

REFORMULATING CAPITAL STRUCTURE THEORIES IN THE CONTEXT OF ISLAMIC CORPORATE FINANCE: A MAQASID AL-SHARIAH APPROACH

Achmad Helmi¹, Devy Susanti², Fajar Ardiansyah³, Fitri Sagatha⁴, Ahmad Rodoni⁵

^{1,2,5}UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, ³Bank BSI Jakarta, ⁴Universitas Pamulang

Email: insinyur_helmi@yahoo.com, Devy3040@gmail.com, fajar.ardhiansyah@bankbsi.co.id, dosen02329@unpam.ac.id, Ahmad.Rodoni@uinjkt.ac.id

Abstrak

Struktur modal adalah aspek fundamental dalam keuangan perusahaan yang menentukan keseimbangan antara utang dan ekuitas untuk mendukung operasional dan pertumbuhan. Teori-teori tradisional seperti trade-off, pecking order, dan agency theory telah menjelaskan perilaku pendanaan berdasarkan efisiensi ekonomi, tetapi cenderung melupakan aspek etika dan sosial. Dalam konteks keuangan Islam, keputusan pendanaan harus sesuai dengan prinsip syariah yang menolak riba, gharar, dan maysir, serta berfokus pada kemaslahatan melalui maqasid al-shariah. Tulisan ini bertujuan untuk merumuskan kembali teori struktur modal dari sudut pandang keuangan Islam dengan pendekatan maqasid al-shariah. Penelitian ini bersifat konseptual dan normatif melalui kajian pustaka, analisis prinsip maqasid, serta contoh numerik yang membandingkan antara struktur pendanaan tradisional dan model musyarakah. Temuan penelitian menunjukkan bahwa pendekatan maqasid mengharuskan perubahan dalam tujuan perusahaan dari sekadar memaksimalkan nilai pasar menjadi memaksimalkan kemaslahatan yang mencakup efisiensi ekonomi, kesejahteraan sosial, dan kepatuhan terhadap syariah. Implikasinya, perusahaan berbasis syariah diwajibkan untuk mengembangkan tata kelola, instrumen pembiayaan, serta indikator kinerja yang merefleksikan dimensi maqasid. Reformulasi ini diharapkan dapat memperkuat landasan teoretis keuangan korporat Islam sekaligus memberikan arahan bagi kebijakan pendanaan yang adil, transparan, dan berkelanjutan.

Kata kunci: Struktur modal, keuangan syariah, maqasid al-shariah, musyarakah, reformulasi Teori

1. PENDAHULUAN

Teori struktur modal merupakan salah satu konsep fundamental dalam keuangan korporasi yang berfokus pada komposisi pembiayaan antara utang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam literatur keuangan konvensional, sejak karya seminal Modigliani dan Miller hingga berbagai model optimalisasi modal berikutnya, struktur modal dianalisis terutama melalui lensa biaya modal, risiko kebangkrutan, dan asimetri informasi. Namun, teori tersebut belum mempertimbangkan secara eksplisit nilai dan tujuan etis dalam konteks praktik keuangan yang mematuhi prinsip syariah. Dalam keuangan Islam, struktur modal tidak hanya mencerminkan efektivitas ekonomi tetapi juga kebutuhan akan kepatuhan syariah yang berbeda secara substantif dari pendekatan konvensional, termasuk larangan riba, gharar, dan spekulasi, serta preferensi terhadap pembiayaan berbasis bagi hasil (profit-loss sharing) dan aset nyata. Studi literatur yang ada menunjukkan bahwa struktur modal pada lembaga keuangan Islam, khususnya bank syariah, dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti profitabilitas dan ukuran bank, namun penelitian empiris masih terbatas pada dimensi ekonomi klasik tanpa kerangka nilai syariah yang lebih luas.

Struktur modal adalah konsep signifikan dalam keuangan perusahaan karena berhubungan dengan cara perusahaan menentukan proporsi antara ekuitas dan utang untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Keputusan yang benar mengenai struktur modal dapat memengaruhi

nilai perusahaan, tingkat risiko, dan potensi pertumbuhan dalam jangka panjang. Sejak teori Modigliani dan Miller diperkenalkan pada tahun 1958, para ekonom telah mengembangkan berbagai pendekatan seperti trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan signaling theory untuk menguraikan bagaimana perusahaan memilih kombinasi sumber pendanaannya.

Namun, teori-teori tersebut dibangun di atas paradigma ekonomi konvensional yang bersifat sekuler dan fokus hanya pada peningkatan nilai pemegang saham. Pendekatan ini mengabaikan aspek moral, sosial, dan spiritual yang sangat penting dalam sistem keuangan Islam. Dalam pandangan Islam, keputusan pembiayaan tidak hanya ditentukan oleh efisiensi ekonomi, tetapi juga oleh kesesuaiannya dengan prinsip syariah yang melarang unsur riba, gharar (ketidakpastian berlebihan), dan maysir (spekulasi).

Dengan pesatnya perkembangan sektor keuangan syariah di banyak negara, muncul kebutuhan untuk mengevaluasi kembali relevansi teori-teori struktur modal konvensional dalam praktik keuangan syariah. Sistem keuangan Islam memprioritaskan nilai-nilai keadilan, keseimbangan, dan kemaslahatan, yang semuanya terbentuk dalam kerangka maqāsid al-sharī'ah. Oleh karena itu, diperlukan upaya untuk merumuskan kembali teori struktur modal agar tidak hanya efisien dari segi ekonomi, tetapi juga sejalan dengan tujuan-tujuan syariah.

Makalah ini mengusulkan pendekatan baru dengan merumuskan kembali teori struktur modal dalam konteks keuangan korporat Islam menggunakan kerangka maqāsid al-sharī'ah. Pendekatan ini diharapkan dapat mengatasi kelemahan teori-teori konvensional dengan memberikan pandangan yang lebih komprehensif dan adil dalam proses pengambilan keputusan keuangan pada perusahaan berbasis syariah. Meskipun kajian mengenai struktur modal telah berkembang pesat dalam literatur keuangan korporasi, mayoritas penelitian masih didominasi oleh paradigma konvensional yang berorientasi pada efisiensi finansial dan maksimalisasi nilai perusahaan. Teori-teori utama seperti Modigliani–Miller, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan market timing theory secara luas digunakan untuk menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan. Namun, teori-teori tersebut dibangun di atas asumsi sistem keuangan berbasis bunga dan tujuan ekonomi yang bersifat nilai-netral. Ketika diaplikasikan dalam konteks keuangan korporasi Islam, penelitian-penelitian sebelumnya cenderung hanya melakukan penyesuaian teknis pada objek atau instrumen, tanpa melakukan rekonstruksi mendasar terhadap asumsi dan tujuan teoritisnya. Hal ini menimbulkan kesenjangan konseptual yang signifikan antara teori struktur modal yang digunakan dan prinsip dasar keuangan Islam.

Penelitian struktur modal pada perusahaan syariah selama ini umumnya masih menggunakan kerangka teori konvensional sebagai fondasi analisis, dengan mengganti variabel bunga menjadi pembiayaan syariah atau membandingkan perusahaan syariah dan non-syariah. Pendekatan ini menyebabkan struktur modal Islam dipahami secara sempit sebagai variasi dari struktur modal konvensional, bukan sebagai sistem yang memiliki filosofi, tujuan, dan mekanisme yang berbeda. Kesenjangan ini menunjukkan belum adanya teori struktur modal Islam yang bersifat otonom dan dibangun dari worldview Islam, sehingga keuangan korporasi Islam masih bergantung pada legitimasi teori konvensional.

Selain itu, integrasi maqāsid al-sharī'ah dalam kajian struktur modal masih sangat terbatas. Sebagian besar penelitian keuangan Islam memposisikan maqasid hanya sebagai kerangka etis normatif atau indikator tambahan, bukan sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kepatuhan syariah lebih sering diukur secara legal-formal melalui kesesuaian akad dan ketiadaan riba, sementara tujuan substansial syariah seperti keadilan distributif, perlindungan harta, kesejahteraan sosial, dan keberlanjutan ekonomi belum terinternalisasi dalam teori struktur modal. Kesenjangan normatif ini menyebabkan struktur modal perusahaan syariah belum sepenuhnya mencerminkan tujuan maqasid secara holistik.

Lebih lanjut, penelitian terdahulu masih didominasi oleh orientasi shareholder value, bahkan dalam konteks perusahaan syariah. Struktur modal dievaluasi berdasarkan dampaknya terhadap

profitabilitas dan nilai pasar perusahaan, sementara dimensi kesejahteraan pemangku kepentingan lain, seperti karyawan, masyarakat, dan lingkungan, kurang mendapat perhatian. Padahal, dalam perspektif *maqāṣid al-sharī'ah*, perusahaan dipandang sebagai entitas sosial yang bertanggung jawab terhadap penciptaan kemaslahatan publik. Ketidaksesuaian antara tujuan perusahaan dalam teori konvensional dan tujuan perusahaan dalam Islam ini menciptakan kesenjangan tujuan (*objective gap*) dalam kajian struktur modal syariah. Dari sisi instrumen, terdapat kesenjangan antara idealitas dan praktik pembiayaan syariah yang belum menjelaskan secara memadai dalam literatur. Secara normatif, keuangan Islam mendorong penggunaan instrumen berbasis bagi hasil seperti *musyārakah* dan *muḍārabah* sebagai fondasi struktur modal. Namun, praktik di lapangan menunjukkan dominasi instrumen pembiayaan yang bersifat *debt-like*, seperti *murābahah* dan *ijārah*. Sebagian besar penelitian hanya menjelaskan fenomena ini dari sudut pandang risiko dan efisiensi, tanpa mengaitkannya dengan tujuan *maqasid* dan tanpa menawarkan reformulasi teori struktur modal yang mampu menjembatani kesenjangan tersebut secara konseptual.

