

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perekonomian syariah di Indonesia mulai menggeliat dengan ditandai berdirinya Bank Muamalat pada awal tahun 1990-an. Sejak saat itu perekonomian syariah mulai banyak dibicarakan dan diimplementasikan dengan berdirinya beberapa lembaga keuangan syariah seperti bank, baik yang merupakan bank syariah atau pun unit syariah dari bank konvensional, dan asuransi syariah. Perbankan syariah sendiri mengalami pertumbuhan yang pesat pada tahun 1999 hingga tahun 2004. Pada kurun waktu itu, total aset perbankan syariah meningkat 95% menjadi Rp 15,31 Triliun atau sekitar 1,26% pangsa pasar. Menurut harian *Republika* (14 Desember 2006) jumlah kantor perbankan syariah saat itu mencapai 443 buah.

Perkembangan yang pesat tersebut ternyata melambat pada tahun 2005. Masih menurut harian yang sama, pada tahun tersebut total aset hanya meningkat sebesar 36,38 persen menjadi Rp 20,88 Triliun (1,40 pangsa pasar) dengan jumlah 531 jumlah kantor. Pada semester pertama 2006 perkembangan semakin melambat sehingga memaksa BI merevisi target pencapaian pangsa pasar menjadi paling optimis 4% pada tahun 2008. Perlambatan pertumbuhan ini menimbulkan dugaan mulai jenuhnya perbankan syariah atau memang potensi yang ada belum tergali dengan baik.

Sepertinya terlalu dini jika mengatakan bahwa perbankan syariah di Indonesia mulai jenuh, mengingat masih relatif mudanya usia dunia perbankan syariah di Indonesia. Yang paling memungkinkan adalah potensi yang ada belum tergali dengan baik. Banyak di antara masyarakat yang antusias menabung di bank syariah, karena selain sesuai syariah, bagi hasilnya tidak jarang lebih besar dari bunga tabungan di bank konvensional. Namun tidak sedikit pula di antara masyarakat yang berpikir dua kali menggunakan pembiayaan dari bank syariah dengan berbagai alasan, walaupun pembiayaan ini sudah sesuai dengan ketentuan syariah. Keadaan ini menyebabkan pihak bank berusaha menyesuaikan pertumbuhan asetnya dengan potensi pembiayaan yang ada untuk mencegah

terjadinya kesulitan dalam menyalurkan dananya. Oleh karena itu, penggalian potensi masyarakat agar lebih banyak menggunakan jasa pembiayaan syariah perlu ditingkatkan. Dengan semakin meningkatnya nilai pembiayaan, diharapkan aset perbankan syariah juga akan ikut meningkat.

Pembiayaan di perbankan syariah dapat dibagi menjadi dua kelompok. Menurut Karim dalam kuliah umum SBM Perbankan Syariah di ITB (www.itb.ac.id), pembiayaan dibagi menjadi *Natural Certainty Contract* (NCC) dan *Natural Uncertainty Contract* (NUC). Nama lain NCC adalah *buy'* (Inggris = *buy*). Dalam seminar *Shari'a Economics Days 2005*, Karim berpendapat, kepastian (*certainty*) pada NCC ada empat, yaitu kepastian jumlah, kepastian kualitas, kepastian harga dan kepastian waktu pengantaran. Masih dalam seminar yang sama, Rizqullah menjelaskan bahwa akad-akad pembiayaan yang termasuk jenis ini adalah murabahah, salam, istishna, ijarah, dan IMBT. Pola NCC ini merupakan 66% dari total pembiayaan bank syariah di Indonesia pada tahun 2004. Di perbankan syariah internasional, porsi pembiayaan ini berada di antara 56% hingga 65% dari keseluruhan pembiayaan.

Menurut Karim dalam kuliah umum SBM Perbankan Syariah di ITB (www.itb.ac.id), *Natural Uncertainty Contract* (NUC) didasari oleh teori percampuran (*Theory of Venture*). Syarat NUC adalah harus memiliki ketidakpastian dalam perjanjiannya misalnya ketidakpastian bisnis. Nama umum NUC adalah *Syarikah* (Inggris = *share*). Karena NUC memang secara alami harus memiliki unsur ketidakpastian, sementara itu di sisi lain bank syariah harus menjaga agar tetap laba, maka pembiayaan NUC oleh bank syariah hanya akan membiayai kontrak kerja yang *highly predictabel, relatively fixed*, dan sudah memiliki pembeli (*standby buyers*). Akad-akad pembiayaan yang termasuk jenis ini adalah mudharabah dan musyarakah. Pola NUC ini merupakan 34% dari total pembiayaan bank syariah di Indonesia pada tahun 2004.

