

## Analisis Deskriptif Kebijakan Pendanaan dalam Manajemen Keuangan Syariah

Jumaini, S\* dan Syahriyah Semaun\*\*

\* Mahasiswa Program Pascasarjana Ekonomi Syariah, Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Parepare

\*\* Dosen Program Pascasarjana Ekonomi Syariah, Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Parepare

### ARTICLE INFO

#### Riwayat Artikel:

Diterima 22 Desember 2024

Disetujui 21 Januari 2025

#### Keywords:

Keuangan Syariah

Biaya Ekuitas

Rasio Keuangan

Biaya Utang

CAPM

Sukuk

### ABSTRAK

**Abstract :** This study discusses funding policies in Islamic financial management with a focus on the cost of equity and the cost of debt. The Islamic financial system is based on the principles of the prohibition of riba, gharar, and maysir, which distinguish it from conventional finance. In Islamic finance, equity-based financing through mechanisms such as mudharabah and musyarakah becomes the primary alternative, where profit and loss sharing is done fairly. This study also examines modifications to the Capital Asset Pricing Model (CAPM) in Islamic investments, replacing the interest-based risk-free rate with sukuk yields as a halal alternative. The findings indicate that the cost of equity in Islamic finance is more influenced by pure business risk and investment ethics, while the cost of debt is more related to profit margins from Sharia-compliant contracts such as murabahah and ijarah. Furthermore, Sharia-based investments tend to have lower systematic risk due to the avoidance of high-risk sectors such as gambling and alcohol. In conclusion, Islamic finance offers an ethical and sustainable funding structure that can promote financial stability and societal well-being.

**Abstrak :** Penelitian ini membahas kebijakan pendanaan dalam manajemen keuangan syariah dengan fokus pada biaya ekuitas dan biaya utang. Sistem keuangan syariah berlandaskan prinsip larangan riba, gharar, dan maysir, yang membedakannya dari keuangan konvensional. Dalam keuangan syariah, pembiayaan berbasis ekuitas melalui mekanisme seperti mudharabah dan musyarakah menjadi alternatif utama, di mana pembagian keuntungan dan kerugian dilakukan secara adil. Penelitian ini juga mengkaji modifikasi model Capital Asset Pricing Model (CAPM) dalam investasi syariah, dengan mengganti tingkat bebas risiko (risk-free rate) berbasis bunga dengan imbal hasil sukuk sebagai alternatif yang halal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya ekuitas dalam keuangan syariah lebih dipengaruhi oleh risiko bisnis murni dan etika investasi, sementara biaya utang lebih berkaitan dengan margin keuntungan dari kontrak-kontrak berbasis syariah seperti murabahah dan ijarah. Selain itu, investasi berbasis syariah cenderung memiliki risiko sistematis yang lebih rendah karena menghindari sektor-sektor berisiko tinggi seperti perjudian dan alkohol. Kesimpulannya, keuangan syariah menawarkan struktur pendanaan yang etis dan berkelanjutan, yang dapat mendorong stabilitas keuangan dan kesejahteraan masyarakat.

Open access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



#### Alamat Korespondensi :

Jumaini, S,

Mahasiswa Program Pascasarjana Ekonomi Syariah,

Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Parepare,

Soreang, Jl. Amal Bhakti No.8

E-Mail : [jumaini2929@gmail.com](mailto:jumaini2929@gmail.com)

## Pendahuluan

Manajemen keuangan adalah salah satu komponen penting dalam keberhasilan operasional suatu entitas bisnis. Dalam konteks konvensional, keputusan pendanaan biasanya didasarkan pada pertimbangan antara biaya utang dan ekuitas, dengan fokus pada meningkatkan keuntungan maksimal bagi pemegang saham. Namun, dalam sistem keuangan syariah, prinsip-prinsip yang dijalankan harus sejalan dengan prinsip-prinsip Islam seperti larangan riba, gharar (yang berarti ketidakjelasan), dan maysir (yang berarti spekulasi). Manajemen keuangan syariah telah menjadi salah satu sektor yang berkembang pesat di berbagai negara, termasuk Indonesia. Sistem ini menawarkan alternatif yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah, seperti larangan riba, gharar, dan maysir, serta menekankan pada keadilan dan kemaslahatan bersama. Dalam konteks ini, kebijakan pendanaan memegang peranan penting karena menjadi salah satu pilar utama dalam pengelolaan keuangan. Kebijakan pendanaan yang tepat tidak hanya mendukung stabilitas keuangan lembaga, tetapi juga memastikan kesesuaian dengan prinsip syariah yang menjadi landasan operasionalnya<sup>1</sup>.

Dalam manajemen keuangan syariah, kebijakan pendanaan melibatkan pengelolaan sumber dana melalui mekanisme yang transparan, adil, dan berbasis etika Islam. Berbeda dengan sistem keuangan konvensional yang bergantung pada instrumen bunga, lembaga keuangan syariah menggunakan kontrak-kontrak syariah, seperti mudharabah, musyarakah, dan wakalah, untuk mengelola dana yang diperoleh dari nasabah atau pemegang saham<sup>2</sup>. Oleh karena itu, analisis terhadap kebijakan pendanaan menjadi sangat relevan dalam memahami efektivitas penerapan sistem ini di berbagai lembaga keuangan syariah.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan analisis deskriptif mengenai kebijakan pendanaan dalam manajemen keuangan syariah, dengan menyoroti prinsip-prinsip dasar yang melandasinya, implementasi pada lembaga keuangan syariah, serta tantangan yang dihadapi dalam memastikan keberlanjutan operasional dan kepatuhan syariah<sup>3</sup>. Dengan pendekatan ini, diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur keuangan syariah dan menjadi acuan bagi praktisi serta pembuat kebijakan di sektor ini.

