



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

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si)  
dalam bidang Ekonomi dan Keuangan Syariah  
pada Program Studi Timur Tengah dan Islam  
Program Pascasarjana Universitas Indonesia

Oleh :

Erres Mayendra

7104090915

KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH  
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM  
PROGRAM PASCA SARJANA UNIVERSITAS INDONESIA  
2007

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama Mahasiswa : Erres Mayendra  
NPM : 7104090915  
Kekhususan : Ekonomi Keuangan Syariah  
Konsentrasi : Manajemen Risiko Syariah  
Judul Tesis : Perbandingan Penggunaan Pembiayaan Musyarakah dan  
Modal Sendiri dalam Kebijakan Struktur Modal (Studi  
Kasus PT Eksindo Telaga Said Darat)  
Tanggal disetujui : .....

Pembimbing Tesis

(Dr. Muhammad Muslich, MBA)

Panitia Sidang Ujian Tesis  
Program Pascasarjana Universitas Indonesia  
Program Studi Kajian Timur Tengah dan Islam

Hari, tanggal sidang : .....

Nama Mahasiswa : Erres Mayendra

NPM : 7104090915

Judul Tesis : Perbandingan Penggunaan Pembiayaan Musyarakah dan  
Modal Sendiri dalam Kebijakan Struktur Modal (Studi  
Kasus PT Eksindo Telaga Said Darat)

Ketua Sidang,

Pembimbing,

(.....)

(Dr. Muhammad Muslich, MBA)

Penguji,

*Reader/Pembaca Ahli,*

(.....)

(.....)

## KATA PENGANTAR

Segala puja dan puji penulis panjatkan kepada Allah yang Maha Suci, Maha Tinggi, Maha Mengetahui, Maha Pemurah, dan Maha Penyayang. Shalawat serta salam semoga selalu tercurah kepada Nabi Muhammad beserta keluarganya. Allah berfirman, "...Pertolongan dari Allah, dan kemenangan itu dekat, dan berilah kabar gembira bagi orang-orang yang beriman." Atas berkat izin, pertolongan, rahmat, dan barokah Allah-lah tesis yang berjudul "Perbandingan Penggunaan Pembiayaan Musyarakah dan Modal Sendiri dalam Kebijakan Struktur Modal (Studi Kasus PT Eksindo Telaga Said Darat)" dapat diselesaikan. Tesis ini ditulis untuk memenuhi salah satu persyaratan dalam menyelesaikan studi pada Program Pascasarjana Universitas Indonesia Kekhususan Ekonomi dan Keuangan Syariah.

Penulis menyadari bahwa penulisan tesis ini masih mempunyai banyak kekurangan dan kelemahan. Selain itu, penulisan ini tidak akan dapat diselesaikan tanpa bantuan dan dukungan pihak lain. Oleh karena itu, pada kesempatan ini, penulis ingin mengungkapkan rasa terima kasih yang tidak terhingga kepada :

1. Bapak Mustafa Edwin Nasution, Ph.D selaku Ketua Program Studi Timur Tengah dan Islam Universitas Indonesia.
2. Bapak Dr. Muhammad Muslich, MBA selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu dan memberikan masukan serta pengarahan hingga selesainya tesis ini. Selain itu, beliau telah menyalurkan ilmunya kepada penulis, sejak saat-saat matrikulasi hingga saat akhir masa studi.
3. Kedua orang tua penulis, Ayahanda Gunanto dan Ibunda Niswati, yang tanpa bosan dan tanpa pamrih telah memberikan segala kasih sayang, perhatian, bantuan, dan bimbingan dari masa kandungan hingga saat ini.
4. Kedua mertua penulis, Ayahanda Sutanto Budiraharjo dan Ibunda Indayati, yang tak bosan mendukung menantunya untuk menyelesaikan tesis ini.
5. Istri penulis, Jeany Choperrina, S.Sos dan anak penulis, Muhammad Akhtar Yusron. Kalian berdua benar-benar menjadi penyenang mata dan

penyejuk hati, sehingga selalu menambahkan semangat pada diri penulis untuk menyelesaikan tesis ini.

6. Bapak Taufik Wazar, selaku Direktur Utama PT Eksindo Telaga Said Darat
7. Bapak Bima M. Besar, selaku *General Manager* TAC PERTAMINA – Eksindo Telaga Said Darat.
8. Bapak Panji Purnasetyawan, selaku Direktur Keuangan PT Eksindo Telaga Said Darat, yang sekaligus atasan langsung penulis.
9. Kakak-kakak dan adik-adik tercinta, Mas Eta, Mba Wi, Indi dan Eggy.
10. Pihak-pihak lainnya yang sebenarnya masih banyak, namun karena keterbatasan yang ada tidak bisa disebutkan satu per satu. Mereka juga turut berperan atas selesainya tesis ini.