Pada Tabel 1.1 dapat dilihat komposisi pembiayaan perbankan syariah. Dapat dilihat bahwa dari waktu ke waktu nilai pembiayaan syariah baik yang bersifat NCC maupun NUC terus meningkat. Namun secara pangsa, ada kecenderungan pembiayaan NCC yang sebagian besar adalah pembiayaan murabahah mengalami penurunan. Sebaliknya pangsa pembiayaan NUC yang

diwakili oleh musyarakah dan mudharabah cenderung mengalami peningkatan. Dari bulan Maret 2004 hingga Desember 2006, pembiayaan musyarakah meningkat dari 528 Milyar Rupiah (8,23%) menjadi 2,3 Trilyun Rupiah (11,42%). Sedangkan pembiayaan mudharabah meningkat dari 1 Trilyun Rupiah (16,03%) menjadi 4 trilyun Rupiah (19,87%).

Tabel 1.1 Komposisi Pembiayaan Perbankan Syariah (Juta Rupiah)

RINCIAN PEMBIAYAAN YANG DIBERIKAN		Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dec-04	Jan-05	Dec-06
Dalam rangka pembiayaan bersama	Nilai	31,874	-	-	-	-	-
	Pangsa	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dalam rangka restrukturisasi pembiayaan	Nilai	799	103,200	238,043	-	-	-
	Pangsa	0.01%	1.24%	2.35%	0.00%	0.00%	0.00%
Penyaluran pembiayaan melalui lembaga lain	Nilai	316	-	-	-	-	-
	Pangsa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pembiayaan musyarakah	Nilai	528,248	944,472	1,118,082	1,270,868	1,285,404	2,334,751
	Pangsa	8.23%	11.30%	11.04%	11.06%	11.02%	11.42%
Pembiayaan mudharabah	Nilai	1,028,569	1,459,218	1,702,036	2,062,202	2,105,554	4,062,200
	Pangsa	16.03%	17.46%	16.80%	17.95%	18.05%	19.87%
Piutang murabahah	Nilai	4,271,721	5,398,358	6,628,327	7,640,299	7,747,611	12,624,241
	Pangsa	66.58%	64.60%	65.43%	66.50%	66.42%	61.75%
Piutang salam	Nilai	-	-	-	-	-	-
	Pangsa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Piutang istishna'	Nilai	265,866	327,061	307,625	312,962	310,769	336,970
	Pangsa	4.14%	3.91%	3.04%	2.72%	2.66%	1,65%
Lainnya	Nilai	288,547	123,871	136,938	203,602	215,854	1,086,745
	Pangsa	4.50%	1.48%	1.35%	1.77%	1.85%	5,32%
Total		6,415,940	8,356,180	10,131,051	11,489,933	11,665,192	20,444,907

(Sumber : Statistik Perbankan Syariah, Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia)

Bank syariah harus jeli dalam menentukan segmen masyarakat yang dijadikan target untuk penyaluran dana.. Setiap sektor ekonomi memiliki karakteristik sendiri-sendiri, baik dari segi risiko, potensi keuntungan maupun karakteristik lainnya. Pemahaman atas karakteristik sektor ekonomi ini mutlak

diperlukan oleh perbankan syariah untuk mengoptimalkan hasil yang diharapkan. Pada Tabel 1.2 dapat dilihat komposisi pembiayaan berdasarkan sektor ekonomi.