Dalam sistem keuangan syariah, keputusan pendanaan tidak hanya bertujuan untuk memaksimalkan keuntungan semata, tetapi juga mempertimbangkan aspek moral, etika, dan keadilan dalam berbagi risiko. Oleh karena itu, pemilihan sumber pembiayaan harus sesuai dengan syariat Islam yang mengedepankan prinsip seperti mudharabah (bagi hasil), musyarakah (kerjasama), dan penggunaan sukuk sebagai instrumen pembiayaan berbasis syariah. Keuangan syariah berfokus pada transaksi yang berbasis pada kegiatan riil, bukan sekadar aliran dana semata.<sup>4</sup> Keputusan pendanaan, secara syariah adalah keputusan yang di dalamnya berdasarkan prinsip dan ketentuan agama Islam sebagai landasan. Keputusan investasi atau format aset modal, penting bagi bisnis karena tingkat format modal berdampak langsung pada kondisi keuangan dan nilai hasil perusahaan. Subsidi organisasi dapat muncul dari sumber dalam, misalnya, laba yang dimiliki dan sumber luar seperti kredit atau penerbitan penawaran baru. Bauran yang ideal juga menentukan pembiayaan yang tepat karena dapat mendongkrak nilai bisnis.<sup>5</sup>

## Metode Penelitian

Kebijakan pendanaan dalam manajemen keuangan syariah dianalisis melalui metode penelitian kualitatif deskriptif berbasis literatur. Data dikumpulkan dari sumber sekunder seperti buku teks, artikel jurnal ilmiah, dan dokumen resmi terkait keuangan syariah. Analisis dilakukan dengan mendeskripsikan konsep biaya ekuitas dan utang, membandingkan dengan pendekatan konvensional, serta mengkaji modifikasi model CAPM dalam konteks syariah. Kajian ini ditekankan pada kepatuhan terhadap prinsip syariah, seperti larangan riba, gharar, dan maysir, sehingga seluruh pembahasan berfokus pada pengembangan kebijakan pendanaan yang etis, sesuai dengan etika Islam.

## Hasil Dan Pembahasan

### A. Biaya ekuitas (cost of equity) dan utang (cost of debt) dalam keuangan syariah

#### 1. Kaidah Al-Ghunmu Bil Ghurmi Dan Al-Kharaj Bi Al-Dhaman Dalam Keuangan Syariah

Asumsi risiko bisnis adalah syarat utama untuk memperoleh hak atas keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Salah satu prinsip penting dalam Syari'ah adalah

<sup>1</sup>Masyita D, *Islamic Finance and Banking: Principles and Practices*. (Jakarta: Prenadamedia Group, 2018).

<sup>2</sup>Ascarya, "Akad Dan Produk Bank Syariah" (Jakarta: RajaGrafindo, 2020), 73.

<sup>3</sup>Antonio M. S, *Bank Syariah: Konsep Dan Implementasi* (Jakarta: Gema Insani, 2020).

<sup>4</sup>Muhamad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fiqh & Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016).

<sup>5</sup>Fenandar et al., "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan," *Journal of Accounting* 1, no. 2 (2012).

peribahasa "Al Kharaj bi-al-Dhaman" atau "Al-Ghummu bil Ghurmi," yang menjadi landasan legalitas terkait pengembalian modal. Prinsip ini menegaskan bahwa seseorang harus menanggung risiko yang mungkin terjadi jika ingin memperoleh keuntungan dari investasinya. Keuntungan tersebut harus diperoleh melalui mekanisme berbagi risiko dan imbalan yang adil, baik melalui penetapan harga barang, jasa, maupun hak penggunaan atas barang tertentu.

Dalam konteks keuangan syariah, investasi tidak hanya melibatkan transaksi finansial atau moneter yang sekadar melibatkan perpindahan dana. Investasi dianggap sah apabila memiliki elemen aktivitas riil, di mana Kepemilikan tidak dapat dipisahkan dari risiko kerugian yang menyertainya. Hal ini menjadi aspek penting dalam sistem syariah, dalam hal pinjaman, kreditur hanya akan menerima kembali jumlah pokok tanpa hak atas keuntungan, tanpa memperhatikan risiko atau kerugian yang dialami debitur dalam menjalankan bisnisnya. Demikian pula dalam perdagangan, penjual tetap bertanggung jawab atas risiko kerusakan barang selama aset berada dalam tanggung jawabnya. Risiko tersebut harus diperhitungkan dan dialihkan ke harga yang disepakati, meskipun aset tersebut telah mengalami kerusakan akibat faktor yang tidak terduga<sup>6</sup>.

Risiko yang terkait dengan model bisnis berbasis syirkah (kerjasama) jauh lebih besar dibandingkan dengan bisnis konvensional. Dalam perbankan syariah, deposan menghadapi risiko yang berasal dari kemungkinan kegagalan usaha dan ketidakpastian atas tingkat keuntungan yang akan diperoleh. Meskipun demikian, pertumbuhan simpanan di bank syariah terus meningkat, mencerminkan tingginya kepercayaan masyarakat terhadap sistem ini dan prinsip-prinsipnya yang adil serta transparan. Bagi bank, pembiayaan yang berbasiskan syirkah melibatkan risiko karena pelanggan bisa dalam keuangan syari'ah berarti kerugian atas modal dan bukannya penurunan dalam tingkat keuntungan yang diharapkan.

## 2. Biaya Dana/Modal (Cost of Fund/Capital)

Setiap perusahaan dalam menjalankan operasinya membutuhkan dana atau modal. Dana yang digunakan dapat berasal dari pemilik sendiri dalam bentuk modal, atau dari pinjaman pihak lain, yang dikenal sebagai utang. Setiap dana yang diperoleh perusahaan selalu memiliki biaya modal yang diperlukan.