Kesenjangan metodologis juga masih terlihat jelas dalam penelitian struktur modal Islam. Penilaian kinerja perusahaan syariah umumnya masih menggunakan indikator finansial konvensional, sementara pengukuran pencapaian *maqāṣid al-sharī'ah* belum terintegrasi secara sistematis dalam analisis struktur modal. Upaya pengembangan indeks *maqasid* masih terbatas dan sering diperlakukan sebagai variabel pendukung, bukan sebagai bagian dari fungsi tujuan struktur modal. Kondisi ini menunjukkan adanya keterbatasan metodologis dalam mengoperasionalkan *maqasid* sebagai landasan evaluasi kebijakan pendanaan perusahaan.

Secara keseluruhan, literatur yang ada masih terfragmentasi antara kajian struktur modal, keuangan Islam, dan *maqāṣid al-sharī'ah*. Belum banyak penelitian yang mengintegrasikan ketiga aspek tersebut dalam satu kerangka teoritis yang koheren dan komprehensif. Kesenjangan integratif ini membuka ruang bagi penelitian yang tidak hanya mengkaji struktur modal perusahaan syariah secara empiris, tetapi juga merumuskan ulang teori struktur modal dengan menjadikan *maqāṣid al-sharī'ah* sebagai fondasi konseptual dan tujuan utama. Oleh karena itu, penelitian ini diposisikan untuk mengisi kekosongan teoretis tersebut dengan menawarkan pendekatan struktur modal berbasis *maqasid* yang mampu menjembatani efisiensi ekonomi dan kemaslahatan sosial secara simultan.

Penelitian ini menawarkan kebaruan teoretis dengan merumuskan ulang teori struktur modal dalam keuangan korporasi Islam melalui pendekatan *maqāṣid al-sharī'ah* sebagai landasan konseptual utama, bukan sekadar kerangka etis pelengkap. Berbeda dari penelitian sebelumnya yang masih mengadopsi teori struktur modal konvensional dengan penyesuaian instrumen syariah, studi ini menggeser paradigma struktur modal dari orientasi maksimalisasi nilai pemegang saham menuju optimalisasi kemaslahatan (*maṣlaḥah*) yang mencakup efisiensi ekonomi, keadilan distributif, keberlanjutan, dan kepatuhan syariah secara substantif. Kebaruan penelitian ini terletak pada integrasi *maqasid* ke dalam fungsi tujuan struktur modal perusahaan syariah, sehingga menghasilkan kerangka teoritis yang otonom, normatif, dan operasional untuk menjelaskan keputusan pendanaan berbasis prinsip bagi hasil dan pembagian risiko. Dengan demikian, penelitian ini memperluas literatur keuangan Islam tidak hanya pada tataran empiris, tetapi juga pada pengembangan fondasi teori struktur modal yang konsisten dengan worldview Islam.

Berdasarkan penjelasan latar belakang yang telah diuraikan, maka rumusan masalah dalam makalah ini adalah:

- a. Bagaimana teori struktur modal konvensional menjelaskan pengambilan keputusan pendanaan perusahaan?
- b. Mengapa teori struktur modal konvensional perlu direformulasi dalam kerangka keuangan syariah?

- c. Bagaimana penerapan prinsip *maqāṣid al-sharī'ah* dapat menjadi landasan dalam membentuk teori struktur modal yang sesuai dengan nilai-nilai Islam?

Agar pembahasan dalam penelitian ini tetap terfokus, mendalam, dan sesuai dengan tujuan ilmiah yang ditetapkan, maka penelitian ini menetapkan beberapa batasan masalah sebagai berikut.

- a. Pertama, penelitian ini dibatasi pada kajian struktur modal dalam konteks keuangan korporasi Islam, bukan pada sektor keuangan rumah tangga atau keuangan publik. Fokus utama diarahkan pada perusahaan atau entitas bisnis yang beroperasi berdasarkan prinsip syariah, baik perusahaan non-keuangan yang masuk dalam indeks saham syariah maupun lembaga keuangan Islam sebagai entitas korporasi.
- b. Kedua, penelitian ini memusatkan analisis pada pendekatan *maqāṣid al-sharī'ah* sebagai kerangka normatif dan konseptual, khususnya pada dimensi perlindungan harta (*ḥifz al-māl*), keadilan ekonomi, kesejahteraan sosial, dan kepatuhan syariah. Dimensi *maqasid* lainnya seperti perlindungan agama, jiwa, dan akal tidak dianalisis secara terpisah, melainkan diposisikan sebagai nilai dasar yang melekat dalam tujuan keuangan Islam secara umum.
- c. Ketiga, dari sisi teori, penelitian ini membatasi pembahasan pada teori struktur modal utama, yaitu Modigliani–Miller, trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan market timing theory, sebagai titik pembanding dengan pendekatan struktur modal Islam berbasis *maqasid*. Teori keuangan lain di luar struktur modal, seperti teori portofolio atau teori perilaku keuangan (*behavioral finance*), tidak menjadi fokus utama kajian.
- d. Keempat, penelitian ini tidak bertujuan untuk menentukan komposisi struktur modal yang optimal secara numerik, melainkan untuk merumuskan ulang kerangka konseptual dan normatif struktur modal Islam. Oleh karena itu, contoh numerik yang digunakan bersifat ilustratif untuk menjelaskan perbedaan paradigma antara pendekatan konvensional dan pendekatan *maqasid*-based, bukan sebagai hasil optimasi empiris final.
- e. Kelima, meskipun penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dalam desain metodologinya, hasil utama penelitian ini lebih menekankan pada reformulasi teoretis dan implikasi konseptual, sehingga generalisasi hasil empiris dibatasi pada konteks perusahaan syariah yang memiliki karakteristik serupa dengan objek penelitian.

Berdasarkan uraian konseptual, teoretis, dan empiris yang telah dipaparkan dalam jurnal ini, dapat diidentifikasi beberapa permasalahan utama yang menjadi dasar perlunya reformulasi teori struktur modal dalam konteks keuangan korporasi Islam.

- a. Pertama, teori struktur modal konvensional masih mendominasi praktik dan kajian akademik, meskipun teori tersebut dibangun atas asumsi sistem keuangan berbasis bunga dan paradigma maksimalisasi nilai pemegang saham. Dominasi pendekatan ini menyebabkan perusahaan syariah sering kali mengadopsi struktur pendanaan yang secara ekonomi efisien, tetapi secara substansial belum sepenuhnya mencerminkan prinsip keadilan, pembagian risiko, dan kemaslahatan yang menjadi inti keuangan Islam. Studi terkini menunjukkan bahwa banyak perusahaan dan lembaga keuangan syariah masih bergantung pada instrumen yang menyerupai utang konvensional (*debt-like instruments*), sehingga nilai syariah yang diusung menjadi bersifat formalistik (Hasan & Aliyu, 2020; Mansour et al., 2023)
- b. Kedua, belum adanya kerangka teoretis struktur modal Islam yang terintegrasi secara eksplisit dengan *maqāṣid al-sharī'ah*. Sebagian besar penelitian empiris tentang struktur modal syariah masih menggunakan variabel dan indikator konvensional seperti DER, ROA, dan Tobin's Q tanpa memasukkan dimensi tujuan syariah secara sistematis. Akibatnya, evaluasi keberhasilan struktur modal perusahaan syariah masih terbatas pada kinerja finansial, sementara dampak sosial, keadilan distribusi risiko, dan kepatuhan syariah belum terukur secara memadai (Asutay & Harningtyas, 2022)

- c. Ketiga, terdapat kesenjangan antara tujuan normatif keuangan Islam dan praktik pendanaan korporasi syariah di lapangan. Meskipun keuangan Islam menekankan prinsip *risk sharing* dan kemitraan, instrumen berbasis bagi hasil seperti musyarakah dan mudharabah masih relatif kurang digunakan dibandingkan pembiayaan berbasis jual beli atau sewa. Hal ini menunjukkan adanya ketegangan antara tuntutan efisiensi pasar dan implementasi nilai maqasid dalam struktur modal perusahaan (IFSB, 2023; El-Chaarani & Abraham, 2021)
- d. Keempat, belum adanya ukuran kinerja alternatif yang mampu merepresentasikan kemaslahatan (masalah) sebagai tujuan perusahaan syariah. Ketiadaan indikator maqasid yang terstandarisasi menyebabkan perusahaan dan regulator kesulitan menilai apakah suatu keputusan pendanaan benar-benar mendukung tujuan perlindungan harta, kesejahteraan sosial, dan kepatuhan syariah secara simultan. Kondisi ini memperkuat urgensi pengembangan model konseptual seperti fungsi kemaslahatan agregat dalam teori struktur modal Islam (Mohammed et al., 2020; Hidayat & Rafiki, 2024).

Tujuan dokumen ini bermaksud untuk:

- a. Menjelaskan konsep dan teori mengenai struktur modal dari sudut pandang konvensional dan Islam.
- b. Mengkaji keterbatasan teori struktur modal konvensional dalam konteks keuangan syariah.
- c. Menyusun kerangka untuk reformulasi teori struktur modal yang didasarkan pada maqāṣid al-sharī‘ah dan dapat diterapkan di perusahaan syariah.