Tabel 1.2 Pembiayaan Perbankan Syariah Berdasarkan Sektor Ekonomi (dalam Jutaan Rupiah)

SEKTOR EKONOMI		MAR-06	JUN-06	SEP-06	OCT-06	NOV-06	DEC-06
Pertanian, Kehutanan, & Sarana Pertanian	Nilai	633,256	678,476	735,353	734,205	724,068	701,044
	Pangsa	3.96%	3.74%	3.74%	3.65%	3.55%	3.43%
Pertambangan	Nilai	434,197	792,843	724,125	506,012	514,870	374,581
	Pangsa	2.71%	4.37%	3.68%	2.52%	2.52%	1.83%
Perindustrian	Nilai	929,423	1,017,145	1,043,957	1,006,230	996,702	939,713
	Pangsa	5.81%	5.60%	5.31%	5.01%	4.89%	4.60%
Listrik, Gas, dan Air	Nilai	109,452	91,478	90,815	54,113	51,068	17,158
	Pangsa	0.68%	0.50%	0.46%	0.27%	0.25%	0.08%
Konstruksi	Nilai	1,554,899	1,745,624	1,917,401	1,869,849	1,837,927	1,637,027
	Pangsa	9.72%	9.61%	9.75%	9.31%	9.01%	8.01%
Perdagangan, Restoran, dan Hotel	Nilai	1,896,059	2,229,781	2,551,781	2,704,257	2,940,605	3,041,050
	Pangsa	11.85%	12.28%	12.98%	13.46%	14.42%	14.87%
Pengangkutan, Pergudangan, dan Komunikasi	Nilai	1,250,160	1,343,318	1,331,252	1,246,075	1,192,689	1,165,429
	Pangsa	7.81%	7.40%	6.77%	6.20%	5.85%	5.70%
Jasa Dunia Usaha	Nilai	4,735,434	5,247,693	5,074,300	5,270,985	5,244,418	5,457,711
	Pangsa	29.60%	28.89%	25.81%	26.24%	25.72%	26.69%
Jasa Sosial/Masyarakat	Nilai	1,203,224	1,367,877	1,402,699	1,497,662	1,519,482	1,456,391
	Pangsa	7.52%	7.53%	7.13%	7.46%	7.45%	7.12%
Lain-lain	Nilai	3,250,844	3,647,891	4,790,859	5,198,596	5,369,591	5,654,803
	Pangsa	20.32%	20.09%	24.37%	25.88%	26.33%	27.66%
Total		15,996,948	18,162,126	19,662,542	20,087,984	20,391,420	20,444,907

(Sumber : Statistik Perbankan Syariah, Desember 2006, Bank Indonesia)

Dari Tabel 1.2 ini dapat dilihat bahwa sektor ekonomi yang paling banyak disalurkan pembiayaan oleh perbankan syariah adalah sektor jasa dunia usaha dan lain-lain. Kedua sektor ini jika digabungkan sudah mengambil sekitar 50% porsi penyaluran pembiayaan. Sedangkan sektor ekonomi yang paling kecil porsi penyaluran pembiayaannya adalah sektor listrik, gas, dan air. Sektor ini hanya memiliki pangsa pasar di bawah satu persen.

Hal menarik lainnya yang dapat dilihat dari Tabel 1.2 adalah pangsa pasar sektor pertambangan yang hanya di bawah lima persen. Pangsa pasar sektor ini di

akhir tahun 2006 bahkan turun menjadi hanya 1,83%. Nilai pembiayaan yang disalurkan di sektor ini juga menurun dari sekitar 792,8 Milyar Rupiah di bulan Juni 2006 menjadi sekitar 374,5 Milyar Rupiah saja. 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 sehingga pada sektor pertambangan biasanya dilakukan pembagian menjadi sektor pertambangan Migas dan sektor pertambangan di luar Migas atau non Migas. Demikian pula pendapatan negara, sering dilakukan dua pembagian, yaitu pendapatan negara dari sektor Migas dan pendapatan negara dari sektor non Migas. Pendapatan atau penerimaan negara dari Migas berjumlah sangat besar. Pada tahun 2006 tercatat nilai tersebut sebesar US\$ 23,146 Milyar (Republika, 24 Mei 2007). Dari sini dapat dilihat bahwa peran Migas bagi perekonomian Indonesia demikian besar.