Biaya modal atau cost of capital mencakup seluruh pengeluaran yang saat ini terjadi, meskipun sebagian di antaranya baru akan direalisasikan pembayarannya di masa mendatang. Biaya ini mencakup elemen eksplisit seperti bunga, serta elemen implisit seperti biaya yang terkait dengan masa berlaku obligasi. Biaya modal dihitung dengan membandingkan total biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menerima dana yang dimanfaatkan<sup>7</sup>. Oleh karena itu, formula biaya modal dapat dijelaskan sebagai berikut:<sup>8</sup>

$$\text{Biaya modal} = \frac{\text{Biayariil}}{\text{Penerimaan bersih} \times 100\%}$$

Lihat contoh yang diberikan Sutrisno. Misalnya, sebuah perusahaan menarik saldo rekening giro sebesar Rp10.000.000 dengan tingkat bunga tahunan sebesar 20%. Ini Jadi, perusahaan harus membayar bunga  $20\% \times \text{Rp}10.000.000 = \text{Rp}2.000.000$ . Selain itu, perusahaan harus membayar Rp200.000 untuk persiapan, Rp25.000 untuk materai, dan Rp50.000 untuk notaris. Jadi, total biayanya adalah  $\text{Rp}2.000.000 + \text{Rp}200.000 + \text{Rp}25.000 + \text{Rp}50.000 = \text{Rp}2.275.000$ , jadi dana yang tersedia untuk perusahaan setelah mengurangi biaya ini adalah  $\text{Rp}10.000.000 - \text{Rp}2.275.000 = \text{Rp}7.725.000$ .

Dengan mempertimbangkan rumus di atas, maka biaya modal perusahaan tersebut adalah sebesar:

$$\begin{aligned} \text{Biaya modal} &= \frac{2.275.000}{7.725.000 \times 100\%} \\ &= 29,45\% \end{aligned}$$

Gambar di atas menunjukkan bahwa biaya modal kredit rekening koran sebesar Rp10.000.000 naik 29,45% daripada 20%.

<sup>6</sup>M Abas et al., *Hukum Ekonomi Syari'ah* (PT. Sonpedia Publishing Indonesia, 2023).

<sup>7</sup>Eti Rochaety and Ratih Tresnati, *Kamus Istilah Ekonomi (Edisi Kedua)* (Bumi Aksara, 2022).

<sup>8</sup>Sutrisno, manajemen keuangan: teori, konsep dan aplikasi, cet. 2. (Yogyakarta:ekonisia FEUII, 2001)  
hlm. 173

Fungsi dari biaya modal adalah untuk menentukan suku bunga yang tepat atau menjadi patokan dalam menyetujui atau menolak keputusan investasi. Jika keuntungan yang diperoleh dapat menutupi seluruh biaya modal yang dikeluarkan, maka investasi tersebut akan diterima. Keputusan investasi bersifat jangka panjang, dan biaya modal berfungsi sebagai indikator apakah suatu investasi layak diterima atau ditolak. Akibatnya, satu-satunya hal yang perlu dihitung adalah biaya modal dari sumber pendanaan jangka panjang<sup>9</sup>.

### 3. Bisnis Versus Kebajikan

Perbankan Syariah menjalankan aktivitas bisnis seperti perbankan konvensional, tetapi dengan prinsip utama yang sesuai dengan syariat Islam. Individu memiliki hak untuk menggunakan uangnya dalam bentuk kebajikan, yang sejalan dengan ajaran syariat yang mengutamakan pahala di akhirat. Namun, bank syariah tidak diperbolehkan menggunakan dana deposan untuk dibagikan secara bebas. Dana yang dipegang bank harus dikelola secara transparan dan sesuai dengan prinsip syariah yang menghindari praktik-praktik yang melanggar ketentuan agama.

Bank syari'ah juga melakukan bisnis dengan dana yang tersedia dan meneruskan sebagian pendapatannya kepada pemilik dana deposan atau investor. Bank mana pun mungkin bersedia menyediakan pinjaman tanpa bunga dari dananya (ekuitasnya) sendiri atau "Dana Amal" yang terakumulasi dengan persetujuan dari penasihat syari'ah atau melakukan aktivitas jaminan sosial lain, tapi hal ini seharusnya tidak memiliki pengaruh buruk pada tanggung jawab gadaianya terhadap para deposan. Guna memenuhi tanggung jawab tersebut, bank akan menjalankan bisnis perdagangan dan ijarah, menyediakan jasa perwakilan untuk biaya tertentu, dan mengadopsi semua teknik peringanan risiko yang masih ada dalam batasan yang ditetapkan syari'ah.

Bank syariah memperoleh keuntungan dengan cara menjual barang yang dibelinya dengan margin keuntungan, memberi sewa aset dan membagi keuntungan atau menanggung risiko dari investasi berbasis syirkah. Dengan memungkinkan investasi berbasis aset dan penyediaan modal berbasis risiko, mereka mendukung kemajuan masyarakat. Sesuai dengan kebijakan dewan mereka dan setelah berkonsultasi dengan pemangku kepentingan, mereka juga dapat berpartisipasi dalam kegiatan sosial dan kesejahteraan, meskipun hal ini tidak mencerminkan sifat dasar bisnis mereka<sup>10</sup>.

### 4. Utang Versus Ekuitas

Institusi finansial syari'ah, selain menyediakan fasilitas pembiayaan melalui aktivitas perdagangannya, juga menciptakan utang yang benar-benar terlihat dalam neracanya. Oleh karena itu, permasalahannya bukanlah "utang versus ekuitas", tapi memberikan ketergantungan yang lebih tinggi pada ekuitas dan menjadikan utangnya sesuai dengan prinsip syari'ah, di mana ketika diciptakan seharusnya tidak bertambah berdasarkan teori biaya kesempatan konvensional.