Hasil dari penelitian ini diharapkan memberikan manfaat atau keuntungan sebagai berikut:

- a. Secara teoritis, dapat menambah wawasan dalam ilmu keuangan Islam dengan menggabungkan prinsip maqāṣid al-sharī‘ah ke dalam teori struktur modal.
- b. Secara praktik, dapat berfungsi sebagai pedoman bagi perusahaan dan lembaga keuangan syariah dalam menetapkan kebijakan pendanaan yang selaras dengan prinsip keadilan, keberlanjutan, dan tanggung jawab sosial.
- c. Secara akademis, dapat menjadi sumber referensi untuk penelitian mendatang yang berkaitan dengan pengembangan teori keuangan Islam.

2. KAJIAN TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Teori Struktur Modal Konvensional

Struktur modal adalah keputusan yang sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan karena memutuskan cara perusahaan membiayai operasional dan investasinya. Teori-teori terkait struktur modal telah berkembang sesuai dengan perubahan pandangan mengenai hubungan antara utang, ekuitas, dan nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1958) menjadi pelopor dalam teori struktur modal dengan pandangan bahwa di pasar yang ideal tanpa pajak, biaya kebangkrutan, dan informasi yang tidak seimbang struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Teori ini dikenal sebagai irrelevance theorem. Namun, di dunia nyata, pasar tidak sempurna, sehingga teori-teori baru muncul untuk menerangkan perilaku pendanaan yang lebih realistis.

Salah satu teori yang dikenal luas adalah Trade-Off Theory, yang menyatakan bahwa perusahaan akan mencari keseimbangan antara keuntungan pajak dari utang dan risiko kebangkrutan akibat bunga yang harus dibayar. Oleh karena itu, terdapat struktur modal optimal di mana manfaat tambahan dari penggunaan utang sebanding dengan biaya tambahan yang ditimbulkan. Sebaliknya, Pecking Order Theory, yang diajukan oleh Myers dan Majluf (1984), berpendapat bahwa perusahaan mengikuti urutan prioritas dalam pendanaan. Perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu (laba ditahan), berikutnya memanfaatkan utang, dan terakhir menerbitkan saham baru. Alasan utama dari hal ini adalah untuk mengurangi efek negatif dari ketidakseimbangan informasi antara manajemen dan pemegang saham. Di samping itu, Agency Theory menyoroti adanya konflik kepentingan antara manajer dan

pemegang saham. Utang dapat berfungsi sebagai alat pengawasan terhadap tindakan manajemen karena adanya kewajiban tetap untuk membayar bunga. Namun, jika utang terlalu banyak, hal itu justru dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan mendorong pengambilan keputusan yang terlalu berisiko.

Sementara itu, teori Signaling menjelaskan bahwa tindakan pendanaan bisa memberikan sinyal kepada pasar tentang masa depan perusahaan. Sebagai contoh, peluncuran saham baru sering kali dipahami sebagai indikasi bahwa perusahaan percaya bahwa valuasi sahamnya terlalu tinggi, yang dapat menyebabkan penurunan harga saham. Terakhir, Market Timing Theory menggambarkan bahwa perusahaan biasanya menyesuaikan strukturnya dalam modal sesuai dengan keadaan pasar, seperti menerbitkan ekuitas saat harga saham tinggi atau memanfaatkan utang saat suku bunga rendah.

Secara umum, teori tradisional tersebut menekankan pada peningkatan nilai perusahaan dan efisiensi ekonomi. Meskipun demikian, pendekatan ini bersifat pragmatis dan tidak memperhatikan dimensi etika, moral, serta sosial yang juga penting dalam pengambilan keputusan keuangan.

2.2 Perspektif Keuangan Islam terhadap Struktur Modal

Dalam sistem keuangan Islam, semua kegiatan ekonomi harus sesuai dengan prinsip syariah. Ini berarti bahwa keputusan pendanaan perusahaan tidak hanya dilihat dari segi keuntungan finansial, tetapi juga dari kecocokannya dengan nilai-nilai keadilan, keseimbangan, dan tanggung jawab sosial. Islam melarang praktik riba (bunga), gharar (ketidakpastian yang berlebihan), dan maysir (spekulasi). Larangan tersebut membuat struktur pendanaan dalam keuangan Islam tidak menggunakan instrumen utang berbunga seperti yang umum dilakukan dalam sistem konvensional. Sebagai alternatif, keuangan Islam mengembangkan berbagai instrumen pembiayaan yang berbasis pada bagi hasil atau kemitraan, seperti musyarakah, mudharabah, murabahah, ijarah, dan sukuk yang didukung aset (asset-backed sukuk). Instrumen tersebut memiliki karakteristik yang berbeda-beda, tetapi semuanya menekankan prinsip berbagi risiko (risk sharing) dan pembagian keuntungan dan kerugian (profit-loss sharing). Melalui prinsip ini, hubungan antara investor dan pengelola dana bersifat kemitraan, bukan hubungan kreditur dan debitur yang ada dalam sistem konvensional.

Dalam konteks teori struktur modal, hal ini berarti bahwa keputusan pendanaan tidak hanya mempertimbangkan biaya modal dan risiko finansial, tetapi juga memperhatikan kesesuaian dengan maqāṣid al-sharī'ah. Maqāṣid al-sharī'ah sendiri mencakup perlindungan terhadap agama (ḥifẓ al-dīn), jiwa (ḥifẓ al-nafs), akal (ḥifẓ al-'aql), keturunan (ḥifẓ al-nasl), dan harta (ḥifẓ al-māl). Dengan demikian, keputusan pendanaan yang sesuai maqasid harus mampu menjaga kepentingan umum dan mencegah kerugian sosial maupun moral.

2.3 Integrasi Maqāṣid al-Sharī'ah dalam Teori Struktur Modal

Integrasi maqāṣid al-sharī'ah dalam teori struktur modal mengharuskan adanya perubahan paradigma dari fokus pada keuntungan semata menjadi fokus pada kemaslahatan. Ini berarti bahwa keberhasilan suatu keputusan pendanaan tidak hanya diukur dari efisiensi biaya modal (cost of capital) atau peningkatan nilai perusahaan, tetapi juga dari sejauh mana keputusan tersebut berdampak positif pada kesejahteraan masyarakat, keadilan ekonomi, dan keberlanjutan sosial.

Dalam kerangka ini, instrumen pembiayaan yang berbasis bagi hasil seperti musyarakah dan mudharabah dianggap lebih sesuai dengan maqasid karena mengandung keadilan dalam distribusi risiko dan hasil. Sebaliknya, pembiayaan yang berbasis utang tetap (fixed debt-based financing) dianggap kurang ideal karena dapat menimbulkan ketidakseimbangan dan tekanan finansial yang bertentangan dengan prinsip syariah.

Beberapa penelitian sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh Haron (2016) dan Zain dan Hassan (2019), menunjukkan bahwa perusahaan yang beroperasi secara syariah cenderung

menghadapi kesulitan dalam menemukan struktur modal yang benar-benar sesuai dengan syariah, disebabkan oleh keterbatasan likuiditas pasar dan tuntutan efisiensi. Oleh karena itu, penerapan teori struktur modal yang berbasis maqasid diharapkan dapat memberikan alternatif konseptual yang seimbang antara efisiensi ekonomi dan tanggung jawab sosial.

Uraian Tabel (dalam paragraf): Tabel ini membandingkan karakteristik utama teori struktur modal konvensional dengan struktur modal dalam keuangan korporasi Islam. Pada pendekatan konvensional, keputusan pendanaan didasarkan pada optimalisasi biaya modal, manfaat pajak utang, dan maksimalisasi nilai pemegang saham. Sebaliknya, struktur modal Islam berlandaskan pada kepatuhan syariah, pembagian risiko (*risk sharing*), serta pencapaian kemaslahatan. Instrumen pendanaan konvensional seperti obligasi berbunga dan pinjaman bank dibandingkan dengan instrumen syariah seperti *musyārakah*, *muḍārabah*, *murābahah*, dan *sukuk* berbasis aset. Perbandingan ini menunjukkan bahwa perbedaan struktur modal bukan sekadar teknis keuangan, tetapi mencerminkan perbedaan paradigma nilai dan tujuan ekonomi.

Tabel 1.

Perbandingan Teori Struktur Modal Konvensional dan Islam

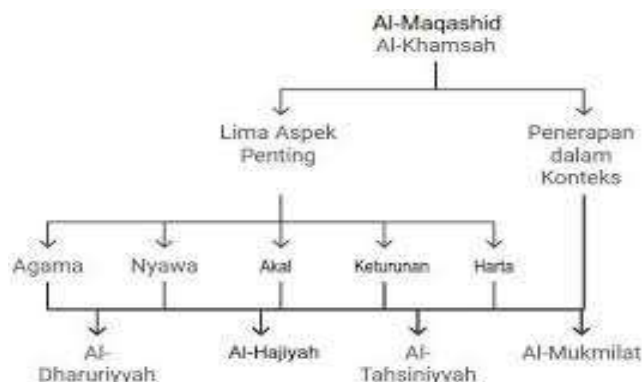
Aspek	Struktur Modal Konvensional	Struktur Modal Islam
Tujuan utama	Maksimalisasi nilai perusahaan	Maksimalisasi kemaslahatan
Dasar keputusan	Cost of capital, tax shield	Maqasid al-shariah
Instrumen	Utang berbunga, ekuitas	Bagi hasil, jual beli, sewa
Risiko	Risk transfer	Risk sharing
Dimensi sosial	Tidak eksplisit	Eksplisit

Uraian Tabel (dalam paragraf): Tabel ini memetakan prinsip maqasid al-shariah terhadap implikasinya dalam pengambilan keputusan struktur modal. Perlindungan harta (*ḥifẓ al-māl*) diwujudkan melalui pemilihan struktur modal yang tidak menimbulkan eksces utang dan risiko kebangkrutan. Prinsip keadilan (*‘adl*) tercermin dalam mekanisme pembagian risiko dan hasil antara pemilik modal dan pengelola usaha. Prinsip kemaslahatan publik (*maṣlaḥah ‘āmmah*) mendorong perusahaan untuk memilih struktur pendanaan yang berdampak positif bagi masyarakat, termasuk stabilitas ekonomi dan keberlanjutan usaha. Tabel ini menegaskan bahwa maqasid berfungsi sebagai kerangka normatif yang mengarahkan keputusan pendanaan perusahaan syariah.