Kecilnya porsi pembiayaan di sektor pertambangan menunjukkan bahwa sektor ini belum digali secara optimal oleh bank-bank syariah. Indonesia kaya akan bahan tambang dan Migas yang tersebar luas di berbagai wilayah. Namun, baru sekitar 5% wilayah yang benar-benar telah disurvei secara pasti (Sanusi, 2002, hal.10), sehingga masih banyak lagi potensi pertambangan dan Migas yang belum tersurvei. Kondisi ini ditambah faktor lain seperti tingginya harga minyak dunia semestinya menjadi daya tarik yang kuat untuk mengoptimalkan penyaluran pembiayaan di sektor ini.

Tidak semua perbankan syariah kurang melirik sektor pertambangan. Pada akhir tahun 2005, PT Bank Syariah Mandiri mencanangkan peningkatan pembiayaan ke sektor pertambangan hingga mencapai 20% dari total portofolio pembiayaannya. Angka ini menunjukkan PT Bank Syariah Mandiri akan merubah target pasarnya dan menjadikan sektor pertambangan sebagai salah satu sektor andalan dalam penyaluran pembiayaannya. Hal ini diperkuat oleh fakta bahwa pada akhir tahun 2005 itu porsi pembiayaan di sektor pertambangan bank syariah ini baru sekitar 3,7% dari total portofolio pembiayaannya, dengan nilai Rp 211,577 Milyar, yang Rp 184,932 Milyar di antaranya diperuntukkan untuk pembiayaan di bidang Migas (www.syariahamandiri.co.id).

Potensi yang besar di sektor ini tentunya menarik bagi perbankan syariah, paling tidak untuk menaruh perhatian lebih besar di sektor ini. Namun untuk menyalurkan pembiayaan ke sektor pertambangan ini diperlukan kehati-hatian. Menurut salah seorang pegawai suatu bank syariah, diketahui bahwa bank syariah tersebut mengalami masalah dengan pembiayaan di sektor pertambangan. Sebagian besar debitur di sektor ini mengalami penurunan *rating* secara signifikan. Penurunan rating bisa terjadi karena berbagai macam sebab, salah satunya adalah karena bagi hasil yang diproyeksikan dari awal tidak tercapai dengan selisih yang signifikan. Karena penurunan rating ini hampir merata di sektor pertambangan, maka ada kemungkinan terjadi kelesuan di sektor pertambangan secara umum, atau ada kekurangjelian sewaktu mempersiapkan proyeksi bagi hasil pada awal pemberian pembiayaan. Hal ini bisa terjadi karena pihak bank mungkin belum begitu memahami karakteristik sektor pertambangan ini, sehingga terjadi salah perhitungan dalam proyeksi awal.

Kejadian tidak mengenakkan yang menimpa bank tersebut bukan berarti membuat sektor pertambangan menjadi tidak menarik dan tidak dikembangkan untuk dijadikan sasaran penyaluran pembiayaan. Rating perusahaan pertambangan khususnya Migas yang tidak terlalu bagus sebenarnya hal yang lumrah seperti diungkapkan salah satu perusahaan perating JCR-VIS Credit rating Co. Ltd. (www.jcrvis.com.pk), "*Oil and gas companies seldom attain high ratings due to inherent volatility in cashflows that increases their credit risk.*" Lagipula, sektor Migas memiliki potensi keuntungan yang besar. Selain itu, masih banyak perusahaan pertambangan yang membutuhkan pendanaan atau pembiayaan dari luar. Minat dari perusahaan pertambangan khususnya dari sektor Migas untuk melakukan pendanaan atau pembiayaan menjadi semakin besar karena biasanya dalam kontrak terdapat insentif yang bernama *interest recovery*, yaitu perusahaan kontraktor Migas diperbolehkan untuk meminta ganti kepada negara atas biaya bunga peminjaman dana dengan syarat-syarat dan ketentuan tertentu.

Salah satu perusahaan yang bergerak di sektor pertambangan dan berminat untuk mencari sumber dana dari luar 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

Technical Assistance Contract (TAC) 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 Sumatera Utara, sekitar 60 Km di sebelah Barat Laut dari kota Medan (LEMIGAS, 2003, hal.vi). Setelah penandatanganan kontrak tersebut, dalam operasionalnya terbentuklah TAC PERTAMINA – Eksindo Telaga Said Darat (TAC P-ETSD). Dalam kontrak ini PERTAMINA bertindak sebagai pemegang Wilayah Kuasa Pertambangan/Wilayah Kerja PERTAMINA (WKP), dengan PT ETSD sebagai kontraktornya