Dalam banyak bagian di bisnis, mode-mode yang berbasiskan syirkah tidak dapat diterapkan atau disarankan mengingat profil risiko-risiko para investornya. Misalnya, seorang janda mungkin membutuhkan pelaku bank (bankir) syari'ah untuk menginvestasikan dananya ke dalam bisnis yang tidak terlalu berisiko dan sesuai dengan prinsip syari'ah karena pelaku bank syari'ah tidak berada dalam posisi menanggung risiko harus menginvestasikan dana dari investor yang tidak menyukai risiko ke dalam aktivitas yang berbasiskan ijarah. Hal ini tentunya mengakibatkan terciptanya utang.

Sejalan dengan tulisan para perintis gerakan keuangan syari'ah dewasa ini, banyak yang berbasiskan syirkah atau ekuitas yang dapat dijadikan alternatif atas bunga dalam kerangka syari'ah. Utang telah ada sejak lama dan akan SAW sendiri berutang, baik untuk kebutuhan pribadi maupun kebutuhan negara. Hal yang tetap menjadi bagian penting dalam perekonomian individu serta bangsa. Nabi Muhammad harus diperhatikan adalah utang tidak boleh mengandung "bunga". Jenis mode penciptaan utang seperti Murabahah, Salam, dan Ijarah akan tetap menjadi peralatan operasional dalam institusi finansial syari'ah.

<sup>9</sup>Filma Festivalia, "Buku Manajemen Keuangan," 2023.

<sup>10</sup>Irsya Tania Maryusiana and Zaida Hanani, "Kebangkitan Keuangan Syariah: Bagaimana Perbankan Yang Sesuai Dengan Syariah Membentuk Kembali Ekonomi Global," *Religion: Jurnal Agama, Sosial, Dan Budaya* 2, no. 5 (2023): 348–61.

Oleh sebab itu, tujuannya adalah menciptakan keseimbangan yang sehat di antara pembiayaan yang berbasiskan utang dibandingkan dengan yang berbasiskan ekuitas untuk kesejahteraan perekonomian dan masyarakat. Perekonomian yang sangat bergantung pada utang bisa memiliki risiko yang sangat tinggi. Aktivitas bank syari'ah melibatkan pertukaran barang untuk uang dalam berbagai macam wujud, seperti pertukaran secara bersamaan, penyerahan pada saat itu dengan pembayaran yang ditunda, dan pembayaran pada saat itu dengan penyerahan yang ditunda. Untuk kontrak pertukaran yang demikian, syari'ah menganjurkan serangkaian peraturan pertukaran yang cukup berbeda jika dibandingkan dengan peraturan yang diterapkan dalam keuangan konvensional yang sangat fleksibel karena adanya batasan yang berkaitan dengan syari'ah.

Dalam keuangan syari'ah, hanya satu item dalam kontrak yang tidak dapat diperpanjang, dan tidak dapat dijual barang yang belum dimiliki. Peraturan pertukaran berbeda untuk setiap jenis kekayaan dan kontrak. Aset tak lancar, saham, emas, perak, dan unit moneter adalah semua aset yang dapat dipertukarkan dengan uang berdasarkan harga pasar saat setidaknya salah satu aset dipertukarkan. Emas, perak, atau unit moneter lain harus tunduk di bawah peraturan Bai'al Sharf, yakni seimbang dan secara langsung dalam kasus valuta sejenis, dan secara langsung dalam kasus unit valuta berbeda<sup>11</sup>.

Hadits Nabi Muhammad SAW yang terkenal mengenai pertukaran enam barang: emas, perak, gandum, padi, kurma, dan garam, telah memberikan dasar bagi peraturan tersebut. Komoditas tersebut dibagi ke dalam dua kategori: dua di antaranya, emas dan perak, dapat berfungsi sebagai unit moneter sementara keempat sisanya berupa barang yang dapat dimakan. Berdasarkan hadits ini, para ahli hukum telah mengidentifikasi dua tujuan ('Illah) pelarangan dan menahan pembahasan yang lebih mendetail mengenai peraturan berkenaan dengan penerapannya pada barang lain, telah mencapai konsensus mengenai beberapa aspek.

Setelah analisis literatur Fiqih mengenai pertukaran barang yang serupa, kita menemukan beberapa hal penting sebagai berikut:

1. Pertukaran seharusnya tidak ada "kelebihan". Kemudian dilanjutkan bahwa kontrak utang harus diselesaikan dengan mengacu pada "standar hukum orisinal".
2. Karena nilai uang dapat meningkat atau menurun selama inflasi dan deflasi secara berurutan, penyelesaian suatu kontrak (akad) utang seharusnya dibuat berdasarkan tanggal orisinal yang dapat digunakan sebagai tanggal dasar<sup>12</sup>.

Sifat alamiah kontrak penjualan dan kontrak dalam pembayaran, haruslah seimbang dalam jumlah.. Pertukaran dalam bentuk pinjaman, pada dasarnya berarti keterlambatan dipinjam dapat diganti, seperti uang tunai, jumlah yang benar-benar sama barus dibayarkan kembali; dalam kasus barang yang tidak dapat ditukarkan, kontrak (akad) pinjaman perlu pembayaran dilarang, bahkan ketika itu adalah transaksi pertukaran/penjualan, bukan pinjaman. Sementara transaksi barter sangat jarang ditemukan pada zaman modern dan bank sepertinya tidak akan melakukan transaksi yang demikian, transaksi valuta asing dikategorikan dalam aktivitas sehari-hari bank dan organisasi finansial.

