akan membagikan dividen kepada investor sebagai pembagian atas hasil pendapatan yang diperoleh perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, kreditur akan mendapatkan prioritas untuk memperoleh pembayaran dari hasil penjualan aset perusahaan, baru setelah itu hasil penjualan aset yang tersisa akan dibagikan kepada investor. Dikarenakan investor menanggung risiko yang lebih besar dari kreditur, maka tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh kreditur.

2.1.3. Jatuh Tempo

Utang merupakan sumber pendanaan perusahaan yang mempunyai jadwal pembayaran bunganya tetap dan masa jatuh tempo dimana seluruh dananya akan dikembalikan oleh perusahaan kreditur, sedangkan ekuitas merupakan sumber pendanaan perusahaan yang tidak mempunyai masa jatuh tempo. Investor akan memperoleh dividen sebagai hasil atas penyertaan dana mereka tanpa akan mendapatkan pembayaran pokok. Investor hanya akan mendapatkan pengembalian atas dana yang mereka investasikan di perusahaan apabila mereka menjual kepemilikannya atau perusahaan mengalami kebangkrutan.

2.1.4. Perlakuan Pajak

Pembayaran bunga sebagai pengembalian atas kontribusi kreditur yang telah memberikan dana untuk digunakan dalam operasi perusahaan dapat diakui oleh perusahaan sebagai biaya pengurang pajak pendapatan perusahaan, sedangkan

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

pembayaran dividen kepada investor tidak dapat diakui oleh perusahaan sebagai pengurang pajak.

2.2. Teori Struktur Modal

Menurut Luigi & Sorin (2009), sejak dipublikasikannya irrelevance theory of capital structure tahun 1958, kajian terkait dengan struktur modal perusahaan menjadi salah satu topik yang diminati. Setelah irrelevance theory of capital structure, muncul tiga teori utama struktur modal yang berbeda dengan irrelevance theory of capital structure, yaitu trade-off theory, pecking order theory dan market timing theory of capital structure.

2.2.1. Modigliani *and* Miller *Theory*

Teori yang dipublikasikan oleh Modigliani dan Miller ini merupakan teori pertama yang muncul terkait dengan struktur modal, sebelum itu tidak ada teori terkait struktur modal yang dapat diterima secara umum (Luigi & Sorin, 2009). Modigliani dan Miller mempublikasi 3 teori penting terkait dengan struktur modal yang dikenal dengan teori Modigliani dan Miller I, II dan III.

2.2.1.1 Modigliani *and* Miller I *Theory*

Teori Modigliani dan Miller I (MM I) yang dipublikasikan tahun 1958 merupakan teori awal yang muncul terkait dengan struktur modal. Menurut teori MM I, struktur modal tidak akan mempengaruhi nilai pasar sebuah perusahaan. Modigliani dan Miller memulai teorinya dengan asumsi bahwa perusahaan mempunyai target arus kas dan ketika perusahaan memutuskan untuk menggunakan utang dan ekuitas untuk membiayai kegiatan operasi dan investasinya, berarti

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

perusahaan memutuskan untuk membagi target arus kasnya antara investor dan kreditur.

Menurut Modigliani dan Miller modal sebuah perusahaan seperti sebuah kue pai dimana kita dapat membagi kue menjadi beberapa potongan tetapi jumlah totalnya akan tetap sama. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa risiko dan jumlah atas pengembalian yang diterima oleh kreditur dan investor tidak mengalami perubahan dengan adanya perubahan stuktur modal.

Modigliani dan Miller menggunakan konsep arbitrase untuk menjelaskan pendapat mereka dimana apabila nilai sebuah perusahaan yang mempunyai pinjaman tidak sama dengan nilai perusahaan yang tidak mempunyai pinjaman, investor akan mengambil keuntungan arbitrase yang akan membuat nilai kedua perusahaan tersebut menjadi sama.

