

**PERBANDINGAN PENGGUNAAN PEMBIAYAAN MUSYARAKAH DAN  
MODAL SENDIRI  
DALAM KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL  
(Studi Kasus PT Eksindo Telaga Said Darat)**

**ERRES MAYENDRA**

**EKONOMI KEUANGAN SYARIAH**

**Abstrak** : PT Eksindo Telaga Said Darat yang membutuhkan dana dari luar menghadapi dua pilihan, yaitu menambah modal sendiri berupa saham atau menggunakan pembiayaan musyarakah. Dengan adanya penambahan dana maka struktur modal akan berubah. Untuk menghitung mana sumber dana yang paling meningkatkan nilai perusahaan dan juga kepentingan pemegang saham, maka digunakan metode NPV/FTE. Dari hasil perhitungan NPV/FTE, maka baik manajemen perusahaan bersifat moderat, penghindar risiko maupun pengambil risiko, direkomendasikan untuk memilih struktur modal dengan pembiayaan musyarakah.

**Kata kunci** : Kebijakan Struktur Modal, Biaya Modal, NPV, FTE, dan Musyarakah

**COMPARISON BETWEEN UTILIZATION OF MUSHARAKA  
FINANCING AND ALL EQUITY  
IN CAPITAL STRUCTURE POLICY  
(Case Study : PT Eksindo Telaga Said Darat)**

**ERRES MAYENDRA**

**SHARIA FINANCE ECONOMICS**

**Abstract** : PT Eksindo Telaga Said Darat requiring fund from outside source deals with two options, by increasing equity in form of common stock or using musharaka financing. By increasing the fund, the capital structure will also change. To calculate which source of fund mostly improve firm value and shareholder's wealth, then NPV/FTE method is used. From the result of NPV/FTE calculation, either company management moderate in nature, risk averse, or risk taker, it is recommended to choose capital structure with musharaka financing.

**Key words** : Capital Structure, Cost of Capital, NPV, FTE, and Musharaka

## Ringkasan Eksekutif

Perekonomian syariah yang diwakili perbankan syariah cukup berkembang pesat di Indonesia. Walaupun demikian, masih banyak potensi yang belum digali secara maksimal oleh bank-bank syariah. Salah satu potensi yang besar adalah sektor pertambangan. Pangsa pembiayaan di sektor ini masih sangat kecil, bahkan pada akhir tahun 2006 berada di bawah 2% dari total pembiayaan yang dilakukan bank-bank syariah. Kecilnya nilai dan pangsa pasar di sektor pertambangan ini terasa kontras dengan potensi besar yang ada di sektor ini. Salah satu komponen dari sektor pertambangan adalah sektor minyak dan gas bumi (Migas). Sektor Migas ini sedemikian pentingnya bagi perekonomian Indonesia. Pendapatan atau penerimaan negara dari Migas berjumlah sangat besar.

Kecilnya pangsa pembiayaan di sektor pertambangan menunjukkan bahwa sektor ini belum digali secara optimal oleh bank-bank syariah. Sebenarnya, potensi keuntungan yang besar sebenarnya cukup menarik pihak bank syariah. Pada akhir tahun 2005, PT Bank Syariah Mandiri mencanangkan peningkatan pembiayaan ke sektor pertambangan hingga mencapai 20% dari total portofolio pembiayaannya. Namun, pada pelaksanaannya target ini masih belum tercapai.

Sebenarnya, dari pihak perusahaan pertambangan khususnya Migas, minat untuk menggunakan pembiayaan syariah sebagai sumber dana eksternal cukup besar. Salah satu perusahaan tersebut adalah PT Eksindo Telaga Said Darat (PT ETSD). Perusahaan ini bergerak di bidang eksplorasi serta eksploitasi minyak dan gas bumi. Pada tanggal 7 Agustus 2002, perusahaan ini menandatangani TAC (*Technical Assistance Contract*) dengan PERTAMINA Hulu (sekarang PT PERTAMINA EP) untuk merehabilitasi, mengelola, dan memproduksi minyak mentah serta gas alam di 2 buah lapangan minyak tua. Kedua lapangan minyak tersebut adalah lapangan Telaga Said dan Darat, yang terletak di Kabupaten Langkat, Sumatera Utara. Setelah penandatanganan kontrak tersebut, maka terbentuklah TAC PERTAMINA – Eksindo Telaga Said Darat (TAC P-ETSD).

PT ETSD dimiliki oleh PT Energi Artha Persada (PT EAP) sebanyak 90% dan PT Eksindo Petroleum Tabuhan (EPT) sebanyak 10%. Sampai dengan akhir tahun 2006, jumlah modal adalah Rp 2,5 Milyar dengan 2.500 lembar saham

dengan nilai nominal Rp 1 Juta atau setara dengan US\$ 110,86 per lembarnya. Modal tersebut sangat kecil jika dibandingkan dengan pengeluaran yang terjadi. Pendapatan belum ada bagi perusahaan karena belum mencapai tahap komersil. Oleh karena itu, untuk memenuhi biaya operasional sehari-hari, pemegang saham mayoritas yaitu PT EAP memberikan dana sebagai pinjaman dari induk kepada anak perusahaannya.