Beberapa cendekiawan melarang kontrak berjangka valuta asing, tetapi yang lain menganggapnya masuk akal dalam dua kasus. Kontrak berjangka valuta asing dilarang dalam kasus pertama ketika salah satu valuta diserahkan segera setelah valuta yang lain ditunda. Dalam kasus kedua, kedua valuta dapat dipertukarkan pada harga yang telah disepakati secara terbuka. Dengan demikian, penyelesaian transaksi ke depan dalam valuta dapat dilakukan dalam bentuk janji untuk memenuhi kebutuhan pertukaran nyata pedagang daripada mendapatkan keuntungan spekulatif.

Nilai waktu uang dan nilai ekonomi bahwa teori akad dasar dalam keuangan syari'ah dibedakan menjadi dua, yaitu: (1) akad berbasis percampuran dan (2) akad berbasis pertukaran. Masing- masing akad dasar ini memiliki karakteristik berbeda satu dengan yang lainnya. Teori akad berbasis percampuran biasa dikenal dengan natural uncertainty contract (NUC). Sedangkan teori akad berbasis pertukaran biasa dikenal dengan natural certainty contract (NCC). Adapun karakteristik masing-masing teori dasar akad tersebut adalah sebagai berikut:<sup>13</sup>

- Natural Uncertainty Contract

<sup>11</sup>Ahmad Syarif, *Ekonomi Islam: Suatu Pendekatan Kontemporer* (Bening Media Publishing, 2021).

<sup>12</sup>Sri Nurhayati, *Akuntansi Syariah Di Indonesia, Edisi 5* (Penerbit Salemba, 2023).

<sup>13</sup>Muhammad, manajemen bank syariah, (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2011) hlm. 506.

Kontrak Ketidakpastian Alamiah/Kontrak bisnis yang tidak memberikan jaminan jumlah atau waktu tentang pendapatan disebut teori percampuran. Tingkat pengembaliannya bisa berupa keuntungan, kerugian, atau bahkan tidak ada pengembalian sama sekali. Kontrak-kontrak investasi ini, sesuai dengan hukum alam, tidak menawarkan:

- (1) Pengembalian yang pasti dan tetap, dan
- (2) sifatnya yang tidak tetap dan telah ditentukan secara eksplisit. Dalam kontrak jenis ini, pihak-pihak yang terlibat akan menggabungkan aset mereka (baik aset riil maupun aset finansial) menjadi satu kesatuan, kemudian bersama-sama menanggung risiko untuk meraih keuntungan. Keuntungan dan kerugian dibagi bersama, dan kontrak yang termasuk dalam teori percampuran ini antara lain adalah akad Mudharabah dan akad Musyarakah. Kontrak-kontrak yang berbasis percampuran ini akan mendapatkan hasil yang disebut dengan bagi hasil. Bagi hasil dihitung berdasarkan nisbah dan pendapatan riil bisnis.

- Natural Certainty Contract

Kontrak Ketidakpastian Alamiah/Kontrak bisnis yang menjamin pembayaran yang pasti dalam jumlah dan waktu disebut teori pertukaran. (1) Arus kasnya sudah pasti atau telah disetujui pada awal kontrak, dan (2) barang yang dipertukarkan juga sudah pasti dalam hal jumlah, kualitas, waktu, dan harganya. Beberapa jenis kontrak yang termasuk dalam teori akad pertukaran adalah: akad jual beli seperti Mudharabah, Salam, dan Istishna; sewa-menyewa seperti Ijarah dan Ijarah Muntahia Bittamlik. Kontrak-kontrak berbasis pertukaran ini akan memberikan hasil yang berbeda antara kontrak yang berbasis jual beli dengan kontrak yang berbasis sewa-menyewa. Kontrak berbasis jual beli akan mendapatkan profit margin. Sedangkan kontrak berbasis sewa-menyewa akan mendapatkan hasil berupa pendapatan sewa (ujroh).

## 5. Adakah Biaya Modal dan Biaya Utang dalam Keuangan Syariah?

Perhitungan beban biaya modal Islam yang diusulkan oleh Vogel berbeda dengan konsep keuangan konvensional. menghitung konvensional biasanya menghitung nilai pasar masing-masing elemen modal dari perusahaan. Vogel menyatakan dalam teori modal Islam bahwa beberapa jenis bisnis memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan yang lainnya, sehingga memerlukan proyeksi keuntungan tahunan yang lebih besar daripada proyek dengan risiko yang lebih rendah. Contoh sederhana dari analisis keseimbangan terhadap kesepakatan pembagian laba (Vogel): misalkan Jika ada banyak proyek investasi yang tersedia dan untuk investor yang tertarik untuk berinvestasi dalam proyek tertentu, batas biaya kesempatan modal ekuitas akan lebih rendah, sementara pengusaha akan memiliki batas pembayaran modal yang lebih tinggi<sup>14</sup>.

Dalam menentukan struktur modal yang tepat, Vogel menekankan bahwa struktur modal yang sepenuhnya menggunakan modal sendiri akan menjadi optimal jika tersedia cukup dana modal sendiri. Diperkirakan, modal sendiri adalah solusi yang efisien dalam perspektif Islam, mengingat alasan umum mengapa perusahaan lebih memilih dana utang daripada modal sendiri. Salah satu alasan tersebut adalah perlindungan pajak yang diberikan melalui pembayaran bunga dari mayoritas keuntungan. Namun, tidak ada biaya bunga langsung dalam Islam, alasan perlindungan pajak ini tidak relevan dan pajak penghasilan yang dibayarkan relatif rendah di banyak negara Islam.