Akhir kata, semoga tesis ini bisa bermanfaat bagi banyak pihak. Sesungguhnya yang benar itu datangnya dari Allah, dan janganlah ragu untuk mengambilnya. Sedangkan yang salah berasal dari diri penulis dan syaithon. Semoga Allah memaafkan dan mengampuni penulis karena kesalahan itu.

Bekasi, 27 Desember 2007

Erres Mayendra

## Daftar Isi

Lembar Persetujuan Tesis.....	i
Lembar Pengesahan Tesis.....	ii
Daftar Riwayat Hidup.....	iii
Kata Pengantar.....	iv
Abstrak Bahasa Indonesia.....	vi
Abstrak Bahasa Inggris.....	vii
Abstrak Bahasa Arab.....	viii
Ringkasan Eksekutif.....	ix
Daftar Isi.....	xiii
Daftar Tabel.....	xvi
Daftar Gambar.....	xvii
Daftar Lampiran.....	xviii
<b>BAB I : PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	12
1.3 Pembatasan Masalah.....	12
1.4 Tujuan Penelitian.....	13
1.5 Manfaat Penelitian.....	13
1.6 Metode Penelitian.....	14
1.7 Sistematika Penulisan.....	14
<b>BAB II : TINJAUAN LITERATUR</b>	
2.1 Pengantar.....	16
2.2 Teori Kebijakan Struktur Modal.....	16
2.3 Modal Menurut Islam.....	21

2.4	Nilai Uang dan Nilai Ekonomis Waktu Menurut Islam.....	22
2.4.1	Pendapat Shadiq Abdurrahman Al Gharyani.....	23
2.4.2	Pendapat Ahmad Hasan.....	23
2.4.2.1	Perubahan Nilai Harga Dinar dan Dirham Murni..	24
2.4.2.2	Perubahan Nilai Harga Dinar dan Dirham <i>Al Maghsyusyah</i> dan <i>Al Fulus</i> (Uang Menurut Istilah).....	25
2.4.2.3	Perubahan Nilai Mata Uang Kertas.....	27
2.5	Metode Penilaian Proyek/Perusahaan.....	27
2.6	Analisis Skenario.....	29
2.7	Penelitian Sebelumnya.....	30
2.7.1	Penelitian Al Deehani.....	30
2.7.2	Penelitian Bowman.....	32
BAB III :	DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN	
3.1	Pengantar .....	35
3.2	Jenis Penelitian dan Variabel-variabel.....	35
3.3	Bentuk Pelaksanaan Penelitian.....	37
3.4	Unit Analisis.....	37
3.5	Waktu dan Tempat Penelitian.....	38
3.6	Jenis dan Metode Pengumpulan Data.....	38
3.7	Pemilihan Data.....	38
3.8	Metodologi Penyelesaian Masalah.....	39
BAB IV :	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1	Pengantar .....	48
4.2	Perhitungan Arus Kas.....	48
4.2.1	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Normal.....	50
4.2.1.1	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Normal pada Struktur Modal Semua Modal Sendiri.....	52

4.2.1.2	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Normal pada Struktur Modal dengan Pembiayaan Musyarakah.....	57
4.2.2	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Optimis.....	65
4.2.2.1	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Optimis pada Struktur Modal Semua Modal Sendiri.....	67
4.2.2.2	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Optimis pada Struktur Modal dengan Pembiayaan Musyarakah.....	72
4.2.3	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Pesimis.....	80
4.2.3.1	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Pesimis pada Struktur Modal Semua Modal Sendiri.....	82
4.2.3.2	Perhitungan Arus Kas dengan Skenario Optimis pada Struktur Modal dengan Pembiayaan Musyarakah.....	88
4.3	Perhitungan Tingkat Diskon.....	95
4.3.1	Perhitungan $r_0$ .....	96
4.3.2	Perhitungan $r_B$ .....	97
4.3.3	Perhitungan $r_S$ .....	98
4.4	Perhitungan NPV/FTE.....	101
4.4.1	Perhitungan NPV dengan Semua Modal Sendiri.....	101
4.4.2	Perhitungan FTE dengan Pembiayaan Musyarakah..	102
4.5	Potensi Risiko.....	103
BAB V	: KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1	Kesimpulan .....	105
5.2	Saran .....	105
Daftar Kepustakaan.....		106
Lampiran.....		L-1-L-7