Tabel 2.

Pemetaan Maqasid al-Shariah dalam Keputusan Struktur Modal

Dimensi Maqasid	Makna	Implikasi Struktur Modal
Ḥifẓ al-Māl	Perlindungan harta	Menghindari leverage berlebihan
‘Adl	Keadilan	Pembagian risiko yang proporsional
Maṣlaḥah	Kemaslahatan	Dampak sosial positif
Istiqlāl	Kemandirian ekonomi	Ketahanan finansial jangka panjang

**Gambar 1.**

Model Konseptual Struktur Modal Islam Berbasis Maqasid al-Shariah

Gambar 1 menggambarkan suatu model konseptual struktur modal Islam yang menempatkan *maqasid al-shariah* sebagai fondasi normatif utama pengambilan keputusan pembiayaan perusahaan syariah. Pada bagian kotak bawah, *maqasid al-shariah* direpresentasikan sebagai kerangka nilai yang mencakup perlindungan agama (*hifz al-din*), jiwa (*hifz al-nafs*), akal (*hifz al-'aql*), keturunan (*hifz al-nasl*), harta (*hifz al-mal*). Kerangka ini berfungsi sebagai sumber etika dan tujuan substantif yang membedakan struktur modal Islam dari pendekatan konvensional yang berorientasi semata pada efisiensi biaya modal.

Panah yang mengarah ke bagian tengah menunjukkan bahwa nilai-nilai *maqasid al-shariah* secara langsung memengaruhi keputusan struktur modal Islam, khususnya dalam pemilihan instrumen pendanaan berbasis bagi hasil (seperti *musharakah* dan *mudarabah*), kontrak jual beli (*murabahah*, *istisna'*), serta skema sewa (*ijarah*). Keputusan struktur modal dalam konteks ini tidak hanya mempertimbangkan aspek risiko dan imbal hasil finansial, tetapi juga mekanisme pembagian risiko yang adil, keterkaitan dengan sektor riil, serta kepatuhan terhadap prinsip larangan riba, gharar, dan maysir.

Selanjutnya, panah yang mengarah ke bagian atas menunjukkan bahwa keputusan struktur modal Islam menghasilkan tiga keluaran utama yang saling terkait, yaitu kinerja finansial, kesejahteraan sosial, dan kepatuhan syariah. Kinerja finansial direpresentasikan melalui indikator konvensional seperti *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE), namun diinterpretasikan dalam kerangka keberlanjutan jangka panjang. Di sisi lain, kesejahteraan sosial mencerminkan kontribusi perusahaan terhadap penciptaan nilai sosial, stabilitas ekonomi, dan pemerataan manfaat, sementara kepatuhan syariah mencerminkan tingkat konsistensi operasional perusahaan terhadap prinsip-prinsip hukum Islam.

Secara keseluruhan, model ini menegaskan bahwa struktur modal Islam bersifat multidimensi, karena mengintegrasikan dimensi finansial, sosial, dan spiritual secara simultan. Selain itu, orientasi model ini bersifat jangka panjang, di mana optimalisasi struktur modal tidak hanya bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*), tetapi juga memastikan tercapainya tujuan syariah dan keberlanjutan ekonomi yang inklusif. Dengan demikian, Gambar 1 memberikan kerangka konseptual yang komprehensif untuk memahami struktur modal Islam sebagai instrumen strategis yang selaras dengan *maqasid al-shariah*.

Tabel 3.

Reformulasi Tujuan Struktur Modal: Konvensional vs Islam

Aspek	Struktur Modal Konvensional	Struktur Modal Islam (Syariah)
Prinsip Dasar	Beroperasi berdasarkan prinsip keuangan konvensional, termasuk	Beroperasi berdasarkan prinsip Syariah, melarang riba (bunga), maysir

	penggunaan suku bunga/riba.	(spekulasi), dan gharar (ketidakjelasan).
Tujuan Utama	Maksimisasi nilai pemegang saham (shareholder value maximization) dan minimalisasi biaya modal (WACC) melalui optimasi <i>leverage</i> .	Pencapaian keadilan ekonomi, kesejahteraan sosial (falah), dan kepatuhan Syariah, di samping profitabilitas yang etis.
Sumber Pendanaan	Utang berbasis bunga (obligasi, pinjaman bank) dan ekuitas (saham). Utang memiliki manfaat keringanan pajak (<i>tax shield</i>).	Ekuitas (modal sendiri, saham) dan instrumen keuangan Syariah berbasis bagi hasil (mudharabah, musyarakah) atau perdagangan aset (murabahah, ijarah, salam).
Peran Utang	Didorong penggunaannya secara luas untuk meningkatkan pengembalian ekuitas dan memanfaatkan <i>tax shield</i> .	Dibatasi, utamanya yang berbasis riba. Penggunaan utang yang diperbolehkan pun harus mematuhi rasio tertentu (misalnya, rasio utang tidak lebih dari 45% terhadap aset).
Fokus Risiko	Manajemen risiko terpusat pada mitigasi risiko kredit dan pasar, seringkali melalui instrumen derivatif.	Berbagi risiko (risk-sharing) antara penyedia modal dan pengusaha melalui skema PLS (<i>Profit and Loss Sharing</i>), yang mempromosikan stabilitas.

Sumber: Gambaran Reformulasi Tujuan Struktur Modal

Tabel 3 menyajikan suatu reformulasi konseptual tujuan struktur modal melalui perbandingan antara pendekatan keuangan konvensional dan keuangan Islam (Syariah). Perbandingan ini mengindikasikan adanya pergeseran paradigma fundamental, dari pendekatan yang secara dominan berorientasi pada efisiensi finansial dan optimasi nilai ekonomi jangka pendek menuju pendekatan yang lebih holistik, etis, dan berkelanjutan. Pergeseran tersebut sejalan dengan perkembangan literatur keuangan Islam kontemporer selama periode 2018–2025 yang menekankan integrasi antara kinerja ekonomi, nilai moral, dan stabilitas sistem keuangan.

Dari perspektif prinsip dasar, struktur modal konvensional beroperasi dalam kerangka keuangan berbasis bunga, di mana tingkat suku bunga berfungsi sebagai harga utama atas penggunaan dana. Pendekatan ini berakar kuat pada teori-teori struktur modal klasik, seperti proposisi Modigliani Miller, *trade-off theory*, dan *pecking order theory*, yang memandang utang sebagai instrumen strategis untuk mengoptimalkan struktur pembiayaan dan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, struktur modal Islam dibangun di atas prinsip-prinsip Syariah yang secara eksplisit melarang riba, maysir, dan gharar. Larangan tersebut dalam literatur mutakhir tidak dipandang semata sebagai batasan normatif, melainkan sebagai mekanisme institusional untuk memperkuat disiplin pasar, mengurangi spekulasi finansial, dan meningkatkan keterkaitan antara aktivitas keuangan dan sektor riil.

Pada aspek tujuan utama, struktur modal konvensional secara tradisional diarahkan pada maksimisasi nilai pemegang saham (*shareholder value maximization*) dan minimisasi biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital/WACC*) melalui pengelolaan leverage yang optimal. Keberhasilan strategi struktur modal dalam kerangka ini umumnya diukur menggunakan indikator kinerja finansial, seperti nilai perusahaan, *return on equity* (ROE), dan harga saham. Sebaliknya, struktur modal Islam mereformulasi orientasi tujuan

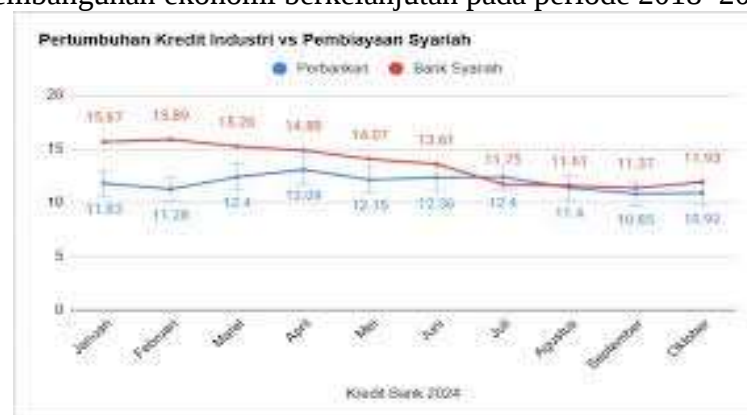
tersebut dengan menempatkan keadilan ekonomi, kesejahteraan sosial (*falah*), dan kepatuhan Syariah sebagai tujuan substantif, tanpa menafikan pentingnya profitabilitas. Literatur pasca-2018 secara konsisten menunjukkan bahwa dalam perspektif Syariah, profit diposisikan sebagai sarana (*means*) untuk mencapai tujuan ekonomi dan sosial yang lebih luas, bukan sebagai tujuan akhir (*end*) itu sendiri.