Untuk melakukan rehabilitasi, mengelola dan memproduksi minyak mentah dan gas alam diperlukan modal yang cukup besar. PT ETSD sebagai suatu perusahaan yang masih baru berdiri dan bergerak di bidang eksplorasi dan eksploitasi Migas tentunya harus menyediakan dana untuk melaksanakan kontrak dengan PERTAMINA. Sumber pendanaan pada masa awal beroperasinya TAC P-ETSD ini berasal dari modal sendiri, yaitu dari induk perusahaannya yang bernama PT Eksindo Petroleum Tabuhan (PT EPT). Setelah terjadi peralihan saham pada tahun 2005, maka induk perusahaan PT ETSD adalah PT Energi Artha Persada (PT EAP) dengan kepemilikan sebesar 90% dan PT EPT sebesar 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 atau biasa disebut *Commencement of Commercial Production (COCP)*.¹ 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 dana seperti ini terus berlanjut hingga tahun 2007. Karena jumlah pinjaman dana dari induk kepada anak perusahaan nilainya besar,

¹ COCP menurut kontrak adalah “*date when crude oil or Natural Gas is first lifted in commercial quantities by Contractor in Contract Area based on written approval by PERTAMINA, and all Work Program stated in POD has been approved to be developed in accordance with the techno economy justification, and average production during the first 30 days has been reached at least 80% of production plan as stipulated in the POD in the Contract Area.*”

maka timbul pemikiran untuk melakukan kapitalisasi pinjaman tersebut untuk kemudian dikonversi menjadi saham. Selain itu, mundurnya jadwal COCP ke tahun 2008 menjadikan diperlukannya dana tambahan yang cukup besar untuk biaya operasional dan lainnya di tahun 2007 dan terutama di tahun 2008. Pemegang saham PT ETSD memutuskan untuk menjalankan kapitalisasi pinjaman induk kepada anak perusahaannya dan menambah dana segar sehingga modal PT ETSD di akhir tahun 2007 diproyeksikan akan menjadi US\$ 22,173 Juta dengan jumlah saham meningkat menjadi 200.000 lembar dengan nilai US\$ 110,86 per lembarnya. Komposisi kepemilikan perusahaan tetap 90% PT EAP dan 10% PT EPT.

Setelah terjadi kapitalisasi dan penambahan jumlah saham maka saldo uang kas dan bank PT ETSD di akhir tahun 2007 setelah dikurangi berbagai pengeluaran diperkirakan akan berjumlah sekitar US\$ 4,861 Juta. Uang ini akan dipergunakan untuk membiayai berbagai pengeluaran di tahun 2008. Pengeluaran di tahun 2008 diperkirakan mencapai US\$ 15,838 Juta, dengan US\$ 1,232 Juta berupa *capital cost* dan sisanya berupa *non capital cost*. Kebutuhan dana ini lebih besar US\$ 10,977 Juta daripada dana yang diproyeksikan tersedia di akhir tahun 2007. Kekurangan dana ini sulit dipenuhi jika harus diambil dari pemegang saham yang ada saat ini. Namun karena dana tersebut mutlak diperlukan maka suatu kebijakan struktur modal yang tepat perlu dilakukan pada akhir tahun 2007.

Setelah dipertimbangkan berbagai alternatif sumber pendanaan maka terdapat dua pilihan yang paling mungkin dilakukan terhadap struktur modal perusahaan. 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 atau pembiayaan 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. Dari berbagai jenis pembiayaan, yang memenuhi kriteria kebutuhan PT Eksindo Telaga Said Darat adalah yang bersifat NUC, dalam hal ini adalah mudharabah dan musyarakah. Dari kedua jenis pembiayaan ini pembiayaan yang paling mungkin adalah dengan akad musyarakah. Alasannya adalah bank syariah yang diharapkan dapat menyalurkan pembiayaan hanya menyediakan pembiayaan musyarakah untuk pembiayaan korporasi di sektor pertambangan.