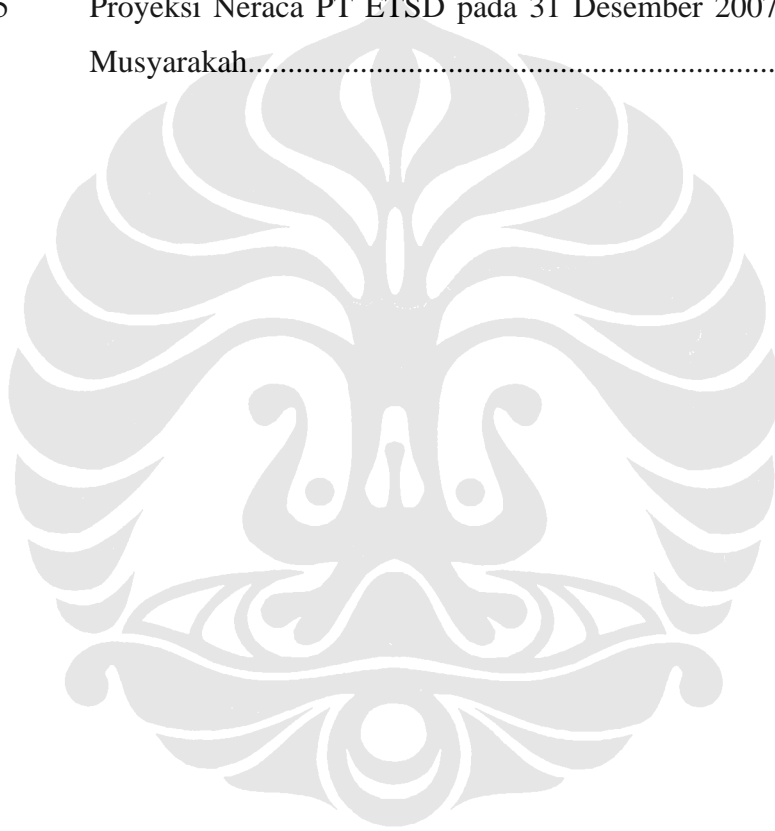
## Daftar Gambar

2.1	EPS dan Pendapatan pada Struktur Modal dengan Penggunaan Hutang dan Semua Modal Sendiri.....	18
2.2	HubunganBerbagai Biaya Modal terhadap Struktur Modal Berdasarkan Proposisi MM II.....	20
3.1	Variabel-variabel Penelitian.....	36
3.2	Metode Penyelesaian Masalah.....	47



## Daftar Lampiran

1	Definisi Operasional.....	L-1
2	Neraca PT ETSD pada 31 Desember 2006.....	L-4
3	Proyeksi Neraca PT ETSD pada 31 Desember 2007 Setelah Kapitalisasi Pinjaman dari Induk Perusahaan.....	L-5
4	Proyeksi Neraca PT ETSD pada 31 Desember 2007 dengan Semua Modal Sendiri.....	L-6
5	Proyeksi Neraca PT ETSD pada 31 Desember 2007 dengan Pembiayaan Musyarakah.....	L-7



## Daftar Tabel

1.1	Komposisi Pembiayaan Perbankan Syariah.....	3
1.2	Pembiayaan Perbankan Syariah Berdasarkan Sektor Ekonomi.....	4
4.1	Perbandingan antara Keuangan Perusahaan Umum dan Keuangan Perusahaan Migas di Indonesia .....	49
4.2	Variabel-variabel Bebas pada Skenario Normal.....	51
4.3	Proyeksi Arus Kas Skenario Normal dengan Modal Sendiri (UCF).....	56
4.4	Proyeksi Arus Kas Skenario Normal dengan Pembiayaan Musyarakah (LCF).....	62
4.5	Perbandingan Proyeksi UCF & LCF dengan Skenario Normal.....	64
4.6	Variabel-variabel pada Skenario Optimis.....	65
4.7	Proyeksi Arus Kas Skenario Optimis dengan Modal Sendiri (UCF).....	72
4.8	Proyeksi Arus Kas Skenario Optimis dengan Pembiayaan Musyarakah (LCF).....	78
4.9	Perbandingan Proyeksi UCF & LCF dengan Skenario Optimis.....	80
4.10	Variabel-variabel pada Skenario Pesimis.....	81
4.11	Proyeksi Arus Kas Skenario Pesimis dengan Modal Sendiri (UCF).....	87
4.12	Proyeksi Arus Kas Skenario Pesimis dengan Pembiayaan Musyarakah (LCF).....	93
4.13	Perbandingan Proyeksi UCF & LCF dengan Skenario Pesimis.....	95
4.14	Perbandingan Tingkat Diskon.....	99
4.15	Tingkat Diskon Beberapa Perusahaan Migas di Amerika Serikat pada Tahun 2006.....	100
4.16	Hasil Perhitungan NPV/FTE.....	103
4.17	Rekomendasi Kebijakan Struktur Modal Menurut NPV/FTE.....	103