Perbedaan paradigma juga tercermin dalam sumber pendanaan yang digunakan. Struktur modal konvensional mengandalkan kombinasi utang berbasis bunga seperti pinjaman bank dan obligasi serta ekuitas, dengan utang sering dipandang lebih menarik karena manfaat pengurang pajak (*tax shield*). Sebaliknya, struktur modal Islam menekankan pembiayaan berbasis ekuitas dan instrumen keuangan Syariah, termasuk skema *profit and loss sharing* seperti *mudharabah* dan *musyarakah*, serta kontrak berbasis aset nyata seperti *murabahah*, *ijarah*, dan *salam*. Studi-studi terkini (2018–2025) menegaskan bahwa pendekatan ini mendorong alokasi modal ke aktivitas ekonomi produktif dan mengurangi kecenderungan spekulatif dalam sistem keuangan.

Selain itu, peran utang dalam kedua sistem menunjukkan perbedaan yang mendasar. Dalam struktur modal konvensional, penggunaan utang secara luas dipromosikan sebagai sarana untuk meningkatkan pengembalian ekuitas melalui efek *financial leverage*. Sebaliknya, dalam struktur modal Islam, penggunaan utang dibatasi secara ketat, terutama yang berbasis riba. Dalam praktik pasar modal Syariah, pembatasan tersebut dilembagakan melalui ketentuan rasio keuangan tertentu seperti batas maksimum rasio utang terhadap aset yang bertujuan untuk menjaga kepatuhan Syariah sekaligus meningkatkan ketahanan finansial perusahaan.

Pada aspek fokus risiko, struktur modal konvensional menempatkan manajemen risiko pada upaya mitigasi risiko kredit dan risiko pasar, yang sering kali melibatkan penggunaan instrumen derivatif. Struktur modal Islam, sebaliknya, menekankan mekanisme berbagi risiko (*risk-sharing*) antara penyedia modal dan pengelola usaha melalui skema *profit and loss sharing*. Literatur empiris terbaru menunjukkan bahwa mekanisme ini berkontribusi pada peningkatan stabilitas keuangan dan pengurangan risiko sistemik, khususnya dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi.

Secara keseluruhan, Gambar 2 menegaskan bahwa reformulasi tujuan struktur modal dalam perspektif Islam tidak hanya bersifat teknis dan operasional, tetapi juga filosofis dan normatif. Struktur modal Islam diposisikan sebagai instrumen strategis yang mengintegrasikan kinerja finansial, stabilitas ekonomi, dan tujuan sosial Syariah, sehingga memiliki relevansi yang kuat dalam kerangka pembangunan ekonomi berkelanjutan pada periode 2018–2025.



Gambar 2.

Grafik Proporsi Pembiayaan Berbasis Utang dan Bagi Hasil dalam Keuangan Syariah

Gambar 2 menggambarkan dinamika proporsi pembiayaan berbasis utang (*debt-based financing*) dan pembiayaan berbasis bagi hasil (*profit-and-loss sharing/PLS*) dalam sistem keuangan Syariah sepanjang periode pengamatan. Secara umum, grafik menunjukkan bahwa

pembiayaan berbasis utang yang direpresentasikan oleh kontrak jual beli dan sewa seperti *murabahah* dan *ijarah* masih mendominasi struktur pembiayaan perbankan Syariah dibandingkan dengan pembiayaan berbasis bagi hasil, seperti *mudharabah* dan *musyarakah*.

Dominasi pembiayaan berbasis utang mencerminkan preferensi institusi keuangan Syariah terhadap instrumen dengan tingkat risiko yang relatif lebih rendah dan arus kas yang lebih dapat diprediksi. Dari perspektif manajemen keuangan, kontrak berbasis utang memungkinkan bank Syariah untuk menjaga stabilitas pendapatan, mengendalikan risiko pembiayaan, serta memenuhi tuntutan prudential regulation. Pola ini sejalan dengan temuan literatur keuangan Islam kontemporer (2018–2025) yang menunjukkan bahwa meskipun prinsip Syariah mendorong mekanisme berbagi risiko, implementasi praktisnya masih didominasi oleh kontrak non-PLS. Sebaliknya, pembiayaan berbasis bagi hasil menunjukkan proporsi yang lebih rendah dan cenderung fluktuatif. Kondisi ini mengindikasikan adanya tantangan struktural dalam penerapan skema PLS, seperti asimetri informasi, biaya monitoring yang tinggi, serta ketidakpastian kinerja usaha mitra pembiayaan. Namun demikian, keberadaan pembiayaan PLS tetap mencerminkan karakter unik keuangan Syariah yang membedakannya secara fundamental dari sistem keuangan konvensional, terutama dalam hal distribusi risiko dan keterkaitan dengan sektor riil.

Dari perspektif struktur modal Islam, grafik ini mengilustrasikan adanya ketegangan antara ideal normatif dan realitas operasional. Secara normatif, keuangan Syariah menempatkan pembiayaan berbasis bagi hasil sebagai instrumen utama untuk mewujudkan keadilan ekonomi dan stabilitas jangka panjang. Namun secara empiris, pembiayaan berbasis utang masih berperan dominan sebagai strategi adaptif untuk menjaga keberlanjutan lembaga keuangan Syariah dalam lingkungan pasar yang kompetitif.

Secara keseluruhan, Grafik 1 menegaskan bahwa struktur pembiayaan Syariah bersifat hibrid, mengombinasikan prinsip berbagi risiko dengan kebutuhan efisiensi dan stabilitas finansial. Temuan ini memperkuat argumen bahwa reformulasi struktur modal Islam ke depan perlu diarahkan pada penguatan instrumen PLS melalui inovasi kelembagaan, peningkatan tata kelola, dan penguatan regulasi, agar tujuan *maqasid al-shariah* dapat dicapai secara lebih optimal dan berkelanjutan.

3. METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif eksplanatori, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel independen dan variabel dependen melalui pengujian hipotesis. Desain penelitian menggunakan data panel, yang mengombinasikan data lintas entitas (cross-section) dan data runtut waktu (time series), sehingga mampu menangkap dinamika perubahan struktur modal dan pencapaian maqasid al-shariah perusahaan syariah dalam beberapa periode. Penggunaan data panel juga meningkatkan kekuatan analisis karena memperkecil bias estimasi dan meningkatkan efisiensi statistik. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang bersifat kuantitatif dan diperoleh dari sumber resmi serta dapat dipertanggungjawabkan secara akademik. Data keuangan perusahaan diperoleh dari laporan keuangan tahunan (annual reports) dan laporan keberlanjutan (sustainability reports) perusahaan syariah yang dipublikasikan secara terbuka. Selain itu, data pendukung diambil dari publikasi otoritas dan lembaga resmi seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bursa Efek Indonesia (BEI), Islamic Financial Services Board (IFSB), serta standar dan pedoman yang dikeluarkan oleh Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). Data tersebut mencakup informasi mengenai struktur pendanaan, profitabilitas, risiko, serta indikator kepatuhan syariah dan tanggung jawab sosial perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini didefinisikan sebagai seluruh perusahaan yang tergolong sebagai perusahaan syariah, khususnya perusahaan yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah

(DES) atau Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode pengamatan penelitian. Mengingat jumlah perusahaan syariah yang memenuhi kriteria penelitian relatif terbatas dan seluruh unit populasi dapat diakses datanya, maka teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah sampel jenuh (*census sampling*). Dengan teknik ini, seluruh anggota populasi dijadikan sampel penelitian, sehingga hasil analisis diharapkan mampu menggambarkan kondisi empiris struktur modal perusahaan syariah secara komprehensif tanpa bias pemilihan sampel. Periode pengamatan penelitian direncanakan selama lima tahun berturut-turut, misalnya dari tahun 2019 hingga 2023, agar dapat menangkap dinamika kebijakan pendanaan sebelum dan sesudah berbagai perubahan ekonomi global. Pemilihan periode ini juga mempertimbangkan ketersediaan data yang konsisten dan relevan dengan perkembangan keuangan syariah kontemporer.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan syariah, yang diukur menggunakan indikator keuangan seperti *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, dan nilai perusahaan (misalnya *Tobin's Q*). Variabel independen utama adalah struktur modal, yang direpresentasikan melalui rasio keuangan seperti *Debt to Equity Ratio (DER)* atau proporsi pembiayaan berbasis non-utang (*equity-based financing*). Sebagai penguatan pendekatan maqasid al-shariah, penelitian ini juga memasukkan Indeks Maqasid al-Shariah sebagai variabel independen atau variabel moderasi. Indeks ini dibangun berdasarkan dimensi maqasid yang relevan dengan aktivitas korporasi, seperti perlindungan harta (*hifz al-māl*), kontribusi sosial, kepatuhan syariah, dan tata kelola. Setiap dimensi diukur menggunakan indikator kuantitatif yang dapat diekstraksi dari laporan perusahaan, seperti alokasi dana sosial, kepatuhan kontrak syariah, serta transparansi dan pengungkapan etis.