Musyarakah atau *syirkah* secara etimologi bermakna *ikhtilath* (percampuran) antara satu bagian dengan lainnya sehingga sulit dipisahkan. Atau penggabungan antara dua harta atau lebih, yang tidak bisa dibedakan lagi antara satu harta dengan lainnya (Nazir dan Hassanuddin, 2004, hal. 409). Sedangkan Mubarak (2004 hal. 76) mengutip penjelasan Al-Qurthubi bahwa prinsip dalam *al-syirkat* adalah kerjasama yang didasarkan atas kepemilikan jumlah modal yang sama, sama-sama bekerja, kerugian ditanggung bersama, dan keuntungan pun dibagi sama. Jadi musyarakah berprinsip bagi untung bagi rugi (*profit and loss sharing/PLS*). Namun, bank syariah yang menjadi tidak memberlakukan PLS, melainkan bagi hasil atau bagi pendapatan (*revenue sharing*). Salah satu sebab tidak diberlakukannya PLS oleh bank tersebut kemungkinan adalah kehati-hatian bank untuk memikul risiko yang sangat besar di bidang pertambangan.

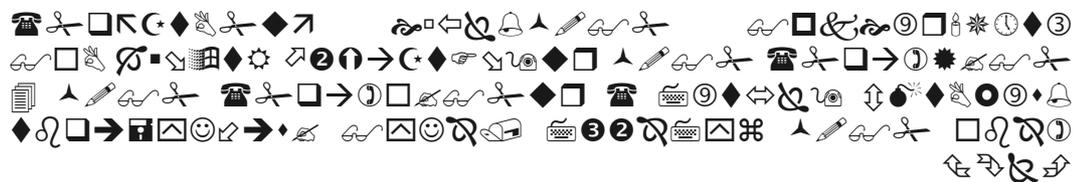
Dengan adanya dua alternatif pendanaan di atas maka perlu dilakukan perbandingan yang akurat. Perbandingan antara penggunaan pembiayaan musyarakah dan modal sendiri dalam kebijakan struktur modal PT ETSD diperlukan untuk melihat mana yang paling meningkatkan nilai perusahaan, mana yang paling memaksimalkan kepentingan pemegang saham, dan juga mana yang paling menguntungkan bagi PT EAP sebagai pemegang saham mayoritas. Untuk menunjang perbandingan tersebut, diperlukan beberapa skenario untuk melihat berbagai kemungkinan yang akan terjadi dan sebagai alternatif pilihan bagi pengambil keputusan baik yang bersifat penghindar risiko, pengambil risiko, dan

moderat. Perbandingan yang dilakukan maupun skenario yang disusun diperlukan karena manusia tidak bisa mengetahui apa yang akan terjadi di masa depan. Dalam hal pembiayaan musyarakah, nisbah bagi hasil bisa ditentukan pada awal perjanjian, tetapi besarnya bagi hasil tersebut tidak bisa diketahui dari awal. Demikian pula dengan besarnya pendapatan dan biaya yang akan muncul di masa depan. Hal ini sesuai dengan firman Allah dalam Al Qur'an :



“ Sesungguhnya Allah, Hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok, dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal.” (QS 31:34)

Walaupun besarnya bagi hasil, pendapatan dan biaya tidak bisa diketahui dari awal, usaha untuk memperkirakannya dapat dilakukan. Hal ini pun tidak dilarang oleh Islam. Usaha ini merupakan bagian dari usaha atau ikhtiar untuk mencapai hasil terbaik. Hal ini bahkan diperintahkan oleh Allah SWT di dalam Al Qur'an, yaitu :



“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari

esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan.” (QS 59:18)

Untuk melakukan perbandingan antara dua alternatif struktur modal maka ada beberapa alternatif metode yang bisa dipakai. Metode-metode tersebut adalah *Adjusted Present Value (APV)*, *Flow to Equity (FTE)*, serta *Net Present Value (NPV)* dan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Dari ketiga metode tersebut yang dipakai dalam penelitian ini adalah FTE.

FTE dan metode lainnya biasa dilakukan dalam konteks penggunaan *interest* atau bunga dan hutang. Pembiayaan musyarakah tidak berdasarkan bunga melainkan berdasarkan PLS atau dalam kasus ini berdasarkan *revenue sharing*. Pembiayaan musyarakah juga sebenarnya bukan hutang melainkan investasi, walaupun pada kenyataannya masih sering diperlakukan seperti hutang.² Walaupun demikian, untuk saat ini metode FTE dianggap masih bisa mengakomodir perhitungan pembiayaan musyarakah.