Teori MM I ini menjelaskan bahwa manajemen perusahaan tidak dapat dengan mudah meningkatkan nilai pasar perusahaan hanya dengan merubah struktur modalnya saja, hal ini disebabkan oleh perusahaan hanya mempunyai pendapatan operasinya untuk dibayarkan sebagai pengembalian kepada kreditur dan investor.

Di perusahaan yang seluruh modalnya hanya berasal ekuitas, seluruh pendapatan operasi perusahaan tersedia untuk investor dan nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari perdapatan operasi perusahaan tersebut. Di sisi lain, apabila sebagian modal perusahaan dibayai oleh utang, pendapatan operasi perusahaan tersebut akan dibagi untuk investor dan kreditur.

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

2.2.1.2 Modigliani *and* Miller II *Theory*

Dalam teori MM II, Modigliani dan Miller menyatakan bahwa biaya ekuitas sebuah perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan rasio utang terhadap modal di struktur modalnya. Teori ini menggunakan asumsi bahwa tidak ada biaya atas kesulitan keuangan (*financial distress*) dan kreditur mempunyai hak klaim prioritas atas aset dan pendapatan perusahaan, sehingga biaya utang akan lebih murah dibandingkan dengan biaya ekuitas. Disisi lain, ketika jumlah utang meningkat, biaya ekuitas juga akan meningkat.

Modigliani dan Miller menyatakan bahwa dengan penambahan jumlah utang yang mempunyai biaya yang lebih murah dibandingkan biaya ekuitas tidak akan mengurangi total biaya modal perusahaan, hal ini dikarenakan efek penurunan biaya modal yang hasilkan oleh biaya utang akan dieliminasi oleh kenaikan biaya ekuitas.

Berdasarkan asumsi diatas, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

2.2.1.3 Modigliani and Miller III *Theory*

Tahun 1961, Modigliani dan Miller kembali mempublikasikan teori yang dikenal dengan teori Modigliani dan Miller III (MM III). Dalam teori ini Modigliani dan Miller menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai sebuah perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller, nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuannya menghasilkan pendapatan serta risiko yang melekat pada asetnya.

UNIVERSITAS
GADJAH MADA
ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EP
ADE RACHMAD, Bowo Setiyono, Ph. D.
Universitas Gadjah Mada, 2018 | Diunduh dari http://etd.repository.ugm.ac.id/

2.2.2. *Trade Off Theory*

Teori *trade off* merupakan teori yang pertama kali dipublikasikan oleh Myers tahun 1984 yang melakukan pendekatan keseimbangan antara penghematan pajak dan biaya tambahan yang ditimbulkan dari penambahan utang. Dalam teori *trade off*, dijelaskan bahwa manajemen perusahaan akan melakukan evaluasi terhadap keuntungan dan kerugian atas beberapa alternatif kombinasi struktur modal yang dapat mereka pilih. Manajemen akan memilih struktur modal yang mempunyai keuntungan dan biaya yang paling seimbang dan optimal untuk perusahaan.

Teori *trade off* ini awalnya muncul untuk membantah teori *irrelevance* Modigliani dan Miller, dimana ketika pajak ditambahkan pada asumsi teori *irrelevance*, penambahan utang akan menambahkan keuntungan penggunaan utang dikarenakan adanya pengurangan pajak perusahaan atas bunga yang dibayarkan. Teori trade off berkembang menjadi dua teori yaitu teori *static trade off* dan teori *dynamic trade off*.

2.2.2.1 *Static Trade Off Theory*

Teori *static trade off* meyakinkan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal yang dihasilkan dari kombinasi antara biaya dan keuntungan dari penggunaan utang dan ekuitas. Salah satu keuntungan dari penggunaan utang adalah adanya pengurang pajak, tetapi disisi lain terdapat kerugian dari penggunaan utang dengan adanya potensi kesulitan keuangan terutama ketika perusahaan menggunakan terlalu banyak utang. Hal ini menyebabkan, dalam penggunaan utang