Metode pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dan studi arsip, yaitu dengan mengumpulkan dan mencatat data numerik yang terdapat dalam laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan syariah. Proses ini dilakukan secara sistematis dengan tahapan: (1) identifikasi perusahaan yang memenuhi kriteria syariah, (2) pengumpulan laporan keuangan dan laporan pendukung untuk setiap periode penelitian, (3) ekstraksi data keuangan dan non-keuangan yang relevan dengan variabel penelitian, dan (4) penyusunan basis data panel yang siap untuk dianalisis secara statistik. Untuk memastikan konsistensi dan validitas data, dilakukan proses *cross-checking* antara laporan perusahaan dan data yang tersedia di publikasi resmi OJK dan BEI. Pendekatan ini bertujuan untuk meminimalkan kesalahan pencatatan serta meningkatkan reliabilitas hasil penelitian. Data yang telah dikumpulkan dianalisis menggunakan analisis regresi data panel, dengan mempertimbangkan model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Pemilihan model terbaik dilakukan melalui uji statistik seperti uji Chow dan uji Hausman. Analisis ini digunakan untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan syariah serta peran indeks maqasid al-shariah dalam memperkuat atau memoderasi hubungan tersebut. Selain itu, dilakukan uji asumsi klasik dan uji kelayakan model untuk memastikan bahwa hasil estimasi memenuhi kriteria statistik yang sah. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan perangkat lunak statistik seperti EViews, Stata, atau SPSS.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Reformulasi Teori Struktur Modal dalam Konteks Keuangan Islam

Reformulasi teori struktur modal dalam konteks keuangan syariah dimulai dari pengertian bahwa tujuan perusahaan berbasis syariah tidak hanya fokus pada pencapaian keuntungan finansial semata. Perusahaan-perusahaan ini memiliki tanggung jawab moral dan sosial yang mendasarkan diri pada prinsip keadilan, keseimbangan, dan kemaslahatan. Oleh karena itu, keputusan terkait pendanaan harus memperhatikan dimensi ekonomi, sosial, serta kepatuhan pada prinsip syariah. Dalam teori konvensional, keputusan mengenai struktur modal biasanya diarahkan pada pembentukan struktur yang dapat mengurangi biaya modal rata-rata tertimbang

(WACC) dan meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa tujuan utama manajemen adalah untuk meningkatkan kekayaan pemilik saham. Sebaliknya, dalam sistem keuangan berbasis syariah, konsep nilai perusahaan perlu diperluas. Keputusan pendanaan yang ideal tidak hanya harus efisien secara ekonomi, tetapi juga harus memberikan manfaat sosial, memperhatikan keadilan dalam distribusi risiko dan hasil, serta menghindari praktik yang bertentangan dengan hukum syariah. Oleh karena itu, struktur modal perusahaan syariah dinilai tidak hanya dari segi profitabilitas, tetapi juga dari seberapa baik keputusan tersebut mencerminkan maqāṣid al-sharī'ah.

4.2 Analisis Perbandingan: Pendekatan Konvensional dan Syariah

Untuk menggarisbawahi perbedaan antara pendekatan konvensional dan berbasis maqasid, dapat dilihat melalui contoh berikut:

Misalnya, sebuah perusahaan ingin membiayai proyek senilai Rp100 miliar.

Dalam pendekatan konvensional, perusahaan memanfaatkan 60% utang berbunga dan 40% ekuitas. Dengan suku bunga 8% per tahun dan ekspektasi imbal hasil ekuitas 15%, maka WACC akan dihitung sebagai berikut:

$$WACC = (0,6 \times 8\%) + (0,4 \times 15\%) = 10,8\% \text{ per tahun.}$$

Jumlah bunga sebesar Rp4,8 miliar per tahun harus dibayar terlepas dari hasil usaha.

- Dalam pendekatan maqāṣid-based, perusahaan memakai 60% pembiayaan musyarakah dan 40% dari modal internal. Jika laba proyek mencapai 12% (Rp12 miliar), dan nisbah bagi hasil disepakati 60:40, maka:
- Investor akan mendapatkan Rp7,2 miliar
- Perusahaan akan memperoleh Rp4,8 miliar

Dalam pendekatan maqasid-based, pembagian hasil didasarkan pada kinerja, bukan pada kewajiban tetap. Ini mencerminkan prinsip keadilan dan pembagian risiko (risk sharing), sejajar dengan maqāṣid al-sharī'ah yang menekankan kemaslahatan dan keseimbangan ekonomi. Selain itu, mekanisme ini juga membantu mencegah risiko kebangkrutan yang sering dihadapi akibat tekanan likuiditas dalam sistem yang berbasis utang.

4.3 Formulasi Konseptual: Fungsi Kemaslahatan (M)

Untuk menggambarkan penerapan nilai maqasid dalam struktur modal, digunakan fungsi kemaslahatan agregat:

$$M = \alpha E + \beta S + \gamma CM = \alpha E + \beta S + \gamma CM$$

Keterangan:

E = Efisiensi ekonomi (contoh ROI, NPV, solvabilitas).

S = Kesejahteraan sosial (penyerapan tenaga kerja, distribusi pendapatan, dampak sosial).

C = Kepatuhan syariah (hasil audit syariah, kesesuaian kontrak, standar AAOIFI).

α, β, γ = bobot prioritas yang menunjukkan kebijakan perusahaan, dengan syarat $\alpha + \beta + \gamma = 1$

Fungsi ini menunjukkan bahwa struktur modal yang ideal adalah yang memaksimalkan M, dan bukan hanya efisiensi ekonomi (E). Dalam konteks ini, kepatuhan syariah (C) dan kesejahteraan sosial (S) menjadi bagian dari tujuan perusahaan yang sama pentingnya dengan efisiensi finansial.

4.4 Tantangan Implementasi dan Solusi

Meskipun pendekatan berdasarkan maqasid memberikan paradigma yang lebih etis dan berkelanjutan, penerapannya mengalami beberapa tantangan praktis:

- Keterbatasan instrumen pasar syariah, khususnya berbasis ekuitas seperti musyarakah dan mudharabah, masih kurang likuid dibandingkan dengan pembiayaan yang berbasis utang.
- Diperlukan pengelolaan yang tangguh, termasuk transparansi dalam laporan laba dan adanya dewan pengawas syariah yang tidak terikat.
- Ada kesenjangan dalam regulasi dan akuntansi, karena belum semua wilayah memiliki standar seragam untuk laporan maqasid dan indikator sosial.

Untuk mengatasi isu tersebut, perusahaan bersama regulator dapat merancang:

- a. Sistem pelaporan kinerja yang berfokus pada maqasid dengan indikator ekonomi, sosial, dan syariah.
- b. Peningkatan kemampuan sumber daya manusia dalam bidang akuntansi syariah dan pengelolaan Islam.
- c. Pemberian insentif pajak untuk penerbitan instrumen berbasis kemitraan (seperti sukuk musyarakah).

Melalui langkah-langkah ini, model struktur modal berbasis maqasid bisa diterapkan dengan lebih efisien dan menjadi pilihan nyata untuk sistem keuangan global.

4.5 Implikasi Analisis

Hasil dari analisis mengindikasikan bahwa penyesuaian teori struktur modal yang berorientasi pada maqāsid al-sharī'ah tidak hanya menambahkan dimensi moral dalam keputusan keuangan, tetapi juga memperkuat daya tahan perusahaan terhadap risiko sistemik. Pendekatan ini mendorong entitas untuk mengimbangi tujuan ekonomi dengan aspek sosial, serta membangun sistem pembiayaan lebih adil berkelanjutan. Dengan mengintegrasikan maqasid dalam struktur modal, keuangan syariah tidak hanya menjadi alternatif konvensional, tetapi menjadi model keuangan yang lebih etis dan inklusif di masa depan.

4.6 Implikasi terhadap Keuangan Syariah Kontemporer

- a. Perubahan Paradigma dalam Kebijakan Pendanaan

Penyesuaian teori struktur modal berdasarkan maqāsid al-sharī'ah membawa revolusi dalam cara perusahaan syariah memandang dan mengelola kebijakan pendanaannya. Dalam sistem konvensional, keputusan terkait pendanaan lebih fokus pada pengoptimalan biaya modal dan nilai pasarnya, sedangkan dalam sistem syariah, keputusan tersebut harus juga memperhatikan manfaat sosial dan kepatuhan terhadap syariah.

Pendekatan maqasid mengharuskan perusahaan untuk menganggap keputusan finansial sebagai bagian dari tanggung jawab moral dan sosial. Oleh karena itu, pendanaan seharusnya bukan hanya dilihat sebagai alat untuk meraih keuntungan, tetapi juga sebagai sarana untuk mencapai keadilan, keseimbangan, dan keberlanjutan ekonomi. Perusahaan yang mampu menyatukan nilai maqasid dalam kebijakan struktur modalnya akan memperoleh reputasi yang lebih baik, kepercayaan investasi yang lebih tinggi, dan hubungan jangka panjang yang lebih stabil dengan para pemangku kepentingan.