Hal lain yang dihadapi dalam penelitian ini adalah sifat keuangan Migas yang tidak seperti keuangan perusahaan pada umumnya. Kondisi ini pun diakui oleh salah satu lembaga perating, yaitu JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. yang menyatakan *”As unique risk and return drivers affect the oil and gas industry, a number of specific measures are also used to supplement the analysis”* (www.jcrvis.com.pk). Perlakuan perhitungan keuangan perusahaan Migas berbeda antara satu negara dengan negara yang lain. Di Indonesia pun, komponen-komponen yang masuk dalam perhitungan keuangan antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lain bisa terdapat perbedaan. Faktor-faktor seperti bentuk perusahaan Migas (PSC, JOB, TAC atau KSO), sudah COCP atau belum, apakah masih dalam kurun 60 bulan produksi pertama atau sudah melewatinya, dan hal-hal lain yang tercantum dalam kontrak, sangat mempengaruhi hasil perhitungan keuangan perusahaan tersebut.

² Menurut sifatnya, pembiayaan musyarakah merupakan bentuk penyertaan modal. Namun, perusahaan umum seperti PT ETSD mencatatnya di bagian kewajiban pada laporan keuangannya. Perlakuan akuntansi seperti ini sama dengan seperti perlakuan terhadap hutang. Oleh karena itu, metode FTE bisa digunakan.

Kondisi penggunaan musyarakah yang bukan bunga dan keuangan Migas yang unik menyebabkan perbandingan struktur modal dalam penelitian ini lebih rumit daripada perbandingan struktur modal pada umumnya. Dalam kondisi ini, penggunaan metode FTE dianggap lebih baik karena menggunakan dua jenis arus kas, yaitu arus kas tanpa hutang dan arus kas dengan hutang. Hal ini berbeda dengan metode APV dan NPV-WACC yang hanya menggunakan arus kas tanpa hutang. Walaupun pada dasarnya ketiga metode ini biasanya memberikan hasil yang sama, namun penggunaan FTE dianggap lebih mengakomodir keunikan keuangan Migas dan pembiayaan musyarakah.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah PT ETSD membutuhkan tambahan dana untuk proyek TAC P-ETSD. Hasil dari usaha perusahaan tidak mencukupi dan para pemegang saham kesulitan untuk mengucurkan dana segar ke perusahaan. Karena dana yang dibutuhkan harus dipenuhi maka perusahaan akan melakukan kebijakan struktur modal. Terdapat dua alternatif struktur modal, yaitu penggunaan pembiayaan musyarakah dan penggunaan modal sendiri³ berupa penerbitan saham baru untuk dijual ke pihak lain. Manajemen belum dapat memutuskan alternatif yang mana yang akan dipilih. Oleh karena itu, dalam upaya pengambilan keputusan tersebut diperlukan penelitian yang lebih mendalam. Selain itu, untuk menganalisis permasalahan tersebut maka perlu dirumuskan pertanyaan-pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Manakah yang lebih baik antara nilai FTE jika menggunakan pembiayaan musyarakah dan nilai NPV jika menggunakan modal sendiri?

1.3 Pembatasan Masalah

³ Seperti dijelaskan sebelumnya, menurut sifatnya pembiayaan musyarakah sebenarnya merupakan penyertaan modal yang dicatat di pembukuan perusahaan umum di bagian kewajiban, serupa dengan pencatatan hutang. Kemudian yang dimaksudkan modal sendiri di penelitian ini adalah yang berupa saham biasa maupun saham preferen. Dengan demikian, dalam hal ini pembiayaan musyarakah bukan termasuk modal sendiri.

Dalam penelitian ini perlu diadakan pembatasan masalah sebagai berikut :

1. Data yang diteliti adalah data proyeksi keuangan PT Eksindo Telaga Said Darat untuk tahun 2007 hingga tahun 2008.
2. Biaya-biaya yang timbul jika terjadi bangkrut dan likuidasi dianggap tidak ada dengan asumsi hal tersebut tidak terjadi pada penelitian ini.
3. 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*.
4. Kurs antara Dollar Amerika Serikat dengan Rupiah dianggap tetap.