Di antara tujuan dagang yang terpenting adalah meraih laba, dimana Laba muncul dari perputaran modal dan aplikasinya dalam perdagangan dan moneter. Untuk memperoleh keuntungan dalam aktivitas bisnis, dibutuhkan modal dari modal sendiri dan utang, untuk membiayai kegiatan bisnis tersebut. Untuk berkembang, bisnis Islam harus mengikuti prinsip syariah sebagai pengontrol agar tetap berada pada jalur yang tepat sesuai dengan ajaran Islam, yaitu terkait 4 hal utama antara lain sebagai berikut:

- Target hasil: laba dan manfaat. Manfaat yang dimaksud bukan hanya berupa keuntungan materi, tetapi juga bisa berupa manfaat non-materi.
- Pertumbuhan, yang berarti terus meningkat. Setelah manfaat tercapai sesuai target, perusahaan akan berusaha untuk terus meningkatkan setiap laba yang diperoleh.
- Keberlangsungan, dalam jangka waktu yang panjang. Orientasi manajemen laba tidak berhenti pada pencapaian target dan pertumbuhan, tetapi juga perlu diusahakan agar perusahaan dapat bertahan selama mungkin.

<sup>14</sup>Frank E. Vogel and Samuel L Hayes, *Hukum Keuangan Islam: Konsep, Teori Dan Praktik* (bandung: nusamedia, 2007) h. 256.

- Keberkahan, atau keridhaan Allah. Memperoleh keridhaan Allah adalah sumber utama kebahagiaan seorang muslim.

1. Return on Capital bukan Cost of Equity

Jika transaksi yang digunakan adalah ijarah, barang modal seperti kendaraan, mobil, bangunan, atau kapal akan memperoleh return on capital berupa sewa. Sementara itu, jika transaksi yang digunakan adalah musyarakah, return on capital akan berupa bagian dari laba, sesuai dengan kaidah yang berlaku “suatu barang yang dapat disewakan, maka barang tersebut dapat dilakukan musyarakah atasnya”.

2. Margin Keuntungan bukan Biaya Utang (Cost of Debt)

Islam tidak memaksakan penetapan harga atau margin keuntungan bagi para pedagang, daripada memungkinkan mereka menentukan hal tersebut berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Islam mengharuskan adanya transparansi terkait karakteristik atau kualitas barang yang diperdagangkan serta kejujuran dalam setiap transaksi.

1. Dalam sesi kelimanya, Syariah Fiqh Council dari IOC memutuskan hal-hal berikut tentang penetapan harga:
2. Prinsip dasar dari Alquran dan Sunah Nabi Muhammad SAW adalah bahwa seseorang memiliki hak bebas untuk membeli, menjual, dan melepaskan kepemilikan dan uang dalam kerangka syariah Islam.
3. Tidak ada batasan persentase keuntungan yang dapat diterima oleh pedagang dari transaksi.
4. Teks-teks syariah menekankan pentingnya menghindari transaksi yang melibatkan tindakan yang melanggar hukum, seperti kecurangan, penipuan, kebohongan, pemalsuan, penyembunyian keuntungan nyata, dan monopoli, yang dapat berdampak negatif baik pada masyarakat maupun individu.
5. Jika terjadi kesulitan yang jelas di pasar atau harga yang disebabkan oleh faktor artifisial, pemerintah tidak seharusnya terlibat dalam penetapan harga.

Syariah melarang pengambilan keuntungan yang berlebihan adalah ilegal. Istilah ini mengacu pada tindakan seseorang yang menjual barang dengan menunjukkan atau memberi kesan bahwa harga yang dikenakan sesuai dengan harga pasar, tetapi pada kenyataannya menetapkan harga yang terlalu tinggi untuk menggunakan ketidaktahuan pembeli.

Pada perdagangan Abad pertengahan, pembelian dan penjualan dengan kredit diterima dan umum; kredit memainkan peran penting dalam transisi perdagangan. Ekonomi syariah memiliki ketentuan khusus mengenai pengkonversian uang menjadi aset, yang memungkinkan seseorang untuk mengukur manfaatnya. Meskipun konsep nilai uang diterapkan dalam penetapan harga penjualan secara kredit, ekonomi syariah tidak memperbolehkan pengenaan sewa atas modal seperti bunga dalam transaksi jual beli dan pinjaman, yang dapat menciptakan kelas penyewa uang (renternir).

Transaksi penjualan kredit dengan biaya yang lebih besar daripada harga saat itu diperbolehkan, namun yang dilarang adalah peningkatan harga yang telah disepakati bersama akibat keterlambatan dalam pembayaran. Perbedaan dalam harga menjadi faktor yang biasa dikarenakan kompetisi pasar dan permainan bebas atas kekuatan pasar dan pelanggan bersedia membayar suatu harga agar manfaatnya dapat tercapai dari pembelian barang tersebut tanpa melakukan pembayaran secara tunai.

## B. Implikasi biaya dalam keuangan syariah

Tingkat pengembalian yang diharapkan pemegang saham sebagai kompensasi atas risiko yang mereka ambil dikenal sebagai biaya ekuitas. Dalam investasi konvensional, model seperti *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* biasanya digunakan untuk menghitung biaya ekuitas. Model CAPM memperhitungkan tingkat risiko bebas, risiko pasar, dan risiko sistematis yang diwakili oleh beta suatu perusahaan.

Namun, dalam konteks investasi syariah, pendekatan perhitungan biaya ekuitas berbeda karena investasi syariah harus mengikuti aturan syariah yang melarang riba, spekulasi berlebihan, dan tindakan ekonomi yang tidak etis. Ini memengaruhi cara perhitungan risiko dan imbal hasil<sup>15</sup>.

Konsep diskonto memainkan peran yang sangat penting dalam analisis teori modal dan investasi. Diskonto ini juga disebut *Positive time preference* menyatakan bahwa nilai suatu komoditas

<sup>15</sup>Brigham E. F and Ehrhardt M. C, *Financial Management: Theory & Practice*. Cengage Learning, 2013.

saat ini lebih tinggi dibandingkan dengan nilainya di masa depan, dan menggambarkan pola ekonomi yang normal, sistematis, dan rasional yang biasanya terkait atau setidaknya berhubungan dengan tingkat bunga. Berdasarkan latar belakang historis, pola waktu preferensi positif dianggap wajar dan normal. Oleh karena itu, hal yang rasional adalah kemungkinan terjadi baik preferensi waktu positif maupun negative.