Proses pemberian pinjaman seperti ini tentunya terus menyerap dana induk perusahaan. Timbul pemikiran untuk melakukan kapitalisasi pinjaman tersebut untuk kemudian dikonversi menjadi saham dan juga penambahan modal untuk kebutuhan dana tahun 2008. Dengan proses ini, maka diproyeksikan pada akhir tahun 2007 atau awal tahun 2008 jumlah kas yang tersedia berjumlah sekitar US\$ 4,861 Juta. Jumlah ini masih terlalu kecil jika dibandingkan kebutuhan pengeluaran 2008 yang diproyeksikan mencapai US\$ 15,838 Juta.

Kekurangan dana yang terjadi membuat pihak manajemen untuk melakukan kebijakan struktur modal. Ada dua pilihan dalam kebijakan struktur modal ini. Pilihan pertama adalah menambah saham menjadi 300.000 lembar dari semula yang berjumlah 200.000 lembar. Saham ini akan ditawarkan ke perusahaan lain di luar pemilik saham yang ada saat ini. Saham dengan nilai US\$ 110, 86 per lembarnya diharapkan akan mengalirkan dana segar senilai US\$ 11,086 Juta ke dalam perusahaan dengan penjualan sebanyak 100.000 lembar. Jika keputusan ini yang diambil maka kepemilikan saham akan berubah menjadi 60% milik PT EAP, 33,33% milik pemegang saham baru, dan 6,67% milik PT EPT.

Pilihan kedua adalah dengan melakukan pinjaman kepada bank. Pembiayaan dari bank syariah dianggap cocok untuk pilihan kedua ini. Pemilik saham PT ETSD sebagian besar atau seluruhnya beragama Islam. Dengan menggunakan sumber pembiayaan yang sesuai syariah dan meninggalkan hal-hal yang dilarang oleh Allah diharapkan dapat membawa keberkahan bagi perusahaan, baik pemilik dan karyawannya, sehingga kesejahteraan di dunia dan akhirat dapat dicapai. Pembiayaan yang dilirik adalah musyarakah.

Permasalahan yang dihadapi PT ETSD ini memerlukan penelitian yang mendalam agar dapat diselesaikan. Untuk menyelesaikan masalah ini maka

diperlukan penggunaan metode-metode yang sesuai dengan teori-teori tentang kebijakan struktur modal. Metode yang digunakan adalah NPV/FTE.

Selain itu, untuk membantu menganalisis permasalahan yang ada maka perlu dirumuskan beberapa pertanyaan penelitian. Pertanyaan pertama adalah manakah yang lebih besar, nilai FTE jika menggunakan pembiayaan musyarakah atau nilai FTE jika menggunakan modal sendiri. Pertanyaan kedua adalah, manakah yang lebih besar, nilai EPS jika menggunakan pembiayaan musyarakah atau nilai EPS jika menggunakan modal sendiri. Dan pertanyaan ketiga adalah, manakah yang lebih besar, nilai *earning* PT EAP jika menggunakan pembiayaan musyarakah atau nilai *earning* PT EAP jika menggunakan modal sendiri.

Selain itu, dalam penelitian ini perlu diadakan pembatasan masalah. Pertama, data yang diteliti adalah data proyeksi keuangan PT Eksindo Telaga Said Darat untuk tahun 2007 hingga tahun 2008. Kedua, biaya-biaya yang timbul jika terjadi bangkrut dan likuidasi dianggap tidak ada dengan asumsi hal tersebut tidak terjadi pada penelitian ini. Ketiga, biaya-biaya yang timbul dalam pembiayaan Musyarakah seperti komisi, akte notaris, asuransi dan lainnya diasumsikan sama dengan biaya untuk mencetak dan menerbitkan saham baru dan biaya pemasaran saham baru. Biaya ini langsung dimasukkan ke dalam *non capital cost*. Dan keempat, Kurs antara Dollar Amerika Serikat dengan Rupiah dianggap tetap.

Penelitian ini bersifat kuantitatif. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sebagian besar merupakan proyeksi. Karena sebagian besar merupakan data proyeksi, maka penelitian ini berbentuk *contrived*, yaitu data yang didapat telah mendapat campur tangan dari peneliti. Bentuk ini sesuai pula dengan penelitian ini yang berjenis kausal.

Telah disebutkan bahwa metode yang digunakan pada penelitian ini adalah NPV/FTE. Penggunaan metode ini dapat dilihat pada urutan metodologi penyelesaian masalah berikut ini. Setelah penelitian dimulai, maka dibuatlah skenario-skenario dengan menentukan nilai variabel-variabel bebas. Selanjutnya UCF dan LCF dihitung untuk masing-masing skenario. Setelah itu tingkat diskon untuk setiap metode dan setiap skenario dihitung. Berikutnya nilai NPV/FTE pada setiap skenario dihitung. Langkah selanjutnya adalah membuat rekomendasi pilihan berdasarkan hasil tersebut.

Setelah dilakukan perhitungan dan analisis didapat jawaban atas pertanyaan-pertanyaan penelitian. Hasil perhitungan NPV/FTE baik untuk skenario normal, optimis, maupun pesimis menunjukkan, nilai proyek/perusahaan dengan pembiayaan musyarakah lebih besar daripada nilainya jika menggunakan semua modal sendiri. Dengan demikian, baik pengambil keputusan bersifat moderat, pengambil risiko, ataupun penghindar risiko, struktur modal yang direkomendasikan untuk digunakan adalah dengan pembiayaan musyarakah.