1.4 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui mana yang lebih menaikkan nilai perusahaan, yaitu struktur modal dengan nilai NPV/FTE tertinggi.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat berguna untuk mengetahui perbandingan penggunaan pembiayaan musyarakah dan modal sendiri dalam rangka kebijakan struktur modal ETSD khususnya dan perusahaan Migas lain pada umumnya. Bagi pihak manajemen PT ETSD, diharapkan penelitian ini dapat membantu pengambilan keputusan dalam menentukan struktur modal yang tepat sesuai dengan tujuannya. Dalam hal ini ada tiga tujuan, yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan, memaksimalkan kepentingan para pemegang saham pada umumnya dan PT EAP sebagai pemegang saham mayoritas pada khususnya.

Manfaat lainnya adalah untuk melihat bagaimana kesesuaian metode FTE, yang biasanya digunakan di dunia keuangan yang berbasiskan bunga dan hutang, dengan suatu proyek yang menggunakan PLS atau dalam hal ini adalah bagi hasil seperti pembiayaan musyarakah. Hal ini sangat berguna untuk

perkembangan dunia perekonomian syariah, khususnya keuangan syariah. Selain itu, penelitian ini juga berguna untuk melihat bagaimana metode FTE dengan pembiayaan musyarakah dicoba digunakan di perusahaan yang bergerak di bidang Migas yang perhitungan keuangannya memiliki kekhasan tersendiri.

1.6 Metode Penelitian

Penelitian ini bersifat kuantitatif. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berjenis *internal and proprietary data* atau data sekunder yang dibuat, dicatat dan dikeluarkan oleh sebuah organisasi (Zikmund, 1994, hal. 121). Metode penilaian proyek/perusahaan yang dipakai dalam penelitian ini adalah FTE. Metode ini banyak dipakai untuk menilai suatu proyek yang di dalamnya terdapat unsur modal sendiri dan hutang sekaligus. Metode FTE adalah metode penilaian suatu proyek/perusahaan yang memakai instrumen hutang dan modal sendiri dengan cara membagi arus kas perusahaan dengan hutang dengan tingkat diskon yang berupa r_s atau biaya modal sendiri (*cost of equity*).

Selain itu, dalam penelitian ini digunakan skenario analisis, yaitu analisis proyek dengan kombinasi-kombinasi tertentu pada asumsi-asumsi yang ada (Brealey, Myers, Marcus, 2001, hal. 236). Ada tiga skenario yang digunakan, yaitu normal, optimis, dan pesimis. Penggunaan skenario ini berguna untuk memenuhi kebutuhan pengambil keputusan yang memiliki sikap yang berbeda-beda, yaitu penghindar risiko, pengambil risiko, dan moderat. Skenario normal berguna untuk pengambil keputusan moderat. Skenario optimis berguna untuk pengambil keputusan pengambil risiko. Sedangkan skenario pesimis berguna untuk pengambil keputusan penghindar risiko.

Metode FTE dihitung pada setiap skenario. Selain itu, perhitungan juga dilakukan terhadap kedua pilihan struktur modal. Dengan langkah ini diharapkan permasalahan dapat dipecahkan dengan metode penelitian ini.

1.7 Sistematika Penulisan

Bab I Pendahuluan

Pada bab ini dikemukakan latar belakang masalah, perumusan masalah, pembatasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II Tinjauan Literatur

Bab kedua membahas bagaimana teori atau metode yang ada dalam literatur dapat memecahkan masalah yang diteliti. Selain itu penelitian sebelumnya untuk kasus yang serupa dengan penelitian ini juga dibahas di sini.

Bab III Data dan Metodologi Penelitian

Dalam bab ini diuraikan data dan metodologi penelitian yang dipergunakan untuk menjelaskan dan menjawab permasalahan yang dikemukakan. Jenis data, dan metode pengambilan data dibahas di sini. Selain itu metodologi penyelesaian masalah beserta *flowchart*-nya ditampilkan di bab ini.

Bab IV Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi obyek penelitian, pembahasan dan analisis yang dilakukan terhadap hasil yang diperoleh.

Bab V Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dan saran-saran berdasarkan hasil analisis untuk pengetahuan dan kegunaannya untuk pihak-pihak yang bersangkutan.