Satu pihak mengatakan bahwa itu salah karena Islam melarang riba. Di sisi lain, ada praktik penjualan dengan sistem bay as-salam dan bay muajjal, yang sebenarnya tidak dilarang oleh Islam. Bahwa discount rate dan interest rate adalah dua hal yang berbeda, dan faktor diskonto ini dianggap perlu untuk efisiensi, sedangkan penggunaan faktor diskonto sebagai cost of capital bergantung pada aset dan risiko yang terlibat. Pinjam-meminjam tanpa bunga diizinkan dalam agama Islam jika dilakukan berdasarkan prinsip pembagian keuntungan atau kerugian.

Menurut CAPM, tingkat risiko sebanding dengan keuntungan sekuritas. Hubungan yang seimbang antara keuntungan dan risiko tersebut dapat digambarkan dengan persamaan Security Market Line (SML) berikut:<sup>16</sup>

$$\begin{aligned} E(R_i) &= E(R_m)R_f\beta_i \\ E(R_i) &= R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \end{aligned}$$

Dimana:	$E(R_i)$	= <i>Expected return on risk security</i>
	$E(R_m)$	= <i>Expected return on market portfolio</i>
	$R_f$	= <i>Risk-free rate cov (R_i, R_m)/var(R_m)</i>
	$r_e$	= biaya ekuitas (cost of equity)
	$r_{rf}$	= tingkat pengembalian bebas risiko (risk-free rate)
	$\beta\beta$	= beta (ukuran risiko sistematis saham relatif terhadap pasar)
	$r_{rm}$	= tingkat pengembalian pasar (market return)
	$(r_m - r_f)(r_m - r_f)$	= premi risiko pasar (market risk premium)

Namun, dalam investasi syariah, penggunaan risk-free rate yang berdasarkan bunga (seperti obligasi pemerintah) bertentangan dengan prinsip syariah, sehingga pendekatan CAPM konvensional tidak bisa digunakan secara langsung.

APT digunakan untuk menentukan tingkat risiko kapital yang disesuaikan yang dianggap sesuai, tetapi APT tidak digunakan untuk menentukan portofolio yang efisien. Sebaliknya, APT mengasumsikan bahwa return setiap aset dipengaruhi oleh sejumlah faktor eksternal.

$$R_i = \beta_1 i(\text{factor1}) + \beta_2 i(\text{factor2}) + \dots + \beta_k i(\text{factork}) + E_i$$

Oleh karena di dalam keuangan syariah tidak berlaku adanya *cost of capital* ataupun *cost of fund*, namun bisa berlaku untuk *cost of equity*, maka turunan formula dapat dibuat sebagai berikut:

$$RE = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dimana:

$RE$  = *Return of equity* (imbal hasil atas modal/penyertaan)

$R_m$  = Estimasi  $R_m$  didapat dengan memperhatikan kinerja:

\*Portofolio dipasar modal syariah

\*Perusahaan (emiten) syariah

\*Perhitungan *rate of return*

Atau  $R_m$  = Tingkat pengembalian pasar, juga dikenal sebagai market return, yang dapat dihitung dari indeks pasar saham syariah seperti Dow Jones Islamic Market Index atau Jakarta Islamic Index (JII).

$\beta$  = Estimasi  $\beta$  didapat dari covariance

\*I = Representasi tingkat *return* investasi syariah

\*M = Tingkat rata-rata *return* pasar

$\beta$  = Koefisien beta, yang mengukur sensitivitas risiko saham terhadap risiko pasar.

$R_f$  = Merupakan estimasi  $R_f$  yang dilihat sebagai *proxy*  $R_f$  didapat dari:

\*Seleksi portofolio syariah

\**Rate of return of portofolio M* pada tingkat tertentu

<sup>16</sup>Muhammad, manajemen keuangan syariah, cet 1 (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2014)hlm. 518.

\*Hitung variance pada tingkat return semua saham

\*Hitung tingkat rata-rata tingkat return dari variance terendah saham danganakan proxy tersebut sebagai R<sub>f</sub> untuk menghitung Cost of Equity.

Atau R<sub>f</sub> = Tingkat pengembalian bebas risiko, dalam investasi syariah, bisa menggunakan instrumen yang sesuai syariah, seperti Sukuk Negara.

### 1. Modifikasi CAPM dalam Investasi Syariah

Untuk menyesuaikan model CAPM agar sesuai dengan prinsip syariah, beberapa modifikasi dapat dilakukan, terutama dalam memilih pengganti tingkat bebas risiko (risk-free rate). Beberapa pendekatan yang dapat digunakan dalam investasi syariah:

- **Imbal Hasil dari Sukuk:** Daripada menggunakan obligasi berbunga (yang dilarang), investor syariah bisa menggunakan tingkat pengembalian dari **sukuk** (instrumen pembiayaan syariah) sebagai pengganti tingkat bebas risiko. Sukuk tidak mengandung bunga tetapi didasarkan pada pembagian keuntungan dari aset produktif.
- **Biaya Modal (Cost of Capital) dari Proyek Syariah:** Dalam investasi berbasis syariah, penghitungan biaya modal seringkali berdasarkan risiko bisnis murni dari aset yang halal, seperti proyek dengan struktur **mudharabah** atau **musharakah**, di mana keuntungan dan kerugian dibagi berdasarkan kesepakatan bersama.