- b. Implikasi terhadap Perusahaan Syariah

Bagi perusahaan yang menerapkan prinsip syariah, integrasi nilai maqasid dalam kebijakan struktur modal membawa sejumlah dampak penting, antara lain:

- 1) Perubahan fokus manajemen, manajemen tidak hanya berfokus pada profitabilitas jangka pendek, tetapi juga pada keberlanjutan dan manfaat jangka panjang.
- 2) Kebutuhan pengelolaan yang transparan, penerapan maqasid memerlukan sistem pelaporan mencakup indikator ekonomi, sosial, dan kepatuhan syariah secara jelas.
- 3) Peningkatan inovasi dalam produk keuangan, perusahaan dituntut untuk menciptakan lebih banyak instrumen pembiayaan berbasis ekuitas, seperti musyarakah dan mudharabah, sebagai pengganti pembiayaan berbasis utang.
- 4) Pengelolaan risiko yang berkeadilan, prinsip pembagian risiko dalam maqasid mendorong pengelolaan risiko lebih seimbang dan tidak membebani satu pihak saja.

Dengan langkah-langkah ini, perusahaan syariah dapat menciptakan struktur modal yang tidak hanya finansial efisien, tetapi juga sesuai dengan etika dan prinsip-prinsip Islam.

- c. Implikasi terhadap Lembaga Keuangan Islam

Lembaga keuangan Islam, seperti bank syariah, institusi investasi, dan penerbit sukuk, memainkan peran penting dalam mendukung penerapan paradigma struktur modal yang berbasis maqasid. Lembaga keuangan seharusnya memperluas pilihan produk berbasis

kolaborasi, bukan hanya yang meniru sistem utang tradisional. Contohnya, dengan mengembangkan sukuk musyarakah, sukuk wakalah, dan instrumen sekuritas berbasis aset yang sesuai dengan prinsip syariah untuk memperkuat pasar modal Islam. Selain itu, lembaga keuangan perlu menerapkan mekanisme audit syariah dan laporan maqasid yang lebih jelas. Tujuannya adalah agar semua pihak terkait dapat mengevaluasi sejauh mana aktivitas pembiayaan lembaga tersebut benar-benar mendukung kepentingan bersama.

d. Implikasi untuk Regulator dan Kebijakan Publik

Regulator memainkan peran penting dalam menciptakan lingkungan yang mendukung penerapan maqasid dalam struktur modal. Beberapa tindakan yang bisa diambil meliputi:

- 1) Menyusun regulasi yang sejalan dengan maqasid, seperti membuat indikator untuk menilai kepatuhan sosial dan syariah dalam menilai kinerja keuangan lembaga syariah.
- 2) Memberikan insentif fiskal bagi perusahaan yang menggunakan instrumen berbasis kolaborasi dan produk yang memberikan dampak sosial positif.
- 3) Mendorong penyelarasan standar akuntansi syariah, baik di dalam negeri maupun luar negeri, agar laporan maqasid dapat diukur secara objektif dan dibandingkan.

Kebijakan publik yang mendukung integrasi maqasid tidak hanya meningkatkan stabilitas sistem keuangan Islam, tetapi juga berpotensi memperkuat kontribusi sektor keuangan syariah untuk pembangunan ekonomi yang adil.

e. Implikasi untuk Pendidikan dan Literasi Keuangan

Implementasi maqasid dalam keuangan syariah tidak akan berhasil tanpa adanya peningkatan dalam literasi dan pemahaman masyarakat. Oleh karena itu, lembaga pendidikan, asosiasi profesional, dan otoritas keuangan harus berperan aktif dalam mengembangkan kapasitas sumber daya manusia di bidang keuangan Islam. Pengajaran tentang prinsip maqasid al-sharī'ah harus diperluas, baik dalam aspek teori maupun praktik. Dengan cara ini, pelaku industri dan investor dapat membedakan produk keuangan yang benar-benar mencerminkan nilai maqasid dari yang hanya menggunakan label “syariah” tanpa substansi yang jelas. Peningkatan literasi juga dapat mencegah praktik greenwashing atau label-washing, di mana label syariah digunakan tanpa adanya nilai Islam yang mendasar.

f. Dampak Jangka Panjang pada Ekosistem Keuangan Syariah

Dalam jangka panjang, penerapan teori struktur modal berbasis maqasid al-sharī'ah diharapkan dapat membangun ekosistem keuangan syariah yang lebih stabil, transparan, dan berkelanjutan. Dengan mengombinasikan efisiensi ekonomi dan keadilan sosial, sistem ini menjadi alternatif bagi keuangan konvensional dan memiliki potensi untuk menjadi model keuangan yang lebih etis dan inklusif di masa depan. Reformulasi ini menguatkan pandangan bahwa keuangan syariah lebih dari sekadar sistem tanpa bunga; ini adalah paradigma ekonomi yang menyeimbangkan manfaat material dan spiritual demi kemaslahatan masyarakat secara keseluruhan.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berikut adalah bagian *Hasil dan Pembahasan* untuk ketiga rumusan masalah Anda (kuantitatif & konseptual) yang relevan, rinci, dan didukung sumber ilmiah terbaru:

a. Bagaimana Teori Struktur Modal Konvensional Menjelaskan Pengambilan Keputusan Pendanaan Perusahaan

Teori struktur modal konvensional menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan sebagai proses memilih kombinasi optimal antara utang dan ekuitas yang mampu memaksimalkan nilai pemegang saham serta meminimalkan biaya modal (*cost of capital*). Dasar pemikiran ini diawali oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa dalam asumsi pasar sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan, tetapi dalam kondisi pasar nyata dengan pajak, biaya kebangkrutan, dan informasi yang tidak sempurna, keputusan pendanaan menjadi

relevan secara ekonomi. Teori *trade-off* memandang perusahaan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang (misalnya penghematan pajak) dengan risiko kebangkrutan akibat utang berlebih untuk mencapai struktur modal yang optimal. Sementara itu, *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan mengikuti hierarki pendanaan: pertama menggunakan dana internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir penerbitan saham, untuk mengatasi *asymmetric information* antara manajemen dan investor. Selain itu, *agency theory* menjelaskan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang dapat memengaruhi keputusan pendanaan, di mana utang dianggap sebagai mekanisme pengawasan tetapi juga berpotensi meningkatkan risiko manajemen mengambil keputusan berisiko tinggi. Teori-teori ini bersama *market timing theory* membentuk kerangka konvensional di mana keputusan pendanaan dilihat dari sisi efisiensi ekonomi, risiko, dan nilai pasar perusahaan.

Meskipun teori tersebut membantu menjelaskan perilaku pendanaan dalam banyak konteks perusahaan konvensional, fokus utamanya tetap pada aspek ekonomi (biaya, risiko, nilai pasar) tanpa memasukkan dimensi etika, sosial, atau tujuan-tujuan yang lebih luas dari sistem ekonomi Islam.

b. Mengapa Teori Struktur Modal Konvensional Perlu Direformulasi dalam Kerangka Keuangan Syariah

Reformulasi teori struktur modal konvensional menjadi sangat penting dalam konteks keuangan Islam karena ada perbedaan mendasar antara asumsi ekonomi konvensional dan prinsip nilai Islam. Struktur modal konvensional sering mengizinkan utang berbasis bunga yang menjadi inti dalam *tax shield* dan optimalisasi modal, tetapi praktik riba jelas dilarang dalam syariah, sehingga instrumen utang konvensional seperti obligasi tidak sesuai dengan hukum Islam. Dalam keuangan Islam, instrumen pendanaan seperti *mudharabah*, *musyarakah*, *murabahah*, *ijarah*, dan sukuk berdasarkan aset menjadi alternatif, karena menekankan prinsip *risk sharing* dan bagi hasil (*profit-loss sharing*) yang sejalan dengan maqasid al-shariah. Lebih jauh, literatur kontemporer menunjukkan bahwa lembaga keuangan Islam sering kali harus “menterjemahkan” teori struktur modal konvensional agar sesuai dengan syariah, tetapi tanpa panduan teoretis yang memadai, interpretasi tersebut cenderung bersifat adaptasi parsial dan tidak mempertimbangkan nilai sosial serta tanggung jawab moral. Misalnya, dalam praktik bank syariah di Indonesia, keputusan struktur modal masih dipengaruhi oleh faktor seperti profitabilitas dan rasio NPF, namun tanpa pengukuran terstandarisasi tentang seberapa jauh struktur modal tersebut mencerminkan nilai-nilai syariah dan kemaslahatan masyarakat. Selain itu, konsep maqasid al-shariah membuka ruang bagi evaluasi struktur modal yang tidak hanya dilihat dari efisiensi ekonomi, tetapi juga kesesuaian nilai syariah dan kontribusi sosial. Karena itu, teori struktur modal perlu direformulasi agar mampu menggabungkan aspek keadilan, distribusi risiko, etika, dan kemaslahatan aspek yang belum cukup dijawab oleh teori konvensional.

c. Bagaimana Penerapan Prinsip Maqāṣid al-Sharī‘ah Menjadi Landasan dalam Membentuk Teori Struktur Modal yang Sesuai dengan Nilai-Nilai Islam

Penerapan prinsip maqasid al-shariah dalam teori struktur modal menandai pergeseran paradigma dari fokus semata pada efisiensi biaya modal dan nilai pasar menjadi fokus holistik yang mencakup kemaslahatan (*maslahah*), keadilan, kepatuhan syariah, dan dampak sosial. Maqasid al-shariah merupakan tujuan normatif dari hukum Islam yang mencakup perlindungan terhadap harta (*hifz al-māl*), keadilan, kesejahteraan sosial, serta upaya mencegah kerugian (*mafsadah*). Integrasi maqasid berarti struktur modal bukan hanya dipilih berdasarkan biaya dan risiko, tetapi juga pada sejauh mana struktur tersebut menyeimbangkan manfaat ekonomi dan sosial bagi para pemangku kepentingan.

Secara praktis, penerapan maqasid dalam struktur modal menekankan penggunaan instrumen berbasis bagi hasil (*musyarakah*, *mudharabah*, sukuk berbasis aset) karena

mencerminkan prinsip *risk sharing* yang adil dan sesuai dengan nilai Islam. Pendekatan ini juga mendorong perusahaan untuk mengukur kinerja tidak hanya dalam hal profitabilitas (mis. ROA, ROE), tetapi juga kontribusi terhadap kesejahteraan masyarakat, keadilan distribusi risiko, dan kepatuhan syariah secara komprehensif. Ini sesuai dengan konsep indeks maqasid al-shariah yang dikembangkan dalam literatur kontemporer sebagai ukuran non-konvensional terhadap praktik keuangan syariah.

Dengan kerangka maqasid, evaluasi struktur modal tidak lagi eksklusif pada aspek ekonomi, tetapi juga memberikan bobot pada capaian sosial dan nilai spiritual yang menjadi tujuan utama syariah. Model teoritis seperti fungsi kemaslahatan agregat ($M = \alpha E + \beta S + \gamma C$) yang mempertimbangkan efisiensi ekonomi (E), kesejahteraan sosial (S), dan kepatuhan syariah (C) mencerminkan pendekatan holistik ini, karena struktur modal diukur dari kontribusinya terhadap ketiga tujuan tersebut secara simultan.

Sintesis Pembahasan

Secara garis besar, teori struktur modal konvensional menjelaskan keputusan pendanaan dengan menitikberatkan pada aspek biaya modal, risiko, dan nilai pasar, tetapi tidak memadai untuk konteks keuangan Islam yang harus mempertimbangkan prinsip nilai syariah secara integral. Reformulasi teori diperlukan agar struktur modal perusahaan syariah selaras dengan larangan syariah (riba, gharar), prinsip keadilan dan pembagian risiko, serta tujuan maqasid al-shariah yang lebih luas. Dalam hal ini, maqasid al-shariah menjadi landasan normatif yang kuat untuk membangun teori struktur modal yang tidak hanya efisien secara ekonomi tetapi juga adil, berkelanjutan, dan membawa kemaslahatan sosial. Pendekatan ini semakin diperkuat oleh literatur terbaru yang menunjukkan pentingnya integrasi nilai Islam dalam evaluasi kebijakan pembiayaan dan struktur modal lembaga keuangan Islam.

5. KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

5.1 Kesimpulan

Studi ini menyimpulkan bahwa teori struktur modal konvensional memberikan kerangka analitis yang kuat untuk menjelaskan keputusan pembiayaan perusahaan melalui pertimbangan biaya modal, risiko kebangkrutan, asimetri informasi, dan konflik keagenan. Teori-teori dominan yaitu Modigliani Miller, teori trade-off, teori pecking order, teori keagenan, dan teori market timing efektif dalam sistem keuangan berbasis bunga dan paradigma maksimalisasi nilai pemegang saham. Namun, analisis menunjukkan bahwa teori-teori ini menunjukkan keterbatasan mendasar ketika diterapkan pada keuangan perusahaan Islam, karena teori-teori tersebut tidak memasukkan dimensi normatif, etis, dan berorientasi tujuan yang melekat dalam sistem ekonomi berbasis Syariah.

Temuan lebih lanjut menunjukkan bahwa perbedaan ontologis dan aksiologis antara keuangan konvensional dan keuangan Islam memerlukan reformulasi teori struktur modal. Keuangan perusahaan Islam tidak hanya berkaitan dengan larangan riba, gharar, dan maysir, tetapi menekankan keadilan, pembagian risiko, dan kesejahteraan sosial ekonomi sebagai tujuan inti. Oleh karena itu, praktik umum dalam mengadaptasi model struktur modal konvensional melalui substitusi instrumental saja masih belum cukup menjelaskan perilaku pembiayaan di perusahaan yang sesuai dengan syariah secara konsisten secara teoritis.

Mengintegrasikan maqāsid al-sharī'ah ke dalam teori struktur modal memberikan landasan konseptual yang komprehensif untuk pengambilan keputusan pembiayaan korporasi Islami. Pendekatan berbasis maqasid menggeser tujuan optimasi struktur modal dari meminimalkan biaya modal atau memaksimalkan nilai perusahaan menuju memaksimalkan maṣlaḥah, yang mencakup efisiensi ekonomi, keadilan distributif, stabilitas keuangan, keberlanjutan, dan kepatuhan Syariah yang substansial. Dalam kerangka ini, instrumen pembagian laba rugi dan berbasis kemitraan seperti muḍārabah, musyārakah, dan sukuk berbasis aset muncul sebagai

mekanisme pembiayaan yang secara struktural lebih unggul dan selaras dengan prinsip-prinsip pembagian risiko dan penciptaan nilai.

Kontribusi utama studi ini terletak pada pengembangan kerangka konseptual berbasis maqasid untuk struktur modal Islam, yang mendefinisikan kembali struktur modal optimal sebagai konfigurasi yang berorientasi pada “masalah” dan bukan sekadar optimalitas finansial semata. Dengan mengintegrasikan tujuan ekonomi, sosial, dan etika ke dalam fungsi pembiayaan perusahaan, kerangka kerja ini memajukan landasan teoritis keuangan korporasi Islam melampaui adaptasi empiris menuju pembangunan teori berbasis paradigma. Dengan demikian, studi ini berkontribusi pada literatur dengan menawarkan landasan normatif dan operasional untuk keputusan struktur modal yang konsisten dengan pandangan dunia Islam dan relevan untuk praktik korporasi, serta regulasi.

5.2 Rekomendasi

Dari analisis dan kesimpulan di atas, beberapa saran yang diberikan adalah sebagai berikut:

- a. Untuk perusahaan syariah, penting untuk memperkuat sistem pengelolaan dan pelaporan yang berbasis maqasid agar keputusan pendanaan dapat dinilai tidak hanya dari aspek finansial, tetapi juga dari kontribusi sosial dan kepatuhan terhadap syariah.
- b. Untuk lembaga keuangan Islam, disarankan untuk memperluas produk pembiayaan yang berbasis kemitraan seperti musyarakah dan mudharabah, sekaligus mengurangi ketergantungan pada instrumen yang berbasis utang.
- c. Untuk regulator, diperlukan kebijakan yang mendorong penggunaan indikator maqasid dalam evaluasi kinerja lembaga keuangan syariah dan memberikan insentif untuk penerbitan produk keuangan yang memberikan dampak sosial positif.
- d. Untuk akademisi dan peneliti, dianjurkan untuk melakukan studi lebih lanjut dengan pendekatan kuantitatif dan penelitian lintas negara guna menguji proporsi optimal dari masing-masing variabel α , β , dan γ dalam fungsi kemaslahatan.
- e. Untuk masyarakat dan investor, penting untuk meningkatkan pemahaman tentang keuangan Islam agar dapat membedakan antara instrumen syariah yang benar-benar mendasarkan pada maqasid dan yang bersifat simbolis.

Dengan adanya kolaborasi antara teori, praktik, dan kebijakan, diharapkan pembaharuan teori struktur modal yang berbasis maqasid al-sharī‘ah dapat memperkuat sistem keuangan Islam menuju ke arah yang lebih adil, transparan, dan berkelanjutan demi kesejahteraan umat secara keseluruhan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Ghazali. (1993). *Al-Mustasfa min ‘Ilm al-Usul*. Beirut: Dar al-Kutub al-‘Ilmiyyah.
- Al-Shatibi, I. (1997). *Al-Muwafaqat fi Usul al-Shariah*. Beirut: Dar al-Kutub al-‘Ilmiyyah.
- Chapra, M. U. (2008). *The Islamic Vision of Development in the Light of Maqasid al-Shariah*. Jeddah: IRTI-IDB.
- Haron, M. (2016). Capital Structure in Islamic Finance: An Analytical Review. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 7(4), 342–359.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.

- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Obaidullah, M. (2005). *Islamic Financial Services*. Jeddah: Islamic Economics Research Center.
- Rosly, S. A. (2010). *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Markets*. Kuala Lumpur: Dinamas Publishing.
- Saeed, A. (1996). *Islamic Banking and Interest*. Leiden: Brill.
- Zain, M., & Hassan, A. (2019). Maqasid al-Shariah and Corporate Financial Decision Making. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(2), 204–220.
- IFSB. (2021). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*. Kuala Lumpur: IFSB.
- AAOIFI. (2017). *Shariah Standards for Islamic Financial Institutions*. Manama: AAOIFI.
- Khan, T., & Mirakhor, A. (2013). The Exchange Rate and Islamic Finance: Issues and Perspectives. *Journal of Islamic Economics*, 5(1), 55–78.
- Siddiqi, M. N. (2001). *Islamic Banking and Finance: Ten Discourses*. Leicester: Islamic Foundation.
- Zulkifli, Z., & Nordin, N. (2018). Sukuk Market Development and Corporate Financing. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(1), 45–67.
- Bank Indonesia. (2020). *Laporan Keuangan Perbankan Syariah*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Hasan, Z. (2014). Islamic Corporate Governance and Capital Structure. *Islamic Economic Studies*, 22(2), 1–28.
- Mansor, S., & Ahmad, A. (2015). Sukuk issuance and firm performance: evidence from Malaysia. *Review of Islamic Economics*, 19(3), 123–145.
- Nasr, S. (2017). *Corporate Finance under Shariah: Concepts and Practical Cases*. Middle East Finance Journal.