### 2. Pengaruh Beta Syariah

Faktor  $\beta$  dalam model CAPM syariah tetap digunakan sebagai ukuran risiko sistematis, tetapi beta ini bisa jadi lebih rendah dalam investasi syariah karena pasar syariah umumnya menghindari sektor-sektor yang lebih volatil seperti perbankan konvensional dan industri alkohol, perjudian, atau perusahaan dengan leverage tinggi. Dengan demikian, perusahaan yang patuh syariah mungkin memiliki risiko yang lebih terkendali, yang dapat mengurangi beta mereka.

### 3. Contoh Rumus Modifikasi CAPM untuk Investasi Syariah

$$r_e = r_{sukuk} + \beta \times (r_m - r_{sukuk})$$

Dimana:

- $r_{sukuk}$  = tingkat pengembalian dari sukuks atau instrumen pembiayaan syariah lainnya yang bebas riba.
- $\beta$  = risiko sistematis relatif terhadap pasar syariah.
- $r_m$  = tingkat pengembalian pasar yang relevan (misalnya, pasar saham yang patuh syariah).

### 4. Implikasi Biaya Ekuitas dalam Investasi Syariah

• **Penghindaran Instrumen Berbasis Bunga:** Karena prinsip syariah melarang bunga, biaya ekuitas dalam investasi syariah cenderung lebih bergantung pada imbal hasil dari modal ekuitas murni. Hal ini bisa meningkatkan biaya ekuitas karena risiko yang lebih besar ditanggung oleh pemegang saham.

• **Risiko dan Return yang Lebih Stabil:** Investasi syariah menghindari industri yang volatil dan berisiko tinggi, seperti perjudian dan alkohol, sehingga perusahaan yang patuh syariah mungkin menawarkan pengembalian yang lebih stabil, yang dapat menurunkan biaya ekuitas dalam jangka panjang.

• **Pembagian Risiko:** Dengan menggunakan struktur seperti mudharabah dan musharakah, risiko dibagi antara pemodal dan pengelola, yang dapat mengurangi ketidakpastian bagi investor dan menurunkan biaya ekuitas.

### Kesimpulan

Berdasarkan analisis mengenai kebijakan pendanaan dalam manajemen keuangan syariah, dapat disimpulkan bahwa Biaya ekuitas dan utang sistem keuangan syariah memiliki karakteristik yang membedakannya dari sistem keuangan konvensional, menurut analisis kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen keuangan syariah. Prinsip-prinsip utama keuangan syariah, seperti larangan riba, gharar, dan maysir, mendorong penggunaan instrumen yang berbasis ekuitas, seperti mudharabah dan musyarakah, di mana keuntungan dan kerugian dibagi secara adil menurut perjanjian.

Biaya ekuitas dalam keuangan syariah lebih dipengaruhi oleh risiko bisnis riil yang halal, tanpa melibatkan tingkat bebas risiko berbasis bunga seperti dalam sistem konvensional. Sebagai gantinya, sukuks atau instrumen syariah lainnya digunakan sebagai alternatif tolok ukur risiko bebas. Biaya utang dalam keuangan syariah juga tidak dihitung berdasarkan bunga, melainkan melalui margin keuntungan dari transaksi berbasis syariah seperti murabahah atau ijarah.

Selain itu, modifikasi model Capital Asset Pricing Model (CAPM) menunjukkan bahwa keuangan syariah mampu mengadaptasi metode investasi konvensional dengan pendekatan yang lebih sesuai prinsip

syariah. Pasar syariah yang menghindari sektor-sektor berisiko tinggi cenderung menawarkan risiko yang lebih stabil, sehingga investasi berbasis syariah dapat menjadi alternatif yang berkelanjutan dan etis.

Secara keseluruhan, kebijakan pendanaan dalam manajemen keuangan syariah tidak hanya bertujuan untuk mencapai efisiensi ekonomi tetapi juga menekankan pada keberkahan dan keseimbangan dalam pembiayaan untuk mendukung kesejahteraan masyarakat secara luas.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Abas, M, Sunarto Sunarto, Ajeung Syilva Syara Noor Silmi Sudrajat, Endang Jumali, Achmad Napis Qurtubi, Hilmy Baroroh, Ateng Kusnandar Adisaputra, Nur Ambulani, and Misbahul Anam. *Hukum Ekonomi Syari'ah*. PT. Sonpedia Publishing Indonesia, 2023.
- Ascarya. "Akad Dan Produk Bank Syariah," 73. Jakarta: RajaGrafindo, 2020.
- D, Masyita. *Islamic Finance and Banking: Principles and Practices*. Jakarta: Prenadamedia Group, 2018.
- F, Brigham E., and Ehrhardt M. C. *Financial Management: Theory & Practice*. Cengage Learning, 2013.
- Fenandar, Gany Ibrahim, Raharja, and Surya. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan." *Journal of Accounting* 1, no. 2 (2012).
- Festivalia, Filma. "Buku Manajemen Keuangan," 2023.
- Maryusiana, Irsya Tania, and Zaida Hanani. "Kebangkitan Keuangan Syariah: Bagaimana Perbankan Yang Sesuai Dengan Syariah Membentuk Kembali Ekonomi Global." *Religion: Jurnal Agama, Sosial, Dan Budaya* 2, no. 5 (2023): 348–61.
- Muhamad. *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fiqh & Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016.
- Nurhayati, Sri. *Akuntansi Syariah Di Indonesia, Edisi 5*. Penerbit Salemba, 2023.
- Rochaety, Eti, and Ratih Tresnati. *Kamus Istilah Ekonomi (Edisi Kedua)*. Bumi Aksara, 2022.
- S, Antonio M. *Bank Syariah: Konsep Dan Implementasi*. Jakarta: Gema Insani, 2020.
- Syarif, Ahmad. *Ekonomi Islam: Suatu Pendekatan Kontemporer*. Bening Media Publishing, 2021.
- Vogel, Frank E., and Samuel L Hayes. *Hukum Keuangan Islam: Konsep, Teori Dan Praktik*. bandung: nusamedia, 2007.